

Observatoire Français des Conjonctures Économiques. 69, quai d'Orsay, 75007 Paris - Tél: 555.95.12

N° 15 Mercredi 23 mai 1984

### L'EUROPE GARDE LA TÊTE FROIDE

En ce printemps 1984, les conjoncturistes européens sont unanimes à reconnaître que l'activité a progressé plus vite que prévu. Ainsi la croissance du PNB de l'Europe en 1983 a été supérieure de près d'un demi-point à ce que l'on attendait il y a un an (0,7 % au lieu de 0,3 %) et les prévisions faites fin mars pour 1984 ont été revues en hausse du même montant et portées à 2 % environ. Comme à l'accoutumée en phase de reprise, chaque mois apporte de nouvelles estimations supérieures aux précédentes. Il est vraisemblable qu'un sondage effectué aujourd'hui même gonflerait ce taux de croissance d'environ deux ou trois dixièmes de point.

#### L'investissement au cœur de la reprise américaine

L'unanimité ainsi dégagée n'arrive cependant pas à masquer la perplexité des économistes européens devant cette embarrassante reprise qui n'est pas la leur. Car la plupart d'entre eux jugent malsains le déficit budgétaire à l'origine de la croissance américaine et le déficit extérieur qui en résulte. Ils s'inquiètent pareillement de la montée persistante du dollar, si contraire à la majorité des pronostics. Ils s'accrochent en conséquence pour 1985 à des prévisions qui se veulent « rassurantes », c'est-à-dire plus conformes aux tendances lourdes des économies développées. Selon eux, des mesures seront prises pour réduire les dépenses publiques et accroître les recettes fiscales aux États-Unis ; la gestion monétaire, bien que prudente, n'évitera pas une résurgence de l'inflation et ne pourra donc pas être relâchée. La demande s'essouffera alors et l'activité ne se développera plus que lentement. Aux 5 % à 6 % de croissance du PNB américain cette année succéderaient 2 à 3 % en 1985.

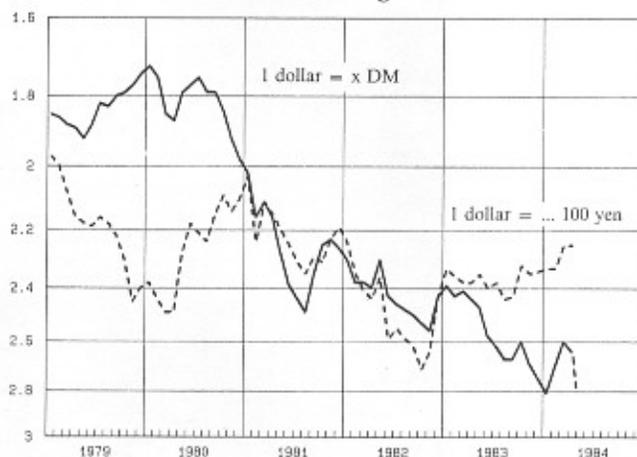
Ainsi, selon un processus psychologique très européen, les conjoncturistes, qui ne veulent pas être pris pour des girouettes, prennent leur revanche sur les bonnes nouvelles d'hier et d'aujourd'hui en annonçant des lendemains qui déchantent. Ce comportement diffère de l'attitude américaine où l'optimisme se nourrit davantage de lui-même, même si certains conjoncturistes d'outre-Atlantique émettent des réserves similaires quant à la solidité de la reprise. A tel point qu'on est tenté d'imputer en partie ces façons de voir aux différences institutionnelles. La prévision est, en Europe, d'abord issue d'administrations et d'universités soucieuses de tenir un discours

structuré dans le raisonnement et continu dans le temps. Aux États-Unis elle émane pour une part importante de centres d'observation proches des milieux d'affaires qu'ils doivent approvisionner fréquemment en informations. La sensibilité aux fluctuations économiques, au demeurant plus fortes qu'en Europe, s'en trouve accrue et parfois même exagérée.

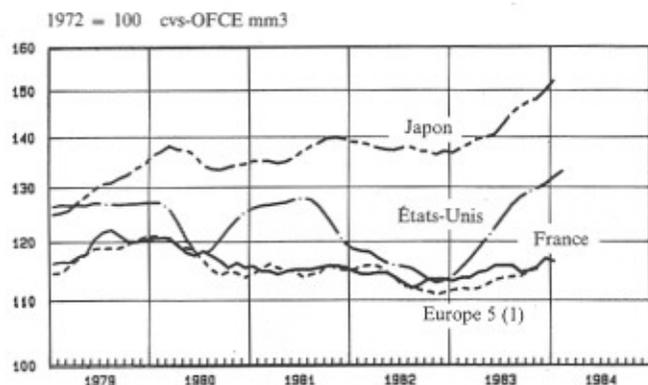
Le scepticisme manifesté à l'égard de la durabilité de la reprise vient avant tout des taux d'intérêt américains. Leur baisse en 1982 a permis aux besoins insatisfaits des ménages en logement et biens durables de s'exprimer. Mais cette baisse s'est interrompue dès la mi-1983, laissant les taux à des niveaux inhabituels en phase de reprise. Sans doute, compte tenu des déductions fiscales et des innovations financières, les ménages peuvent-ils supporter ces niveaux et même un peu au-delà. Mais la marge disponible est plus faible que dans la plupart des cycles antérieurs. Elle peut donc disparaître plus rapidement pour peu que les demandes de crédits privés et publics s'accroissent plus vite que l'offre. C'est le premier facteur possible d'étouffement de l'activité par ralentissement des dépenses des ménages précédant celui des revenus. Curieusement ce n'est pas le plus fréquemment avancé, car les regards se portent actuellement plus volontiers sur les agissements des entreprises privées.

En effet les diagnostics portés ces dernières années sur l'économie américaine concluaient en règle générale à la nécessité de procéder à d'importantes restructurations

Taux de change



### Production industrielle (hors BTP)

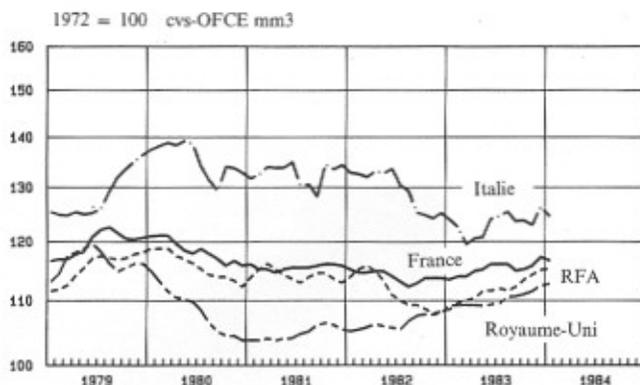


(1) Europe 5 : RFA, Royaume-Uni, Italie, Pays-Bas et Belgique.

pour donner un nouvel essor à la productivité. Faute de quoi, toute relance par la demande publique et la consommation se verrait vouée à l'échec, le relais par l'investissement n'étant pas possible en raison de l'insuffisance des profits dégagés. Il fallait donc susciter un climat d'affaires propice à l'investissement par allègement des charges, ce à quoi la politique fiscale d'amortissement accéléré a largement contribué. Comme la consommation et l'investissement se sont réveillés presque simultanément, il est normal d'attribuer au moins autant d'importance à la tenue de l'investissement qu'à celle de la consommation pour sonder les chances de réussite du programme de relance. En ce sens l'investissement n'est plus à la remorque de la consommation mais, est un préalable nécessaire aux flux de revenus et de dépenses futures.

Dans cette optique, où l'investissement joue un rôle moteur dans la reprise, le problème de son financement est crucial. Où trouver les fonds nécessaires à la mise en service des nouvelles technologies qui permettront d'élever le niveau de vie américain ? Les difficultés résident à la fois dans la lutte contre l'inflation — il ne faut pas créer de monnaie au-delà de ce qui est juste nécessaire à l'augmentation des quantités produites — et dans le soutien de la demande — il faut diminuer la part des salaires dans la valeur ajoutée sans affaiblir la consommation. Jusqu'à présent ce tour de force s'est réalisé grâce à une profonde modification du rôle du dollar en tant que moyen de financement du développement mondial. Le coup d'arrêt porté à l'expansion monétaire par la réserve fédérale a eu pour résultat de recentrer sur les États-Unis les placements financiers qui s'effectuaient tous azimuts avec des rentabilités marginales de plus en plus douteuses. Confrontés à des ressources moins pléthoriques, les agents économiques, investisseurs et trésoriers d'entreprises, ont été aspirés par une logique retrouvée : l'argent doit aller là où la rémunération offerte est la plus élevée et risque de le rester. Ce n'est que lorsqu'il y en a trop qu'il se dirige n'importe où. La hausse du dollar a procédé de cet effet d'entonnoir, qui continuera tant que les opportunités de placement resteront moins attrayantes en dehors des États-Unis. Les flux internationaux de capitaux recensés par OCDE et la Banque des règlements internationaux portent la marque des détournements en cours : diminution absolue de l'endettement des pays de l'Est en 1983, ralentissement très net de celui de l'Amérique latine, accroissement pour l'Asie, les pays développés et principalement les États-Unis jusqu'au début de 1984.

### Production Industrielle (hors BTP)



En acceptant de financer le déficit courant des États-Unis, les autres pays se versent à eux-mêmes les hautes rémunérations qui leur sont proposées, l'État fédéral jouant un simple rôle d'intermédiaire. Mais que se passera-t-il si les besoins d'investissement des entreprises américaines dépassent leurs ressources propres (émissions d'actions et profits), soit que l'investissement progresse à nouveau, soit que les revendications de l'État, cherchant à réduire son déficit budgétaire, ou des salariés, exigeant des gains de pouvoir d'achat, amputent la rentabilité privée ? Actuellement, seules des réponses partielles sont fournies par les économistes : il est généralement admis que la hausse des salaires n'ira pas au-delà des gains de productivité et ne menacera pas les profits ; comme on l'a dit plus haut le déficit budgétaire sera réduit aux dépens d'une part des ressources du secteur privé ; mais en compensation les sommes correspondantes resteront disponibles sur les marchés monétaire et financier, à politique monétaire inchangée.

Le point qui reste obscur n'est donc pas tant les effets de la réduction du déficit budgétaire que la possibilité d'accroître encore sensiblement l'investissement. Répondre non, c'est admettre que la rentabilité des investissements en projet serait mise en péril par des taux d'intérêt plus élevés que les taux actuels. C'est la position généralement admise. Répondre oui, c'est faire partie du petit groupe des optimistes qui pensent qu'une partie des fonds propres n'est pas encore mobilisée et que les progrès technologiques confèrent une haute rentabilité à la génération présente du capital.

#### L'Europe plus sensible aux taux d'intérêt

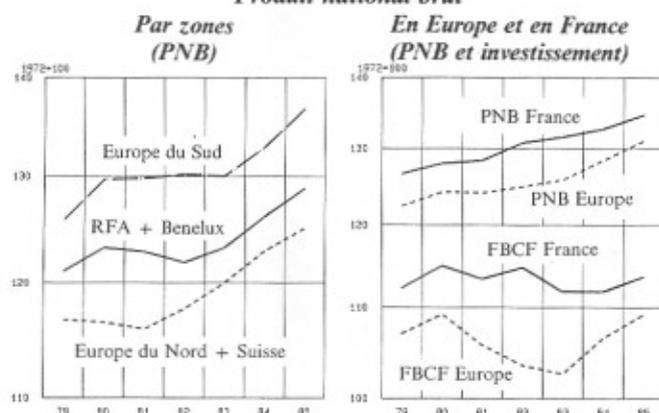
Être optimiste pour les États-Unis, est-ce pour autant un élément favorable pour l'Europe ? Là aussi les avis sont partagés. Si l'on privilégie les effets d'entraînement par le commerce international on ne peut que constater à quel point la reprise mondiale est tirée par les États-Unis. Le commerce de marchandises a progressé d'environ 1,5 point en volume en 1983. Respectivement 6 % et 5 % sont prévus pour 1984 et 1985. Les chiffres comparables pour les États-Unis sont 10 %, 15 % et 7 %. L'Europe bénéficie donc doublement de la vigueur de la demande des États-Unis et de la surévaluation du dollar.

En revanche la poursuite d'un fort investissement aux États-Unis est une hypothèse qui peut aller de pair avec un dollar fort et donc un financement continu par

l'étranger, en particulier l'Europe. Cela signifierait simplement que les conditions d'exploitation en Europe et le type d'investissements réalisés restent insuffisamment attractifs en comparaison de ce qui se passe aux États-Unis. D'où les questions : l'investissement en Europe se contente-t-il d'accompagner la reprise des exportations ? Dans quelle mesure peut-il en être autonome en visant une meilleure rentabilité ?

Comme on l'a vu précédemment, l'Europe n'est pas exclue du financement international actuel. Seulement elle en bénéficie moins que les États-Unis et le Japon. Sur le plan interne les déficits publics ont été réduits et pratiquement tous les pays prévoient de les contracter à nouveau. Ceci, joint aux efforts de désindexation des salaires, contribue à maintenir un effet dépressif sur l'activité. Bien que des progrès importants aient été réalisés dans le sens du redressement des profits, ceux-ci sont loin de permettre un autofinancement intégral de l'investissement. En conséquence dans nombre de pays il est reconnu que le poids de l'endettement et le niveau des taux d'intérêt restent un obstacle à la restructuration du capital physique dont la rentabilité reste peu assurée.

#### Produit national brut



Sources : OCDE. Prévisions : Instituts Européens de conjoncture.

Mais tant que le dollar reste élevé, l'espoir de baisser les taux d'intérêt est faible. Si donc l'Europe veut financer sa croissance, elle se voit contrainte de freiner les salaires pour tirer le meilleur parti de ses capacités d'exportation face à la concurrence du Japon et des nouveaux pays industrialisés. Ce leitmotiv régulièrement repris depuis des années par une fraction des instituts allemands de conjoncture a fait de nombreux adeptes. En 1983 le revenu réel des ménages a baissé dans la moitié de l'Europe (RFA, France, Italie, Suède, Belgique et Grèce) ; il a progressé plus rapidement que le produit national brut dans seulement trois pays (Autriche, Danemark et Finlande). Pour cette année on s'attend à ce que l'effort atteigne tous les pays sans exception. Le revenu disponible des ménages européens ne s'accroîtrait que de 0,5 % à 1 %, soit près d'un point et demi de moins que le PNB de l'Europe. Et la cure se poursuivrait en 1985 là où l'inflation n'est pas jugulée.

La hausse des prix reste en effet très variable d'un pays à l'autre. Autour d'une moyenne de 8 % de 1983 à 1984 elle s'étagerait d'à peine 3 % en RFA et en Suisse à près de 25 % en Grèce. Elle est comprise entre 5 % et 8 % dans les pays scandinaves qui supportent les effets des dévaluations de la fin de 1982. Dans aucun pays méditerranéen il n'est envisagé qu'elle devienne notable-

ment inférieure à 10 %. Cependant la plupart sont gagnés par l'orthodoxie monétaire, chacun s'efforçant de rassurer ses créanciers. En particulier l'Italie escompte ralentir l'inflation grâce au maintien de la lire. Pour elles se rejoignent les effets bénéfiques sur ses exportations des restructurations passées et de la reprise américaine.

La hiérarchie des taux de croissance de l'activité selon les régions européennes s'était sensiblement modifiée au cours des trois années écoulées (voir graphique). Après la surchauffe de 1980 et la stagnation générale de 1981, ce sont les pays scandinaves qui en dévaluant ont connu le redressement le plus précoce. A l'opposé, la croissance des pays d'Europe du Sud (Italie, Espagne, Grèce et Portugal) s'est interrompue jusqu'en 1983 et la reprise n'intervient maintenant qu'après celle de la RFA. On retrouve ainsi en Europe, quoique à un moindre degré, les inflexions constatées dans le monde selon le niveau de développement. Pour cette année les taux de croissance sont quasiment les mêmes pour ces trois régions, et seules les prévisions pour 1985 laissent entrevoir un timide retour aux tendances passées, où les pays les moins riches progressaient plus rapidement que les autres.

#### La France convertie à l'orthodoxie

Ayant connu de longue date une croissance supérieure à la moyenne des autres pays européens (+ 0,7 % par an de 1972 à 1979), la France avait réussi à conserver cet écart jusqu'au début de 1983 avec la politique de relance de 1981. Non seulement la rigueur a fait disparaître cet écart, mais elle l'a inversé (voir graphique). Les prévisions actuelles pour 1984 et 1985 montrent que l'avance résiduelle de la France sur le reste de l'Europe serait, à l'arrivée, un peu moindre que celle de 1979. Le retournement de tendance est plus visible encore sur l'investissement : de 1980 à 1983 le recul a été beaucoup moins marqué en France, mais la remontée ultérieure y serait plus molle et plus tardive.

Ces prévisions impliquent en 1985 un effort de compression des revenus des ménages, plus ample que ceux envisagés en RFA ou au Royaume-Uni, mais inférieur à celui anticipé en Italie. La hausse des prix serait plus faible d'environ un point que la moyenne en Europe, mais encore supérieure de 3,5 points à celle en RFA. Entrée après les autres grands pays dans l'ajustement, la France subit une cure, atténuée il est vrai, successivement par sa capacité d'endettement et par la progression des exportations. Mais sur ces deux points, sa marge de manœuvre s'est réduite, d'autant qu'elle est l'un des rares pays à avoir relevé ses prix à l'exportation beaucoup plus que n'augmentaient ses prix à l'importation.

La dépendance à l'égard de la conjoncture américaine se révèle finalement plus grande qu'elle ne semblait l'être il y a quelques années. La France, comme les autres pays européens, tente, à la suite des États-Unis, de recouvrer une certaine autonomie par l'adaptation de son appareil de production. Prenant le train en marche, elle devra innover afin d'éviter de déboucher sur des marchés déjà saturés.

Philippe SIGOGNE

Directeur du département des diagnostics à l'OFCE

# Faits et chiffres d'actualité

## FRANCE

En avril la **consommation** des ménages en **produits industriels** est, pour les quatre premiers mois de l'année, en retrait de 2 % par rapport à la moyenne 1983. Le secteur automobile est le plus durement touché par cette réduction des achats des ménages (immatriculations - 15 %). Mais cette désaffection frappe aussi le textile, l'ameublement ou l'électroménager. L'amélioration de la fin 1983 a été passagère et consécutive au paiement précoce du solde de l'IRPP. La contraction actuelle, qui paraît s'être accrue en avril, bien qu'attendue, surprend par son ampleur, les ménages ayant annoncé en janvier une hausse de leurs intentions d'achat de biens d'équipement (dont l'automobile). Les tout prochains mois pourraient conduire à nuancer le pessimisme actuel.

Les **emprunts de la France sur le marché international** des capitaux ont fortement fléchi en avril. Il y avait eu déjà ralentissement au premier trimestre (2,7 milliards de dollars contre 3,3 en moyenne trimestrielle en 1983, emprunts CEE compris) malgré la réapparition d'un déficit des transactions courantes (1,8 milliard de dollars en données brutes). Les sorties de capitaux ont donc probablement été réduites. En particulier, les crédits commerciaux accordés à nos clients régressent désormais du fait du ralentissement des grands contrats civils d'équipement (conclus pour l'essentiel avec les PVD) : ceux-ci se sont stabilisés au premier trimestre à leur niveau moyen de 1983 (environ 14 milliards de francs, contre une moyenne de 23 milliards en 1981 et 1982). Le montant des emprunts internationaux de la France de janvier à avril 1984 représente en rythme annuel 80 milliards de francs (contre 110 en 1983). Cette estimation est compatible avec la réduction prévisible du déficit des transactions courantes (l'amélioration du solde commercial compensant la détérioration de l'excédent des services). Elle confirme également la tendance à financer nos soldes extérieurs par des ressources longues et par un endettement bancaire à court terme, les réserves monétaires publiques étant préservées. La bonne tenue actuelle du franc permet cet endettement accru du secteur bancaire.

En avril le nombre de **demandeurs d'emploi** s'est élevé de plus de 50 000. Cette nouvelle aggravation confirme la réduction rapide des effectifs industriels, estimés entre 60 et 70 000 au premier trimestre, et les efforts de productivité qui en sont à l'origine. Bien que la production n'ait que lentement augmenté depuis le début de 1983 (+ 0,2 à + 0,5 % par trimestre), les gains de **productivité** sont bien supérieurs à 1 % par trimestre. Dans le même temps les hausses de **salaires horaires** ont été di-

visées par deux (+ 1,5 % estimé au premier trimestre 1984 contre plus de 3 % un an auparavant), ce qui a pour résultat de stabiliser les **coûts salariaux**. La situation financière des entreprises s'en trouve d'autant mieux améliorée que la hausse trimestrielle des prix à la production avoisine toujours les 2 %.

En avril les promoteurs immobiliers constatent une timide reprise des **ventes de logements neufs**. Pour enrayer la baisse d'activité (335 000 mises en chantier en 1983 contre 400 000 en 1981) une réduction des taux d'intérêts pour les acquéreurs s'avère nécessaire à présent que les prix sont stabilisés et les possibilités de crédit plus grandes.

## ÉTRANGER

La croissance de la **production industrielle américaine** a été plus rapide en avril (1,4 %) qu'en mars (0,5 %). Celle de biens d'équipement a augmenté de 1,3 % en avril et de 19,0 % depuis février 1983, ce qui confirme la vigueur de l'investissement. La consommation des ménages se maintient : les ventes au détail ont augmenté d'environ 2,3 % en volume en avril (notamment les ventes d'automobiles et de matériel de construction), mais de 3,0 % seulement depuis janvier ; le crédit à la consommation continue de croître au rythme annuel de 70 milliards de dollars depuis le quatrième trimestre 1983. Le restockage se poursuit, mais un peu moins rapidement qu'en février, surtout dans l'industrie manufacturière et chez les détaillants.

Le **déficit commercial américain** a été de 25,8 milliards de dollars au premier trimestre 1984, dépassant ainsi le niveau de 19,4 milliards atteint au dernier trimestre de 1983. Les importations de marchandises, favorisées par un dollar fort, ont augmenté de 12 % en valeur. Il s'agit essentiellement des produits manufacturés, dont le volume aurait augmenté de 15 %, puisque les importations énergétiques ont décliné. Cela a procuré un soutien important aux exportations des autres pays de l'OCDE. Les exportations américaines de marchandises ont augmenté de 4 % mais la compétitivité des produits américains est compromise par le taux de change.

Au **Japon** les **prix de gros** sur le marché intérieur sont au même niveau qu'il y a trois ans et demi et le chiffre d'avril (- 0,1 % par rapport à mars) confirme cette stabilité. Quant aux prix des exportations, considérés en tendance longue, ils baissent par rapport aux prix de gros mais les fluctuations du change modulent leurs variations. Ainsi l'appréciation du yen à la fin de 1982 s'est accompagnée d'une baisse annuelle du prix en

yen des exportations de 6 % en 1983. Cette tendance se confirme à nouveau avec la récente hausse du yen vis-à-vis du dollar (environ 4,5 % depuis le début de l'année) ; les chefs d'entreprise japonais, ont réduit leurs marges relatives à l'exportation afin de conserver leur potentiel de compétitivité : ainsi le prix des exportations s'est contracté de 1,2 % entre décembre 1983 et avril 1984.

Au **Royaume-Uni** le **volume des ventes au détail** s'est inscrit en forte hausse en avril (3,5 % par rapport à mars), en particulier dans certains secteurs tels que l'habillement et la chaussure, compensant les mauvais résultats obtenus en début d'année. La baisse de la consommation des ménages, d'environ 1 % au premier trimestre, et la reconstitution de l'épargne qui en a découlé semblent n'être que des phénomènes passagers, ayant des causes ponctuelles (mauvais temps, vacances tardives). Les **revenus réels** se sont accrus. Le rythme de croissance des salaires est resté élevé, alors que la hausse des prix était faible (0,6 % du dernier trimestre 1983 au premier trimestre 1984).

Le **PNB ouest-allemand** n'a augmenté que de 0,5 % au premier trimestre malgré la fermeté de la **demande extérieure** (les exportations de biens et services se sont accrues de 3,5 %). La demande intérieure est restée modérée ; la consommation des ménages s'est cependant amplifiée de 0,5 %, tandis que l'investissement productif était en retrait après un quatrième trimestre 1983 en forte hausse. Le volume des carnets de commande, qui indique la demande de biens intermédiaires, a été en baisse en Allemagne comme ailleurs, du fait d'un net affaiblissement du rythme de restockage. L'**offre industrielle** s'est ainsi ralentie dès le mois de mars, très nettement pour les biens d'équipement et les biens intermédiaires, plus modérément pour les biens de consommation, où les perspectives de demande sont meilleures.

En **RFA** la **situation de l'emploi** reste le problème majeur. Après une amélioration au deuxième semestre 1983, le nombre des chômeurs est en hausse depuis février. En avril, il se monte à 2,27 millions (cvs), soit près de 8 % de la population active, malgré une réduction de celle-ci de plus de 100 000 personnes depuis trois trimestres. La loi votée par le Bundestag autorisant les départs à la retraite dès cinquante-huit ans permettrait de dégager 500 000 emplois entre 1984 et 1988, annulant ainsi, au mieux, la croissance de la population en âge de travailler. D'où les revendications syndicales du partage du temps de travail, à un moment où des gains de productivité restent l'objectif des chefs d'entreprise.

Département des diagnostics de l'OFCE

L'Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE) de la Fondation Nationale des Sciences Politiques est chargé, sous la présidence de Jean-Marcel JEANNENEY, d'étudier, en toute indépendance, la conjoncture de l'économie française et son environnement extérieur.

Il publie une revue en janvier, avril, juillet et octobre et une lettre mensuelle le quatrième mercredi du mois, qui portent le même titre « Observations et Diagnostics Économiques » et sont éditées par les presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques.

Dans la revue et la lettre les idées émises le sont librement par les économistes de l'OFCE. Elles peuvent s'opposer, le pluralisme des opinions étant un des principes de l'OFCE.

Tarif d'abonnement 1984		Lettre 10 n°/an	Revue 4 n°/an	Revue et Lettre
Les demandes d'abonnement doivent être adressées à : OFCE 69, quai d'Orsay 75007 Paris avec un chèque bancaire ou postal à l'ordre de FNSP-OFCE-Publications	Tarif normal (institutions/entreprises)	125 F	220 F	300 F
	Tarif réduit (particuliers)	60 F	140 F	180 F
	Prix du numéro	10 F	60 F	