

**PERSPECTIVES AUSTÈRES EN 1988**

Les réalisations de l'an dernier n'ont pas répondu aux attentes. Et selon toute probabilité, l'année qui vient ne sera pas meilleure. Du fait de la gravité des tensions extérieures, le Produit national brut (PNB) de l'Allemagne occidentale, en prix constants, ne s'est accru en 1987 que d'environ 1,7 %. Ce résultat a non seulement démenti le consensus des prévisionnistes, mais il a aussi été nettement inférieur à la projection du gouvernement (+ ou - 2,5 %). La progression de 3 % de la demande interne a contrecarré l'effet de freinage exercé par la baisse des exportations nettes. Toutefois, la contribution des dépenses intérieures à la croissance n'a pu se maintenir à son niveau de 1986, qui n'était déjà pas très brillant. Evidemment, la modification du tableau des échanges extérieurs est la bienvenue, étant donné le caractère non viable des déséquilibres internationaux.

Les perspectives pour 1988 sont encore plus austères. S'il est pratiquement impossible de discerner les implications immédiates de la crise boursière, le processus d'ajustement extérieur pose à nouveau de formidables défis. Cela pèse manifestement sur les dépenses d'équipement, et étouffe probablement la plupart des plans pour l'élargissement du capital. Par voie de conséquence, les perspectives de la croissance (à moyen terme) et de l'emploi s'en trouvent alourdies. La vigueur de la demande de biens de consommation est trop faible, estime-t-on, pour maintenir le niveau d'activité face aux impulsions restrictives. Enfin, les prévisionnistes prédisent presque tous une croissance de 1 à 1,5 % du PNB. En termes trimestriels, cela revient à une quasi stagnation.

Evidemment, la performance prévue dépend de conjectures sur l'orientation et le dosage des mesures de stabilisation. Les mouvements giratoires du dollar ont obligé la Bundesbank à sortir de la plage des objectifs qu'elle s'était assignée. Dans la recherche d'un équilibre entre des objectifs contradictoires (taux de change/masse monétaire), les autorités monétaires ouest-allemandes doivent amorcer dans le même temps une réévaluation majeure de leur stratégie. En outre, l'accent mis sur la réduction des déficits des collectivités publiques

soumet à de sévères contraintes le deuxième levier d'action macro-économique. Néanmoins, le gouvernement fédéral assure que ces sombres perspectives ne seront que passagères. Il ne détecte aucune raison impérative qui l'obligerait à bâtir un programme de relance. Certains critiques se demandent si cette voie est la bonne.

Au départ, les deux premières sections exposeront brièvement le cadre des données. La section suivante résumera dans ses grands traits la démarche des autorités à la lumière de la philosophie qui la sous-tend. Enfin, les remarques de la conclusion esquisseront les débats en cours sur la politique économique. Evidemment, les discussions se focalisent sur la nécessité, l'étendue et l'efficacité d'une politique de réglage contre-cyclique.

**1987 : la toile de fond**

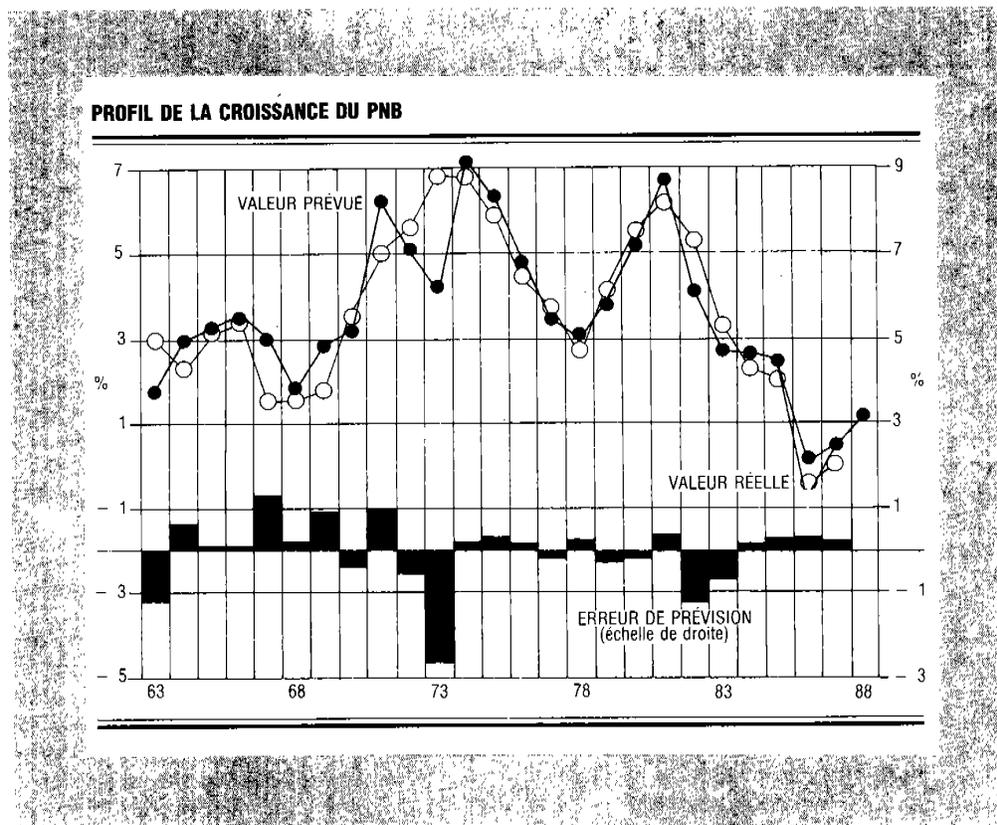
Les données provisoires du PNB révèlent une croissance du produit, ajustée de l'inflation, égale à 1,7 % (1986 : + 2,5 %). La hausse a été principalement due à la demande de biens de consommation (+ 3 % ; 1986 : + 4,3 %), qui entre pour 55 % dans le PNB. Tandis que les achats publics de biens et services se sont accrues de presque 2 % (période précédente : + 2,3 %), les dépenses consacrées aux bâtiments et aux équipements n'ont augmenté que d'à peine 1,5 % (1986 : + 3,1 %). Cela vient surtout de la baisse d'activité dans le secteur du bâtiment. Globalement, toutes composantes confondues (*voir graphique p. 140*), la demande intérieure s'est gonflée de 3 % (soit trois quarts de points en pourcentage de moins qu'en 1986). Elle témoigne ainsi du tassement général. Comme les exportations nettes, mesurées en DM constants, ont baissé d'environ 18 milliards de deutsche marks, le PNB réel, aux prix de 1986, s'est élevé à 1 645 milliards de DM (= 5 575 milliards de francs).

139

**PROFIL DE LA CROISSANCE DU PNB : RÉPARTITION ENTRE LES DÉPENSES INTÉRIEURES ET LES EXPORTATIONS NETTES**

Sur la base de l'indice des prix à la consommation, le coût de la vie a augmenté de 0,2 %.

## CONJONCTURE ÉTRANGÈRE



140

L'emploi s'est accru de 0,6 %, chiffre équivalent à la hausse de la demande d'emplois, si bien que le taux de chômage s'est maintenu à 9 %.

Si on considère les prévisions qui avaient été formulées avant le début de l'année, qui tablaient sur une croissance du produit comprise entre 2,5 et 3 %, les résultats sont de toute évidence décevants. Mais, à l'inverse, notre propre scénario, établi en mars 1987, qui prévoyait un ralentissement de la croissance du PNB, avec un taux à peine supérieur à 1 % d'une année sur l'autre, s'est révélé trop pessimiste. La raison qui nous avait conduit à proposer une perspective plus réservée tenait surtout à notre estimation de l'évolution des exportations nettes. Les données historiques nous suggéraient que l'appréciation effective réelle du DM se traduirait par une baisse de 2 % des exportations et par une faible accélération des importations. En outre, nous avons supposé que les effets de contagion sur les dépenses d'équipement seraient plus prononcés.

En réalité, les exportations ont pu se maintenir à leur niveau de la période précédente, tandis que les importations ont progressé de 3,5 %. Par la suite, le solde net des échanges commerciaux ne s'est pas autant dégradé que prévu. La surprise est surtout venue des effets de détournement du SME : les partenaires de l'Allemagne ont dû supporter une bonne partie de la charge résultant de la baisse du dollar. Ainsi, depuis le onzième réajustement des parités intervenu en janvier 1987, l'offre ouest-allemande de produits destinés au commerce international a été encouragée par une dépréciation effective et réelle du DM par rapport aux monnaies de ses partenaires du SME. Cette stimulation de la compétitivité concerne au moins la moitié des échanges transfrontiers de biens et services, puisque le rayonnement des effets du SME déborde nettement du cadre des pays parties prenantes au SME.

Mais il s'en faut de beaucoup que ce phénomène ait absorbé toutes les pressions à

## CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

l'ajustement. Celles-ci se sont simplement reflétées dans les variables-objectifs des partenaires. A la suite, ces pressions conduisent à d'autres réajustements parce que les partenaires de l'Allemagne occidentale ne sont pas disposés à supporter le plus gros des coûts d'ajustement. A cet égard, un économiste français a récemment remarqué que « la nécessité de maintenir le lien entre le franc et le mark allait, en effet, commander toute la politique française... et faisant de ce nouveau serpent monétaire un véritable boa constrictor<sup>1</sup>. Des tensions en ont résulté, étant donné que, comme l'a déclaré Rudiger Dornbusch, les partenaires de l'Allemagne occidentale déplorent « la stagnation des économies européennes enfermées dans la zone monétaire allemande ». Dans la perspective de 1992, cela ne semble manifestement pas très encourageant.

### Les perspectives pour 1988

Le problème des déséquilibres internationaux attend encore une solution. Et, apparemment, le déficit du compte courant des Etats-Unis retient toute l'attention du marché. L'accumulation de la dette extérieure qu'il implique n'est pas viable. Il s'ensuit que, si on suppose inchangé le type international de la croissance relative du revenu, il existe une grande marge pour de nouvelles dépréciations du dollar. A vue de nez : une règle empirique (la parité relative du pouvoir d'achat sur la base des années 1978-1981) conduit à un taux de change d'environ 1,45 DM pour 1 dollar. De fait, cette parité ne suffirait pas à enrayer la dynamique inhérente à la dette extérieure accumulée par les Etats-Unis. Il ne serait pas impossible que le taux de change atteigne le rapport 1 \$ = 1,25 DM = 100 Yen, comme, entre autres, l'envisagent les professeurs Dornbusch et Feldstein.

Face à ce scénario des taux des change, les prévisions qui prévalent actuellement pour l'économie allemande ne sont certainement pas trop pessimistes. Les modifications des taux de change portent sur la répartition de la demande mondiale entre les différentes zones (monétaires). D'une certaine façon, elles redistribuent les niveaux d'activité. La croissance de 2 % prévue pour la

<sup>1</sup> - Voir Planchou, Jean-Paul (1988) : « Une politique monétaire européenne au service du mark », dans *Le Monde Diplomatique*, janvier 1988, p. 3 ; incidemment, Planchou semble témoigner dans son article d'une confiance inébranlable dans l'efficacité d'une politique de gestion de la demande.

demande intérieure ne se matérialiserait certainement pas si le dollar tombait en dessous du seuil de 1,50 DM.

Incidemment, les perspectives maussades ne sont guère dues aux effets de richesse directs résultant de l'effondrement du marché boursier. Un ménage allemand sur six seulement achète des actions. Et les actions représentent à peine 6 % du portefeuille des ménages. Les chiffres suivants devraient suffire à donner une idée approximative des répercussions de la crise boursière sur les dépenses de consommation des ménages : par rapport au bilan patrimonial de 1986, la perte de richesse pourrait se monter à environ 40 milliards de DM (la richesse financière totale dépasse 2 300 milliards de DM, soit 7 800 milliards de francs). Si cette somme était placée en obligations d'Etat, le rendement brut serait aujourd'hui de quelque 2 milliards de DM, soit environ 0,17 % du revenu disponible de 1988.

Cependant, il faut tenir compte de la clause, toutes choses étant égales par ailleurs, qui sous-tend implicitement l'argumentation précédente. En effet, dans l'intervalle, les choses ont changé. En particulier, le cours des obligations a fortement augmenté. Puisque les obligations représentent une plus grande fraction du portefeuille que les actions, l'effet de patrimoine, aussi paradoxal que cela puisse paraître, a été positif. De plus, comme les émissions d'actions sont un moyen assez négligeable de collecter des fonds pour les investissements par rapport au recours au crédit, le même paradoxe peut être constaté du côté financier. Ainsi, les effets cycliques négatifs de freinage sont essentiellement dus au fait que les Etats-Unis n'apparaissent plus comme un marché de dernier ressort.

### La démarche empruntée par la politique économique : une insistance sur la perspective à moyen terme

Au moins depuis l'accession au pouvoir du gouvernement conservateur-libéral, la politique économique de la République fédérale a mis l'accent sur les objectifs à moyen terme. L'attention se porte presque exclusivement sur les caractéristiques structurelles de l'économie, c'est-à-dire sur l'offre. Ce changement d'orientation de la politique économique a trouvé ses racines dans l'évaluation communément acceptée de l'approche qui avait prévalu dans les années soixante-dix. Les problè-

## CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

mes posés par une politique d'intervention activiste, de modulation fine, ont été la cause immédiate du changement de cap. Son héritage, à savoir des déficits structurels élevés, a été à l'origine de l'accent qu'on a placé sur une consolidation budgétaire. Une philosophie exigeant des finances publiques saines et une croyance profonde dans la solidité des mécanismes de rétroaction des marchés sont les deux piliers de la nouvelle conception.

Cette philosophie de non-intervention a débouché sur une répartition claire et tranchée des responsabilités. Dans l'opinion dominante, les mesures d'intervention macro-économique se dissolvent essentiellement en effets sur le niveau des prix. C'est par le renforcement des capacités de production qu'il faut s'attaquer au problème du chômage. C'est là le domaine du secteur privé, hors de portée d'une politique de gestion de la demande. Il revient donc à la politique budgétaire de fournir un cadre économique stable. Et la politique monétaire doit être calibrée dans le seul but de contenir l'inflation. Certes, admettent les partisans de cette conception, ce sont les deux lames des ciseaux marshalliens qui tranchent. Mais une insuffisance de la demande n'a pratiquement aucune probabilité d'apparaître à moyen ou long terme. C'est cette idée qui a conduit à adopter une attitude d'indifférence bienveillante à l'égard du niveau d'activité.

S'il ne fait pas de doute que le gouvernement partage la perspective pour 1988 qu'on a esquissée ci-dessus, il a fait état, à la veille de la publication de son aspect économique annuel, d'une croyance assez ferme dans les perspectives à moyen terme. Dans cette optique, 1988 n'apparaît que comme une pause ponctuelle dans l'ajustement. Ainsi que la situation de l'offre est perçue comme relativement saine, il ne semble pas légitime d'actionner la pompe dans un sens contracyclique. Au contraire, se poursuit le raisonnement officiel, une intervention qui pousserait à une augmentation des déficits publics saperait la confiance, puisqu'une telle démarche s'opposerait franchement à l'évolution régulière qui est recherchée.

D'autre part, la politique monétaire a été confrontée à des exigences conflictuelles. En s'efforçant d'atténuer la baisse du dollar, elle n'a pu atteindre son objectif intermédiaire. Au lendemain du krach boursier, remplissant son rôle de prêteur

en dernier ressort, la Bundesbank a tacitement mis en congé son objectif de croissance de la « masse monétaire banque centrale ». Une action discrétionnaire était impérative. Un respect de la règle contre vents et marées, quelle que soit la situation, ressemblerait, comme Alan Blinder l'a noté, à une attitude consistant à maintenir le gouvernail sur un cap prédéterminé au milieu d'une mer impétueuse et imprévisible. Quoi qu'il en soit, on a admis un peu partout que cette démarche de jugement et pragmatique était adaptée. Et le public a réagi favorablement à la décision de différer en janvier l'annonce du nouvel objectif de progression de la masse monétaire, afin d'exploiter les toutes dernières informations sur les répercussions du krach boursier. Selon toute probabilité, la réévaluation à laquelle procède la Bundesbank débouchera sur l'annonce d'un nouvel objectif intermédiaire. Mais, à nouveau, la mise en œuvre intégrera d'autres informations que la seule variable de contrôle.

Toutefois, le sentiment profond reste celui d'un certain malaise. On craint que le dépassement de l'objectif de croissance de la masse monétaire banque centrale ne présage une accélération des pressions inflationnistes. Alors que les prévisions du pouvoir d'achat des consommateurs fondées sur les taux de croissance de la masse monétaire banque centrale ne donnent que des résultats de qualité assez médiocre, une approche plus rebattue décrit mieux le processus inflationniste.

---

### ÉVOLUTION DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION (RÉALISÉE ET PRÉVUE, 1963-1988)

---

Cette approximation (*voir graphique page 143*) repose sur la relation qui unit l'augmentation des coûts salariaux par unité, l'évolution des termes de l'échange et l'indice des prix à la consommation. La meilleure conjecture que nous puissions faire pour l'an prochain, c'est une inflation de l'indice des prix à la consommation d'environ 1,2 %. Ce niveau est apparemment inférieur au seuil qui déclencherait une inflation accélérée.

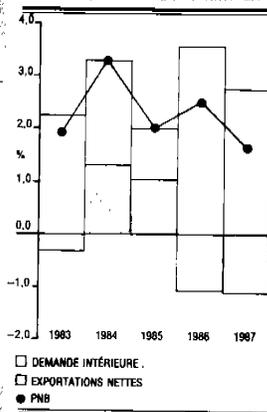
#### **La reflation est-elle nécessaire ou souhaitable ?**

Les autorités ouest-allemandes ne posent pas comme un principe que la politique de stabilisa-

## CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

tion soit fondamentalement inefficace. Elles ont même défini une situation — une chute cumulative et auto-entretenu des perspectives de la demande — ou une intervention contracyclique serait de mise. Mais elles affirment encore fortement que la situation actuelle n'est pas assez préoccupante pour que des mesures de reflation soient justifiées.

Face à la montée des critiques, les partisans de cette position soulignent un obstacle auquel se heurterait une politique d'intervention : une perspective malsaine d'augmentation en chaîne de la dette. Cette perspective serait manifestement malvenue après que tant d'efforts ont été aussi résolument déployés pour la consolider. Mais ce raisonnement est loin d'être totalement convaincant. Selon toute apparence, la plupart des argumentations afférentes à la dynamique des déficits et de la dette demandent encore à être démontrées. C'est essentiellement la constellation formée du taux d'intérêt réel et de la croissance tendancielle de l'économie qui détermine les perspectives de la dette. « *Des projections effrayantes du déficit proviennent* », comme le souligne le professeur Tobin, « *de prévisions maussades sur l'économie et les taux d'intérêt* ».



A présent, les discussions politiques se concentrent directement sur le déficit actuel en Allemagne occidentale. Il semblait évident que toute évaluation de l'orientation de la politique budgétaire partirait d'une forme d'ajustement cyclique. Mais aujourd'hui, il semble en vogue d'interpréter les déficits sans recourir au moindre chiffre.

Aussi, la relance budgétaire sera considérée, à supposer même qu'elle le soit, avec réticence et à contrecoeur : elle serait trop faible et trop tardive.

Evidemment, il se pourrait que le fait de ne rien faire ait un coût d'opportunité. Pour autant l'état actuel des débats exige des calculs, au moins approximatifs. Pour commencer, nous ferons appel à la relation négative entre le taux de chômage et le rapport entre produit réel et potentiel (loi d'Okun). Si on suppose, prudemment, qu'un point en pourcentage de réduction du chômage accroît le PNB réel de 2 %, le PNB auquel on a dû renoncer en 1987 se monterait à 99 milliards de DM. Cet écart dans le PNB est dû au fait que le chômage est supérieur de trois points en pourcentage à son niveau naturel, à savoir le niveau à partir duquel le remède apporté par une politique de gestion de la demande devient inopérant<sup>3</sup>.

Certes, cette évaluation de la perte de bien-être se heurte à quelques réserves. Et la définition d'une autre voie opératoire que l'attitude de *wait and see* nécessite certainement un raisonnement un peu plus élaboré. Néanmoins, il est indispensable de procéder rapidement à une réévaluation du fait de s'en tenir à une attitude passive.

De plus, un relâchement de la rigueur budgétaire élargirait le champ de la politique monétaire. A coup sûr, les taux d'intérêt nominaux se situent à un niveau extrêmement bas par rapport au passé. Et, sans aucun doute, les comparaisons chronologiques jouent dans la formation des anticipations. Toutefois, l'élément le plus important est représenté par les perspectives économiques actuelles et futures. A long terme, dans tous les cas, l'écart entre les taux d'intérêt ajustés de l'inflation et la capacité des actifs réels d'engendrer un revenu, auquel la possession d'actifs financiers donne droit, n'est pas viable.

(Achevé de rédiger le 21 janvier 1988.)

2 - Tobin, James : Unemployment, interest, deficits and money, reproduit dans Tobin (1987), *Policies for prosperity*, Brighton : Wheatsheaf, 1983, p. 189.

3 - Notre estimation du taux naturel de chômage en Allemagne occidentale est celle de l'OCDE (voir OCDE economic outlook, No 40, Paris, décembre 1986, p. 30) : un taux de 6 % suffirait à contenir l'inflation. Le taux réel de chômage se montait à 9 %. Dans ces conditions, le taux de chômage overkill était de 3 points en pourcentage. En appliquant le coefficient d'Okun qu'on a mentionné, on aboutit à 99 milliards de DM (3 % de chômage overkill  $\times$  coefficient d'Okun de 2 %  $\times$  PNB de 1 645 milliards de DM). Voir notamment Gordon, R.J. (1984), *Macro-economics*, Boston : Little Brown, p. 328.