

## CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

### COMMENT APPRÉCIER L'ÉTAT DU CYCLE ÉCONOMIQUE SANS DONNÉES ?

HANS-HELMUT KOTZ \*

*Techniquement parlant, les mouvements concernant les tendances du produit national brut de tout pays peuvent être décrits par une équation de différence subissant une perturbation stochastique d'un ordre très bas.*

(Robert Lucas) <sup>1</sup>

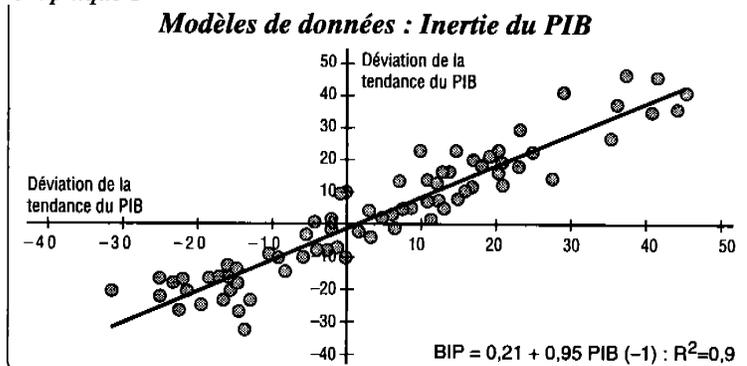
P our ceux qui établissent des modèles de données afin de les exploiter, le bureau des statistiques allemand n'est pas vraiment en mesure de les fournir rapidement. La réélaboration du processus de génération des données suite aux lignes directrices de Bruxelles, a retardé de deux mois la publication des informations concernant les prises de commandes, la production et les ventes. Les chiffres du PNB pour le premier trimestre de l'année en cours ne seront disponibles qu'après les vacances d'été. Par ailleurs, les efforts de reclassification et de révision des bases se sont avérés malheureux pour qui veut effectuer des comparaisons par périodes. L'étude de l'information fragmentaire des données brutes dont nous disposons (chiffres de la production et des ventes provenant des associations patronales) nous donne l'impression d'une économie actuellement plate. Est-ce que la reprise, légère si on la compare à un cycle de référence, est en perte de vitesse ? Les données plus atténuées (enquêtes sur l'activité économique), qui ont constitué l'ingrédient déterminant de notre recherche approximative pour évaluer le pouls de l'économie pendant cette dernière période, semblent confirmer cette impression.

311

\* *Deutsche Girozentrale-Deutsche Kommunalbank, Frankfurt am Main (D) et Institut Européen d'Administration Publique, Maastricht.*

<sup>1</sup> Consulter sa publication : Comprendre les cycles des affaires, par Karl Brunner et Allan Meltzer (ed. 1977) : Stabilisation de l'économie nationale et internationale, *Série des Conférences Carnegie-Rochester*, vol. 5, Amsterdam, Hollande du Nord, p. 9.

Graphique 1



Cependant, sur un ton plus léger, cette pénurie de chiffres disponibles donne, même au plus ardent économiste des « cycles », un certain recul pour réfléchir sur des questions plus conceptuelles. Dans le contexte germanique, ceux qui doutent du pouvoir d'endurance des économies se réfèrent fréquemment à l'idée méconnue d'un « cycle M ». Fondamentalement, l'argument invoqué est qu'après le creux de la phase initiale d'expansion, les taux de croissance sont généralement substantiels. Par la suite, l'impulsion haussière semble s'estomper. Tous les cycles, selon ce point de vue, sont accompagnés d'une dépression survenant environ deux ans après la reprise. Le principal défenseur de cette thèse, Ernst Hernstädter, ancien membre du Conseil des experts économiques, soutient que nous nous acheminons vers une mini récession. Historiquement, la transition d'une expansion tirée par l'exportation vers une économie poussée par les dépenses d'investissement a généralement été assez mouvementée<sup>2</sup>. Et, dans le cas de la présente réflexion, un deutsche mark fort apporte bien évidemment de l'eau au moulin.

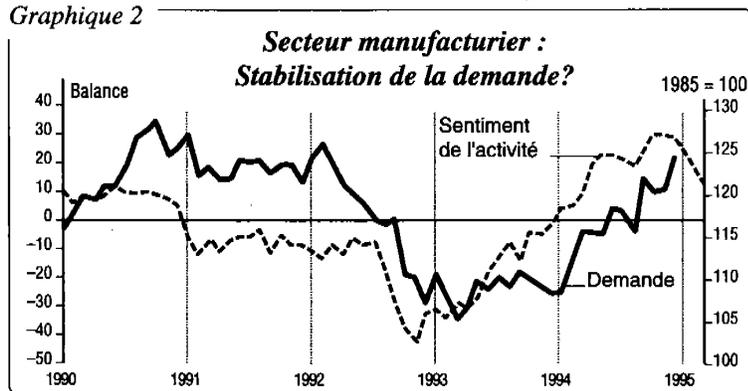
Nous connaissons, de surcroît, par exemple suite au travail de Robert Lucas, un fait courant selon lequel les taux d'intérêt à court terme sont procycliques. Si le « scénario M » s'avérait exact, il entraînerait encore une détente des taux sur le marché monétaire. Par conséquent, dans la mesure où les investisseurs en obligations sont affectés par des nouvelles pessimistes ou, au moins, négatives pour l'économie, il semblerait qu'il y ait encore de la place pour une reprise soutenue des taux longs. En réalité, au moment présent où nous rédigeons cet article, les marchés obligataires sont dans une phase de consolidation. Les rendements du marché secondaire en Allemagne ont été relativement fermes depuis le début juin.

<sup>2</sup> Consulter Hernstädter, Erns (1995), Konjunkturprognosen ohne Zyklusvorstellung Volkswirtschaftliche Korrespondenz der Adolf-Weber-Stiftung, n° 2, 1995.

Par ailleurs, si l'on souhaite avoir quelques bonnes nouvelles sur l'économie (et, comme corollaire, quelques perspectives pessimistes pour les rendements à taux fixe), alors on peut s'intéresser à la simple équation de différence à ordre bas de Lucas, qui absorbe également dans le cas allemand la plupart des fluctuations autour du PIB potentiel (consulter le Graphique 1).

Nous savons certainement qu'une marche aléatoire avec un glissement met en évidence une trajectoire, donnant l'impression ex post d'un cycle d'affaires. Et le « cycle M » semble également être à peine un peu plus qu'un artifice de mesure. Par conséquent, d'une manière plus conventionnelle, nous pourrions tout aussi bien considérer une poignée d'arguments fondamentaux qui pourraient donner des indices sur la direction que devrait prendre l'économie allemande durant les prochains trimestres.

Graphique 2



Source : Deutsche Bundesbank et Institut IFO.

313

*Est-ce qu'une mini récession nous guette ?*

L'économie continuera-t-elle d'un pas haletant ? Malgré l'optimisme officiel de la Bundesbank et du ministère de l'Économie, le moteur est en train de s'essouffler. Les entreprises considèrent que la situation se trouve équilibrée. Les données obtenues par des études récentes sur les prévisions de ventes confirment que le sentiment général s'est pour un moment refroidi. De telles attentes, en effet, ne sont en quelque sorte que des anticipations. Après tout, elles reposent, jusqu'à un certain degré, sur des données réelles (la production et la demande) mais qui ne sont actuellement pas disponibles.

Une caricature du cycle vue sous l'angle des composantes de la de-

mande totale pourrait ressembler à ceci. Un niveau d'emploi faible et une lourde charge fiscale se traduiront cette année par une consommation privée atténuée. Par ailleurs, le revenu net augmentera suite à des réductions fiscales et à des augmentations des allocations familiales à hauteur d'environ 25 milliards l'année prochaine (ce qui représente 1 % du revenu disponible). Comme résultat, l'assouplissement d'une politique fiscale stricte en 1996 étayera une reprise terne.

La construction de logements qui, appuyée par des incitations fiscales interrompues l'année dernière, a gonflé la demande domestique, ne relancera que marginalement l'activité, après avoir contribué pour un cinquième à la croissance des dernières années. Et, bien évidemment, le vrai argument de cette saga des cycles devrait être réécrit par l'appréciation réelle du deutsche mark. D'autant plus que tout ce resserrement compétitif survient au moment d'une négociation salariale dont la teneur dépasse légèrement les attentes. Néanmoins, l'expérience nous conseille d'être prudents. Entre 1985 et 1989, par exemple, face à un deutsche mark encore plus fort, l'excédent allemand des comptes courants a atteint des sommets. Cette réaction lente dans les secteurs exposés de l'économie allemande, c'est-à-dire ceux qui sont intégrés au commerce international, peut être expliquée par le désir de garder une emprise sur les marchés. Par ailleurs, étant donné qu'il ne semble pas y avoir une relation à long terme entre l'appréciation du deutsche mark et la performance des exportations, la réponse à moyen terme des entreprises agissant sur ces marchés concurrentiels est d'accroître la productivité.

314

Finalement, le pour et le contre d'une mini récession peut donc être déduit du comportement des investissements à rendement fixe. Bien évidemment, ce n'est une question ni « simplement absurde », ni « absurdement simple »<sup>3</sup>. En réalité, les dépenses en capital ont été historiquement très procycliques et de surcroît avec des fluctuations presque trois fois plus larges que la volatilité du PIB<sup>4</sup>. Si on emprunte l'approche des options pour l'investissement en capital, l'opportunité de retarder l'investissement peut être alléchante. Le droit d'attendre, sans exercer l'option d'achat en poursuivant un projet d'investissement et donc en obtenant une meilleure information sur les cash-flows futurs, semble être en effet d'une grande valeur pour contrecarrer le cadre actuel d'incertitude prononcée. Mais, nous ne finirons pas sur un « peut-être » : alors que nous nous attendons à un ralentissement des investissements en capital sur l'année à venir, ceux-ci pourraient pourtant s'accroître d'un solide 5 %.

<sup>3</sup> Paul Samuelson a critiqué une fois un collègue ayant obtenu le Nobel pour sa touche manichéenne qu'il a caractérisée en le citant. Il a par ailleurs fait les louanges du don inappréciable du « peut-être ».

<sup>4</sup> Consulter Maussner, Alfred (1994) : *Konjunkturtheorie*, Springer, Berlin, etc., p. 19.

*Taux de la Buba : aucun signe d'inflexion en vue*

A la fin de l'hiver, l'Allemagne avait connu un raffermissement des taux du fait d'une résurgence des pressions salariales et d'une économie apparemment en phase de croissance. Puis, il y a eu un dollar toujours plus faible et une nouvelle baisse des taux administrés.

Quel sera la nouvelle orientation ? Pour nous représenter ce que la Bundesbank s'apprête à effectuer jusqu'à la fin de cette année, nous nous fondons encore une fois sur l'approche de Samuelson<sup>5</sup>. De toute évidence, la trajectoire du M3 et la possible évolution de l'inflation pourraient favoriser une attitude de détente de la part de la Bundesbank. La stabilité de l'économie, qui n'affiche pas actuellement de pressions sur les prix, ainsi que le mark fort, vont dans la même direction. Par ailleurs, les représentants du Conseil de la Bundesbank ont toujours eu une préférence pour un matelas de sécurité. Le fonctionnement de l'économie en sous-régime est une tradition. Incidemment, cela ne s'accorde pas vraiment avec l'accent mis par le gouvernement français sur l'emploi. Mais, malheureusement, le vieux SME avec ses marges étroites a disparu définitivement. Par conséquent, la série de baisse des taux par défaut, comme nous l'avons vécu entre 1992 et 1993 n'est plus que du passé.

Nous sommes en effet dans un univers confortable pour la Bundesbank. Avec une économie aussi faible que nous le prévoyons, la possibilité d'une hausse administrée des taux ne sera plus discutée cette année. En réalité, nous n'anticipons de mouvement sur aucun des principaux taux administrés. Il y aura peut-être un léger assouplissement. Mais ce n'est qu'un dollar empruntant une spirale baissière qui fera bouger la Bundesbank. Actuellement, la Bundesbank reste ferme, ce qui consolide sa réputation. Ceci nous semble être la conclusion logique.

315

---

<sup>5</sup> Samuelson conseillait de se comporter comme le fermier dont l'âne s'était égaré. Pour organiser sa recherche, il s'est fondé sur l'hypothèse suivante : « Imaginons que je suis un âne. »