

---

---

## Conjoncture étrangère

---

---

---

### ÉTATS-UNIS

Scott E. PARDEE

Vice-président de Yamachi international (Amérique), Inc.

---

#### PRINCIPALES ÉMISSIONS AMÉRICAINES POUR 1988

**A** l'aube de l'année 1988, quatre grandes questions préoccupent les économistes et les opérateurs aux Etats-Unis. La première est de savoir si l'effondrement du marché boursier du 19 octobre 1987 entraînera ou non une récession ? De toute évidence, il a causé un choc profond chez les investisseurs qui opèrent aux Etats-Unis et à ceux du monde entier, dans la mesure où il a suscité de fortes baisses des cours sur les autres marchés boursiers. Il s'est produit à un moment où la croissance économique s'accélérait aux Etats-Unis, surtout dans le secteur des biens d'équipement et dans les industries exportatrices. Les taux d'intérêt montaient dans la crainte d'une accélération de l'inflation. La baisse du cours des actions prenait essentiellement la forme d'une diminution de la valeur des actifs détenus par les investisseurs et, à l'exception de quelques rares individus et institutions qui avaient fait appel au crédit pour acheter leurs valeurs mobilières, elle n'a pas entraîné de crise du crédit. La Federal Reserve est intervenue à temps pour procurer des liquidités supplémentaires au système bancaire et a maintenu depuis lors la liquidité du marché monétaire.

Depuis le 19 octobre, les consommateurs ont réagi à la réduction de leur richesse en

échelonnant ou en différant leurs achats importants : automobiles, gros appareils ménagers, nouvelles maisons. Les sociétés commerciales se sont montrées plus prudentes dans la reconstitution de leurs stocks et dans le démarrage de nouveaux projets d'investissement. Mais il est incontestable que certaines sociétés financières — banques et sociétés de courtage de titres — ont dû licencier des milliers d'employés à New York et dans le reste du pays.

#### Ralentissement probable de la croissance

Ces réductions dans les dépenses des consommateurs et des entreprises, prises globalement, entraîneront un ralentissement de la croissance tout au long de l'année. La plupart des économistes, y compris moi-même, révisent en baisse d'un point au moins en pourcentage leurs prévisions de croissance au PNB pour 1988, et la prévision actuelle de l'administration Reagan, qui chiffre à 2,4 % le taux de croissance, semble raisonnable. Le taux d'inflation devrait probablement osciller entre 3 et 4 %.

Plusieurs raisons laissent espérer une poursuite de la croissance économique. Elles tiennent à la fois au rythme de progression de la production en 1987, et à l'augmentation de la demande extérieure consécutive à la baisse du dollar sur les

## CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

marchés des changes. Elles tiennent aussi à la conjoncture : 1988 est une année électorale. Généralement on n'hésite pas, dans ces périodes-là, à modifier à la hâte la politique budgétaire et monétaire, pour donner un coup de pouce supplémentaire si l'économie donne des signes de faiblesse.

Néanmoins, certains économistes sont plus pessimistes et s'attendent à une nouvelle baisse du marché boursier, préluant cette fois à la récession — peut-être en 1989. D'autres insistent sur l'éventualité de voir les pertes dues à l'effondrement du marché boursier jouer un effet dépressif croissant sur les dépenses des consommateurs et des entreprises. D'autres pensent que la faible croissance des agrégats monétaires aux Etats-Unis en 1987 laisse présager une récession. Tout en n'étant pas d'accord avec les raisons avancées par ces économistes, relativement pessimistes, je ne peux exclure que leurs prévisions puissent se trouver vérifiées. Deuxième interrogation dans les rangs des spécialistes : l'administration Reagan et le Congrès finiront-ils par s'attaquer au problème posé par le déficit budgétaire ?

La fameuse « réduction » de 76 milliards de dollars, récemment négociée pour l'exercice budgétaire 1988-1989 avaient pour seul but d'éviter une aggravation du déficit budgétaire, qui n'aurait pas manqué d'intervenir autrement. Il s'ensuit, en l'absence de nouvelles mesures, que les Etats-Unis continueront vraisemblablement à avoir cette année et la suivante un déficit budgétaire équivalent ou supérieur à 150 milliards de dollars.

### **Déficit budgétaire et désaccord politique**

Les principaux responsables du Parti républicain au sein de l'administration Reagan et ceux du Parti démocrate qui contrôlent la majorité des voix au Congrès, ont tous reconnu que le déficit budgétaire des Etats-Unis était le problème économique numéro un du pays. Mais l'administration et le Congrès se sont montrés incapables de parvenir à un compromis pourtant indispensable pour réduire le déficit budgétaire dans des proportions significatives, essentiellement à cause de divergences d'ordre politique. Les Républicains veulent maintenir un niveau élevé de dépenses militaires et un bas niveau d'impôts ; ils veulent continuer à réduire le déficit par une diminution des programmes sociaux. Les Démocrates veulent maintenir un

haut niveau de dépenses pour les programmes sociaux et réduire les dépenses militaires ; ils sont également disposés à augmenter les impôts sur les entreprises et les contribuables fortunés. En raison de l'élection présidentielle, les deux partis souhaitent affirmer leurs différences, et aucun compromis sur le déficit budgétaire n'est probable en 1988. De plus, aucune réduction significative ne sera possible en 1989, à moins que le président élu et les principaux leaders du Congrès appartiennent au même parti. Les analystes politiques sont d'accord sur qui gagnera l'élection présidentielle ; mais la configuration des votes des Américains ces dernières années plaide en faveur d'une victoire du Parti républicain à l'élection présidentielle et d'une majorité du Parti démocrate au Congrès. Un tel résultat prolongerait le désaccord politique sur la façon de réduire le déficit budgétaire, peut-être indéfiniment.

### **Soutenir ou non le dollar ?**

Troisième question : jusqu'où ira la baisse du dollar ? Le déficit commercial américain, qui dépasse également 150 milliards de dollars par an, tient largement au déficit budgétaire. Il encourage les pressions qu'exercent les industriels et les syndicats américains en faveur du protectionnisme et pousse le dollar à la baisse sur les marchés des changes.

Le Congrès travaille depuis quelque temps sur une législation ouvertement protectionniste. Cependant, le protectionnisme ne profite aux Etats-Unis qu'à certains groupes d'intérêt particuliers et non à l'ensemble des électeurs. Certains membres du Congrès se sont aperçus qu'il n'est pas aussi politiquement payant d'être protectionniste qu'ils le supposaient. Par conséquent, et bien que je pense qu'une nouvelle législation commerciale devrait être adoptée en 1988, ses dispositions ne seront pas aussi protectionnistes que celles qui figurent dans le projet actuel. Les industriels et les syndicats américains exerceront donc des pressions pour que la baisse du dollar s'accroisse, pour s'assurer un plus grand avantage concurrentiel. La plupart des économistes croient aussi que le cours du dollar doit diminuer encore si l'on veut que le déficit commercial soit définitivement éliminé.

L'administration Reagan a changé plusieurs fois d'avis sur le dollar, tantôt l'encourageant à baisser tantôt le soutenant. En décembre 1987, le groupe des sept grands pays industriels a réaffirmé son engagement en faveur d'une plus grande

## CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

stabilité des taux de change, dans la foulée de l'accord du Louvre de février 1987. Le porte-parole de l'administration Reagan a répété que le dollar avait suffisamment baissé. Sur les marchés, on estime très largement que le dollar est probablement déjà sous-évalué et que le déficit commercial des Etats-Unis ne peut être résolu seulement par un ajustement des taux de change. Néanmoins, en l'absence d'une intervention ferme des autorités américaines pour contrer la tendance à la baisse du dollar, les opérateurs et investisseurs en devises du monde entier trouvent rentable d'avoir des positions à découvert sur le dollar ou d'en vendre une plus grande quantité.

Mon opinion est qu'en 1988, à un moment ou à un autre, le dollar tombera si bas (par exemple 1,50 DM et 115 yens pour 1 \$), qu'il deviendra politiquement nécessaire pour l'administration Reagan de le défendre. Elle devra intervenir massivement et peut-être même émettre des obligations libellées en devises étrangères pour protéger les réserves de change des Etats-Unis. Une défense vigoureuse du dollar contraindrait les opérateurs à couvrir leurs positions à découvert et stimulerait même une reprise des entrées de capitaux. Dans une telle situation, le dollar pourrait remonter à des niveaux plus confortables d'ici à la fin de l'année (environ 1,90 DM et 150 yen pour 1 \$). Que peut faire la Federal Reserve pour soutenir l'expansion tout en évitant une chute trop forte du dollar? La Federal Reserve est confrontée à un dilemme. Dans toutes les nations, le principal rôle de la banque centrale est de lutter contre l'inflation et de maintenir le pouvoir d'achat international de sa monnaie. Dans la situation actuelle, surtout compte

tenu de la faiblesse du dollar, elle devrait resserrer sa politique monétaire. Néanmoins, on s'inquiète un peu partout du fait que tout resserrement de la politique monétaire pourrait faire basculer l'économie dans la récession. Certains monétaristes de l'administration Reagan soutiennent que la politique monétaire a été trop restrictive et doit être détendue. Si la Federal Reserve était amenée à relâcher aujourd'hui sa politique monétaire, les pressions à la vente de dollars sur les marchés des changes se feraient plus intenses. Par conséquent, la Federal Reserve n'a guère de marge de manœuvre, ne pouvant ni resserrer ni relâcher sa politique monétaire. Pourtant, les autres instruments de la politique économique ont été rendus inopérants pour résoudre les problèmes actuels. L'administration Reagan et le Congrès sont dans une impasse en ce qui concerne la politique budgétaire. Les mesures économiques extérieures de l'administration Reagan, y compris sa politique à l'égard du dollar, manquent de crédibilité sur les marchés.

Les responsables de la Federal Reserve seront ainsi au centre de pressions poussant au maintien de la croissance économique, à la réduction du chômage, au plafonnement à un bas niveau de l'inflation, à une diminution des tensions sur le système financier et à la défense du dollar — ensemble d'objectifs qu'il est difficile à une banque centrale d'atteindre même dans les périodes fastes. A mon avis, la Federal Reserve ne devrait guère changer sa politique monétaire en 1988, mais les débats publics en cours sur ces questions continueront à rendre très explosifs les marchés des actions, des obligations et des changes.

136

---

### JAPON

Koichi INAMURA

---

#### TROIS MOIS APRÈS LE KRACH, L'ÉCONOMIE JAPONAISE SE PORTE BIEN

**D**es événements spectaculaires mais pas toujours inattendus, sont intervenus depuis septembre dernier. S'il est vrai que dans le domaine du marché des actions, des taux d'intérêt, ainsi que des taux de change, on a observé des changements surprenants, dans d'autres domaines, notamment celui des activités économiques en général, on a seulement constaté une continuation ininterrompue de la reprise, comme prévu.

Le phénomène le plus grand a été, bien entendu, la chute subite des actions à la Bourse de Tokyo, juste après le *Black Monday* de New York du 19 octobre. Mais cette chute n'aura pas été tout à fait inattendue car un ajustement du marché des valeurs avait déjà été constaté dès le mois de juin, comme je l'avais d'ailleurs indiqué (*voir REF n° 3, page 95*).

La valeur des actions avait grimpé en flèche jusqu'à cette période grâce à une surabondance de liquidités. Néanmoins, le changement de tendance (*voir REF n° 3*), a donné lieu à un ajustement du marché des valeurs. On peut donc dire que la chute