

Conjoncture étrangère

À New York : le retour du démon de l'inflation

par SCOTT E. PARDEE

L'économie américaine a connu une expansion ininterrompue depuis presque six ans. Le taux de croissance devrait à nouveau se situer aux alentours de 3 % en 1988 et aucun signe de ralentissement ne se manifeste pour 1989. Cependant, au cours des derniers mois, le taux de chômage a été anormalement faible — 5,5 % ou moins — et l'indice de l'utilisation des capacités industrielles a été relativement élevé — 83 % ou plus. Par ailleurs, l'inflation s'est accélérée : alors qu'elle n'atteignait que 2 % il y a deux ans, la plupart des indices la situent à 4 ou 5 % cette année. En réalité, l'industrie américaine se rapproche du seuil à partir duquel la production ne pourra être accrue sans engendrer de pression à la hausse sur les salaires et les prix. La Réserve fédérale est donc confrontée à la tâche difficile qui consiste à ralentir suffisamment la croissance pour réduire l'inflation, mais sans pour autant enclencher une récession.

Les dépenses de consommation ont continué à progresser à un rythme assez vif, en bonne partie parce que davantage d'Américains avaient trouvé un emploi — quelque 3 millions d'emplois nouveaux ont été créés l'an passé — et avaient de l'argent à dépenser. Toutefois, pris individuellement, de nombreux consommateurs restent prudents et résistent aux hausses de prix, notamment sur les articles de tous les jours, les vêtements par exemple. Certaines chaînes de grands magasins ont diminué leurs commandes de vêtements et autres articles voisins pour les saisons d'automne

et d'hiver. Mais, dans le même temps, les achats d'automobiles étaient plus importants que prévu, et faisaient donc monter les prix (tout comme l'endettement total des consommateurs). Il semble que, du moins dans le cas des articles « chers », les consommateurs se mettent à acheter dès aujourd'hui de crainte de hausses de prix ultérieures.

Les dépenses des entreprises s'accroissent très rapidement, surtout dans les secteurs qui se heurtent à des limites de capacité (ainsi pour le papier, les textiles, l'acier, les métaux non ferreux, et le caoutchouc). Cependant, la plupart des grands investissements qui augmenteront plus tard les capacités en sont encore au stade de la planification. Si bien que la production de produits finis ne peut guère être fortement accrue dans l'immédiat. Les stocks des entreprises sont encore assez bien maîtrisés, particulièrement en ce qui concerne d'importants produits de base, tels les métaux. L'une des raisons pour lesquelles l'expansion économique actuelle dure depuis si longtemps tient au fait que les entreprises américaines ont adopté une politique rigoureuse, consistant à ne commander que les quantités qu'exigeait un niveau raisonnable des stocks et à vendre rapidement, à prix réduit, tout stock qui paraissait excessif. Il s'ensuit qu'on n'enregistre pas d'accumulation de stocks laissant présager une récession, pas plus qu'une constitution de stocks résultant d'achats spéculatifs de matières premières par anticipation de l'inflation.

CONJONCTURE

Déficit commercial et statu quo pré-électoral

Le déficit de l'État fédéral continue à être massif et reste le problème le plus sérieux de la politique économique américaine. On s'attend à ce qu'il s'élevé à environ 160 milliards de dollars pour l'exercice 1988 qui prend fin en septembre, et à peu près du même niveau pour l'exercice à venir. Comme 1988 est une année d'élection présidentielle, rien n'est fait pour le réduire de façon substantielle. Le Président républicain Reagan et la majorité démocrate du Congrès ne font aucun effort, en matière de politique budgétaire, pour sortir de l'impasse dans laquelle ils se sont plongés ces dernières années. Le prochain Président et le nouveau Congrès qui entreront en fonction en janvier 1989 se verront réserver la tâche de réduire le déficit. Jusqu'à maintenant, les deux candidats à la présidence ont été des plus fous sur la manière dont ils envisagent d'y parvenir. Dans l'intervalle, à mesure que l'échéance électorale du 8 novembre se rapprochera, les dirigeants nationaux et locaux en place orienteront les dépenses publiques vers les projets susceptibles d'améliorer leurs chances de victoire et stimuleront ainsi encore plus l'économie. Le solde de la balance commerciale des États-Unis reste largement déficitaire, avec 120 milliards de dollars, mais il donne de nets signes d'amélioration, avec une poussée brutale des exportations et un plafonnement des importations. Par conséquent, sur une base nette, la balance commerciale a plus contribué à la croissance économique en 1988 qu'en 1987. Mais la plupart des analystes doutent que l'amélioration des échanges commerciaux se maintienne. L'économie intérieure progresse à un rythme trop vif pour dégager des ressources appréciables que l'industrie américaine pourrait utiliser afin de développer la production destinée à l'exportation ou au remplacement des importations. En outre, l'accélération de l'inflation cette année augmentera les coûts et rendra l'industrie américaine moins compétitive sur les marchés mondiaux, surtout par rapport aux pays industriels qui ont su maintenir l'inflation à un niveau minimum, comme l'Allemagne occidentale et le Japon. Il importe toutefois de remarquer que les économies de la plupart des pays industriels croissent simultanément — l'expansion est synchrone — ce qui veut dire que les exportations américaines continueront à augmenter, quelle que soit l'évolution de l'économie intérieure.

Les marchés financiers se montrent très nerveux devant l'accélération de l'inflation aux États-Unis. La dépréciation du dollar intervenue au cours des dernières années a fait augmenter le prix des biens importés. Les cours de plusieurs matières premières importantes se sont relevés par rapport au bas niveau où ils étaient précédemment, et les prix des denrées alimentaires montent à cause de la sécheresse de cet été. Les chiffres récents révèlent que les salaires et, plus généralement, les coûts de main-d'œuvre se mettent à croître plus vite, à un rythme annuel de 4 à 5%. Les syndicats se montrent plus pressants dans les négociations contractuelles avec les employeurs pour obtenir des hausses de salaire, notamment dans les secteurs des services (enseignement, police, lutte contre l'incendie, municipalités) où les travailleurs ne se heurtent pas à la concurrence internationale. Les acteurs des marchés financiers craignent donc une réapparition de la spirale des prix et des salaires qui s'était développée dans les années soixante et soixante-dix aux États-Unis.

Comme il est impossible de modifier la politique budgétaire dans cette année électorale, toute la charge de la lutte contre l'inflation a incombé à la politique monétaire. La Réserve fédérale a quelque peu durci sa politique, mais avec prudence. Le rythme actuel de la croissance économique n'est pas excessif : une croissance du PNB de 3% n'est pas explosive et il reste suffisamment de secteurs relativement faibles dans l'économie (comme l'industrie pétrolière, l'agriculture et la banque) qu'un resserrement substantiel de la politique monétaire pourrait précipiter dans une récession. En outre, les marchés financiers restent fragiles ; en particulier, la Bourse ne s'est pas encore totalement remise du krach du 19 octobre 1987, et un durcissement soudain de la politique monétaire pourrait déclencher une autre baisse brutale sur ce marché.

Le resserrement de la politique monétaire a donc été progressif. De fait, à partir du mois de mars, la Réserve fédérale a limité son offre de nouveaux fonds au système bancaire de façon à ce que la demande excédentaire de monnaie et de crédit dans l'économie fasse monter les taux d'intérêt. En particulier, le taux de base sur les Fonds fédéraux est passé, en plusieurs étapes, d'environ 6,5% en mars à 8,25% au début de septembre. La Réserve fédérale a relevé le taux d'escompte d'un demi-point en pourcentage en août, pour le porter à 6,5%.

CONJONCTURE

Réserve fédérale : prudence et discrétion

À moins de circonstances extrêmes, il est peu probable que la Réserve fédérale pousse beaucoup plus loin la hausse des taux d'intérêt au cours des quelques mois à venir. Les responsables de la Réserve fédérale préfèrent en général conserver une très grande discrétion pendant une campagne électorale, au cours de laquelle toute action de la Banque Centrale devient la cible de remarques et critiques politiques. De plus, les membres du Conseil des Gouverneurs de la Réserve fédérale à Washington et ceux de la Commission fédérale du marché libre, d'assise plus large, qui comprend les présidents des diverses Banques fédérales de réserve du pays, sont actuellement très divisés sur la politique à suivre. Certains responsables de la Réserve fédérale sont favorables à un nouveau resserrement alors que d'autres pensent que la politique monétaire est aujourd'hui trop restrictive et fait courir le risque d'une récession.

Évidemment, les marchés n'attendent pas. Si l'inflation continue à s'accélérer, les taux d'intérêt américains, particulièrement les taux à long terme, poursuivront leur ascension, quoi que fasse la Réserve fédérale. À vrai dire, si la Réserve fédérale attendait trop longtemps pour durcir sa politique, elle perdrait sa crédibilité sur les marchés en tant qu'instrument de lutte contre l'inflation, et la hausse des taux d'intérêt serait encore plus prononcée. Certains économistes prévoient que les taux à court et à long termes pourraient atteindre 12 % à la fin de l'année, et s'attendent à une récession pour 1989. Mais c'est là un point de vue minoritaire. La plupart des économistes américains, moi-même y compris, estiment que la hausse des taux d'intérêt sera plus modérée et que la croissance se ralentira en 1989.

Il existe aussi une possibilité extérieure que les taux d'intérêt aient atteint un niveau tel qu'ils commencent déjà à geler l'économie et à ralentir la hausse des prix. Les investisseurs disposent de liquidités abondantes et tout signe d'essoufflement de l'inflation, ou toute indication selon laquelle la Réserve fédérale n'aurait plus besoin de s'en tenir à une politique monétaire restrictive, pourrait déclencher une reprise sur les marchés américains des actions et des obligations. À mesure que de nouvelles informations sur l'économie atteindront le marché d'ici la fin de 1988, les acteurs modifieront leur estimation sur le scénario — hausse ou

baisse des taux d'intérêt — qui se concrétisera. Sur les marchés des changes, le dollar est resté étonnamment fort malgré la persistance d'un déficit commercial très important. La hausse du dollar reflète en partie le fait que ce déficit n'est plus aussi conséquent qu'auparavant. Si toutefois il devait à nouveau se creuser, le dollar redeviendrait très vulnérable à des pressions qui s'exerceraient dans le sens de la vente. La hausse du dollar résulte aussi en partie d'entrées de capitaux. Un afflux net de fonds à long terme continue à se produire sur les marchés américains des actions et des obligations, quoique pour des montants beaucoup plus faibles qu'au cours des dernières années. La hausse des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis, à la fois dans l'absolu et par rapport à ceux des autres grands pays, a également suscité des entrées de capitaux. La spéculation contre le dollar a été entravée par le fait que le coût, en termes d'intérêts, du financement d'une position à découvert sur le dollar est devenu plus cher. En outre, la coordination des interventions des banques centrales a limité efficacement les oscillations du taux de change du dollar. J'espère que le prochain Président des États-Unis choisira un Secrétaire du Trésor qui s'appuiera sur les accords du Louvre et les autres accords entre grands pays industriels. Les États-Unis devraient continuer à prendre la tête d'un mouvement visant à instaurer un cadre où les taux de change soient plus stables que pendant les dernières années.

Si George Bush et les Républicains gagnent l'élection, je pense que la politique économique des États-Unis ne changera pas beaucoup. George Bush s'est engagé personnellement dans nombre des orientations qui ont été suivies par l'Administration Reagan : un renforcement de la défense, réductions dans les programmes de dépense intérieure (à l'exception des soins médicaux pour les enfants et l'éducation), nouvelle déréglementation des marchés. Monsieur Bush a promis de ne pas augmenter les impôts, si bien que les progrès sur la voie d'une réduction du déficit budgétaire pourraient être lents.

Mais si Michael Dukakis et les Démocrates remportent la victoire, certains changements seraient inévitables : réductions dans les dépenses militaires, vagues de dépenses dans les programmes de dépense intérieure, augmentation des impôts pour contribuer à restreindre le déficit budgétaire, orientation plus protectionniste dans les négociations

CONJONCTURE

commerciales, politique plus interventionniste sur les marchés des changes. Michael Dukakis détient une liste de programmes sociaux qui exigeraient davantage de dépenses, si bien que les progrès sur la voie d'une diminution du déficit budgétaire

pourraient également être lents avec les Démocrates. Quel que soit le vainqueur des élections, il pourrait bien être contraint d'entreprendre des actions plus radicales pour lutter contre l'inflation que cela n'a été le cas jusqu'ici. □

À TOKYO : LE TEMPS DES MÉTAMORPHOSES

par Koichi INAMURA

La situation de l'économie japonaise a subtilement évolué au cours de l'été 1988, au niveau de la psychologie du marché concernant la hausse ou la baisse du dollar. Celui-ci valait environ 120 à 130 yens pendant les trois premiers mois de cette année et restait très stable aux alentours de 125 yens (plus ou moins 2 yens) en avril et en mai ; néanmoins, le dollar a commencé à monter vers la fin du mois de juin au-dessus de 130 yens, puis s'est stabilisé entre 130 et 135 yens jusqu'à ce jour (mi-août). Le niveau actuel du dollar ne représente en fait qu'une hausse de 5 à 6 % comparé à avril dernier. À cette époque, on craignait qu'il ne baisse davantage et n'atteigne le niveau de 110 ou même 100 yens, et par conséquent que les activités économiques japonaises soient freinées par la hausse du yen.

Cependant, quand le dollar est monté au niveau de 130 à 135 yens vers la fin du mois de juin, et a montré une tendance à la hausse, la réaction du marché s'est inversée : au lieu d'être rassuré par la baisse du yen — réaction traditionnelle au Japon —, on a exprimé une inquiétude face à la perte des avantages de la hausse, reprochant aux autorités américaines et japonaises de ne pas avoir suffisamment essayé de soutenir sa valeur.

Un changement structurel

Ce changement de psychologie chez les Japonais est bien évidemment un reflet de l'évolution de notre économie, anciennement tournée vers l'exportation et aujourd'hui basée davantage sur la demande intérieure. Ce processus de métamorphose, auquel j'avais fait allusion précédemment, se confirme chaque jour davantage.

Par ailleurs, l'économie japonaise continue sa croissance comme prévu. Le taux de croissance du

PNB en terme réel pendant le premier trimestre de cette année a été de 2,7 % par rapport au trimestre précédent après ajustement saisonnier (le taux annuel a été de 11,3 %). Par conséquent le taux de croissance de l'année fiscale précédente (avril 1987-mars 1988) a été de 4,9 % en terme réel, dépassant la prévision officielle de 3,7 % révisée et établie au mois de janvier 1988.

La comparaison des résultats des taux de croissance de ces dernières années (*voir tableau*) rend bien compte du processus de métamorphose de notre économie développé plus haut.

La thèse principale du Livre blanc sur l'économie japonaise pour l'année fiscale 1988, rédigé par l'Agence de planification économique et approuvé en Conseil des ministres, porte d'ailleurs sur l'évolution récente de notre économie vers un changement structurel. Il constate que la raison pour laquelle celle-ci a pu se rétablir si rapidement après la dépression créée par la hausse subite du yen depuis septembre 1985 a été l'énorme effort des entreprises pour s'adapter à la demande intérieure au moyen de rénovations technologiques. Il note en même temps que le désir des consommateurs de rechercher un plus haut niveau de vie a été suscité et généralisé par la hausse du yen.

Vers une expansion durable ?

Compte tenu de ce changement, beaucoup d'observateurs se risquent maintenant à avancer que l'expansion actuelle a de bonnes chances d'être durable. Selon une étude publiée par la Long term credit bank (Ltc) ¹ sur les cycles économi-

¹ — LTCB Economic analysis, juillet 1988.