

# Commentaire

Henri STERDYNIAK

Économiste à l'Observatoire français des conjonctures économiques

L'année 1988 et le début de l'année 1989 ont été marqués dans l'ensemble des pays industrialisés par une croissance particulièrement vigoureuse qui atteint un rythme de 4,1 % l'an pour l'ensemble des pays de l'OCDE et de 3,6 % en se limitant à ceux de la CEE (contre respectivement 2,5 % et 1,7 % sur la période 1979/1987). Ce renouveau de la croissance, et tout particulièrement de la croissance en Europe, a surpris la quasi-totalité des économistes : il apparaît maintenant que le krach boursier d'octobre 1987 avait trop vite fait oublier l'impact favorable qui pouvait être escompté du contre-choc pétrolier. Celui-ci a conforté l'amélioration du profit des entreprises et la réduction de l'inflation que la modération de l'évolution des salaires avait déjà permis d'enclencher. Mais il a aussi impulsé la consommation des ménages en augmentant leur pouvoir d'achat et en leur permettant d'épargner moins puisque l'inflation ne venait plus rogner le pouvoir d'achat de leur richesse financière. Leur situation financière ayant été assainie, les entreprises ont pu répondre à la croissance de la demande en augmentant leur investissement. L'évolution de la conjoncture au cours des derniers trimestres souligne ainsi le dynamisme de l'offre dans les grands pays industrialisés, notamment en Europe où « l'euroessimisme » semble éradiqué.

Cependant, la conjonction de hausses des prix de l'énergie et des matières premières et de tensions inflationnistes internes dans les grands pays industrialisés a montré combien les signaux d'alerte

pouvaient être prompts à se déclencher. Ceci, joint à la persistance des déséquilibres des balances courantes et des déficits publics, amène deux questions : sommes-nous au début d'une nouvelle phase de croissance ou s'agit-il d'une embellie passagère ? Des politiques économiques trop vertueuses ne vont-elles pas étouffer l'essor de l'activité ?

L'inflation, et surtout la volonté des autorités économiques de la juguler, constituent à court terme la principale incertitude quant à la poursuite de la croissance. Si la hausse des prix ne s'est que faiblement accélérée en moyenne sur 1988, les premiers mois de 1989 indiquent dans presque tous les pays une certaine résurgence des tensions sur les prix. Pour les pays du G7, le taux annuel d'inflation est ainsi passé de 3,1 % au premier trimestre 1988 à 4,5 % au premier trimestre 1989, l'accélération étant particulièrement sensible pour les États-Unis, la RFA, le Royaume-Uni. Cela s'explique par des facteurs communs dont le principal est l'apparition de tensions sur les marchés des biens : les taux d'utilisation des capacités de production industrielle approchent partout leur maximum historique ; s'y ajoute la conjonction d'une flambée des prix agricoles, d'une hausse des matières premières industrielles et d'une remontée du prix du pétrole. Jouent aussi des facteurs spécifiques, structurels (le regain de tensions sur le marché du travail aux États-Unis et au Royaume-Uni) ou purement conjoncturels (des hausses de la fiscalité indirecte en Allemagne, en Italie et au

167

## COMMENTAIRE

Japon). Au Royaume-Uni, l'inclusion des taux d'intérêt dans l'indice des prix à la consommation aboutit malencontreusement à faire croître celui-ci en situation de politique monétaire rigoureuse (hors taux d'intérêt, l'inflation en mai ne serait que de 6%).

Conformément à une tradition malheureuse, c'est la politique monétaire qui a été utilisée pour lutter contre ce retour de l'inflation. Cette arme a des avantages institutionnels : elle permet une réaction immédiate sans négociation parlementaire ou sociale. En provoquant une appréciation du change, elle peut permettre, en diminuant le prix des produits importés, de freiner rapidement l'inflation interne. Toutefois, il faut être conscient de ces limites : les innovations financières rendent sans signification les agrégats monétaires généralement suivis par les Banques centrales. L'appréciation du change ne fait qu'exporter l'inflation chez ses partenaires. Aussi une politique monétaire rigoureuse risque d'engendrer une guerre internationale des taux d'intérêt qui fait perdre l'avantage spécifique de la politique monétaire : si la hausse des taux du pays initiateur est suivie par celle de ses partenaires, son change ne s'apprécie pas et donc le prix de ses importations ne baisse pas. Le niveau élevé des taux d'intérêt réels accentue le poids des dettes internationales qui font boule de neige. Au niveau interne, des taux d'intérêt trop élevés et trop instables font que les entreprises répugnent de plus en plus à recourir au financement bancaire ou obligataire et réclament des taux de profit élevés pour investir, ce qui freine la croissance et est inflationniste. Le coût des déficits publics est alourdi ; par contre, les ménages étant créanciers, leur revenu et donc leur consommation, augmentent, ce qui va en sens inverse de ce qui est souhaité (cet effet pervers est particulièrement net en Italie actuellement).

L'utilisation exclusive de l'arme monétaire aboutit aux États-Unis ou au Royaume-Uni à ce que toute nouvelle hausse des prix ou de fort niveau d'activité provoque des anticipations de hausse du taux d'intérêt, des entrées de capitaux et une hausse du taux de change qui contribue au déséquilibre de leur commerce extérieur. Mais dans ces deux pays, relâcher la politique monétaire semble difficile tant que la hausse des prix s'accélère et que les capacités de production restent saturées. Les taux d'intérêt à court terme ont augmenté, entre le point bas de début 88 et le point haut de

mi-89, de 2 points au Japon ; de 2,5 en France ; de 3 en Italie et aux États-Unis ; de 4 en RFA ; de 6 au Royaume-Uni. Cependant convertie en taux réel, la hausse n'est que de l'ordre d'un point, sauf en RFA (2 points) et surtout au Royaume-Uni (4 points). De plus, les marchés semblent considérer que cette hausse n'est que transitoire et les taux d'intérêt à long terme, déterminants de l'investissement, n'ont guère été affectés. Le différentiel d'intérêt entre la France et la RFA s'est nettement réduit passant de 4,7 à 2,6 points en terme nominal et de 3,3 à 1,6 points en terme réel. Cela montre la crédibilité accrue de la politique de franc fort menée par le gouvernement français mais en même temps la vanité et la fragilité d'une politique qui serait trop axée sur la baisse des taux d'intérêt.

L'arrêt de l'accélération de l'inflation, et même une certaine régression est probable : dans tous les grands pays, les politiques économiques ne devraient pas s'écarter de l'orientation anti-inflationniste qui a marqué les années quatre-vingts. Le vrai problème est donc le coût en terme de ralentissement de la croissance de cet arrêt. Deux points favorables doivent être notés : du côté des produits de base, le prix du pétrole ne devrait plus jouer de rôle inflationniste, le prix des matières premières devrait baisser lorsque la croissance des pays industrialisés se ralentira. Surtout l'évolution des salaires reste modérée et, sauf au Royaume-Uni, ne contribue pas, pour l'instant, à l'accélération de l'inflation.

Les années récentes sont marquées par une forte réduction du rôle conjoncturel de la politique budgétaire : celle-ci est de plus en plus conduite dans une optique de moyen-terme (objectif de stabilisation de la dette publique, équilibre à long terme des régimes sociaux, etc.). Les années 1988-1989 voient une nette réduction des déficits publics qui s'explique principalement par les effets automatiques d'une conjoncture économique plus favorable. Les meilleures rentrées fiscales permettent de diminuer le poids des impôts ou du moins de ne pas les augmenter. De ce fait, la politique budgétaire tend à prendre un aspect pro-cyclique qui a joué en 1988 dans un sens expansionniste. Par contre en 1989, des mesures prises à contre-temps de hausse des impôts indirects ont souvent contribué à l'accélération de l'inflation ; c'est l'inverse qui a été heureusement pratiqué en France. L'assainissement général des finances publiques fait que ce n'est plus qu'en Italie que la

## COMMENTAIRE

dette publique continue à croître relativement au PIB.

La résorption des déséquilibres extérieurs reste problématique, ce qui n'est guère étonnant puisque l'arme de la politique budgétaire reste inemployée tandis que le taux de change est soit fixe pour des raisons institutionnelles (France, Italie) soit varie à contre-sens des déséquilibres commerciaux (États-Unis, Royaume-Uni). Le déficit courant français pourrait être en 1989 de l'ordre de 45 milliards de francs soit 0,7 % du PIB. Mais cela n'appelle guère à notre sens de mesures correctives : la France peu endettée peut se permettre des déficits transitoires dans des phases de forts investissements et d'essor de l'activité.

D'ores et déjà le freinage recherché de l'économie est bien engagé au Royaume-Uni et semble devoir s'affirmer dans les prochains mois aux États-Unis. Aussi 1990 devrait voir un affaiblissement général du rythme de croissance dans les pays industriels qui devrait apaiser les tensions inflationnistes, permettre des politiques monétaires moins rigoureuses aux États-Unis et au Royaume-Uni, une baisse du dollar et de la livre. Le risque serait alors qu'un retournement trop prononcé des perspectives de croissance ne brise l'essor de l'investissement et n'entraîne une récession trop marquée. En France et en Europe continentale, il faut laisser vivre la croissance. □