

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

Des 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

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

de New York a déclenché un processus d'ajustement ici, à Tokyo, malheureusement plus rapide et plus profond que prévu.

Un changement d'atmosphère sur les marchés monétaires

Pendant la semaine qui a suivi le *Black Monday*, on s'est réjoui que cette chute n'ait pas donné lieu à une baisse des obligations et, en particulier, du dollar. Mais, à partir de la semaine du 26 octobre, la baisse du dollar a commencé. La valeur du yen, qui avait été d'environ 140 à 145 yens pour un dollar, est montée au niveau de 135 yens. Quelques observateurs américains ont alors dit que l'accord du Louvre avait été abandonné.

La baisse du dollar n'a pas tardé à produire un changement important d'atmosphère sur les marchés monétaires. Le taux d'intérêt du marché à long terme, qui avait montré une tendance à la hausse dès le mois d'avril (voir REF n° 3) a atteint un niveau de 6 % à la mi-octobre après une baisse temporaire entre fin août et début septembre (après l'annonce du solde défavorable du compte commercial des USA en juin). Cette hausse a été le reflet de la politique monétaire de la Banque du Japon, qui, en tenant compte de la situation des prix, a voulu rester vigilante devant une tendance inflationniste future. Dans ces circonstances, une hausse du *long term prime lending rate*, à partir du mois de novembre, a été discutée parmi les intéressés.

Cependant, la chute du cours des actions et du dollar a changé complètement la situation, et ceci d'autant plus profondément qu'un désaccord entre les Américains et les Allemands sur la politique fiscale et monétaire à poursuivre a été cité comme une des causes principales de la chute de New York. Une politique monétaire plus souple a été demandée par les pays excédentaires ainsi qu'une politique fiscale plus restrictive des pays déficitaires.

Quant à la Banque du Japon, tout en gardant l'attitude négative de la baisse de son taux officiel d'escompte (déjà au niveau très bas de 2,5 %), elle a commencé à guider le marché monétaire vers une baisse des taux d'intérêt. Par conséquent, le taux du marché à long terme est descendu au niveau de 5,0 % à 4,5 %, et le *long term prime lending rate* a été maintenu au niveau précédent.

Activités économiques : des résultats satisfaisants

En dépit des développements inattendus sur les marchés des actions et aussi sur les taux de change, les activités économiques n'ont pas cessé de donner des résultats satisfaisants. Des mesures prises par le gouvernement visant à réduire l'énorme solde excédentaire de la balance des paiements en stimulant la demande intérieure, ont enfin commencé à produire les résultats voulus dès le début de 1987 (voir REF n° 3), et cette tendance s'est bien poursuivie :

■ Le PNB en terme réel s'est développé (voir tableau page 137). Il faut noter que les effets des politiques fiscales récentes visant à stimuler la demande intérieure (dépenses supplémentaires de 1987 de 5 trillions de yens, réduction des impôts de 1,5 trillion de yens) ne se sont conformés aux chiffres qu'à partir de l'automne dernier.

■ La production industrielle et minière a continué de croître en consolidant la reprise remarquable du mois de juin (augmentation sur le mois précédent après ajustement saisonnier : juin 4,3 %, juillet 1,0 %, août - 1,1 %, septembre 3,1 %, octobre 2,2 %, novembre 0,0 %). Le niveau de la production au mois de novembre a été de 10,7 % supérieur à celui de novembre 1986.

Il est vrai que, juste après le *Black Monday* et la chute des actions à la Bourse de Tokyo, et notamment, en vue de la hausse du yen qui a suivi, on a eu des craintes considérables quant aux possibles effets défavorables sur les activités économiques. On a cité beaucoup de commentaires pessimistes d'économistes américains au sujet de la répercussion du *Black Monday* sur l'économie des Etats-Unis, ainsi que sur celle du monde entier.

Un sondage après le krach : une situation « améliorée »

Mais, trois mois après le krach, mon intuition initiale que l'économie japonaise ne serait pas affectée aussi gravement que celle des Etats-Unis s'est avérée bien fondée. Selon un sondage effectué par la Banque du Japon au cours du mois de novembre, après le krach, les chiffres d'affaires et les bénéfices des entreprises, manufacturières aussi bien que non manufacturières ont montré une situation « améliorée » par rapport au sondage précédent effectué au mois d'août dernier. En ce

C O N J O N C T U R E É T R A N G È R E

qui concerne leurs prévisions pour la clôture de l'exercice en cours, une atmosphère plus optimiste a été constatée.

Quelles sont les raisons principales pour lesquelles la situation du marché des actions au Japon n'a pas influencé aussi fortement nos activités économiques que celles des Etats-Unis ?

- Les effets sur la consommation privée sont faibles, compte tenu de la différence de pourcentage des actionnaires individuels par rapport aux actionnaires institutionnels (20 % seulement au Japon contre 60 % aux USA).

- La politique économique globale au Japon est d'ordre stimulateur en tant que pays excédentaire tandis que celle des Etats-Unis doit être restrictive. Ainsi au Japon, il n'y a pas de conflits entre les deux objectifs : l'un visant à stimuler les activités économiques, et l'autre visant à réduire les déséquilibres extérieurs.

Quant à la scène politique du début du mois de novembre, le mandat de M. Yasuhiro Nakasone étant arrivé à sa fin, M. Noboru Takeshita est nommé chef du gouvernement au milieu de la crise boursière et de la turbulence des marchés des changes. Il a déclaré qu'il allait mettre l'accent sur trois points de sa politique économique : révision du système des impôts ; solution du problème de hausse du prix des terrains ; et réduction des frictions économiques internationales.

Ces trois problèmes sont difficiles à résoudre et les efforts déployés par M. Nakasone pour pallier aux effets de certains d'entre eux furent vains. De toute façon, les grandes lignes de la politique économique reste inchangée d'un gouvernement à l'autre étant donné que la marge de manœuvre est très étroite.

A la mi-décembre, après l'annonce des

résultats de la balance commerciale très décevante des Etats-Unis en octobre, une autre baisse du dollar est survenue. Le yen, qui se situait entre 130 et 140 yens au dollar après la turbulence boursière du mois d'octobre, est monté jusqu'à entre 125 et 130 yens au dollar. Il a failli dépasser le seuil de 120 yens à la fin de l'année, en dépit de l'accord du G7 intervenu le 23 décembre.

Encore des incertitudes sur le dollar

Mais, au début de cette année, une intervention massive coordonnée par les autorités monétaires sur les marchés des changes a réussi à rehausser le cours du dollar. Une allusion à un accord confidentiel visant à réaménager les accords du Louvre (vraisemblablement, en convenant d'une nouvelle zone de référence entre 125 et 140 yens, au lieu de 140 et 160 yens) a été efficace à ce sujet.

Au 15 janvier, l'annonce de résultats rassurants de la balance commerciale des Etats-Unis en novembre (solde déficitaire de 13 milliards de dollars, réduite de 4,4 milliards par rapport au mois précédent) a immédiatement eu des effets favorables sur les marchés des changes, le yen revenant au niveau de 130 yens. On a encore des incertitudes pour le dollar, étant donné que les soi-disants « doubles déficits » des Etats-Unis ne sont pas suffisamment corrigés, et que l'affermissement du dollar ne serait que temporaire. Mais une volonté générale des autorités des principaux pays, visant à éviter une baisse plus considérable du dollar (l'accord du G7 à la fin de décembre dernier et le communiqué de presse après un entretien bilatéral du Premier ministre Takeshita et du président Reagan à la mi-janvier) contribuera à maintenir une certaine stabilité sur les marchés des changes. Il est à noter qu'une des raisons principales pour lesquelles les autorités américaines se sont associées à cette thèse, en dépit d'opinions divergentes au sein même de leur gouvernement, a été la crainte de nouvelles chutes sur les marchés des actions.

Quoi qu'il en soit, tant que les marchés des changes resteront stabilisés à peu près au niveau actuel, je crois que notre économie va poursuivre la même voie que celle décrite ci-dessus. C'est ma prévision, en même temps que mon souhait, du début de l'année 1988.

(Achévé de rédiger le 18 janvier 1988.)

138

		1987		
		Janvier- Mars	Avril- Juin	Juillet- Septembre
Croissance PNB				
Terme réel		+ 1.3 %	0.0 %	2.0 %
dont				
Demande	intérieure	+ 0.8 %	+ 1.2 %	+ 1.8 %
Demande	extérieure	+ 0.5 %	- 1.2 %	+ 0.2 %

(Vis à vis de la période précédente après ajustement saisonnier.)