

CONJONCTURE

ques au Japon, on constate quatre cycles d'expansion depuis le début des années soixante-dix, dont la durée a toujours été d'environ deux ans (en moyenne vingt-cinq mois). Chaque fois, celle-ci a été stoppée par un élément extérieur (deux crises pétrolières, une hausse rapide du yen, une récession aux USA). En supposant que notre économie suive ce même type de cycles, notre expansion actuelle devrait s'arrêter au plus tard au début de l'année prochaine. Mais compte tenu du changement structurel, il semble cette fois que l'on devrait pouvoir résister plus efficacement aux éléments extérieurs.

Bien entendu quelques éléments inquiétants — internes au Japon — ne doivent pas être perdus de vue. Par exemple, certains goulots d'étranglements : manque de main-d'œuvre, surtout qualifiée ; remontée généralisée des prix des matières premières à cause d'une tendance inflationniste mondiale, etc.

Il est vrai également que le marché de Tokyo risque d'être influencé par les grands événements internationaux, comme ce fut le cas lors de la hausse du taux officiel d'escompte de la Réserve fédérale américaine, au début du mois d'août : l'indice Nikkei des actions à la bourse de Tokyo a enregistré le lendemain la plus forte baisse depuis le début de l'année. Heureusement, cette perturbation boursière n'a duré qu'un seul jour. Mais la répercussion a été d'autant plus forte que le marché de

Tokyo était pris au dépourvu, il ne pensait pas qu'une telle mesure puisse être prise avant l'élection présidentielle. Reste qu'une tendance d'affermissement des taux d'intérêt sur le marché japonais a vu le jour à la suite de cette mesure outre-pacifique, qui de plus a renforcé l'incertitude sur la fermeté de la solidarité du Groupe des Cinq, en particulier après le départ de M. Baker, secrétaire américain au Trésor.

Même si quelques perturbations sont à prévoir dans l'évolution de notre économie, les remous devraient être limités dans la sphère financière et leurs répercussions bénignes. En tant que telle, l'économie japonaise continuera sur la même voie d'expansion dans la sphère réelle, au-delà de la fin de cette année fiscale. □

Achévé de rédiger le 24 août 1988.

TABLEAU I

TAUX DE CROISSANCE ANNUELLE

| ANNÉE FISCALE | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 |
|--------------------|------|------|-------|-------|
| PNB en terme réel | 5,1 | 4,4 | 2,6 | 4,9 |
| dont | | | | |
| Demande intérieure | 3,9 | 3,7 | 4,1 | 6,0 |
| Demande extérieure | 1,3 | 0,8 | ▲ 1,5 | ▲ 1,0 |

À Francfort : la politique monétaire reprise en main

Hans-Helmut KOTZ

L'économie ouest-allemande se porte plutôt bien. Le PNB progresse à un rythme solide. D'une année sur l'autre, il emmagasine un gain de 3 %. L'inflation s'accélère un peu, mais dans des proportions tolérables. Elle atteindra 2,5 % l'an prochain. Les comptes extérieurs ne font plus de bonds inconsiderés, du moins si l'on adopte le point de vue de nos concurrents (et de nos partenaires dans le Projet 1993). Malheureusement, le marché du travail offre le démenti habituel. Le taux de chômage se maintient au-delà du seuil

de 8 %. Toutefois, si on estime ces résultats en prenant l'année 1980 comme référence, ils ressemblent presque à un scénario rose, qui — rappelons-nous le krach ! paraît trop beau pour être vrai.

Depuis maintenant quelque trois ans, la *Bundesbank* n'accordait pas trop de prix, mais à contre-cœur, au respect de son objectif de croissance de la masse monétaire. Cependant, le contournement d'objectifs sur lesquels on s'était probablement engagé nécessite quelques raisonnements subtils.

CONJONCTURE

Cela pourrait compromettre la crédibilité. Enfin, les événements se montrent plus conciliants. Un cours du DM moins ferme et, incidemment, l'absence de menace de récession immédiate ont permis à la *Bundesbank* de reprendre les rênes. Apparemment, cela n'enchanté pas tout le monde. Le *Financial Times*, véritable éminence grise, diagnostiquait carrément, en ce qui concerne les taux d'intérêt une prédisposition à déclencher une guerre pour un rien à Francfort. Michel Albert et Jean Boissonnat allaient encore plus loin : « C'est du fond de l'âme allemande que monte le refus de jouer... le rôle de locomotive¹. L'interprétation de l'appartenance au SME comme un investissement en crédibilité² insiste sur le fait que l'acquisition d'une réputation à Francfort pourrait se révéler onéreuse. Par conséquent, que l'acheteur prenne garde ! À cet égard, il pourrait se révéler intéressant de considérer les perceptions de la *Bundesbank*. La première section brosse donc à grands traits, sous cet angle, la situation économique actuelle. La section suivante est centrée sur les aspects qui commandent la politique monétaire. Enfin, quelques points d'interrogation portant sur la coopération européenne sont évoqués à grands coups de palette. Annonçons la couleur : il se pourrait que le projet 1993 devienne un château en Espagne si les partenaires ne s'attaquent pas aux déséquilibres commerciaux croissants à l'intérieur de l'Europe.

PLAISIRS RÉVISIONNISTES

D'après Paul Valéry, nos espoirs sont naturellement vagues et nos craintes précises. Ce grain de vérité a été, heureusement, souligné une nouvelle fois au lendemain du krach du marché boursier de l'an dernier. À une quasi minorité, les économistes ont lancé un cri d'alarme et réclamé qu'on prenne immédiatement des mesures budgétaires et monétaires adaptées aux circonstances. (Pour être honnête, on pourrait réévaluer ces lugubres prévisions et parler de prophéties qui se sont démenties toutes seules.) Apparemment, le choc qui s'est produit dans la demande nominale a eu un effet

bénéfique sur les esprits, voire sur la production réelle. (Incidentement, un article récent³ a indiqué, entre autres, qu'aux États-Unis et au Japon, une impulsion de la demande « globale » se répercutait pour les deux tiers ou la moitié, respectivement, sur la production.)

Au cours du premier semestre, le PNB a progressé de près de 4 %. Si le premier trimestre a été fortement favorisé par des conditions climatiques clémentes, on s'attendait à une petite déclaration de la poussée cyclique. Même une fois tenu compte de ces particularités, le tableau révèle une trajectoire de fond qui a causé quelque surprise. La demande intérieure réelle a augmenté plus vite que le PNB réel, atténuant légèrement l'excédent commercial. Mais elle a aussi dépassé l'accroissement du produit potentiel. D'une année sur l'autre, les dépenses de consommation, gonflées par des allègements fiscaux de 11 milliards, augmenteront probablement de 3,5 %. Les dépenses publiques s'accroîtront de quelque 2 %. Des perspectives vigoureuses à l'extérieur des frontières renforcent la confiance des investisseurs. Alors que les importations réelles devraient croître de 5 à 6 %, les exportations progresseront d'au moins 4 %. Les exportations nettes ne diminuent donc que faiblement. Ce panorama brillant a évidemment influé sur les dépenses en capital, qui devraient faire un bon de 4 %. Rien ne vient le démentir : le PNB suit incontestablement une évolution vers le haut. Pour adopter un raisonnement a fortiori, le taux de croissance annuelle se situera aux alentours de 2,75 %, même si les composantes du PNB cessaient de contribuer le moins du monde à la croissance à partir de maintenant. C'est difficilement pensable, puisqu'on détecte clairement chez les détaillants une propension des ménages à consommer, étayée par la capacité de le faire. Et, rappelons-la, la confiance des entreprises est nourrie par une forte demande.

Comme d'habitude, les questions intéressantes vont au-delà de l'avenir immédiat. Cette évolution est-elle soutenable à moyen terme ? Tout le monde s'accorde à penser que le PNB augmentera en 1989 de 1,5 à 2 % par rapport à la moyenne de cette année. La base de ce scénario est un resserrement de la politique budgétaire et moné-

151

1— Michel Albert et Jean Boissonnat (1988) : *Crise, Krach, Boom* ; Paris, p. 97.

2— C'est un point sur lequel Jacques Melitz lève des raisonnements concluants ; voir son article « Discipline monétaire, République fédérale allemande et système monétaire européen », *Annales de l'INSEE*, 1988.

3— Laurence Ball, W. Gregory Mankiw et David Romer (1988), « The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-Off », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1/1988, p. 1.

CONJONCTURE

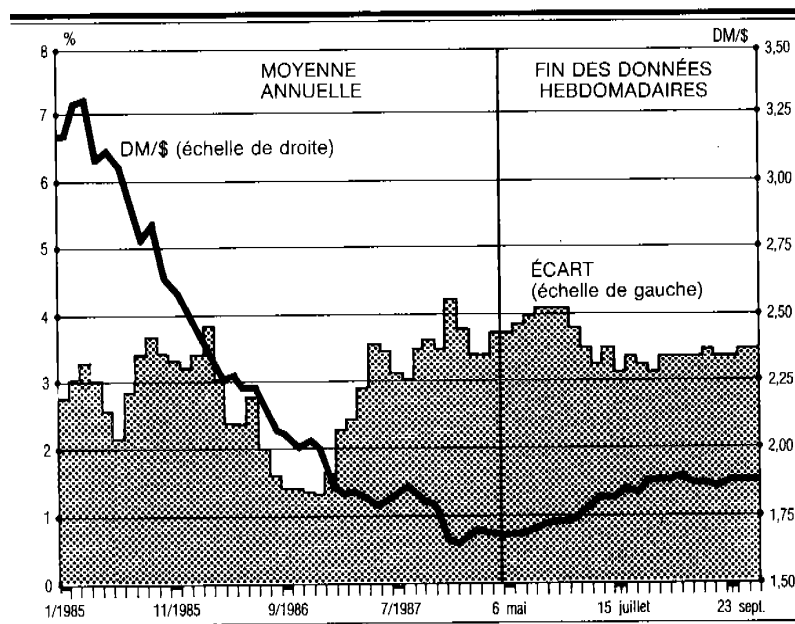
taire. Une augmentation des « impôts sur le péché », un droit sur la consommation de gaz naturel et une retenue à la source susciteront une baisse d'activité. La politique monétaire, dont les fondements seront examinés de façon plus serrée plus loin, est orientée dans le même sens. En outre, le consensus sur la perspective de 1989 suppose un relèvement simultané de la demande intérieure et globale. Aussi l'excédent extérieur ne devrait-il pas bouger. C'est là où commencent les doutes. En effet, cette esquisse implique un rééquilibrage durable des flux du commerce mondial et des déséquilibres toujours croissants dans les échanges de biens et services au sein du SME. Cette évolution est vouée à se répéter. Certes, des comptes en rouge dans les transactions internationales n'augurent pas de surtension des moyens. Dans la mesure où les produits du financement du déficit déplacent la contrainte de budget vers le haut après que le service de la dette ait été assuré, cette politique est avisée. Mais la dynamique américaine et, de plus en plus, les dettes accumu-

lées à l'intérieur du SME ne corroborent pas ce point. À nouveau, la manipulation de la demande globale en Allemagne pourrait devenir le centre des débats européens. Dans ces conditions, que cachent les cartes du Conseil de la Banque Centrale qui dirige la *Bundesbank* ?

UNE MONNAIE SAIN — ENCORE UNE FOIS!

Avec l'été, les intérêts se sont manifestés plus froidement. Confrontée à la toile de fond d'un DM moins ferme et à une tendance cyclique solide, la *Bundesbank* s'est sentie obligée de prendre de vitesse les courants qui menaçaient de s'amplifier sur le marché. En outre, un *Deutsche Mark* fortifié par un écart en baisse par rapport au dollar des États-Unis s'insère parfaitement bien dans les actions de rééquilibrage du G7. Les grenouilles nerveuses des marchés des devises étaient de nouveau sur le point d'annoncer des troubles. Aussi paraissait-il approprié de ternir la fatale attraction du dollar, pour reprendre une image de

Taux de change et écart entre taux d'intérêt*



* Écart entre les taux de l'eurodollar à trois mois et de l'eurodeutschmark à trois mois (1985-1988)

C O N J O N C T U R E

l'Economist (2 juillet 1988). Apparemment, Francfort tenait compte d'une vérité bien accueillie et éprouvée. Reste-t-il une place pour les hérétiques ?

Les milieux des changes sont à coup sûr le point de rencontre des agnostiques. Néanmoins, le recours à un écart entre taux d'intérêt comme moyen de guidage est hasardeux dans la navigation monétaire. Il n'y a pas de relation immédiate ou à sens unique évidente. Les taux de change évoluent sans conteste de façon plus ample que les conditions relatives sur les marchés monétaires. Ce point est confirmé par un simple regard sur le graphique joint. Alors que l'écart positif de taux d'intérêt en faveur du dollar s'est accentué en 1987, la valeur du billet vert exprimée en DM a fondu, certes, il faut

l'admettre, à un rythme décroissant. Quoi qu'il en soit, la relation avait le mauvais signe et ce, dans des proportions significatives.

Mais la position de la *Bundesbank* va plus loin : elle met en avant un deuxième lien. Selon ses dires, le relèvement du rendement des obligations et la hausse des cours du dollar appelaient une réévaluation de la politique monétaire. Le tableau ci-dessous est construit pour déceler les traces d'un mouvement conjoint dans le coût de l'argent à court terme. Alors que les niveaux des taux à court terme indiquent une harmonisation appréciable entre les États-Unis et l'Allemagne, le coefficient de corrélation relatif aux variations (0,06) révèle une forte marge de manœuvre : il n'est pas urgent de suivre.

TABLEAU 1

**CORRÉLATIONS ENTRE NIVEAUX
ET VARIATIONS DES TAUX À COURT TERME :**
1^{er} trimestre de 1979 — 3^e trimestre de 1988
(données trimestrielles)

| Pays | États-Unis | Allemagne | France | Grande-Bretagne |
|--|------------|-----------|--------|-----------------|
| <i>Taux à court terme</i> | | | | |
| États-Unis | 1,000 | | | |
| Allemagne | 0,8665 | 1,000 | | |
| France | 0,7537 | 0,7682 | 1,000 | |
| G.-B. | 0,6813 | 0,7289 | 0,3996 | 1,000 |
| <i>Variations des taux à court terme</i> | | | | |
| États-Unis | 1,000 | | | |
| Allemagne | 0,0607 | 1,000 | | |
| France | 0,2432 | 0,2367 | 1,000 | |
| G.-B. | 0,3039 | 0,2098 | 0,1036 | 1,000 |

Source des données originales : OCDE, Principaux indicateurs économiques.

153

Cela autorise une autre interprétation. L'arrière-plan économique, le sentiment qui prévaut sur le marché des changes, et une « fuite » de capitaux nettement supérieure à l'excédent dans le grand livre courant ont fourni à la *Bundesbank* des raisons bien admises d'adopter une attitude plus restrictive. L'action sur les taux d'intérêt paraissait de toute façon cohérente avec tous ces événements. À l'exception de l'inflation, rien ne rendait le resserrement urgent. Or, la hausse de l'indice des prix à la consommation l'an prochain sera essentiellement due à l'augmentation des impôts indirects, qui interviendra une fois pour toutes. Certes, c'est avec

l'unité de compte monétaire que le Conseil de la Banque Centrale révèle une aversion pour le risque dépourvue de toute ambiguïté. D'après les idées reçues, la lutte contre les pressions inflationnistes exige de brider les agrégats monétaires. Et le Conseil s'en tient à cette opinion, en fonction des évolutions du taux de change. Aussi les surveillants de la *Bundesbank* peuvent-ils résoudre leur problème grâce à un raisonnement récursif. Tant que le Conseil se sent à l'aise avec la situation qui prévaut sur le marché des changes, les taux à court terme seront maintenus. Leur niveau actuel suffit à porter M3, le nouvel objectif, à l'intérieur de la

CONJONCTURE

distance chuchotée pour la plage annoncée à l'avance. En outre, contrairement au passé récent marqué par des surs réactions, les fuites de capitaux hors des frontières dues aux agents non bancaires tempèrent le mouvement d'ensemble. Par ailleurs, à mesure que le temps passe, le dollar devrait retrouver un niveau correspondant aux données fondamentales de l'économie américaine. Ce sera à son tour une condition nécessaire pour un relâchement de la politique monétaire à Francfort. Et les difficultés se profilent à nouveau : « les rumeurs de réalignements monétaires reconnaissent » (*Le Monde*, 15 octobre 1988). Mais, pour l'instant, le Conseil paraît se satisfaire de la situation immédiate.

À BAS LA COOPÉRATION EUROPÉENNE ?

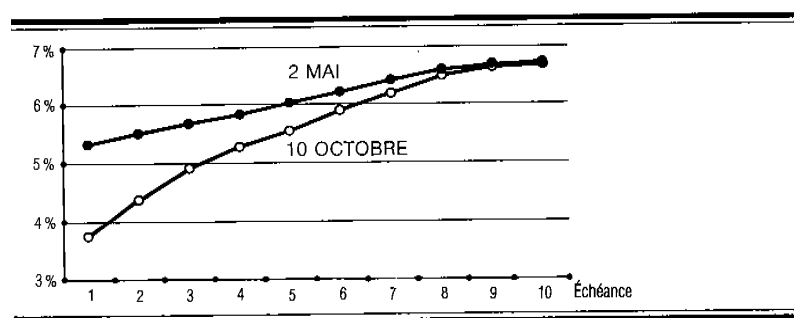
Répetons-le, il est difficile d'avalier sans coup férir l'opinion unanime concernant le moyen terme. Elle laisse augurer des déséquilibres sans précédent au sein du SME. Pour sortir de cette impasse, les remèdes semblent clairs. Le PNB de l'économie allemande devrait croître moitié plus vite que celui du reste du SME. Ou les prix à l'importation et à l'exportation de nos partenaires du SME devraient être réagencés de façon à rendre ces pays compétitifs. Par rapport au Franc français, il pourrait s'agir d'une réévaluation d'un ordre supérieur à 10 %. Une recette composite pourrait aussi faire l'affaire. C'est ce que nous disent les données

concernant les élasticités relatives des exportations et des importations et les taux de change. Malheureusement, cette arithmétique contrefactuelle paraît totalement hors de portée.

Qui plus est, elle ne va pas dans le sens de la perspective qui prévaut à Francfort. S'adaptant à cette idée, la *Bundesbank* s'est contentée de naviguer dans les remous des évolutions du marché. Au printemps, le marché fut inondé de bonnes paroles relatives aux bas taux d'intérêt du passé. Bien que la *Bundesbank* s'efforçât d'abaisser les taux d'intérêt, selon les rumeurs, le mouvement de retour vers le marché financier à long terme ne cessa pas. Bien au contraire, l'écart entre les hausses (des taux) selon les échéances augmenta : les bas niveaux, sans précédent, enregistrés pour les niveaux des rendements n'étaient certainement pas propices à la prise d'engagements à plus long terme. Et cet écart n'était pas décisif dans la mesure où les taux d'intérêt (orientés vers le futur) n'étaient pas considérés, à la lumière des circonstances, comme annonçant l'avenir, mais plutôt comme d'excellents *post dictors*. Toutefois, le fait que la *Bundesbank* ne paraisse pas à l'aise avec les taux à court terme eut certaines répercussions sur l'allure de la courbe des rendements. Après la consolidation des taux à court terme, qui furent interprétés par les acteurs s'intéressant à la courbe des rendements comme plus conformes aux préférences de la *Bundesbank*, l'écart entre taux longs et courts se réduisit nettement, comme le montre le graphique suivant.

154

Structure des rendements sur le marché financier allemand



CONJONCTURE

L'aplatissement de la structure des rendements selon l'échéance a confirmé une expérience souvent renouvelée. Des faits anecdotiques suggèrent que les acteurs s'accrochent à certains niveaux normaux. Pour conforter leur jugement, ils s'efforcent d'imaginer les sentiments de la *Bundesbank*. Le signal d'un manque d'aisance devant les taux d'intérêt réduit l'écart entre taux longs et courts. Aussi ne devrait-on pas être surpris par le fait qu'en moyenne, au cours des dix dernières années, une hausse de 100 points de base des taux à court terme ait « engendré » une baisse de 60 points de base dans les variations des taux de rendement⁴. Il faut bien en convenir, concentrer les attaques sur la *Bundesbank* a quelque chose d'injuste. Même sur le terrain macro-économique, il faut (au moins) être deux pour danser le tango. Et dans les circonstances actuelles, la *Bundesbank* ne manie pas l'instrument le plus efficace. La balle est dans le camp de la politique budgétaire, il entend en rester là. Dans cet environnement, on est tenté de souscrire à ce que Lester Thurow avait découvert : « le degré actuel d'intégration économique a dépassé (non seulement) la volonté politique collective du monde de le gérer » (*Economist*, 9 novembre 1985). Pour redresser cette fâcheuse

situation J.P. Fitoussi et Edmund Phelps (*Le Monde*, 11 octobre 1988) ont avancé l'ingénieuse idée d'un recyclage des excédents allemands à l'intérieur de l'Europe. Un responsable français, faisant allusion aux mêmes idées, a inventé la métaphore amusante des Allemands qui devraient fournir le charbon nécessaire à une locomotive hexagonale. Commettant un plagiat par anticipation, Michel Albert et Jean Boissonnat ont décrit de façon pittoresque la réaction Outre-Rhin à ces « rêveurs dirigistes (les Français) qui n'ont envie que de réaliser leurs beaux projets avec le bon argent allemand » (loc. cit., p. 98). Si une reformulation pouvait à coup sûr améliorer l'idée — il se produit incontestablement des sorties de capitaux hors de comptes allemands — le refus global est parlant au vu de 1992 ou même, pour être plus précis, de juillet 1990 (suppression des restrictions sur les mouvements monétaires à court terme). Pour citer Italo Calvino, face à l'image actuelle du SME (citation empruntée au *Monde*, 13 septembre 1988), « ... acquérir de l'expérience avait signifié devenir quelque peu pessimiste ». Les illusions d'autonomie sur une toile de fond d'interdépendance croissante appellent une communication plus intense et une formulation cohérente des priorités communes. Le combat contre l'inflation, certes important, ne peut, à lui seul, constituer le seul objectif d'une politique économique d'un pays. Il faudrait que les sceptiques incrédules puissent être chavirés par quelques soubassements institutionnels qui pourraient faire à nouveau l'affaire. □

155

4 — Pour une période antérieure (1960-1979), W. Gregory Mankiw a calculé un coefficient de $-0,76$ pour l'Allemagne ; voir son tableau 4 page 70 dans : « The Term Structure of Interest Rates Revisited », dans *Brookings Paper on Economic Activity*, 1 : 1986, p. 61.

À LONDRES : QUEL NUMÉRO GAGNANT, LE 10 OU LE 11 ?

par Christopher JOHNSON

Le 10 ou le 11 ? Pour les initiés, ces chiffres correspondent aux adresses respectives du Premier ministre, Mme Thatcher, et de son Chancelier de l'Échiquier, M. Nigel Lawson, à Downing Street. Comme chez tous les voisins de longue date, il existe des contentieux qui risquent tout à coup de mettre l'amitié en danger. À première vue, la question était de savoir jusqu'à quel point il fallait relever les taux d'intérêt pour

freiner la surabondance du crédit. Le Premier ministre, qui détient toujours le titre historique de *First Lord of the Treasury*, menace régulièrement son Chancelier d'interpréter son titre au pied de la lettre. Cette fois, l'habitant du 11 a bien risqué de perdre son bail car il a vraiment été question de sa démission, ou encore de lui donner son congé, comme ce fut le cas pour d'autres ministres, jugés par trop indépendants.