

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.

C O N J O N C T U R E

Taux d'intérêt contre taux de change

Le différend entre les voisins de Downing Street concerne la politique monétaire, et surtout l'arbitrage entre ses deux instruments, le taux d'intérêt et le taux de change. En 1987 et les deux premiers mois de 1988, le taux de change l'avait emporté ; la livre avait été maintenue dans la fourchette officielle de 2,90-3,00 DM, grâce à l'intervention massive de la Banque d'Angleterre, dont les réserves en devises étaient passées de 25 mds \$ à 48 mds. Les taux d'intérêt des grandes banques avaient été réduits par les autorités à 8,5 % à la fin de 1987 pour contrer les effets du krach boursier sur la confiance économique. En février, une hausse de 0,5 % était intervenue pour freiner l'expansion, jugée trop rapide, du crédit. Mais ce taux de 9 % représentait un compromis instable : trop élevé pour contenir la livre en dessous de 3 DM, pas assez pour contrôler le crédit et l'inflation.

C'est en mars que Mme Thatcher insista, sous l'influence de son gourou, le professeur Walters, pour changer de cap. Elle mit en valeur, à tort, les inconvénients monétaires de l'intervention, malgré sa « stérilisation » quasi-totale, du fait de l'émission d'obligations d'État (*gilt-edged*). M. Lawson se trouva d'autant plus dérouter que ses espoirs de budget, une semaine plus tard, furent réduits. La livre fut libérée et c'est le taux de change plus élevé qui fut retenu comme instrument de la politique monétaire plutôt que le taux d'intérêt, qui devait néanmoins être maintenu au même niveau.

Montée de la livre et déficit extérieur

Mme Thatcher avait démontré son astuce politique : la montée de la livre fait pression sur les marges des exportateurs mais réduit les prix à l'importation et augmente ainsi le pouvoir d'achat des consommateurs. Le patronat, qui recherche depuis longtemps la stabilité du SME, se sentait visé par cette nouvelle politique, comme pendant la récession de 1980-1981. Alors M. Lawson emporta le round suivant : pour freiner la hausse trop brutale de la livre, on lui permit de baisser les taux d'intérêt jusqu'à 7,5 % au mois de mai. Si cette baisse était intervenue deux mois plus tôt, la stabilité de la livre contre le deutsche mark aurait peut-être été assurée. Mais déjà en juin l'expansion du crédit préoccupait tout autant la Banque d'Angleterre que Mme Thatcher. Doucement, pour ne pas faire déborder la demande sur le marché des devises,

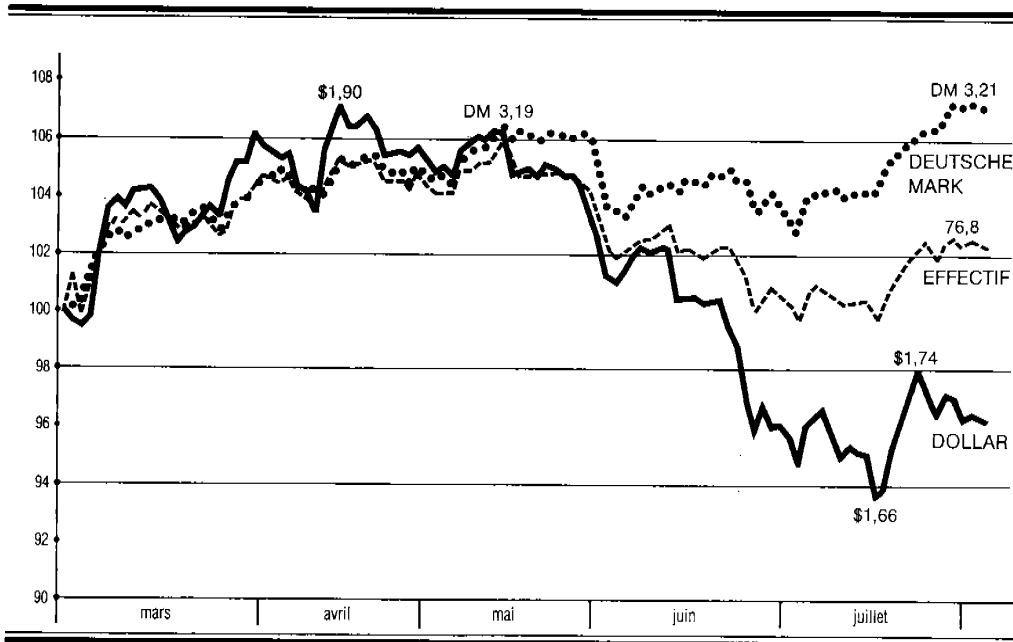
les taux d'intérêt furent augmentés à coup de 0,5 %, pour atteindre 12 % en août — on chuchote même qu'ils pourraient toucher la limite de 14 %. Quoi qu'il en soit, l'état de surchauffe de l'économie, plus encore que l'expansion du crédit, aurait exigé de toutes façons un resserrement de la politique monétaire. La croissance de la demande intérieure avait même dépassé le taux de pointe de 4,5 % du PNB car les importations montaient beaucoup plus rapidement que les exportations. Le déficit du compte courant de la balance des paiements devrait être de l'ordre de 13 mds £ en 1988, soit trois fois supérieur aux prévisions officielles faites en mars. Malheureusement, le niveau élevé de la livre (*voir graphique*) endommage la compétitivité de l'industrie britannique et risque d'aggraver le déficit extérieur au lieu de le réduire. M. Lawson, pour sa part, fait peu de cas du déficit extérieur, qu'il explique comme une conséquence inévitable du succès du Royaume-Uni, comparé aux autres pays à la recherche de la croissance économique. Celui-ci est d'ailleurs uniquement encouru par le secteur privé, capable de fournir ses propres moyens de financement, c'est-à-dire l'investissement des capitaux étrangers dans des entreprises britanniques rentables. Le secteur public — devenu excédentaire en 1987 grâce à une politique de prudence fiscale — n'est pas en cause. Mais le secteur privé augmente son endettement plus rapidement encore que le secteur public ne rachète le sien. Pour bien tenir l'équilibre, M. Lawson, qui se vantait de la réduction des impôts sur le revenu dans son budget de mars, se verrait plutôt contraint de les augmenter. Aussi bien un tel revirement dans sa politique fiscale équivaldrait à son propre suicide politique, sinon à celui du gouvernement. Le Chancelier est donc obligé de s'appuyer sur l'aide aléatoire de la politique monétaire.

Adhérer ou non au SME

Le contentieux des voisins sur le SME est de plus longue haleine que celui sur la livre, bien que les deux soient liés. Ni le Premier ministre ni son ministre du commerce et de l'industrie, Lord Young, ne voient d'incohérence entre leur appel aux entreprises britanniques à se lancer dans l'aventure du Marché intérieur européen de 1993 et leur refus d'entrer dans le SME. Les milieux d'affaire, au contraire, comprennent l'utilité d'une union monétaire pour faciliter les échanges mais

CONJONCTURE

Taux de change de la Livre



1^{er} mars 1988 = 100 = DM 2,99 = effectif 74,8 = \$1,78

157

craignent — si nous persistons à bouder le SME — de voir s'effondrer la primauté de la City par rapport aux autres places européennes. Mme Thatcher reproche toujours à la France et à l'Italie leur contrôle des changes, comme alibi à son absence du SME, prétexte qu'elle n'aura plus après 1990 en raison des accords signés au sommet de Hanovre en juin dernier.

Mme Thatcher avait profité de ce sommet, comme dans son discours de Bruges, pour rappeler son « pragmatisme » à l'égard de l'Europe. Repoussant l'idée même d'une banque centrale européenne, elle consentait aux travaux de groupes d'experts sur la coopération monétaire. Moins enthousiaste que jamais pour l'adhésion au SME, elle se montrait favorable à l'utilisation de l'écu, même pour les bons du Trésor du Gouvernement de Sa Majesté. Dans les deux cas elle se trouvait en complète opposition avec les Allemands qui étaient prêts pour leur part à discuter l'idée d'une banque centrale à une échéance éloignée mais bouclaient l'écu en tant que monnaie parallèle qui ne joue aucun rôle dans la convergence des monnaies

nationales existantes. D'ores et déjà il semble certain que la Banque d'Angleterre sera chargée d'écartier toute pensée idéaliste en vue de la création d'une banque centrale lors des discussions du groupe d'experts — et cela malgré le soutien des Français.

Un point d'accord : priorité à la croissance économique

Mme Thatcher, comme naguère le général de Gaulle, semble de plus en plus attachée à l'indépendance de « sa » politique économique au fur et à mesure que l'économie anglaise dépasse celle de ses concurrents. À l'instar des Français, elle critique les Allemands qui ont imposé un taux de croissance insuffisant aux partenaires du SME. Un jour peut-être verra-t-elle l'utilité de s'en tenir au taux d'inflation allemand ? Pour l'instant Mme Thatcher et M. Lawson sont d'accord pour donner la priorité à la croissance économique ; quant à l'inflation, il s'agit — plus que de la faire disparaître — de l'empêcher de monter au-delà de 7 %.

Si le Royaume-Uni était dans le SME, il serait plus

CONJONCTURE

difficile de varier les taux d'intérêt à court terme, seul instrument pour le contrôle à la fois du crédit, de la croissance et de l'inflation. Certains experts, désespérés, osent même proposer un retour au contrôle direct du crédit dans le style « ancien régime ». De telles mesures, dans un contexte général de libéralisation financière, seraient non seulement périmées, mais inefficaces. Quant au resserrement fiscal, il est exclu à la fois par la campagne contre l'impôt et par l'impossibilité de comprimer plus encore les dépenses publiques. Le gouvernement repousse aussi l'harmonisation des taux de la TVA demandée par la commission de la CEE, ayant mis fin à la brillante carrière de Lord Cockfield à Bruxelles, pour faire le point.

L'harmonisation fiscale n'est peut-être pas une condition nécessaire du marché intérieur. Mais l'obstination de Londres à garder son indépendance en matière de politique économique est inquiétante. Si l'économie tourne mal fin 1988, on redécouvrira peut-être les mérites de la coopération. Mais ce sera l'avenir politique de M. Lawson et non pas celui de Mme Thatcher qui sera gâché par l'échec du boom économique.

En fin de compte, c'est le 10 qui gagne... □

Achévé de rédiger le 3 octobre 1988

