

Conjoncture économique, inflation et taux d'intérêt : rétrospective et perspectives

André Sirard

Volume 57, Number 1, 1989

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1104689ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1104689ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0004-6027 (print)

2817-3465 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this document

Sirard, A. (1989). Conjoncture économique, inflation et taux d'intérêt :
rétrospective et perspectives. *Assurances*, 57(1), 114–120.

<https://doi.org/10.7202/1104689ar>

Chronique économique

par

André Sirard⁽¹⁾

Conjoncture économique, inflation et taux d'intérêt : rétrospective et perspective;

114

Vers la fin de 1986, l'inflation mondiale paraissait un mal économique en voie d'extinction. Cependant, les événements survenus au cours des deux dernières années, notamment la vigueur persistante de l'économie en Amérique du Nord, en Europe et au Japon, ont modéré ces espoirs. En effet, des signes avant-coureurs d'un nouveau dérapage au chapitre de l'inflation sont apparus. Le resserrement monétaire orchestré par les banques centrales, lequel a donné lieu à une remontée notable des taux d'intérêt à court terme, fait état du degré d'appréhension des autorités monétaires.

Est-ce l'amorce d'une nouvelle flambée inflationniste ? Pour l'instant, une réponse franchement affirmative serait plutôt aventureuse : tous les pays ne sont pas touchés avec la même intensité et les ingrédients de la majoration des prix diffèrent d'un pays à l'autre. Toutefois, compte tenu du ralentissement de la croissance économique prévu en 1989 et 1990, il est peu probable d'assister à une intensification démesurée des pressions inflationnistes. Aux États-Unis et au Canada, l'inflation ne devrait guère dépasser durablement la barre des 5% au cours des deux prochaines années. Dans un tel environnement, les marchés financiers pourraient évoluer favorablement.

Environnement économique international

Depuis le krach boursier d'octobre 1987, la nature des risques pesant sur les économies des principaux pays industrialisés s'est nettement transformée : le danger réside moins dans l'éventualité d'une récession que dans la possibilité d'une accélération de l'inflation décollant de la vigueur de l'économie des pays industriels. Stimulée

⁽¹⁾ M. André Sirard est à l'emploi de la firme Sodarcam inc., à titre de vice-président adjoint, placements.

par une demande intérieure accrue, en particulier du côté des dépenses d'investissement des entreprises – achats de machinerie et équipement et construction de nouvelles installations, la croissance économique s'est montrée étonnamment forte en 1988, ce qui donna lieu à une légère accélération de l'inflation et à une hausse substantielle des taux d'intérêt à court terme.

Les douze pays de la Communauté Économique Européenne ont connu une croissance moyenne d'environ 3,5% en 1988 et un taux d'inflation moyen avoisinant les 3%. La hausse des dépenses en immobilisations des entreprises y est impressionnante, en partie en prévision du projet d'unification de l'Europe de l'Ouest au début de la prochaine décennie. D'ici la fin de 1992, un marché européen unique de biens et services devrait en effet fonctionner. Ce marché européen de 320 millions de personnes sera en mesure de faire une concurrence directe plus intense que jamais aux marchés des États-Unis et du Japon. Plusieurs entreprises américaines et japonaises se préparent à cette intégration économique en y allant de dépenses en capital sur le continent européen.

115

Au Royaume-Uni, la croissance économique s'est élevée aux alentours de 4% en 1988, alors que les prix ont augmenté de 6% et les salaires de près de 10%, ce qui poussa la Banque d'Angleterre à resserrer considérablement sa gestion monétaire, permettant de la sorte une hausse de 500 points de base des taux d'intérêt à court terme. En Allemagne de l'Ouest, la croissance économique a largement excédé les attentes et le surplus commercial a atteint des niveaux records. Sur le front des prix et des salaires, la situation est moins tendue : le gouvernement a tenté de limiter les effets d'entraînement de la relance mondiale. Les derniers accords salariaux qui ont été conclus font néanmoins paraître une croissance de l'ordre de 2%, en légère accélération. Mais cette progression pourrait encore être aisément compensée par des gains de productivité. En France, le dynamisme économique s'est avéré surprenant grâce à une poussée des dépenses d'investissement des entreprises. Le taux d'inflation est relativement bas et les pressions salariales demeurent discrètes, surtout dans le secteur privé, ce qui n'est guère étonnant compte tenu de l'importance du taux de chômage.

Fait intéressant à noter, le Royaume-Uni dispose maintenant d'un surplus budgétaire enviable. Cela permettait d'ailleurs à la Ban-

que d'Angleterre, au début de 1989, de racheter des obligations sur le marché, au lieu d'en émettre, pratique financière que la banque centrale mettait en application pour la première fois depuis sa création, soit en 1694. Les gouvernements américain et canadien sont évidemment loin d'opérer de la sorte, compte tenu de la situation plutôt inquiétante des finances publiques, même après six années d'expansion économique. Des déficits budgétaires importants sont aussi observés dans certains pays européens.

116 Au Japon, la progression du PNB réel s'est approchée de la barre des 6% en 1988. Cette bonne tenue de l'économie japonaise la classait au premier plan, parmi les principaux pays industrialisés, au chapitre de la croissance économique. L'énorme excédent commercial du Japon diminue peu à peu, mais la guerre commerciale se poursuit face aux États-Unis et à l'Europe, lesquels cherchent à protéger leur marché. L'inflation japonaise avoisinait 1% l'année dernière. Toutefois, la hausse du yen – qui diminue le coût des produits importés – ne compensera bientôt plus les facteurs inflationnistes (poussée de la masse monétaire, dérive salariale de 4,5% par an, hausse vertigineuse du prix des terrains).

Situation économique nord-américaine

Aux États-Unis, la croissance économique s'est chiffrée à 3,9% en 1988, comparativement à 3,4% en 1987 et 2,5% en 1986. La dépréciation du dollar américain aidant, les États-Unis ont réalisé des progrès sensibles sur le plan de la réduction de leur déficit commercial, en particulier grâce à une expansion rapide de leurs exportations. La demande intérieure, pour sa part, a continué de s'accroître. La progression rapide de l'emploi aura permis à la consommation de poursuivre sur sa lancée. Le taux de chômage global est tombé à moins de 5,5%, phénomène inobservé depuis 1974, et les niveaux actuels de production ont absorbé la marge de capacité inutilisée dans un certain nombre de secteurs. Conséquemment, les pressions inflationnistes ont tendance à s'intensifier. En 1988, l'inflation était de 4%, comparativement à 3,7% en 1987 et 1,9% en 1986. Face à la concurrence étrangère et à la déréglementation, les entreprises sont cependant moins portées à élever leurs prix. Par ailleurs, le dérapage des salaires est encore peu évident. D'abord parce que les syndicats n'ont plus leur puissance d'antan. Ensuite parce qu'un nombre crois-

sant de salariés sont employés – souvent de manière précaire – dans les services, moins rémunérateurs que les secteurs industriels.

Au Canada, la progression du PIB réel a quelque peu excédé le niveau des 4% en 1988. À la faveur des niveaux élevés d'activité et des besoins de modernisation des installations de production, les entreprises canadiennes ont entrepris un vigoureux programme d'investissement en 1988. La vigueur de la demande s'est reflétée dans la hausse relativement rapide de différentes mesures du crédit et de la masse monétaire. Le niveau élevé de la demande au Canada est allé de pair avec un accroissement, bien que modéré, des pressions à la hausse sur les coûts et les prix intérieurs, notamment dans le sud de l'Ontario. En 1988, l'inflation a été de 4,1%, comparativement à 4,4% en 1987 ; la tendance récente montre toutefois une accélération modérée. Après s'être maintenu aux alentours de 4% pendant un certain temps, l'indice des prix à la consommation, abstraction faite de l'alimentation et de l'énergie, a augmenté dernièrement à un rythme s'approchant de la barre des 5%, et ce, en dépit de l'influence modératrice exercée par l'appréciation du dollar canadien. Par ailleurs, les salaires négociés dans les conventions collectives du secteur privé ont eu tendance à s'accroître légèrement au cours des derniers trimestres.

117

Politique monétaire et marchés financiers

L'aplatissement graduel de la courbe des rendements à l'échéance dans les principaux pays industrialisés, et même l'inversion au Canada et au Royaume-Uni, témoigne du resserrement monétaire exercé par les banques centrales pour ralentir la croissance économique et amoindrir les craintes d'une recrudescence de l'inflation. Tant aux États-Unis qu'au Canada, le rendement des bons du Trésor à trois mois s'est accru d'environ 250 points de base en 1988, alors que le taux des obligations fédérales à long terme n'a pratiquement pas varié. La détermination des autorités monétaires à contenir l'inflation semble sécuriser les intervenants sur le marché obligataire, lesquels sont très sensibles aux anticipations inflationnistes. Du côté du marché des actions, la hausse des indices est généralisée à toutes les principales places boursières du monde. À Tokyo, l'indice se situe à un niveau record. À New York et à Toronto, la majoration des cours boursiers a été notable en 1988 et au début de 1989. Les OPA, LBO et LMBO expliquent en partie cette activité boursière accrue en

Amérique du Nord. La moins grande disponibilité de titres boursiers aux États-Unis, laquelle résulte de rachats d'actions par les entreprises pour un montant dépassant les 100 milliards \$ É.-U. en 1988, contribue au support du marché.

118

L'évolution du dollar américain face aux principales devises européennes et au yen s'avère plus que jamais une variable-clé dans la prise de décision des investisseurs sur les marchés obligataire et boursier. Ces derniers mois, les interventions des banques centrales sur le marché des changes ont été plus nombreuses. Ces interventions visent à maintenir le dollar américain dans des zones de fluctuation prédéterminées face aux principales devises européennes et au yen. Le principe de la concertation internationale apparaît maintenant largement approuvé ; désormais, tant les gouvernements et les banques centrales des pays industriels que les organismes internationaux, tels l'O.C.D.E. et le F.M.I., le saluent. Cette nouvelle approche tranche évidemment avec celle qui marqua les années 1979-1985.

Certains prévisionnistes prétendent que cette concertation demeure fragile et que le dollar américain pourrait de nouveau chuter d'une façon brutale en l'absence d'un rééquilibrage rapide des comptes extérieurs et d'une réduction importante du déficit budgétaire aux États-Unis. Une telle perspective paraît toutefois peu probable puisque les États-Unis auraient alors à encourir certains contre-coups, dont le principal serait une augmentation substantielle des taux d'intérêt. Pour plusieurs raisons, les autorités américaines redoutent les conséquences d'une telle évolution des taux d'intérêt : alourdissement considérable de la charge d'intérêt sur la dette publique fédérale ; hausse du déficit budgétaire ; accroissement de la dette extérieure nette ; hausse de la charge d'intérêt des entreprises et ménages américains, déjà lourdement endettés ; détérioration de la situation financière des pays endettés, tels le Brésil, l'Argentine et le Mexique ; défaillance précipitée d'organismes financiers en sursis (caisses d'épargne et banques agricoles) ; vulnérabilité accrue des indices boursiers. Une dépréciation majeure du dollar serait donc très coûteuse pour les autorités américaines.

Les partenaires commerciaux des États-Unis restent naturellement attachés à protéger leurs exportateurs d'une brusque dépréciation du dollar américain. Par contre, ils savent bien que si les comp-

tes extérieurs des États-Unis demeurent lourdement déficitaires, des pressions à la baisse du dollar pourraient se manifester sur les marchés. Dans ce cas, les États-Unis chercheraient probablement à négocier avec leurs partenaires une dépréciation modeste de la devise américaine à travers une redéfinition des zones de fluctuation concertées. L'instabilité des taux d'intérêt serait alors moins grande que si une dépréciation brutale et unilatérale du dollar se produisait. Si les gouvernements conviennent de retenir des zones de fluctuation pas trop éloignées de ce qui semble réaliste au marché, compte tenu des politiques économiques en vigueur, les banques centrales unies pourront les faire respecter. Pour rassurer les marchés financiers et faciliter la tâche des autorités monétaires, il est toutefois urgent que le gouvernement américain et le Congrès s'entendent sur un plan crédible de réduction majeure du déficit budgétaire au début de la prochaine décennie.

119

Perspectives économiques et financières

En réaction au resserrement graduel de la politique monétaire opéré par les banques centrales au Japon, en Europe et en Amérique du Nord, lequel s'est traduit par une hausse notable des taux d'intérêt à court terme, la croissance économique mondiale va probablement décélérer en 1989 et 1990, ce qui amoindrit considérablement le risque d'une accélération de l'inflation. En Amérique du Nord, la croissance économique pourrait se situer entre 2 et 2,5% en 1989 et autour de 2% en 1990. La demande intérieure, notamment la consommation de biens durables, les dépenses d'investissement des entreprises et les dépenses publiques, progresseront plus lentement. Aux États-Unis, le déficit commercial continuera de diminuer, bien que modérément. Les niveaux actuels des taux d'intérêt ne sont vraisemblablement pas suffisants pour plonger l'économie nord-américaine dans une récession prochaine.

L'inquiétude étant grande au sujet du rythme soutenu de la croissance économique et de son impact potentiel sur les prix et les salaires, les banques centrales maintiendront probablement une gestion monétaire modérément restrictive au cours des prochains mois. Tant que les économies américaine et canadienne ne montreront pas de signes évidents de ralentissement économique, ce qui amoindrirait les craintes inflationnistes, la politique monétaire ne sera pas relâchée. Plus tard en 1989 et en 1990, la Réserve fédérale et la Banque

120 du Canada permettront une baisse des taux d'intérêt à court terme. Le recul des taux à long terme pourrait s'amorcer plus tôt, les investisseurs en obligations réagissant favorablement aux signes de décélération de la croissance économique et aux efforts de réduction du déficit budgétaire américain. Dans un tel contexte, le marché boursier pourrait continuer de s'améliorer. En ce qui concerne le marché des changes, le dollar canadien évoluera probablement entre 81 et 85 cents É.-U. au cours des deux prochaines années. Le potentiel d'appréciation se montre limité pour plusieurs raisons, dont la réduction possible des écarts de taux d'intérêt à court terme entre le Canada et les États-Unis ainsi que des déficits persistants sur le plan budgétaire et sur le plan du compte courant.

Le scénario économique et financier qui précède – ralentissement de la croissance économique, pressions inflationnistes modérées et comportement favorable des marchés financiers – comporte évidemment un certain degré d'incertitude. Comme toute prévision conjoncturelle, ce scénario de référence repose sur un ensemble d'hypothèses concernant, entre autres, l'orientation des politiques monétaire et budgétaire, le comportement du marché des changes et l'évolution du prix des produits de base, dont le pétrole. Les risques associés au scénario de référence décrit précédemment sont donc considérables.

Un scénario de rechange plausible pour les prochains trimestres est celui d'une croissance économique plus forte qu'anticipé en Amérique du Nord, laquelle serait accompagnée d'une activation de la spirale prix-salaires et d'une remontée substantielle des taux d'intérêt. Le resserrement important de la politique monétaire risquerait toutefois de plonger ultérieurement l'économie nord-américaine en récession, ce qui ouvrirait la voie à une diminution prononcée des taux d'intérêt. Le profil des taux courts et longs serait plus heurté, en amplitude et en rapidité, que celui attendu dans le scénario de référence. Dans cet environnement, la performance du marché boursier serait médiocre.

Le 14 février 1989