

Le fantôme de la stagflation

par Jean-Jacques Rosa

La croissance de l'économie mondiale, toujours soutenue, entre néanmoins dans une phase de ralentissement. Aux Etats-Unis le rythme de 5 % qui prévaudra probablement en 2000 risque de tomber aux environs de 3% l'an prochain. Le retournement pronostiqué depuis plusieurs années semble cette fois se profiler sérieusement à l'horizon. La consommation n'est plus aussi dynamique, tandis que l'inflation et les coûts augmentent, notamment le coût du crédit sous l'influence des relèvements des taux d'intervention du Système fédéral de réserve alors que l'utilisation des capacités de production atteint des sommets et que le chômage a encore baissé, tombant à un minimum historique.

En France et en Europe les conjoncturistes révisent leurs prévisions 2001 à la baisse tandis que le rythme de l'inflation continue d'augmenter légèrement, la hausse du pétrole accentuant encore la tendance. Jusqu'à présent aucune de ces évolutions n'est très marquée mais tous les indicateurs vont dans le même sens : beaucoup d'entreprises révisent également à la baisse leurs projections de profits tandis que les places boursières ont, dans leur ensemble, fluctué autour d'un niveau moyen stagnant tout au long de l'année qui s'achève.

Comme dans le même temps le prix du pétrole a fait les bonds que l'on sait, le "light crude" passant à New York de 26 dollars en janvier à 36 dollars ce mois-ci, les interrogations ne manquent pas : sommes-nous à la veille d'un retour de la stagflation des années 70 ?

Plusieurs indices militent en faveur d'une telle interprétation: la hausse de l'inflation, aux Etats-Unis depuis quelques années et en Europe depuis le début de 1999, la tendance déflationniste qui dominait en 1997-1998 ayant été stoppée à la fin de l'année 98 sans doute par la vigoureuse relance monétaire induite par la forte et rapide dépréciation de l'euro. Egalement le fait que l'expansion américaine ne peut se poursuivre indéfiniment et devra céder la place, tôt ou tard, à un ralentissement qui devient de plus en plus probable à mesure que le temps passe. Elle peut être précipitée par une correction boursière de grande ampleur, que les analystes continuent à juger inévitable, compte tenu des multiples actuels qu'atteignent les cours relativement aux bénéfiques comme le montre le graphique joint.

Ecarté depuis 1998, ce risque redevient d'actualité en raison de la forte chute des valeurs technologiques du Nasdaq et de la baisse récente des indices d'ensemble incluant les valeurs de l'ancienne économie. La même évolution affecte les autres grandes places dans le monde, menaçant de contracter les patrimoines ce qui ne manquerait pas d'entraîner une réduction de la consommation globale. Sur cette toile de fond la hausse des coûts de production, le relèvement des taux d'intérêt d'intervention des banques centrales américaine et, avec quelques réticences, européenne, accompagné maintenant de la flambée du pétrole, peut suffire à faire basculer une expansion en bout de course vers la récession, tandis que l'inflation poursuivrait quelques temps sur sa lancée.

La configuration d'une récession accompagnée d'inflation apparaît ainsi vraisemblable, et très semblable aux conjonctures des années 70, lors de la stagflation qui ne découlait que très partiellement des "chocs pétroliers". Mais les évolutions sont beaucoup plus modérées aujourd'hui: au lieu d'atteindre les deux chiffres, l'inflation n'a dépassé que très récemment un modeste 2 % en Europe, pour pousser une pointe à 2.8% en septembre, et la "core inflation" reste dans la zone des 3 ou 4 % aux Etats-Unis, alors même que les capacités de production sont utilisées à plein. Dans le même temps la croissance attendue, même révisée à la baisse, devrait

être soutenue des deux cotés de l'Atlantique au lieu qu'il y eut en 1974 et en 1979 des baisses absolues du Pib, c'est-à-dire des taux de croissance négatifs dans certains pays.

D'autre part le prix du pétrole n'a ni quadruplé comme en 1973 ni décuplé comme en 1979. Et en ce début du nouveau siècle la part du pétrole dans le Pib des pays développés est sensiblement moins importante qu'elle n'était il y a trente ans. Elle est passée en dessous de celle des technologies de l'information (ce que montre le graphique 2 concernant les Etats-Unis) qui jouent au contraire dans le sens d'une réduction des coûts de production, d'accroissement de la productivité, et donc de stimulation de la croissance de l'ensemble des économies.

Enfin, si les politiques monétaires deviennent plus restrictives, c'est avec une très grande prudence aux Etats-Unis où les taux d'intérêt de la Réserve fédérale n'augmentant guère plus que l'inflation, ce qui se justifie dans la mesure où cette dernière reste très modérée. En Europe, grâce à M. Duisenberg si injustement décrié, la politique monétaire est devenue résolument expansionniste avec la dépréciation d'un quart ou plus de la valeur de l'Euro en un peu moins de deux ans tandis que les taux de refinancement n'augmentent que de façon homéopathique. Le "choc pétrolier" de plus faible ampleur, l'inflation incomparablement plus faible, les politiques monétaires moins restrictives ou expansionnistes, font que les circonstances actuelles ne ressemblent pas à celles de la stagflation des années 70. De fait, il semble que pour la France le seul choc pétrolier ne justifie qu'une réduction d'un ou deux dixièmes de points de la croissance pour l'an prochain.

Que peut-il se passer dans ces conditions ? Le ralentissement de la croissance américaine, qui reste à confirmer, se produira néanmoins un jour ou l'autre. Et la correction boursière devra se poursuivre bien au delà de la baisse récente. Les deux phénomènes intervenant simultanément réduiraient sensiblement la demande globale mondiale, ce qui pourrait alors freiner sérieusement la croissance européenne qui reste fragile dans la mesure où la politique monétaire fortement expansionniste des deux dernières années n'arrive pas à pousser le rythme d'expansion à plus de 3%, montrant que le dynamisme sous-jacent reste faible, tandis que l'économie japonaise devrait rester relativement atone à horizon prévisible.

Ainsi, ce n'est pas tant le prix du pétrole qui fait problème. Comme en 1973 les producteurs ne font probablement que saisir l'opportunité d'un accroissement de la demande internationale, fruit d'une croissance mondiale soutenue et d'une création monétaire globalement abondante, pour relever leurs tarifs en rattrapant l'inflation passée et prévue. Le vrai risque vient plutôt d'un freinage monétaire strict répondant à une accélération de l'inflation et qui amplifierait une correction boursière qui reste nécessaire. C'est la conjonction de la dégradation des perspectives de profit des entreprises en fin de phase d'expansion et de la déflation boursière qui devra corriger les paris pris sur les gains futurs - particulièrement aléatoires - des entreprises de la nouvelle économie, comme le montre Richard Zisswiller dans l'article joint, qui peut entraîner une récession un peu marquée d'abord aux Etats-Unis, puis, par contraction de la demande internationale, en Europe. Mais les conditions exceptionnellement favorables découlant de la mise en œuvre de la révolution de l'information demeurent. Comme dans les autres périodes d'expansion longue de type "schumpétérien" de l'histoire économique, la récession américaine, et peut-être européenne, devrait être, le moment venu et sans rapport avec le prix du pétrole, plus brève et moins sévère qu'à l'ordinaire.

JJR

www.jjrosa.com

Le Figaro, vendredi 20 octobre 2000