

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE

« IS RUNNING OUT OF SLACK »

SCOTT E. PARDEE *

La Réserve fédérale aura pour grand défi en 1995 de ralentir suffisamment l'économie afin de permettre un atterrissage en douceur (c'est-à-dire, une période de croissance lente sans récession) plutôt qu'un atterrissage brutal (une sévère récession). L'économie américaine est désormais dans la quatrième année d'une phase de croissance du cycle d'affaires. Le PNB a augmenté de quelque 3% en 1993 et de près de 4% en 1994.

A l'aube de la nouvelle année, l'économie dispose d'une puissante force de pression. Les dépenses de consommation sont particulièrement fortes, pour le logement, les voitures et à présent pour la gamme entière des marchandises générales. Les dépenses d'investissement sont également importantes, ce qui attestent de la décision pour de nombreuses sociétés de revaloriser leur technologie et d'étendre leur capacité. Le Mid-West, le coeur industriel du pays, est sur le point d'exploser ; tandis que la Californie du Sud et la Nouvelle-Angleterre, les régions les plus sérieusement frappées par la récente récession, enregistrent une nette reprise. Le Président Clinton a promis que l'économie américaine créerait 8 millions de nouveaux emplois pendant son mandat 1993-96 ; 5 millions ont déjà vu le jour.

D'après les indicateurs historiques, le rythme de croissance actuel est trop rapide. Aux Etats-Unis, la plupart des économistes croient qu'une croissance durable de long terme avec une faible inflation n'est possible que si l'expansion de la croissance du PNB est maintenue à 2,5-3% par an. Si la croissance est plus rapide, l'économie se trouve confrontée à des goulots d'étranglement dans la production, tandis que les sociétés approchent de la pleine utilisation des équipements, et que des pénuries de main d'oeuvre se développent peu à peu, particulièrement pour les travailleurs qualifiés. A la fin de l'année 1994, l'indice d'utilisation de la

277

* *Président Yamatchi International (America), Inc.*

capacité industrielle était déjà à 84,6%, très proche du niveau des 85% longtemps considéré par les économistes comme un seuil critique pour une augmentation des coûts de production. Le taux de chômage était de 5,6%, un chiffre qui se situe à l'extrémité inférieure de la gamme du NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) que les économistes évaluent entre 5,5% et 6,5%. S'ils discutent la précision de ces mesures, ces derniers reconnaissent cependant généralement que si l'économie continue de croître rapidement, l'inflation s'accélélera.

Jusqu'à présent, cela n'a pas été le cas. En 1994, les prix à la consommation ont augmenté de 3%, soit pratiquement au même rythme que 1992 et 1993. Les taux salariaux et les coûts de la main-d'oeuvre n'ont en général pas progressé plus vite que les années précédentes. Il y a plusieurs raisons à cela, mais fondamentalement les Américains continuent de chercher des réponses aux nombreuses incertitudes de leur vie des années 1990 : la concurrence accrue pour les emplois dans un âge de haute technologie, la restructuration de l'industrie poussant de nombreuses sociétés à licencier du personnel, et la persistance d'impôts élevés bien que la guerre froide soit terminée. Par conséquent, les consommateurs achètent, tout en faisant attention aux augmentations des prix des produits.

278

Les entrepreneurs se livrent concurrence en réduisant les coûts. Les forces globales de la concurrence constituent également un facteur important. Les sociétés nationales ne peuvent pas augmenter les prix de crainte de perdre leurs marchés au profit de leurs rivaux étrangers. Les syndicats américains ne peuvent pas faire pression pour obtenir des hausses salariales de peur que les sociétés ne ferment des usines aux Etats-Unis et produisent à l'étranger, en utilisant une main-d'oeuvre meilleur marché.

Les importations américaines ont déjà progressé, conduisant à un creusement du déficit commercial américain. Dans la mesure où les autres économies industrielle, en Europe occidentale et au Japon, sortent à présent de la récession, les exportations américaines commencent aussi à croître, ce qui est bon signe. Pourtant, comme l'économie américaine atteint son niveau d'utilisation optimal, la production pour les exportations sera aussi soumise à des restrictions de capacité, et des pressions inflationnistes se développeront dans les secteurs de l'économie qui ne sont pas confrontés à la concurrence internationale.

Au cours des dernières années, la Réserve fédérale a progressivement resserré la politique monétaire, au moyen de hausses successives des taux d'intérêt à court terme. A la fin de l'année 1994, la Fed a porté à 5% le taux des rentes sur l'Etat, laissant un taux d'intérêt réel de 2,5% au-dessus de l'inflation. Le resserrement de la Fed a poussé les investisseurs à reconstruire leurs disponibilités, en partie aux dépens des marchés des actions et des obligations. Le marché boursier est resté généralement élastique,

reposant sur de solides gains pour de nombreuses sociétés, mais les prix des titres étaient bien au-dessous de leurs pics. Aussi, les bons du Trésor à 30 ans se négociaient à près de 8%, pour un taux d'intérêt réel à long terme de 5% au-dessus de l'inflation, un niveau élevé selon les critères historiques.

Au cours de la récession des années 1990-91, lorsque la Fed relâchait la politique monétaire, de nombreux économistes notèrent que ses efforts pour stimuler l'économie revenaient à pousser sur une corde ; il était également nécessaire que les consommateurs et les entreprises augmentent leur demande d'argent et de crédit pour tendre la corde. Ces demandes reprennent désormais pour le logement, les dépenses de consommation et pour de nombreux domaines professionnels. Mais l'effort de la Fed visant à limiter la croissance de l'argent et du crédit, et partant celle de l'économie, revient désormais à tirer sur un élastique.

La capacité de la Réserve fédérale à influencer les activités de prêt des banques s'est trouvée réduite au cours des dernières années, lorsque le gouvernement a déréglementé le secteur financier et que les banques elles-mêmes ont développé des techniques flexibles pour gérer leurs positions de liquidité. Par exemple, les banques commerciales n'ont plus que rarement recours aux facilités de prêts offertes par la Fed («discount window»). Cette dernière a également réduit les pourcentages des dépôts que les banques doivent conserver dans leurs réserves, à tel point que ses opérations sur le marché boursier pour injecter ou retirer des réserves du système bancaire n'ont plus beaucoup d'effet sur la liquidité bancaire globale.

Pourtant, en augmentant le taux des rentes sur l'Etat, la Fed a exercé une pression sur les activités de prêt des banques. En particulier, à présent que la demande de prêts augmente, celles-ci y font face en liquidant leurs portefeuilles en effets du Trésor. Ainsi elles réduisent non seulement leur coussin de disponibilité, mais comme les taux d'intérêt augmentent, elles sont aussi exposées à des pertes de capitaux sur les effets qu'elles détiennent encore. L'atterrissage se fera en douceur ou brutalement suivant que, en tirant sur l'élastique, la Fed provoque une hausse progressive de la tension sur les marchés, ou entraîne la rupture de l'élastique, auquel cas les taux d'intérêt augmenteront fortement et un nouveau «round» de faillites bancaires pourrait s'ensuivre. Certains courtiers et investisseurs ont déjà souffert des pertes massives sur des instruments financiers hautement garantis, comme les titres hypothécaires et autres produits dérivés.

En 1995, le débat sur la politique monétaire se focalisera autour de deux scénarios. Certains économistes pensent que l'économie continuera de croître, poussant le taux de l'inflation à 4% ou plus. La Réserve fédérale sera forcée d'augmenter les taux d'intérêt à court terme, à 7% ou 8%, au

risque d'une récession en 1996-97. Les taux d'intérêt à long terme augmenteront aussi davantage, jusqu'à 8,5% ou plus pour les bons du Trésor à 30 ans. D'autres croient au contraire que la croissance économique se ralentira quelque peu et que l'inflation restera limitée autour de 3% par an. En conséquence, la Réserve fédérale n'aura pas besoin de resserrer davantage la politique monétaire et les taux d'intérêt à long terme pourraient chuter.

Je crois que l'économie dispose d'une telle force de pression que la Réserve fédérale haussera davantage les taux d'intérêt, celui des rentes sur l'Etat pouvant atteindre 6,5% au milieu de l'année. Cependant, je crois aussi que les pressions de la concurrence sur l'industrie et de la main-d'oeuvre américaines sont tellement fortes que l'inflation est peu susceptible de connaître une forte accélération - disons jusqu'à 3,5% - et qu'un atterrissage en douceur est possible. C'est-à-dire que le PNB augmentera de près de 3% en 1995 et d'environ 2% en 1996.

La Fed, bien entendu, ne contrôle pas la politique monétaire. Au cours des deux premières années de son mandat (1993-94), le Président Clinton a fait passer au Congrès un certain nombre de réformes fiscales réduisant le déficit budgétaire de 300 milliards de dollars par an à près de 150 milliards. Pourtant, les Américains reprochent au Président et au Congrès de ne pas avoir résolu de nombreux autres problèmes pressants, et son parti, les Démocrates, a essuyé une retentissante défaite aux élections du Congrès en 1994. Les Républicains contrôlent désormais le Sénat et la Chambre des Représentants avec un programme agressif en matière de législation économique et sociale, qu'ils espèrent faire passer avec ou sans l'accord du Président et des Démocrates. Ils veulent aussi préparer le terrain pour assurer la victoire de leur candidat aux élections présidentielles de 1996. Le Président Clinton souhaite bien entendu être réélu à cette occasion, avec une majorité démocrate renouvelée, mais dans le même temps il doit faire face aux leaders Républicains et à plusieurs Démocrates qui le tiennent pour responsable de leur défaite en 1994.

Les intervenants sur le marché financier suivront de près les débats à Washington concernant l'adoption ou non des propositions présentées et quel en sera le coût. Les mesures fiscales des Républicains incluent des articles comme la réduction des impôts sur les plus-values et une augmentation des dépenses militaires, lesquels aggraveront le déficit, à moins qu'ils ne soient accompagnés de mesures spécifiques visant à le réduire. Selon moi, le programme républicain augmentera de 50 milliards le déficit fiscal, ce qui soumettra les taux d'intérêt américains à des pressions à la hausse supplémentaires. Un tel résultat augmentera également le risque d'atterrissage brutal de l'économie en 1996. Si c'est le cas, les électeurs américains en voudront beaucoup aux Démocrates et aux Républicains pour avoir ainsi gâché la politique économique.