

# LES RESPONSABLES AMÉRICAINS SE CONCENTRENT SUR LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE ET MONÉTAIRE ET SUR LA PROCHAINE UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

SCOTT E. PARDEE \*

**L'**économie américaine progresse modérément, à un rythme annuel de 2-2,5 %, sans déséquilibres importants. L'inflation demeure assez régulière, à près de 3 % par an, et malgré la forte demande continue de main-d'oeuvre, les pressions salariales ne se sont pas intensifiées significativement. La Fed a desserré la politique monétaire.

A l'occasion de son second mandat, le Président Clinton s'est engagé à équilibrer le budget d'ici l'an 2002, mais cela ne sera guère facile. L'essentiel de la diminution des dépenses au cours des dernières années a porté sur le budget militaire, lequel est à présent susceptible de se stabiliser ou même d'augmenter. Les coûts des programmes d'assurance maladie pour les retraités (« Medical Care ») et de sécurité sociale sont fortement à la hausse. Le Président et le nouveau Congrès devront légiférer pour éviter une crise dans leur financement, ce qui demandera du courage politique. La campagne électorale s'est terminée dans un climat très tendu, et les Républicains ne seront guère disposés à coopérer avec le Président Clinton ou avec les Démocrates au Congrès. Pour l'heure, je suppose que les Etats-Unis conserveront un déficit budgétaire modeste, de l'ordre de 100-150 milliards de dollars US au cours des quatre prochaines années. Une récession augmenterait bien entendu le déficit, mais aucune n'est en vue.

En ne resserrant pas sa politique, la Fed a parié que la croissance économique serait modérée au cours de la seconde moitié de l'année 1996 et que l'inflation ne s'accélérait pas, et jusqu'à présent elle a eu raison. Le taux de chômage américain, à présent établi à 5,20 %, oscille à des niveaux atteints dans le passé par l'inflation des salaires et des prix,

109

---

\* Conseiller principal, Yamaichi International (America), Inc.

et pour cette raison de nombreux analystes, dont je fais partie, se sont prononcés en faveur d'une politique monétaire plus serrée. Mais jusqu'à présent aucune spirale des salaires et des prix n'a éclaté. Les entreprises américaines éprouvent des difficultés à augmenter les prix face à une féroce concurrence, et les travailleurs américains se préoccupent fortement de la sécurité de l'emploi. Aussi, la demande de consommation s'est ralentie, peut-être en réponse à la hausse antérieure de la dette à la consommation (« consumer debt »). La croissance du PIB au cours du troisième trimestre, à un taux annuel de 2,20 %, a provoqué une hausse des stocks, que les compagnies vont commencer à présent à écouler, contenant la croissance au cours du quatrième trimestre, à près de 2 %. Les prix des valeurs pétrolières sont élevés, mais ils pourraient reculer si l'hiver était clément aux Etats-Unis et en Europe du Nord. En tout cas, de nombreux prix de marchandises ont diminué par rapport à leurs pics récents.

En l'absence de toute perspective de récession, ou de boom, les investisseurs en actions et obligations américaines sont confrontés au même dilemme. Les prix des actions sont susceptibles de croître tant que la croissance économique se poursuit, favorisant des gains croissants pour la plupart des compagnies bien gérées. Pourtant, le marché boursier est déjà élevé au regard des multiples de capitalisation (PER) et autres mesures historiques, et le rythme plus modéré de la croissance économique conduira à des augmentations de gains plus modérées pour de nombreuses compagnies. Les « baby-boomers » ne peuvent continuer à verser indéfiniment 20 milliards de dollars US par mois dans des fonds de placement. Ainsi, les investisseurs envisagent à présent avec prudence l'achat supplémentaire d'actions.

Par ailleurs, les rendements des obligations sont susceptibles de diminuer par rapport à leurs niveaux actuels (6,60 - 6,75 % pour les bons à 30 ans du Trésor américain), tant que le déficit budgétaire américain reste stable à près de 100 milliards de dollars US, tant que l'inflation reste raisonnablement sous contrôle, et tant que la Fed ne resserre pas la politique monétaire. Pourtant, la courbe des rendements s'est déjà considérablement aplanie, et la Fed n'est guère susceptible de réduire le taux de 5,25 % des fonds fédéraux, ce qui laisse peu de place pour une diminution supplémentaire des taux d'intérêt à plus long terme. Ainsi, les investisseurs se méfieront à présent, avant d'acheter davantage d'obligations. A l'aube de l'année 1997, je m'attends à ce que l'indice Dow-Jones s'établisse à un niveau de l'ordre de 6 000 - 6 400 points et les obligations à long terme du Trésor américain dans une fourchette de 6,25 - 6,50 %.

Il est désormais certain que l'UEM commencera le 1<sup>er</sup> janvier 1999, et les Américains commencent seulement à réfléchir aux conséquences de cette Union. Par exemple, les grandes banques et sociétés de bourse américaines, avec des opérations importantes à Londres et sur le continent européen, suivent étroitement les discussions techniques sur le passage des monnaies nationales en euros, reconnaissant qu'elles pourraient être amenées à réaliser de nouveaux investissements en informatique et en logiciels. Nombre de ces compagnies ont également centralisé leurs opérations européennes à Londres, et s'inquiètent car si le Royaume-Uni ne participe pas à l'UEM, elles seront dans l'obligation de transporter leurs quartiers généraux européens à Francfort ou à Paris, ce qui représente une éventualité potentiellement coûteuse.

Aussi, le New York Stock Exchange est attentif aux possibles changements dans les bourses européennes. Sa riposte à présent consiste à inciter les principales compagnies européennes à se faire coter à New York, pour accroître l'intérêt des investisseurs américains dans ces compagnies et pour faciliter les négociations portant sur leurs actions pendant les horaires d'ouverture américains. Si les pays membres de l'UEM établissent une bourse unifiée, ce qui semble encore peu probable à court terme, le NYSE et la nouvelle Bourse Européenne trouveront de nouveaux domaines de coopération aussi bien que de concurrence potentielles. Les bourses peuvent coopérer en recherchant une plus grande uniformité dans les pratiques de négociation et dans les procédures de compensation et de règlement, de manière à ce que les investisseurs sur les deux continents puissent coopérer aisément dans les deux marchés. Elles peuvent aussi coordonner la surveillance des pratiques de négociation pour éviter les abus. Elles se feraient bien entendu concurrence pour fournir la plus grande liquidité et les écartements (« trading spreads ») les plus étroits entre les deux marchés pendant les horaires d'ouverture communs aux deux bourses. Le NYSE dirigera la négociation, mais ses principaux concurrents aux États-Unis, l'American Stock Exchange et le NASDAQ, le marché de gré à gré, auront des intérêts semblables. Ils voudront spécialement étendre leurs offres de produits dérivés reposant sur des titres et leurs introductions sur le marché public des petites valeurs.

Les responsables politiques américains et les participants au marché financier commencent à se concentrer sur les possibles relations entre le dollar US et l'euro dans les marchés des changes. Les deux monnaies seront activement négociées, étant donné l'énorme volume d'échanges commerciaux et financiers réalisé en dollars US et dans les différentes monnaies européennes. Si l'euro est aussi bien gérée que le deutsche mark l'a été (et plus récemment le franc français), et si les dirigeants politiques américains reviennent à d'occasionnels poussées de mesures

anti-dollar (« dollar bashing ») comme moyen d'améliorer la position concurrentielle de l'industrie américaine, alors les opérateurs et les investisseurs auront une confiance croissante dans l'euro, et l'euro remplacera le dollar US comme la monnaie de référence mondiale.

Cependant, si les économies européennes restent prisonnières de leur dilemme actuel de chômage élevé et d'importants déficits budgétaires, si les Etats-Unis continuent de bien gérer leur économie nationale, et si les dirigeants politiques américains s'abstiennent de toute mesure anti-dollar US, celui-ci se maintiendra et pourrait même se renforcer contre l'euro.

Ma préoccupation est la coordination de la politique de change entre le dollar US et l'euro. Dans plusieurs domaines de coordination de la politique au sein de l'Union européenne, les gouvernements européens ont pris des décisions servant leurs intérêts étroits mais pas ceux des pays extérieurs au groupe, comme dans le cas de la Politique Agricole Commune. A partir du mois de janvier 1999, les gouvernements européens engageront d'intenses négociations pour s'assurer que les taux de change d'entrée dans l'UEM, pour leurs monnaies, seront réalistes, mais ils ne seront pas fixés sur la parité entre le dollar US et l'euro. Le Trésor américain et la Réserve Fédérale joueront un rôle actif, lors de réunions avec les représentants de l'UEM au sein du G7, du FMI, de l'OCDE et de la BRI, pour expliquer et défendre les intérêts américains. Fondamentalement, c'est pour s'assurer que le taux de change dollar US-euro soit aussi réaliste dans le temps.

*Traduit par Edouard Lespinasse*