

## L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE : RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE, MAIS PAS DE RÉCESSION EN VUE

SCOTT E. PARDEE \*

**E**n ce milieu de l'année 1995, l'économie américaine se porte plutôt bien. La croissance économique s'est ralentie par rapport à son rythme fulgurant de 1994, quand le PIB augmentait de plus de 4 %. Pour la première moitié de 1995, la croissance du PIB sera de l'ordre de 2 à 2,5 %, avec une éventuelle reprise au cours des six derniers mois de l'année. L'inflation s'est quelque peu accélérée, passant d'un peu moins de 3 % l'an dernier à un peu plus de 3 % pour le début de 1995, mais personne ne s'attend à une sérieuse montée des prix ou des salaires. Le président Clinton et le Congrès sont engagés dans un débat extrêmement serré sur la politique fiscale, dont il devrait résulter à l'évidence une réduction significative du déficit budgétaire d'ici l'an 2002. La Réserve fédérale, après avoir resserré la politique monétaire de façon significative en 1994 et au début de l'année 1995, adopte à présent une attitude d'attente qui peut durer quelques mois. Le dollar a surmonté ses graves faiblesses face au mark allemand et au yen japonais. Les marchés américains des actions et obligations ont connu l'un et l'autre une forte hausse au début de cette année et montre maintenant quelques signes de ralentissement.

317

Quoi qu'il en soit, les économistes et les intervenants des marchés financiers sont engagés dans un vif débat sur les perspectives économiques, l'œil rivé sur l'élection présidentielle de novembre 1996. Il existe en gros deux scénarios, celui d'un atterrissage « en douceur », et celui d'un atterrissage « difficile ».

L'atterrissage en douceur est ce que nous avons vu jusqu'à présent. La croissance économique a été si forte en 1993-1994 que l'économie américaine tournait virtuellement à plein. La création de nouveaux emplois prospérait au rythme de 3,5 millions par an, par rapport à une croissance annuelle des actifs d'environ 1,5 million de personnes. Le taux de chômage était tombé à 5,4 % soit au-dessous du volant de 5,5 à 6 % jugé

---

\* Conseiller principal auprès de *Yamaichi International (USA), Inc.*

nécessaire par les économistes pour éviter une situation inflationniste. Le coefficient d'utilisation des capacités de production était monté à 85,4 % soit plus haut que les 85 % considérés comme le seuil maximum avant de tomber dans des goulots inflationnistes. Au cours de ces derniers mois, le taux de chômage est remonté au-dessus de 5,5 % et le coefficient d'utilisation des capacités est retombé au-dessous de 85 %, brisant cette tendance. Le ralentissement de la croissance économique est surtout perceptible dans la vente immobilière et automobile, qui constituent un reflet de la réaction au relèvement des taux d'intérêt de 1994 et du début 1995. Ce relèvement a entraîné une augmentation des stocks début 1995, notamment dans l'industrie automobile, qui commence seulement à écouler ce surplus. Mais en même temps, les dépenses d'équipement des entreprises demeurent fortes, notamment pour l'informatique et les nouvelles technologies.

318

Les tenants d'un atterrissage en douceur relèvent plusieurs facteurs en faveur d'une croissance continue. Tout d'abord, avec un nombre d'emplois créés qui reste de l'ordre de 2,5 millions par an, le revenu des ménages va continuer à augmenter, provoquant une nouvelle poussée de la consommation. Ensuite, la baisse récente des taux d'intérêt à long terme va donner un coup de fouet à la demande immobilière. Les banques sont en outre devenues des prêteurs plus agressifs aux ménages comme aux entreprises. En troisième lieu, avec la chute du dollar et la croissance plus rapide des économies européennes, les exportations américaines devraient rencontrer une demande plus forte. A cet égard, la crise financière mexicaine de la fin 1994-début 1995 a entraîné une chute sensible des exportations US vers son voisin : l'économie mexicaine est actuellement en train de remonter lentement la pente.

Ces facteurs, pris dans leur ensemble, suggèrent une modeste reprise de la croissance dans la seconde moitié de 1995, qui devrait se poursuivre en 1996. Le PIB devrait donc augmenter de 2,5 % pour le reste de 1995, et peut-être de 2,8 en 1996. A ce rythme, il n'y a aucune raison de prévoir une accélération de l'inflation, qui devrait se stabiliser entre 3 et 3,5 % en 1996. En période électorale, les Républicains comme les Démocrates prendront à leur compte les bonnes performances de l'économie. Il est possible en outre que la Réserve fédérale ne touche plus aux taux d'intérêt pour 1995. Mais si l'économie reprend des forces dans la seconde moitié de cette année, la Fed pourrait élever les taux d'intérêt à court terme de 50 ou 100 points de base dès la fin de 1995 ou en 1996.

Les tenants du scénario de l'atterrissage difficile se divisent en deux camps. Un groupe voit le ralentissement de la croissance de la première moitié de 1995 comme temporaire, soutenant que la demande des consommateurs comme de l'ensemble des entreprises va reprendre sur de

nombreuses lignes de produits. Dans ce cas, le taux de chômage tomberait de nouveau au-dessous de 5,5 % et le coefficient d'utilisation des capacités dépasserait largement 85 %, suscitant de nouvelles préoccupations vis-à-vis de l'inflation. Dans ce scénario, la Fed devrait resserrer considérablement la politique monétaire, élevant les taux des fonds fédéraux de 150 à 200 points de base, soit jusqu'à 8 % pour 1996. Des taux d'intérêt aussi élevés bloqueraient l'économie dans son élan, provoquant une récession débutant à la fin de 1996, et peut-être même plus tôt encore.

La seconde variante du scénario de l'atterrissage difficile soutient que l'économie est déjà en perte de vitesse, et que la Fed devra bientôt abaisser les taux d'intérêt à court terme s'il est impossible d'éviter une récession en 1996. Les tenants de cette vision pessimiste soulignent le récent ralentissement de la consommation et ses effets sur les prévisions des entreprises. Les industriels doivent réduire les dépenses sur les stocks pour faire face aux surplus qui se sont déjà accumulés dans certaines industries et pour anticiper sur des ventes plus faibles pour les mois à venir. Dans ce cas, les industriels réduiraient aussi les dépenses de capital, puisqu'ils n'auraient pas besoin de la capacité de production qu'ils avaient prévue quand la demande de consommation était forte ; selon les termes de la théorie macro-économique, les multiplicateurs et les accélérateurs agiront de concert pour ralentir l'économie de façon cumulative. Certains responsables de la Réserve fédérale disent déjà que la Fed pourrait être contrainte à abaisser les taux d'intérêt pour prévenir un tel ralentissement, comme elle avait déjà prévenu l'inflation en élevant les taux des fonds fédéraux de 3 % à 6 % en 1994 et début 1995.

Quoi qu'il en soit, une récession intervenant en 1996 embarrasserait sérieusement le président Clinton. C'est un fait politique bien établi que les présidents en exercice ne sont pas réélus dans les périodes de récession. Ses chances de réélection apparaissent déjà minces après les élections de novembre dernier, où les Démocrates ont perdu le contrôle des deux chambres du Congrès au profit des Républicains pour la première fois en quarante ans.

En effet, le féroce débat entre le président Clinton et les leaders républicains du Congrès sur la politique fiscale peut fort bien aboutir à une réduction majeure du déficit sur les années à venir, affectant l'économie comme les marchés financiers. En 1993, le président Clinton a entamé sa magistrature avec une prévision de déficit de 300 milliards de dollars sur toute la durée de son mandat. Il a réussi à mettre en place un train de mesures permettant de réduire le déficit de près de 500 milliards de dollars sur une période de cinq ans, ou encore de faire passer le déficit de base de 300 milliards de dollars à 200 milliards de dollars. Les Républicains ont investi le Congrès avec des plans ambitieux pour éliminer le déficit en l'an

2002. La législation qu'ils préparent parviendra peut-être à ce résultat, mais au prix de coupes draconiennes dans les programmes sociaux. M. Clinton a déjà menacé d'imposer son veto à la législation quand elle lui sera proposée, et il faudra alors parvenir à un compromis. Nous ne connaissons le résultat final qu'en septembre, à la fin de l'année fiscale, mais il semble que le déficit total sera réduit de façon significative. Je pense pour ma part que le compromis réduira le déficit de base à 100 milliards de dollars par an. Cela devrait agir comme un stimulant substantiel sur l'économie privée et permettre d'abaisser les taux d'intérêt à long terme. Plus tôt dans l'année, quand les intervenants des marchés financiers ont commencé à prendre au sérieux les propositions budgétaires, les marchés des actions et des obligations se sont redressés.

Je fais partie du camp qui soutient l'hypothèse de « l'atterrissage en douceur », mais je m'inquiète pour le dollar, qui reste vulnérable à des pressions à la vente répétées contre le mark et le yen. Les Etats-Unis ont actuellement un déficit commercial de plus de 150 milliards de dollars par an. En outre, les résidents américains ont investi dans les marchés étrangers pour un montant de près de 100 milliards de dollars par an. Cela signifie que les investisseurs étrangers devraient acheter pour environ 250 milliards de valeurs financières ou de biens réels américains pour parvenir à un équilibre sur le marché des changes en faveur du dollar. Les investisseurs du secteur privé se sont montrés réticents à engager une somme de cet ordre et le résultat en a été une baisse du dollar sur le marché des changes ; les banques centrales ont acheté des dollars, offrant ainsi une compensation partielle au déficit commercial et aux sorties de capitaux américains. L'administration Clinton a insisté sur la nécessité de solutions à long terme pour régler le problème du dollar, plutôt que des mesures traditionnelles comme une intervention de la Fed sur le marché des changes ou même des relèvements des taux d'intérêt. En tout cas, de nombreux investisseurs ont perdu confiance dans le dollar, qui va continuer à subir des pressions à la vente pour le reste de 1995 et en 1996. Si les décideurs américains parviennent à réduire le déficit fiscal et à établir un taux de croissance économique stable sans relancer l'inflation, les investisseurs pourront reprendre confiance, mais seulement sur le long terme.