

# **EURO 92**

## **Analyses**

### **LES SECRETS DE L'ECONOMIE U.S.**

Henri LEPAGE

Délégué Général de l'Institut Euro 92

Voilà des mois, voire plusieurs années, que l'économie américaine déjoue les pronostics. Tous les six mois, les cassandre annoncent le retour inévitable de l'inflation, la récession, la crise de la bourse. Mais rien n'y fait. La croissance continue son bonhomme de chemin, imperturbablement. A Wall Street le Dow Jones vole de sommet en sommet. Ils attendaient l'Euro, c'est le dollar que les marchés plébiscitent. Les économistes y perdent leur latin...

Tout se passe comme si l'Amérique s'était affranchie des relations macroéconomiques qui permettaient de prévoir les grands retournement de la conjoncture :

- Une vieille observation de bon sens voulait que la croissance ne puisse se poursuivre longtemps à un taux supérieur à son trend de long terme sans provoquer une vive reprise de l'inflation. L'expansion américaine vient d'entrer dans sa neuvième année de croissance consécutive. Sur les trois dernières années, son rythme est de 4 % l'an, soit un point et demi au-dessus de la moyenne de longue période. Et pourtant la désinflation continue : le déflateur du P NB est passée en-dessous de 1%, atteignant son niveau le plus bas depuis vingt ans (0,8% l'an).

- La fameuse loi sur la courbe de Phillips ne fonctionne plus. Le chômage est à son point le plus bas depuis trente ans (4,2 %), très en dessous du taux naturel à partir duquel les tensions sur le marché de l'emploi devraient faire réapparaître de sérieuses pressions inflationnistes. Mais il n'y a toujours aucun signe de dérive des salaires, et la hausse des prix est moitié de ce qu'elle était il y a trois ans.

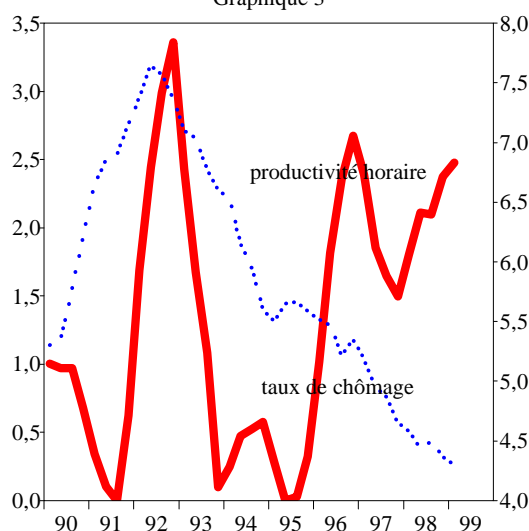
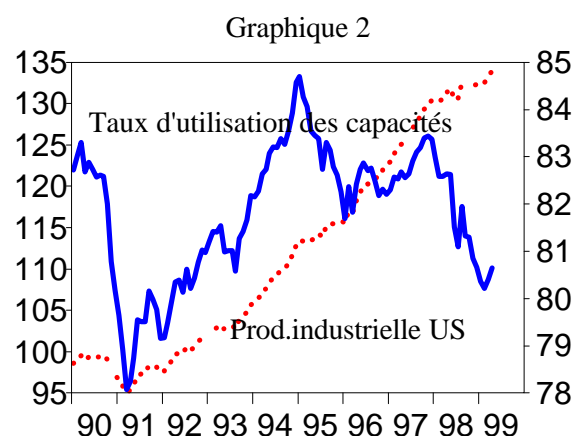
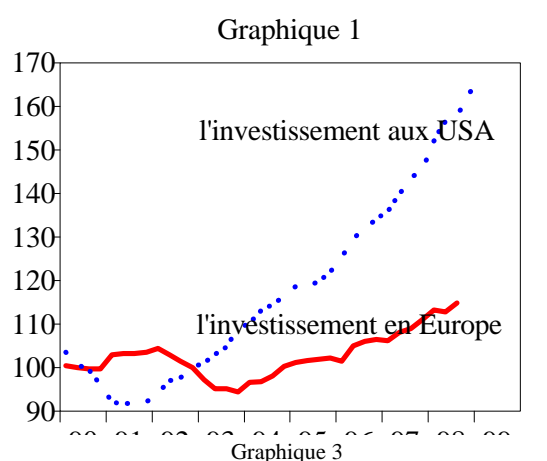
- La fin d'un cycle d'expansion s'accompagne généralement d'un affaiblissement de la progression des gains de productivité. Or ce n'est point ce qui s'observe. Au contraire : le taux de croissance de la productivité a doublé depuis deux ans.

Que faut-il en déduire ? Est-ce l'effet d'un changement complet des règles de croissance de l'économie américaine ? Ou simplement un accident temporaire, lié à un événement exceptionnel (la crise Asiatique) ? Est-ce le signe d'un monde en ayant définitivement fini avec l'inflation ? Ou seulement une rémission, après laquelle la vie économique retrouvera son tempo d'antan ?

Les économistes se partagent en deux camps :

1. - ceux qui pensent que l'extraordinaire résilience de la conjoncture américaine n'est qu'un sursis. La crise Asiatique a eu deux conséquences majeures : la baisse des prix des matières premières ; la dévaluation des monnaies asiatiques avec pour effet une intensification exceptionnelle de la concurrence sur tous les grands produits industriels de base. Des coûts en baisse, des revendications salariales tenues en laisse par la pression des produits étrangers, des gains de productivité imposés par la concurrence, la crise a permis aux autorités monétaires de laisser à la croissance un bail supplémentaire. Mais cela ne saurait durer éternellement. La reprise de l'économie mondiale va enfin contraindre Greenspan à relever ses taux. La chute de Wall Street mettra fin à la boulimie de consommation à crédit des américains. La récession US régulièrement annoncée depuis deux ans, n'aura été que retardée. Il n'y a pas de miracle américain.

2. - ceux pour qui la situation actuelle est la fois l'effet et la preuve d'un changement technologique majeur. C'est la thèse dite de la « Godlilocks economy ». Depuis le début des années 1990, la croissance américaine est portée par un puissant mouvement d'investissement que n'a pas suivi l'Europe. Le graphique n°1 fait apparaître le contraste entre les deux rives de l'Atlantique. Le résultat de cet effort massif est une explosion de la productivité fort bien rendue par les graphiques 2 et 3.

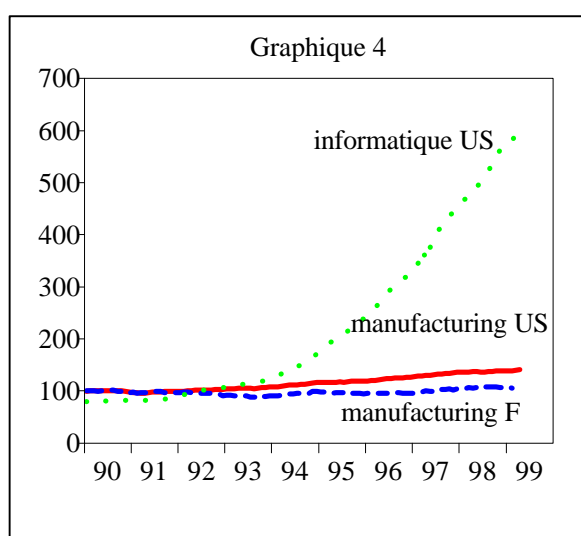


Le premier révèle un phénomène véritablement exceptionnel, unique dans les annales de l'économie américaine : le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie est aujourd'hui à un niveau très bas, presque celui d'une récession ! Ce qui est tout à fait l'inverse de ce à quoi on serait en droit de s'attendre après huit années d'expansion continue. Mais, depuis 1995, la productivité a progressé dans de telles proportions que les entreprises peuvent continuer à accroître leur production sans en subir de conséquences sur leurs coûts ni sur leurs prix.

Ainsi s'expliquerait le « miracle » d'une économie américaine déjouant, depuis plusieurs années, tous les pronostics annonçant le retour de l'inflation et de la récession. Vingt ans après les débuts de la déréglementation (1977 : l'éclatement d'ATT et la « deregulation » des télécommunications), l'Amérique engrange aujourd'hui les résultats d'une double politique d'offre (la « supply side economics » des années Reagan) et de prudence monétaire (Greenspan). Tout se passe comme si elle avait découvert la recette de « la croissance sans fin ». Ainsi que le résume l'ancien conseiller du Président Reagan, le Professeur Arthur Laffer, « tant qu'on ne touche pas aux impôts, tant que Greenspan est là, et tant que le Président résiste aux nouvelles sirènes protectionnistes du Congrès, il n'y a pas de raison que ça s'arrête ! ».

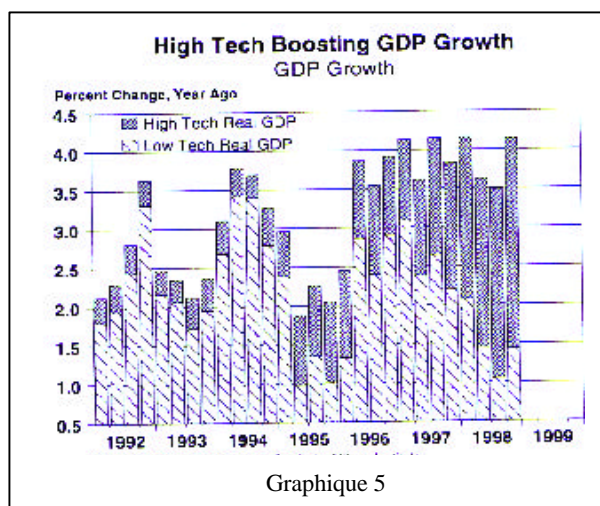
### L'Amérique change de peau.

L'intérêt de la « Godilocks economy » est d'attirer l'attention sur la formidable mue industrielle qui secoue le continent nord-américain. Les chiffres et moyennes macroéconomiques n'en donnent qu'une très mauvaise mesure. Le graphique 4 est à ce titre particulièrement révélateur.



Il montre que, sur la moyenne des dix dernières années, la production industrielle américaine « hors technologies de pointe » n'a guère fait mieux que l'industrie française. Mais cette faiblesse des industries manufacturières traditionnelles, à la différence de ce qui s'est passé en Europe, a été compensée par le formidable essor de toutes les technologies liées à l'ordinateur et aux applications de l'informatique. C'est cette explosion des industries « virtuelles » qui, fondamentalement, est responsable de la différence des taux de croissance entre les deux côtés de l'Atlantique.

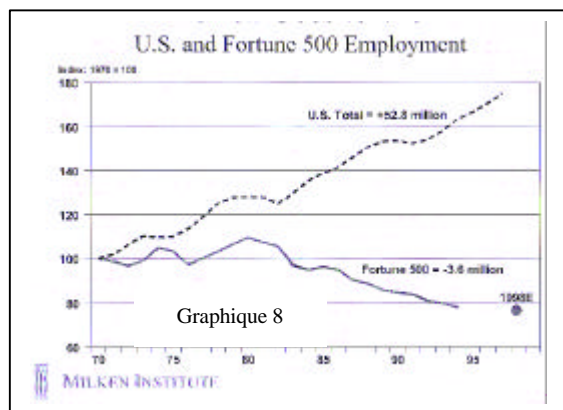
Le graphique 5 – emprunté à un très récent document du Milken Institute, localisé à Los Angeles - le démontre d'une autre manière. Il décompose le taux de croissance du PNB en deux éléments : 1. la part de croissance du PNB provenant des secteurs à forte valeur ajoutée ; 2. Celle liée aux industries traditionnelles à faible valeur ajoutée. On y observe aisément l'extraordinaire croissance de la part des industries à technologie avancée.



Quant au graphique 6, issu du même Institut, il complète ces données en faisant apparaître l'évolution de l'emploi dans les grandes entreprises par rapport à l'augmentation globale du nombre d'emplois créés depuis 1970. Le contraste est spectaculaire. Le renouvellement du tissu industriel s'est essentiellement fait par le développement de l'emploi dans les petites et moyennes entreprises.

Alors que le Japon, mais aussi l'Europe subissaient de plein fouet la grande stagnation des années 1990, l'Amérique changeait de moteur industriel. Les effets déindustrialisant (et récessifs) de la concurrence des nouvelles économies émergentes y ont été neutralisés par l'explosion de nouvelles demandes et technologies liées à la révolution de l'information. Plus qu'aucun autre pays, les Etats-

Unis en ont profité à plein, non pas parce qu'à la tête de la Banque centrale régnait un petit génie de la régulation macro-économique et monétaire ; mais parce que , depuis vingt ans, qu'ils soient Démocrates ou Républicains, plus aucun des responsables politiques américains (même et surtout Clinton) n'a jamais remis véritablement en cause le consensus national acquis autour des doctrines et politiques d'offre : dérégulation, déréglementation, fiscalité, flexibilité.

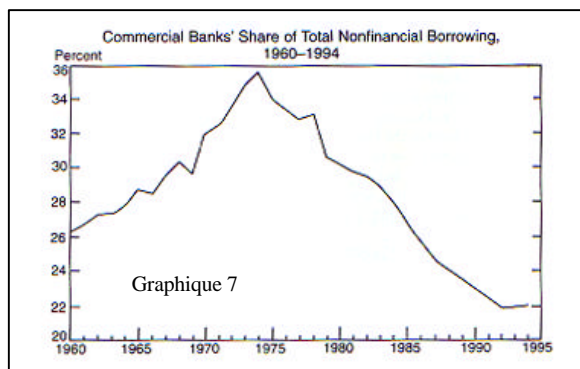


Cette explication par la technologie n'épuise cependant pas le sujet.

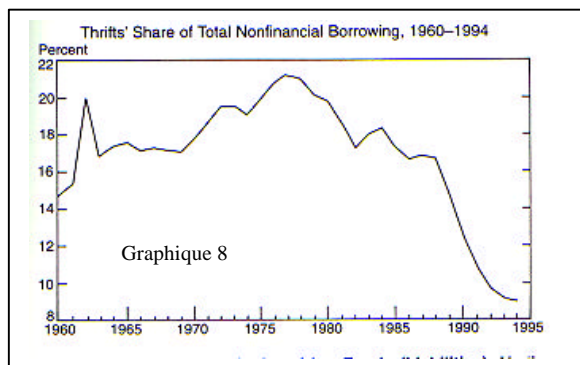
Un certain nombre de travaux récents, menés en particulier par les chercheurs du Milken Institute, conduisent à se demander si, derrière ce « miracle américain », il n'y aurait pas un autre facteur essentiel lié à la déréglementation bancaire et financière des vingt dernières années ; autrement dit, au déclin des banques dans les modes de financement de l'économie américaine.

### Le déclin des banques US : de « l'économie de crédit » à « l'économie de capitaux ».

Les graphiques qui suivent (7,8 et 9 , sauf le 10) sont extraits d'un ouvrage que vient de publier l'American Enterprise Institute : « *The New Finance* » de Franklin Edwards, professeur à la Business School de l'Université de Columbia.



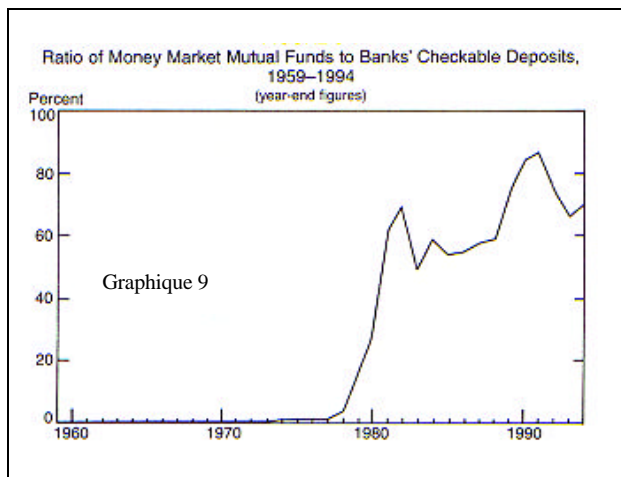
Ils font apparaître l'ampleur de la mutation financière que les Etats-Unis connaissent depuis plus de vingt ans. Alors qu'à l'époque les banques et caisses d'épargne traditionnelles avaient encore le quasi-monopole de la collecte des dépôts et de la distribution du crédit tant aux ménages qu'aux entreprises, ce n'est plus le cas aujourd'hui. Depuis 1974, leur part de marché cumulée dans le total des moyens de financement attribués aux entreprises non financières est tombé de 55 % à moins de 32 %.



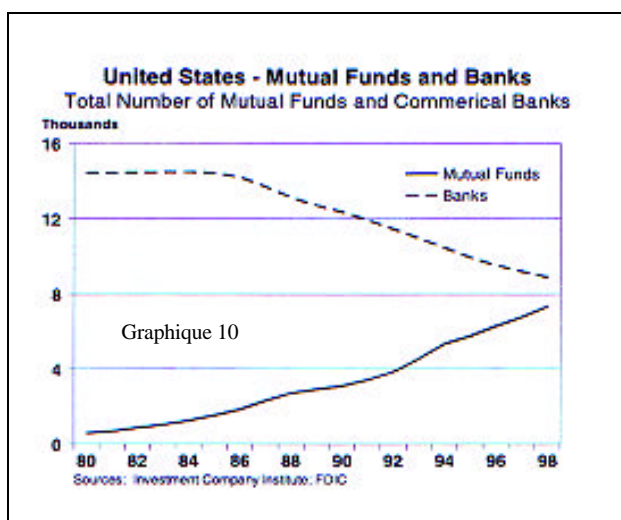
Les banques sont de plus en plus concurrencées par le dynamisme d'établissements financiers qui, en principe, n'offrent pas les mêmes garanties (par exemple pas d'assurance des dépôts), mais n'en apportent pas moins à leurs clients des services quasiment équivalents (notamment en termes de liquidité) et souvent moins chers (car ils ne subissent pas les contraintes de la réglementation publique).

Le développement des technologies de l'information a métamorphosé le fonctionnement des mécanismes de l'intermédiation financière (la mise en rapport des prêteurs et des emprunteurs).

Avec la mise en place d'une multiplicité de nouveaux instruments (produits dérivés, titrisation...), mais aussi de nouveaux marchés (*commercial paper, junk bonds*), les entreprises – pas seulement les plus grandes - sont de plus en plus incitées à s'adresser directement aux prêteurs de fonds et à court-circuiter le réseau traditionnel des prêts bancaires. Ainsi, alors qu'en 1980 le marché du papier commercial ne représentait que moins de 6 % des sommes empruntées par les entreprises auprès des banques, en 1994 le chiffre était passé à plus de 17 %.

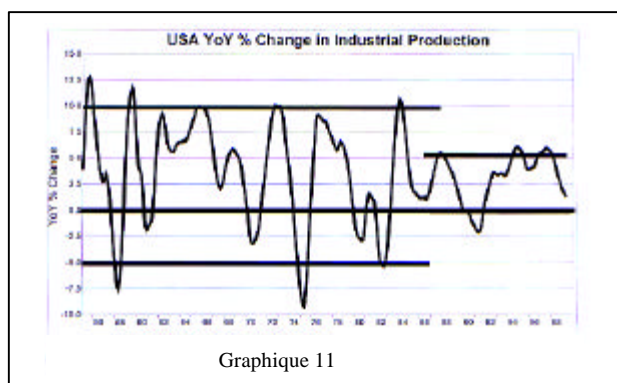


Ce déclin des banques n'est pas sans conséquences macroéconomiques. C'est en effet le mécanisme du multiplicateur bancaire qui est responsable des fluctuations économiques. Les économistes modernes l'ont perdu de vue. Mais c'est ce que savaient fort bien ceux de la fin du siècle dernier. La capacité des banques à créer de la monnaie « à partir de rien » (conséquence des restrictions imposées à la liberté d'établissement bancaire) fausse la valeur des signaux véhiculés par les taux d'intérêt. Elle incite les entrepreneurs à faire des plans d'investissements qui dépassent la volonté réelle d'épargne de la population.



Il en résulte une pyramide de crédits et d'anticipations de plus en plus douteuses qui finissent, un jour ou l'autre, par s'effondrer.

A l'époque, les économistes avaient devant eux l'exemple de l'Ecosse, pays qui pratiquait la liberté bancaire et la libre émission. La libre concurrence entre les banques avait pour conséquence qu'elles ne pouvaient faire guère plus de crédits qu'elles n'avaient de fonds propres – c'est à dire d'argent correspondant à une épargne véritable. Pendant plus d'un siècle, l'Ecosse a vécu sans connaître de crises équivalentes à celles qui, régulièrement, venaient frapper l'Angleterre voisine.



La grande différence entre les deux types d'économies vient d'un problème classique de « gouvernance » - c'est à dire de qualité et d'intensité dans les motivations qui conduisent les responsables de l'attribution des crédits à prendre leurs décisions et à faire leurs choix. Lorsque c'est l'argent personnel de quelqu'un – le sien ou celui de quelqu'un d'autre qui vous l'a expressément confié – les contrôles qui s'exercent sur les intermédiaires entre les offreurs et les demandeurs de capitaux

sont infiniment plus rigoureux que lorsqu'il s'agit de transférer un pouvoir d'achat monétaire qui n'appartient en fait à personne. Il en résulte que l'intermédiation financière a toutes chances d'y être beaucoup plus efficace. Toutes choses égales d'ailleurs, l'économie de capitaux accumulera

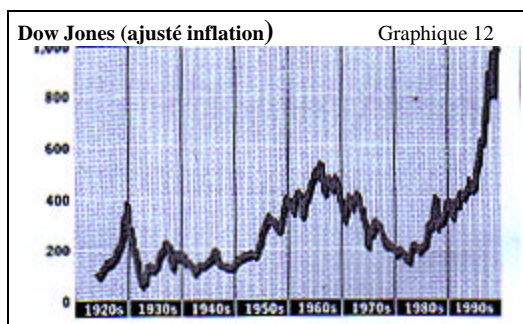
potentiellement moins de mauvaises créances qu'une économie fondée sur une pyramide de crédits bancaires. En conséquence de quoi elle sera moins sujette aux fluctuations cycliques.

L'Amérique est encore loin de l'idéal misésien d'une économie à 100 % de capitaux propres. Mais que la part relative des financements adossés à la constitution d'une véritable épargne préalable ait augmenté d'environ un tiers est en soi un événement. Si l'analyse que nous venons de faire est juste, il devrait en résulter une moindre sensibilité cyclique de l'économie.

Or c'est précisément ce que l'on observe sur le graphique 11, construit par Charles Gave. Il montre que depuis le début des années 1980 la volatilité cyclique de l'économie américaine a été réduite de moitié.

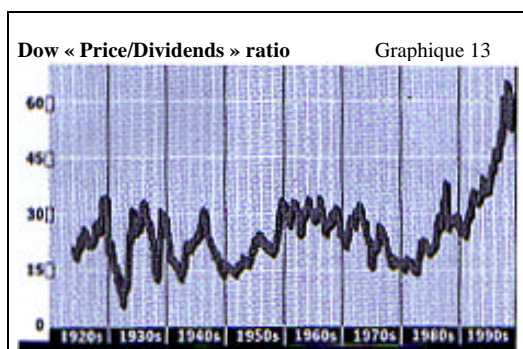
### Les conséquences boursières de la « nouvelle finance »

Il y a déjà deux ans et demi qu'Alan Greenspan lançait son fameux avertissement contre « l'exubérance irrationnelle » des marchés. A l'époque le Dow Jones était à moins de 7000. Il est aujourd'hui à plus de 10 000.

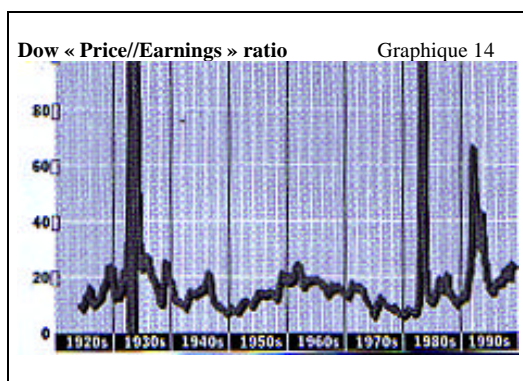


Rien ne semble arrêter la montée de Wall Street. L'Asie ? La banqueroute russe de l'été 1998 ? Péripéties, sans plus. Plus de peur que de larmes. Comme après le krach de 1987, après avoir causé bien des frayeurs, la bourse américaine est repartie de l'avant.

A l'automne dernier, il était normal que la décision du FED de réduire les taux d'intérêt de manière à éviter un accident « systémique », donne un coup de fouet aux actions américaines. Mais depuis le mois de Janvier les taux d'intérêt longs ont remonté d'un point entier, et Wall Street n'en a pas moins battu de nouveaux records avec, par exemple, un indice Standard and Poor passant de 1150 à 1350 fin mai..

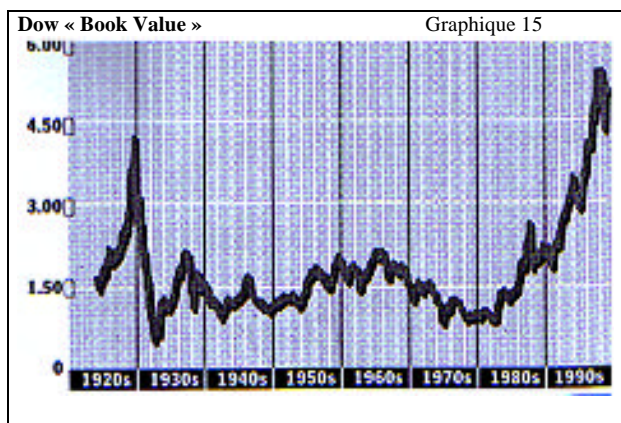


En principe la hausse des taux doit faire baisser les cours. Surtout lorsque les résultats financiers sont en sensible ralentissement. C'est pourtant l'inverse qui se produit. Il y a « un mystère à Wall Street ».



Dans deux articles parus à un an d'intervalle dans le Wall Street Journal, deux économistes de l'American Enterprise Institute, James K. Glassman et Kevin A. Hassett, en donnent la clé. Se fondant sur les recherches approfondies d'un professeur de l'Université de Pennsylvanie, Jeremy Siegel, ils expliquent que la source principale de l'euphorie boursière des dernières années se situe dans la réduction de la prime de risque exigée par les acheteurs d'actions.

Lorsqu'on étudie sur la longue période la rentabilité relative des placements en actions et en obligations, on observe que les premiers rapportent en moyenne 11 % par an contre seulement 5,2 % aux seconds (moyenne aux Etats-Unis calculée depuis 1926 pour les grandes sociétés). Comment se fait-il alors qu'il y ait encore des gens qui achètent des obligations si celles-ci rapportent nettement moins que les actions ?



La réponse vient du risque que représente l'achat d'une action par rapport à une obligation. Le revenu d'une action varie d'une année à l'autre, suivant l'évolution des conditions économiques alors que l'obligation rapporte un intérêt fixe et connu d'avance. Pour compenser ce risque de volatilité de leurs revenus, les investisseurs demandent donc aux emprunteurs de leur verser en supplément une « prime de risque » afin de les inciter à acheter leurs actions plutôt que des titres d'Etat.

Le montant de cette prime nous est donné par la différence entre les 11 % de rendement moyen constaté sur le long terme pour les actions, et le 5 % des obligations. C'est le minimum qu'il faut donner en plus au marché pour que celui-ci accepte indifféremment de placer son épargne en actions ou en obligations.

Cette « prime de risque » n'est pas nécessairement stable. Elle tournait toutefois toujours à peu près autour des mêmes chiffres : 6 à 7 %. Or depuis 1982 un fait nouveau est intervenu : elle baisse, et le phénomène s'est même nettement accentué depuis cinq ans. Selon Glassmann et Hassett elle n'est plus que de l'ordre de 3 %.



Suivant les principes de la mathématique financière la plus élémentaire, la valeur d'une action est égale à la somme capitalisée de l'ensemble des flux de revenus futurs attendus, moins la prime de risque. Si le montant de la prime diminue, pour un même flux de revenus anticipés, le prix sera alors plus important. Autrement dit, toutes choses égales d'ailleurs, le « price/earning ratio » sera plus élevé. Ainsi s'expliquerait le paradoxe d'une bourse qui continue à monter même lorsqu'en théorie les conditions économiques ne s'y prêtent pas.

Wall Street monte non pas parce que la conjoncture laisse attendre des bénéfices en croissance, ou parce que l'on prévoit une baisse des taux d'intérêt, mais parce que, indépendamment des fluctuations immédiates de l'activité économique, c'est le « P/E ratio » moyen des entreprises qui augmente. Et il en est ainsi parce que les investisseurs demandent aujourd'hui moins que par le passé pour les indemniser des peurs et des sueurs que leur donne la volatilité des marchés.

Conclusion : Les prix apparemment extravagants qui sont aujourd'hui pratiqués à Wall Street ne reflètent pas un comportement « irrationnel » des spéculateurs. Ils correspondent tout simplement à un rattrapage du prix relatif des actions mécaniquement déclenché par la baisse de la prime de risque demandée par les marchés.

Mais pourquoi cette dernière ? Bien que Glassmann et Hassett ne l'évoquent pas, la réponse nous paraît aller de soi. Elle est à relier à l'analyse des pages précédentes. Si effectivement la métamorphose des circuits de financement réduit la volatilité cyclique de l'économie, il n'y a plus de raison d'exiger pour les placements en actions une prime de risque aussi élevée.

Ainsi donc la thèse que nous proposons est la suivante :

- parce que ses ménages et ses entreprises sont aujourd'hui moins dépendants des banques, et que le multiplicateur bancaire y joue désormais un moindre rôle, l'économie US bénéficie d'une moindre volatilité cyclique ;
- cette réduction du caractère cyclique de l'économie diminue l'amplitude des risques associés au financement direct des besoins en capitaux des entreprises ; elle justifie donc une baisse de la prime de risque exigée par ceux qui confient aux entrepreneurs le soin d'utiliser leur épargne pour investir ;
- cette diminution de la prime de risque fait exploser la valeur de marché des titres boursiers ;
- ce qui stimule la consommation des épargnants qui se trouvent plus riches, mais aussi l'investissement des entreprises, et donc contribue à entretenir l'accélération de la productivité ;
- d'où le cercle vertueux d'une croissance fondée sur un moindre recours des agents économiques à l'endettement bancaire; elle n'est pas fondamentalement plus rapide qu'autrefois, mais elle est plus régulière.

Quant à Wall Street, ce qu'on y observe n'est pas une « bulle boursière », mais un réajustement tendanciel du prix d'équilibre des actions par rapport au placement sans risque dans l'achat d'obligations.

## Conclusions

Combien de temps ce miracle va-t-il durer ? La dynamique de la « nouvelle finance » n'est pas près de s'arrêter. C'est un mouvement de très longue durée. Il n'est donc pas déraisonnable de penser qu'on ira encore plus loin dans la voie d'une moindre volatilité cyclique, ainsi que d'une prime de risque encore plus réduite. A la limite, on peut imaginer qu'elle tende finalement vers zéro. Sachant qu'elle est aujourd'hui en moyenne de 3%, cela laisse encore une belle marge à Wall Street.

A partir de cette hypothèse, dans un livre à paraître très prochainement (« *Dow 36,000* »), Glassman et Hassett ont calculé que le mouvement de rattrapage des prix des actions ne devrait s'épuiser que lorsque le « P/E ratio » moyen des entreprises américaines atteindra une valeur voisine de 100 (contre 26 actuellement). Il faudrait donc que le « Price/Earning Ratio » du Dow Jones quadruple pour que le « Bull Market » actuel touche à ses ultimes limites.

Ces calculs sont sans doute extrêmes. Mais ils démontrent que, même en se contentant d'hypothèses plus conservatrices, les américains n'ont à tout le moins aucune raison de craindre que le ciel leur tombe prochainement sur la tête.

La remontée des taux d'intérêt va vraisemblablement entraîner une correction à Wall Street. Il est possible qu'elle soit sévère. Mais, comme celle de 1987, il est peu probable qu'elle remette en question la continuité du « Bull Market » qui porte l'économie américaine depuis l'époque du Président Reagan. Celui-ci peut durer encore un bon bout de temps. Telle est du moins notre conviction.

Henri LEPAGE – Juin 1999

