

Point de vue de l'expert

Performance des marchés



GESTION DE PATRIMOINE

Notre collaborateur Rafael Jacob, expert dans l'étude et l'analyse de la politique américaine et chercheur associé à la Chaire Raoul-Dandurand, fait le point sur la situation en Ukraine et analyse les impacts politiques et économiques.

Stagflation aux États-Unis : Impacts et implications

Sommaire exécutif :

Les craintes liées à la « stagflation » – un taux élevé d'inflation combiné à une économie qui stagne – n'ont pas été aussi prononcées aux États-Unis depuis la période ayant donné naissance au terme, dans les années 1970.

Or, cette dynamique ne s'est pas limitée à une seule décennie, mais à trois – les années 1960, 1970 et 1980 – et a consommé, en partie ou en totalité, les mandats de quatre présidents américains.

Ce texte retrace les origines, causes, et conséquences – économiques et politiques – de la « stagflation » dans la deuxième moitié du XX^e siècle et établit les parallèles devant – ou non – être tracés avec la conjoncture actuelle aux États-Unis.

Le nouveau président américain est arrivé au pouvoir en promettant de tourner la page sur le psychodrame national causé par son prédécesseur. « Notre long cauchemar national est terminé », déclare-t-il lors de son assermentation.

Il a graduellement gravi les échelons, au cours de sa longue carrière à Washington, sur la base de sa réputation d'homme décent et intègre, et de sa capacité à négocier avec le parti adverse et à forger des compromis. Même une fois à la Maison-Blanche, il essaye de continuer d'entretenir son image de type ordinaire, près des gens.

Un problème vient toutefois vite plomber sa présidence : un taux d'inflation de plus en plus élevé combiné à une stagnation économique. C'est la « stagflation ».

Nous sommes en 1974, et le président en question est Gerald Ford.

* * *

Ignorée pendant des mois par la plupart des médias et experts américains, la crainte de voir un retour en force de la « stagflation » pousse désormais plusieurs d'entre eux à y aller de comparaisons avec le phénomène vécu dans les années 1970.

Il importe de préciser d'emblée qu'aucune définition précise et universellement reconnue pour le terme « stagflation » n'existe. Le terme vient d'un concept général : une économie connaissant simultanément un ralentissement *et* un degré d'inflation importants.

Le terme n'étant pas précisément défini, on peut débattre *ad nauseam* de son existence même aujourd'hui aux États-Unis. D'un côté, certains regarderont les données sur le PIB ayant récemment montré une contraction révisée à 1,6 % pour le premier trimestre et jugeront l'économie en décroissance. De l'autre côté, d'autres regarderont le faible taux de chômage, toujours sous la barre des 5 %, et la jugeront en croissance.

Au moins une chose semble claire : les propos tenus dans les dernières semaines à la fois par l'ex-président de la Réserve fédérale Ben Bernanke et l'actuelle secrétaire américaine au Trésor Janet Yellen évoquant explicitement le phénomène de « stagflation » ont haussé son spectre au-dessus de la vie publique américaine comme à aucun point depuis des décennies.

Or, quels parallèles peuvent réellement être tirés avec le passé – et quelles sont les leçons pour aujourd'hui? Une mise en contexte s'impose.

* * *

La toute première chose à réaliser au sujet de la période de stagflation si souvent évoquée des années 1970 est qu'elle n'a pas débuté, dans les faits, dans les années 1970.

Ses origines se trouvent au contraire dans la décennie turbulente précédente – celle des années 1960. Et elle ne se termine que dans la décennie suivante – celle des années 1980.

La mise en contexte

Les présidents américains s'étant succédé au cours de cette période de quelque vingt ans servent de marqueurs pratiques du temps pour retracer la lignée des événements.

1963-1969 (Lyndon Johnson)

Le 22 novembre 1963, le président John F. Kennedy est assassiné à Dallas. C'est alors son vice-président, Lyndon Johnson, qui assume les fonctions présidentielles jusqu'à la fin du mandat en cours, et qui est subséquemment élu à un nouveau mandat l'année suivante.

Avec l'ascension de Johnson viennent deux bouleversements fondamentaux : l'expansion majeure de programmes sociaux, notamment « Medicare » (programme d'assurance-maladie pour les personnes âgées) et « Medicaid » (programme d'assurance-maladie pour les moins nantis), et la guerre du Vietnam.

Si les deux sont bien sûr profondément différents, ils possèdent néanmoins ceci en commun : une hausse fulgurante des dépenses budgétaires par le gouvernement américain. Seulement entre la fin de la présidence

Kennedy et celle de la présidence Johnson, les dépenses budgétaires grimpent de plus de 65 %. Dans le contexte, notamment pour permettre un interventionnisme gouvernemental accru, la Réserve fédérale américaine entretient une politique budgétaire accommodante.

Entre 1959 et 1965, le taux d'inflation s'était généralement maintenu autour du 1 %; depuis 1953, il n'avait atteint le cap annuel des 2 % qu'à deux reprises. Or, en 1969, l'année où Lyndon Johnson quitte la Maison-Blanche, il dépasse les 5 %.

1969-1974 (Richard Nixon)

Bien qu'étant un républicain, contrairement à ses prédécesseurs immédiats démocrates Kennedy et Johnson, Richard Nixon adopte une approche économique se rapprochant philosophiquement souvent de ces derniers. Il appuie les programmes dont il hérite d'eux et est même prêt à creuser le déficit budgétaire pour en ajouter de nouveaux, notamment le vaste réseau ferroviaire national Amtrak, qui voit le jour sous sa gouverne.

Puis, en 1973 survient un choc majeur : la guerre dite « du Yom Kippour » quand, en octobre, l'Égypte et la Syrie, tentant de venger leur défaite humiliante de la « guerre des Six Jours » face à Israël six ans plus tôt, attaquent ce dernier de façon coordonnée. L'État hébreu comptant sur l'appui des États-Unis, il parvient à repousser rapidement les forces arabes.

Cette victoire du plus important allié américain au Moyen-Orient ne vient pas sans coût pour les États-Unis : en guise de riposte, les pays arabes constituant l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), menés par l'Arabie saoudite, freinent leurs exportations. Le prix à la pompe pour les consommateurs américains double en l'espace de quelques semaines. En octobre 1973, les États-Unis se dirigeaient déjà vers une récession, dont les impacts toxiques se voient exacerbés par un taux d'inflation qui continue de grimper suite au choc pétrolier.

Au gré des mois, Nixon et son secrétaire au Trésor John Connally, tentent une manœuvre après l'autre : la dévaluation du dollar américain pour stimuler les exportations américaines, les premiers tarifs douaniers majeurs imposés depuis la Seconde Guerre mondiale pour favoriser les entreprises américaines, une réduction des taxes sur les voitures pour aider les constructeurs automobiles du pays et, éventuellement, devant la hausse continue de l'inflation, de multiples rondes de « contrôle des prix » dictées par Washington.

En 1974, année où Nixon devient le premier et unique président de l'histoire à démissionner de ses fonctions, suite au scandale du Watergate, le pays est en sévère récession – et le taux d'inflation aux dépasse les 11 %.

1974-1977 (Gerald Ford)

En plus d'hériter d'un climat politique et social empoisonné par l'affaire « Watergate » et d'une décennie de calamités au Vietnam, Gerald Ford se voit immédiatement confronté à un problème national prédominant : la stagflation.

Rapidement au cours d'une présidence qui aura au final duré moins de trois ans, Ford réalise la spirale inextricable dans laquelle il est coincé. Initialement, dès son deuxième mois complet en exercice, Ford

cherche à combattre l'inflation. Pour ce faire, il propose de restreindre la quantité de liquidités en circulation en augmentant les impôts et en réduisant les dépenses gouvernementales.

Le hic : les élections de mi-mandat approchent, et l'idée d'imposer un régime d' « austérité » à l'électorat rend les membres du Congrès nerveux. Ces derniers rejettent les propositions du président – et en novembre 1974, dans le piètre état des choses, les républicains de Ford perdent 49 sièges à la Chambre dans un raz-de-marée électoral.

Quelques mois plus tard, avec un taux de chômage ayant augmenté – et ce malgré un taux d'inflation avoisinant toujours les 10 % – Ford tourne sa veste et demande dorénavant au Congrès de stimuler l'économie en *baissant* les impôts. S'ensuivent des mois de tractation avec le Congrès à la fois sur les questions fiscales et sur les « contrôles de prix » instaurés par Nixon que Ford cherche à délaissier.

En 1976, la situation semble *enfin* montrer des signes d'amélioration, avec une économie en croissance et un taux d'inflation coupé de près de la moitié, à 6 %. C'est trop peu trop tard pour Ford, vu comme incompetent – qui est battu lors des élections de novembre par le démocrate Jimmy Carter.

1977-1981 (Jimmy Carter)

La première moitié de la présidence Carter donne lieu à une reprise qui, bien que fragile, semble *a priori* donner lieu à certains espoirs. L'inflation demeure historiquement élevée, autour des 6 %, mais semble se stabiliser. Et, au moins, cette inflation s'accompagne de la création de près d'une dizaine de millions d'emplois et de l'envol du marché immobilier, les ventes de propriétés croissant d'un tiers en à peine deux ans.

Or, la spirale stagflationniste repart de plus belle en 1979, avec un *second* choc pétrolier survenant avec la Révolution islamiste en Iran, alors que le pays réduit des trois quarts ses exportations quotidiennes. Le prix du pétrole double sur les marchés. L'inflation aux États-Unis remonte au-dessus des 11 %. En 1980, année de campagne de réélection pour Carter, elle dépasse le cap des 13 % – du jamais-vu dans l'histoire américaine.

Pour en finir pour de bon avec la hausse sans fin des prix, le nouveau président de la Réserve fédérale, Paul Volcker, nommé par Carter, adopte la ligne dure. En l'espace de six mois, il fait presque doubler le taux préférentiel de la Fed, qui frôle les 20 % – là aussi, du jamais-vu. Le pays replonge en récession.

Lors du débat clôturant la campagne présidentielle, l'adversaire de Jimmy Carter, Ronald Reagan, pose une question simple et directe aux électeurs : « Vous portez-vous mieux qu'il y a quatre ans? Est-il plus facile pour vous d'acheter des choses au magasin qu'il y a quatre ans? Y a-t-il plus ou moins de chômage dans le pays qu'il y a quatre ans? ».

Le jour du vote, Carter est terrassé : il perd 44 États sur 50.

Alors que Carter s'apprête à laisser sa place à Ronald Reagan, Paul Volcker rehausse les taux d'intérêt, les ramenant à près de 20 %, pour endiguer l'inflation une fois pour toutes.

1981-1989 (Ronald Reagan)

Ce n'est qu'après avoir causé une *seconde* récession en à peine un an, celle-ci encore plus longue et plus brutale que la première, s'étirant de 1981 à 1982, que les États-Unis peuvent déclarer « victoire » face à la stagflation. L'inflation chute de façon durable dans la fourchette visée par la Réserve fédérale, et l'économie entre dans une période de forte croissance.

Cela n'arrive pas à temps pour sauver les républicains de Reagan lors des élections de mi-mandat de 1982, qui perdent près d'une trentaine de sièges à la Chambre, mais tombe à point pour Reagan dans sa propre campagne de réélection deux ans plus tard. En proclamant que c'est à nouveau « le matin en Amérique » (« Morning in America »), Reagan est réélu par la plus imposante marge au Collège électoral de l'histoire américaine, balayant 49 États sur 50.

Les leçons historiques

1. **Politiquement et électoralement, la situation économique compte énormément.** La littérature en science politique le démontre clairement depuis des générations – et la période trouble de « stagflation » de la deuxième moitié du XX^e siècle en est une illustration saisissante.

Bien sûr, d'autres facteurs jouent dans la balance des partis et des candidats – le pardon présidentiel qu'accorde Ford à Nixon après le Watergate ou encore la prise des otages américains en Iran en 1980, par exemple. Reste que les années les plus perturbées par la dynamique de stagflation – 1974, 1976, 1980, 1982 – sont toutes le théâtre de défaites marquantes pour le parti au pouvoir.

En fait, les défaites à tour de rôle de Ford en 1976 et de Carter en 1980 marquent la seule et unique occasion, en remontant au XIX^e siècle, où deux présidents américains se font successivement éjecter par les électeurs après un seul mandat chacun à la Maison-Blanche. En 1982, l'éminent politologue Douglas Hibbs documente comment l'économie, plus que tout autre facteur, a mené à la chute de Carter.

2. **Une spirale stagflationniste prend du temps à construire... et après coup à détruire.** Ce sont des années d'expansion extraordinaire à la fois des dépenses gouvernementales et de politique monétaire « accommodante » de la Réserve fédérale, ainsi que des chocs externes (p. ex. énergétiques) qui ont pu permettre l'émergence de la stagflation. Le phénomène ne paraissait *a priori* pas même plausible aux économistes, la croyance en la « courbe de Philipps », théorie selon laquelle inflation et chômage ont une corrélation nécessairement négative, alors quasi universelle.

Cela dit, une fois la stagflation installée, elle est, de par sa nature, particulièrement difficile à combattre sans infliger de dommages collatéraux importants. D'un côté, réduire la demande en diminuant la quantité d'argent en circulation et en augmentant les taux d'intérêt risque de plonger le pays en récession. De l'autre côté, *ne pas* réduire la demande risque de laisser l'inflation continuer à augmenter et de réduire le pouvoir d'achat. Dans le contexte américain spécifiquement, laisser l'inflation grimper comporte également des implications pour la pérennité du dollar comme devise de réserve de la planète.

- 3. Une inflation marquée et soutenue exerce un poids particulièrement néfaste pour l'économie américaine actuelle.** Notamment de par la montée, depuis le milieu du XX^e siècle, du secteur des services aux dépens du secteur manufacturier (dont la proportion du PIB a chuté sur cette période de près de 30 % à un peu plus de 10 %), l'économie américaine d'aujourd'hui en est une foncièrement basée sur la consommation. Cette dernière représente environ les deux tiers du PIB depuis les dernières décennies – non seulement nettement plus élevée qu'auparavant dans l'histoire des États-Unis, mais nettement plus qu'actuellement pour d'autres économies occidentales majeures, dans lesquelles le ratio consommation/PIB tend à osciller davantage autour des 40 et 50 pour cent. Une dynamique qui réduit, de façon importante et prolongée, le pouvoir d'achat des consommateurs peut ainsi difficilement faire autrement que nuire à la croissance aux États-Unis.

L'image est, en ce sens, l'inverse de celle qui avait mené à d'autres crises financières et économiques dans l'histoire américaine, peut-être en particulier la dernière grande crise du XIX^e siècle, la « panique de 1893 », qui avait été largement causée par un problème de *déflation*. En 2022, l'inflation représente, si elle n'est pas jugulée, la grande menace à la croissance.

- 4. La difficulté à trouver un juste équilibre est empirée, et non allégée, par les dynamiques politiques.** Le système politique américain, de par son morcellement des pouvoirs économiques entre la Maison-Blanche, le Congrès et la Réserve fédérale, limite de façon sévère et délibérée ce que tout acteur peut accomplir unilatéralement.

Si cela force en principe un minimum de coopération et de compromis, cela complique également dans les faits les orientations fiscales et monétaires. La présidence Ford en est un exemple frappant : le président des États-Unis se retrouve souvent à la merci fiscale du Congrès. Le président de la Réserve fédérale, bien que cette institution soit en théorie séparée du politique, n'est pas nécessairement non plus immunisé face aux pressions. Ce n'est peut-être pas un hasard si l'administration Biden a mis au cœur de son plus récent document officiel étalant sa stratégie de lutte à l'inflation la notion sacro-sainte d'indépendance de la Fed – qui est présentement remise en question par certains.

Le mois dernier, l'ex-président de la Chambre des représentants Paul Ryan affirmait que l'actuel président de la Fed, Jay Powell, aurait entamé la hausse des taux d'intérêt plus tôt s'il n'avait pas eu à se soucier en même temps du vote au Sénat pour confirmer sa nomination à la tête de la banque centrale pour un second mandat.

Autrement dit, jongler avec deux gigantesques œufs – rétablir à la fois la stabilité des prix et le plein emploi – sans en échapper au moins un est déjà suffisamment difficile; le faire lorsque d'autres acteurs vous tirent les bras l'est encore plus.

Les priorités des électeurs sont appelées à changer – tantôt davantage préoccupés par l'emploi, tantôt par leur pouvoir d'achat; les élus, soucieux d'assurer leur réélection, seront tentés de suivre l'opinion publique... même si cette dernière ne mène pas à un règlement à long terme du problème.

5. Les comparaisons avec les années 1970 sont nuancées. D'un côté, le fait qu'il y ait aujourd'hui débat à savoir si l'économie américaine connaît une croissance encourageante ou entame une réelle période de contraction est positif en soi : au milieu des années 1970, il était carrément indéniable que l'économie se trouvait en récession. Dans cette optique, la donne est plus positive maintenant – pour l'instant. Puis, le problème d'inflation, aussi brutal soit-il présentement, ne fait quand même pas rage non plus depuis des années comme c'était le cas au milieu des années 1970 – encore là, pour l'instant.

Cela dit, comme discuté dans la dernière section du texte, la marge de manœuvre des autorités gouvernementales – particulièrement sur le front monétaire – semble plus limitée présentement qu'à l'époque.

Puis, la problématique des inégalités économiques est *nettement* pire qu'elle ne l'était jadis – et on sait que des problèmes comme l'inflation et les récessions tendent à *creuser* le fossé. Si le cocktail social était également très chargé il y a cinquante ans (la révolte contre la guerre du Vietnam, la lutte continue pour les droits civiques, les problèmes prononcés de criminalité), il est particulièrement explosif aujourd'hui, entre autres parce que les inégalités se sont si dramatiquement creusées, particulièrement depuis la crise de 2008. Et la crise de 2020 a été pire à cet égard : la récession la plus inégalitaire jamais recensée de l'histoire américaine.

Les deux pires crises économiques de la seconde moitié du XIX^e siècle, les paniques de 1873 et de 1893, qui avaient gravement accentué les divisions économiques et sociales, avaient mené à la montée débridée d'un populisme radical aux États-Unis, qui avait culminé avec la candidature quasi révolutionnaire – et quasi fructueuse – de William Jennings Bryan à la Maison-Blanche en 1896. Dans un contexte où les États-Unis peinent toujours aujourd'hui à se remettre de la première tentative directe de coup d'État de leur histoire – orchestrée de surcroît par un président sortant mettant actuellement la table pour une nouvelle candidature présidentielle en vue des élections de 1924 – il est loin d'être clair que la période actuelle n'est pas plus volatile et plus dangereuse pour l'émergence d'un problème comme la stagflation que cela pouvait être le cas dans les années 1970.

6. **Les questions géopolitiques ne sont pas à négliger.** Il est difficile de surestimer à quel point le problème stagflationniste des années 1970 s'est vu exacerber par les chocs pétroliers causés par des conflits politiques et des jeux d'alliance à l'international.

De façon similaire, si les problèmes liés aux chaînes d'approvisionnement, déjà compliqués par l'invasion russe de l'Ukraine, devaient se voir alourdir davantage par une invasion chinoise de Taïwan, par exemple, les pressions à la hausse sur les prix des consommateurs américains pourraient être considérables.

En ce sens, se protéger contre la stagflation ne relève pas que de considérations « internes » de nature fiscale et/ou monétaire, mais également de nature commerciale et géopolitique.

Les implications pour les marchés

Que retient-on donc pour les investisseurs et pour les marchés en juin 2022 ?

- 1. Dans le court terme, la pression continuera de peser pour des hausses de taux d'intérêt.** L'ennemi politique numéro un demeure présentement l'inflation. Si la question d'un ralentissement de l'économie américaine ne fait pas consensus, nul ne peut nier la problématique inflationniste persistante depuis un an. Dans un tel contexte, il faut s'attendre à ce que la Réserve fédérale aille de l'avant avec au moins une autre hausse de taux d'intérêt dans la foulée de sa rencontre à la mi-juin.
- 2. Les données sur le PIB devant être publiées en juillet sont à surveiller de très près.** Si on devait recenser une contraction pour un deuxième trimestre consécutif, les raisons évoquées pour « justifier » la contraction du premier trimestre comme les problèmes d'inventaire voleraient rapidement en éclat dans l'espace public. Le mot « récession » prendrait soudainement beaucoup plus de place – et cela amènerait une pression politique inverse pour ralentir, voire même *renverser* les hausses de taux d'intérêt. Des données plus encourageantes sur la croissance encourageraient au contraire la Fed à continuer, tout au moins pour un avenir rapproché, à hausser les taux. Ce scénario plus positif est certainement toujours possible : non seulement les derniers mois ont donné lieu à une croissance encourageante dans les inventaires chez les grossistes américains, mais les plus récentes données publiées pour mai 2022 continuent d'afficher un taux chômage sous la barre des 4 % et des centaines de milliers d'emplois créés de façon continue mois après mois.
- 3. La marge de manœuvre de la Réserve fédérale n'est pas ce qu'elle était.** Ce point est crucial – et la différence avec les années 1970-1980, fondamentale. Avant même de considérer la question de l'endettement privé – les consommateurs américains ont ouvert un nombre record de comptes de cartes de crédit –, on doit réaliser le poids de l'endettement public dans tout calcul de la Fed de hausser de façon substantielle les taux d'intérêt.

En 1980, la dette nationale américaine – l'accumulation de tous les déficits annuels – était de l'ordre d'environ 1 000 milliards de dollars. En 2022, elle est de l'ordre de 30 000 milliards de dollars.

En 1980, le ratio dette/PIB était de l'ordre des 30 %. En 2022, il est de l'ordre des 130 %.

Concrètement, cela implique que si la Réserve fédérale augmentait ses taux à 10 % – la moitié de ce qu'ils avaient atteint lorsque la Fed est parvenue à juguler l'inflation la dernière fois où elle était aussi prononcée qu'aujourd'hui –, *le montant à payer pour le Trésor public américain en service annuel de sa dette serait plus élevé que le budget actuel total du gouvernement américain.*

Et cela surviendrait dans une situation de déficit budgétaire structurel, alors qu'aucun des deux partis politiques majeurs à Washington n'a de plan ou n'a même exprimé de volonté claire de retourner à l'équilibre budgétaire. Autrement dit, tout intérêt additionnel à payer sur la dette devrait venir de l'impression additionnelle d'argent... dans un contexte d'inflation historique.

Les contours de la spirale sont là. Reste à voir à quel point elle se manifestera.

* * *

Dans les années précédant sa mort, en considérant la carrière d'un demi-siècle qu'il avait menée, Paul Volcker déclarait : « J'ai toujours été agacé d'avoir passé toute ma vie à faire des choses qui étaient aussi intangibles. Je m'imaginai pouvoir dire : "voici un pont que j'ai construit", ou "j'ai conçu cet édifice", ou encore, "j'ai façonné ce magnifique paysage". J'ai toujours voulu construire quelque chose dans ma vie. Tout ce que j'ai fait a été d'arrêter l'inflation. »

Quarante ans plus tard, y parvenir à ce stade-ci sans d'importants dommages collatéraux serait, pour son successeur Jay Powell, un accomplissement... monumental.

NOTE LÉGALE

Les représentants en épargne collective et les planificateurs financiers du Service Signature agissent pour le compte de Desjardins Cabinet de services financiers inc. Ce document vous est présenté à titre d'information seulement. Valeurs mobilières Desjardins se dégage de toute responsabilité pour des erreurs ou des omissions et se réserve le droit de modifier ou de réviser le contenu à tout moment et sans préavis.

Les données financières et économiques, y compris les cotes boursières et toute analyse et interprétation de celles-ci, sont fournies à titre d'information seulement et ne doivent en aucun cas être considérées comme une recommandation ou un conseil d'acheter ou de vendre toute valeur mobilière ou tout instrument dérivé. Les informations contenues dans ce document ne doivent pas être interprétées comme un avis de nature juridique, comptable, financière ou fiscale, et Valeurs mobilières Desjardins recommande que vous consultiez vos propres experts en fonction de vos besoins. Valeurs mobilières Desjardins et ses administrateurs, dirigeants, employés et mandataires ne seront aucunement responsables des pertes ou des dommages subis ou des frais engagés à la suite de l'utilisation de l'information apparaissant dans ce document.