

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

À New York : atterrissage en catastrophe ou en douceur ?

Scott PARDEE

170

C'est un fait, la croissance économique des États-Unis a nettement ralenti en 1989. Reste à savoir maintenant si nous devons nous préparer à un atterrissage en douceur, c'est-à-dire à une période de faible croissance, ou à un atterrissage en catastrophe, autrement dit à une grave récession. La Réserve fédérale a au moins le grand mérite de tenter l'atterrissage en douceur. En 1987-1988, la croissance économique a été d'environ 3-1/2 %, rythme impossible à soutenir sans inflation. Le taux de chômage est tombé à 5 %, son niveau le plus faible depuis près de 30 ans, et le taux d'utilisation des capacités de production a presque atteint 85 %, seuil au-delà duquel les économistes estiment normalement le dérapage inflationniste inévitable. En fait, la hausse des prix a été de 5 % par an et elle a entraîné des pressions sur les salaires en raison de la baisse de pouvoir d'achat subie par un grand nombre de salariés. D'autre part, la demande excédentaire de biens et de services sur le marché intérieur, en venant gonfler les importations, a aggravé le déficit de la balance commerciale américaine. La dépréciation du dollar a certes quelque peu renforcé la compétitivité de l'industrie, mais l'amélioration de la balance commerciale a été très lente.

Pour calmer l'inflation et réduire le déficit commercial, la Réserve fédérale s'est donc employée à freiner la poussée de la demande. En l'absence d'une amélioration notable sur le plan budgétaire, la seule solution était de durcir la politique monétaire. L'objectif visé : ramener la croissance de 3-1/2 % à 2-1/2 % environ, afin de modérer la demande de biens et de main-d'œuvre.

À cette fin, les autorités monétaires ont commencé par donner un coup de frein à la croissance des réserves bancaires et des agrégats monétaires. Toutefois, comme la demande de crédit est restée vigoureuse, les taux d'intérêt sont montés en flèche, le loyer des fonds fédéraux passant ainsi d'environ 6-1/2 % en mars 1988 à près de 10 % au début de 1989. En conséquence, la courbe des rendements s'est aplatie et même légèrement inversée au début de l'année. L'idée d'un traitement de choc ayant manifestement été écartée, sans doute à cause du souvenir laissé par le krach boursier de 1987, le relèvement des taux a été opéré de façon progressive, par paliers successifs de 25 points de base. Le taux d'escompte, de tous temps indicateur clé des intentions de l'institut d'émission, a été maintenu très en dessous des taux du marché monétaire : il a fallu attendre le début de cette année pour le voir monter à 7 %, soit

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

une hausse de 1/2 %. Entre temps, les responsables du système de réserve fédérale ont employé les moyens administratifs dont ils disposaient pour dissuader les banques de tirer parti de l'écart entre les taux.

Comme l'ont montré les modèles économétriques depuis de nombreuses années, les secteurs de l'économie américaine les plus sensibles à l'évolution des taux d'intérêt sont le logement, l'automobile et les stocks commerciaux.

Le logement favorisé

Sur le marché du logement, il est indéniable que le resserrement de la politique monétaire a eu pour effet de freiner la demande. Les taux d'intérêt à long terme n'ont pas beaucoup augmenté par rapport aux taux courts, mais un grand nombre de nouvelles formules de prêts hypothécaires sont maintenant liées à des instruments financiers à échéance rapprochée, les bons du Trésor à un an par exemple, dont les taux ont fortement augmenté. Il fut un temps où en période de restriction du crédit les banques arrêtaient brusquement de prêter dès que les taux à court terme dépassaient les taux hypothécaires, car ceux-ci étaient plafonnés dans une grande partie du pays ; pour l'industrie du logement, ainsi privée de ressources, la récession était alors inévitable. De nos jours, avec la possibilité qu'ont les banques d'offrir des prêts à taux variables et de revendre leurs créances sur les marchés financiers — maintenant ainsi leur propre liquidité —, le crédit hypothécaire reste disponible, même en cas de hausse des taux d'intérêt. De ce fait, le marché immobilier n'est plus automatiquement précipité dans une phase de récession en période de rigueur monétaire.

Quoi qu'il en soit, le marché américain de l'immobilier offre actuellement un tableau contrasté. En plein essor en Californie et sur le reste de la côte Ouest (en partie du fait de l'afflux de fonds en provenance d'Extrême-Orient), il enregistre une reprise au Texas, en Louisiane et en Oklahoma (grâce à la remontée des prix du pétrole), mais stagne dans le Nord-Est (sous l'effet du ralentissement général de la croissance).

Outre les taux d'intérêt, la demande de logements dépend de nombreux facteurs. La population américaine continue de croître à un rythme assez rapide et sa composition par âge joue un rôle important. Les enfants de l'immédiat après-guerre, ceux de la génération du « baby boom », ont aujourd'hui eux-

mêmes fondé des familles qui doivent trouver à se loger confortablement. Quant à leurs parents, dont l'espérance de vie s'est allongée, ils sont maintenant arrivés à l'âge de la retraite et ils déménagent vers des régions au climat plus clément, la Floride par exemple, où leurs besoins de logements contribuent à accroître la demande locale. Une hausse des taux d'intérêt ou une récession économique pourraient naturellement ralentir ce processus, mais elles ne l'arrêteraient pas complètement. En outre, le gouvernement applique une politique d'incitations fiscales très favorable au logement. Enfin, même la crise des institutions d'épargne, dont plusieurs centaines, émettrices de prêts hypothécaires, ont déjà fait faillite en laissant derrière elles un trou de plus de 100 milliards de dollars, ne devrait pas trop peser sur le marché immobilier grâce au règlement actuellement envisagé par le Président Bush et le Congrès (mais il est vrai que le contribuable américain y sera sans doute de sa poche).

Dans le secteur de l'automobile, l'activité s'est également ralentie en 1989. Une hausse des taux d'intérêt devrait en principe avoir plus d'effet sur la demande aujourd'hui que par le passé, car les possibilités de déduction des intérêts sur le crédit à la consommation vont être progressivement éliminées ; elles sont déjà très limitées cette année. Certains analystes attribuent donc le ralentissement de la demande au durcissement des conditions de crédit. Cela dit, les taux d'intérêt pratiqués sur le marché automobile ne suivent pas tout à fait la même évolution que dans le reste de l'économie. Sous la pression d'une concurrence de plus en plus vive, les constructeurs sont souvent amenés à proposer des crédits très attractifs (voire gratuits !) pour écouler certains modèles de voiture qui ne se vendent pas assez vite autrement. En outre, grâce au dynamisme de leurs propres institutions financières, qui offrent du crédit à la consommation, ils sont très bien placés pour se procurer des fonds au coût le plus bas possible, aussi bien aux États-Unis que sur les marchés financiers internationaux.

En dehors des taux d'intérêt, cependant, il n'est pas impossible que l'industrie automobile américaine connaisse une période de moindre croissance. La hausse des prix internationaux du pétrole brut et l'absence de capacités de raffinage aux États-Unis ont entraîné une forte hausse du prix de l'essence, qui pourrait en effet inciter les Améri-

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

cains à réduire leurs déplacements non professionnels et, par conséquent, à changer moins souvent de voiture.

Les « cycles de stockage »

D'autre part, il est probable que la concurrence entre les constructeurs automobiles va encore s'intensifier. Les compagnies américaines ont réalisé des profits importants ces dernières années, notamment grâce à la dépréciation du dollar, et les firmes étrangères, japonaises en tête, n'ont pas hésité à monter de nouvelles usines aux États-Unis pour toucher directement la clientèle américaine, augmentant ainsi les capacités de production dans le pays. Les fabricants américains viennent à nouveau d'annoncer des augmentations de prix sur la gamme 1990, mais il se pourrait bien que l'accroissement de l'offre sur le marché intérieur, plus les importations, se traduisent en fait par une réduction des prix — surtout si les consommateurs restent prudents. De toute façon, même si elle conserve une place importante, l'industrie automobile ne joue plus le rôle prépondérant qui était le sien autrefois, en termes de revenu et d'emploi, et rien ne prouve que ses problèmes se répercuteront systématiquement sur l'ensemble de l'économie. Le troisième secteur de l'économie qui a fortement subi l'influence des taux d'intérêt aux États-Unis est celui des stocks, tant au niveau des détaillants que chez les fabricants. En général, plus il est onéreux de détenir des stocks et plus la tentation est grande de s'en débarrasser sans les reconstituer. Dans le passé, on a pu observer que la plupart des baisses d'activité étaient en fait liées à des « cycles de stockage ». Lorsque la demande de biens finis commençait à ralentir, les stocks avaient tendance à s'empiler, tout d'abord chez les détaillants qui interrompaient alors leurs commandes, puis chez les fabricants qui, eux, arrêtaient de produire jusqu'à ce que les stocks des détaillants se soient suffisamment dégonflés. Or, même dans les cas de récession passagère, il fallait à chaque fois plusieurs mois, sinon un an ou plus, pour que le cycle arrive à son terme.

Dans le contexte fortement inflationniste des années 70, de nombreuses entreprises ont constitué des stocks avec l'espoir que la hausse des prix serait plus rapide que celle des taux d'intérêt. Cette stratégie a été payante jusqu'en 1979, lorsque la Réserve fédérale, alors sous la direction de Paul Volker, a décidé de réorienter sa politique moné-

taire en laissant monter les taux. Il s'en est suivi une très grave récession au début des années 80, accompagnée d'une forte contraction des stocks. Ces dernières années, l'accumulation de stocks à des fins spéculatives a pratiquement disparu car les taux d'intérêt sont restés positifs en termes réels. En outre, grâce aux ordinateurs, les entreprises américaines sont maintenant en mesure de contrôler très étroitement le niveau de leurs stocks et de commander les produits et les matières premières dont elles ont besoin dans des délais leur permettant d'en disposer juste au moment voulu.

Jusqu'à présent, on n'observe aucun signe d'accumulation qui pourrait laisser entrevoir une récession prochaine, mais ce n'est pas avec une meilleure régulation des stocks, il faut le noter, que l'on peut écarter le risque de récession : lorsqu'il n'y a plus de demande, il n'y a plus de production non plus. Grâce aux nouvelles techniques de gestion, cependant, un éventuel repli de l'activité économique serait dorénavant moins grave et de plus courte durée que par le passé.

La demande de logements, de voitures et de biens de consommation en général va-t-elle cesser ? Je ne le pense pas. Près de trois millions de personnes travaillent aujourd'hui aux États-Unis, qui étaient au chômage il y a un an. L'économie des autres pays industrialisés connaît par ailleurs une forte croissance, ce qui veut dire que la demande étrangère pourrait au moins en partie relayer la demande intérieure si celle-ci venait à s'affaiblir. On voit mal naturellement les exportations devenir le moteur de la croissance aux États-Unis, mais le commerce extérieur pourrait éviter un atterrissage en catastrophe en cas de recul de l'activité.

En fin de compte, il me semble que la Réserve fédérale a de bonnes chances de parvenir à ralentir la croissance sans faire sombrer l'économie dans une grave récession. Le grand risque à l'heure actuelle est que la croissance économique diminue en termes réels, mais que l'inflation reste vigoureuse, surtout au niveau des salaires. Dans ce cas, en effet, la Réserve fédérale serait contrainte de donner un tour de vis supplémentaire à sa politique monétaire, rendant ainsi plus probable l'atterrissage en catastrophe. Pour le Président Bush et le Congrès, le message est donc clair : il est indispensable de réduire drastiquement le déficit budgétaire si l'on veut conjuguer une forte croissance de l'économie américaine avec une faible inflation. □