

Etats-Unis : la courte-échelle

Philippe Sigogne,

Directeur du département des diagnostics de l'OFCE

Philippe Aroyo,

Chargé d'études à l'OFCE

La croissance modérée qui s'est installée aux Etats-Unis depuis deux ans contraste avec la reprise vigoureuse de 1983-1984. Avec le recul le présent cycle économique semble relativement peu dynamique. Si la recrudescence de l'inflation a pu être évitée jusqu'à présent, les déficits extérieur et public se sont aggravés au point de susciter des solutions en forme d'expédients : le protectionnisme et le gel arbitraire des dépenses fédérales.

La baisse du prix du pétrole est bénéfique à l'économie car elle a permis aux Etats-Unis comme ailleurs de détendre les taux d'intérêt nominaux et de distribuer du pouvoir d'achat aux ménages. Le logement et la consommation seront donc, cette année, les principaux soutiens de la croissance.

Les coupes budgétaires pèseront sur l'activité en 1987, et le déficit public se réduira, insuffisamment toutefois pour interrompre l'alourdissement de la dette en proportion du PNB. L'investissement productif privé, déjà en forte réduction dans le secteur pétrolier, verra sa rentabilité entamée, surtout si la réforme fiscale aboutit. Son maintien au niveau actuel nécessitera une baisse supplémentaire des taux d'intérêt.

Le rétablissement de la compétitivité américaine s'avère incomplet malgré l'effort d'équipement récent. La productivité n'a pas eu le temps de progresser suffisamment là où la concurrence est la plus vive. La baisse du dollar n'est pas assez ample pour redresser à elle seule les comptes extérieurs.

A cette étape de leur cycle les Etats-Unis attendent beaucoup des autres pays développés pour prolonger la croissance par un fort courant d'exportations. L'alternative est entre une coopération internationale renforcée et une nouvelle chute de la monnaie américaine.

Après deux ans de croissance lente le cycle actuel n'a rien de particulièrement vigoureux

Sortant d'une récession longue et profonde, les Etats-Unis ont connu une vive reprise de leur économie, de la fin de 1982 au printemps 1984. La croissance a atteint cette année-là 6,5 %. L'essentiel en était acquis au premier semestre, puis les indicateurs de l'activité se sont fait hésitants. En 1985 ce climat d'incertitude s'est confirmé ; le PNB n'a progressé que de 2,2 % et s'est presque stabilisé au quatrième trimestre, le rythme annuel d'expansion étant tombé à 0,7 %.

Le résultat définitif pour le premier trimestre 1986 a fait état d'un regain d'activité ; la croissance du PNB s'est établie à 2,9 %. La plupart des observateurs, plus attachés à suivre les indicateurs portant sur la demande intérieure, s'attendaient à des résultats moins favorables. Il est vrai que l'accroissement de production du début de l'année a surtout contribué à approvisionner les stocks, tandis que l'amélioration du commerce extérieur est à rapprocher d'une situation très dégradée à la fin de 1985.

Ce chiffre d'activité, qui en lui-même devrait apporter un certain optimisme, n'efface pas le doute sur la vigueur réelle de l'économie américaine. Avec un recul de plus de trois années, il apparaît maintenant que celle-ci s'est trouvée engagée dans un cycle relativement lent (cf. encadré 1).

Depuis l'été 1984 la production industrielle croît lentement et de façon heurtée, tandis que le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier a cessé de s'élever et fluctue désormais autour de 80 %.

L'emploi non agricole a continué de progresser, quoiqu'un peu moins rapidement (+ 3 % l'an de juillet 1984 à avril 1986) que dans la phase de reprise (+ 4,5 % à + 5 % l'an du printemps 1983 à l'été 1984). Il s'est stabilisé depuis le début de 1985 dans les industries productrices de biens, l'embauche dans le secteur de la construction compensant la baisse des effectifs de 1 % l'an dans le secteur manufacturier. Il a poursuivi une croissance pratiquement inchangée, à plus de 4 % l'an, dans le tertiaire, qui regroupe à présent les trois quarts de salariés. Les gains de productivité, qui avaient atteint entre 4 % et 5 % durant cette reprise, se sont interrompus par la suite. Le taux de chômage est remonté à 7,3 % en mai 1986 et a donc peu varié sur un an.

1. Un cycle relativement plus long pour une croissance plus modérée

Dans la chronique de conjoncture consacrée à l'économie américaine en juillet 1984 (*) la reprise actuelle avait été comparée aux précédentes sur la base de la production industrielle. Le cycle en cours est maintenant entré dans son quinzième trimestre de croissance depuis le point bas de l'activité au troisième trimestre 1982 et peut être comparé aux précédents sur la base plus complète du PNB. Ceci permet d'approfondir l'analyse et de confirmer les doutes qui avaient été émis.

Le tableau 1 compare les différents cycles depuis 1948 et montre que si celui en cours est d'ores et déjà l'un des plus longs depuis la fin de la seconde guerre mondiale, il est également l'un de ceux où la croissance a été la moins rapide. Par ailleurs la reprise avortée du deuxième trimestre 1980 a été ici considérée comme un cycle autonome. Les résultats obtenus pour la croissance actuelle seraient encore plus faibles si l'on avait retenu le premier trimestre 1980 comme dernier pic pré-récessionniste.

Les cycles selon le PNB

Datation			Phase 1 : (T) → (θ)		Phase 2 : (θ) → (T + n)		(T) → (T + n)	
(T) ⁽¹⁾	(θ)	(T + n)	Durée ⁽²⁾	Variation moyenne ⁽³⁾	Durée	Variation moyenne	Durée	Variation moyenne
1948 IV	1949 II	1953 II	2	- 2,8	16	+ 6,4	18	+ 5,3
1953 II	1954 II	1957 III	4	- 3,3	13	+ 3,9	17	+ 2,2
1957 III	1958 I	1960 I	2	- 3,2	8	+ 5,7	10	+ 3,1
1960 I	1960 IV	1969 III	3	- 1,4	35	+ 4,5	38	+ 3,9
1969 III	1970 II	1973 IV	3	- 1,5	14	+ 4,0	17	+ 3,0
1973 IV	1975 I	1980 I	5	- 3,5	20	+ 4,1	25	+ 2,5
1980 I	1980 II	1981 III	1	- 9,1	5	+ 2,7	6	+ 0,6
1981 III	1982 III	1986 I	4	- 3,4	14	+ 4,0	18	+ 2,3

Sources : Department of Commerce, OFCE.

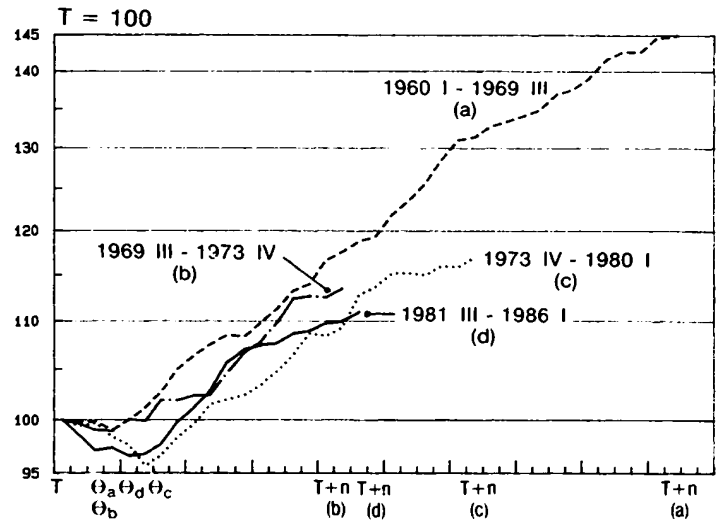
- (1) T est le dernier point haut de l'activité mesurée par le PNB.
 θ est le point le plus bas dans la récession.
 T + n est le dernier point haut de l'activité du cycle.
- (2) Nombre de trimestres.
- (3) Taux de croissance moyen en rythme annuel.

Le cycle actuel n'a donc rien d'exceptionnel, même si l'on reconnaît qu'il n'est pas encore arrivé à son terme. Il présente un profil plus heurté dans la mesure où, après une croissance plus rapide que la moyenne dans la phase de rattrapage, l'activité progresse plus lentement depuis l'été 1984, de sorte qu'au premier trimestre 1986 le rythme de progression du PNB est en moyenne l'un des plus faibles. Lors des comparaisons des cycles, qui sont menées ci-après dans la partie

(*) Revue de l'OFCE n° 8, juillet 1984.

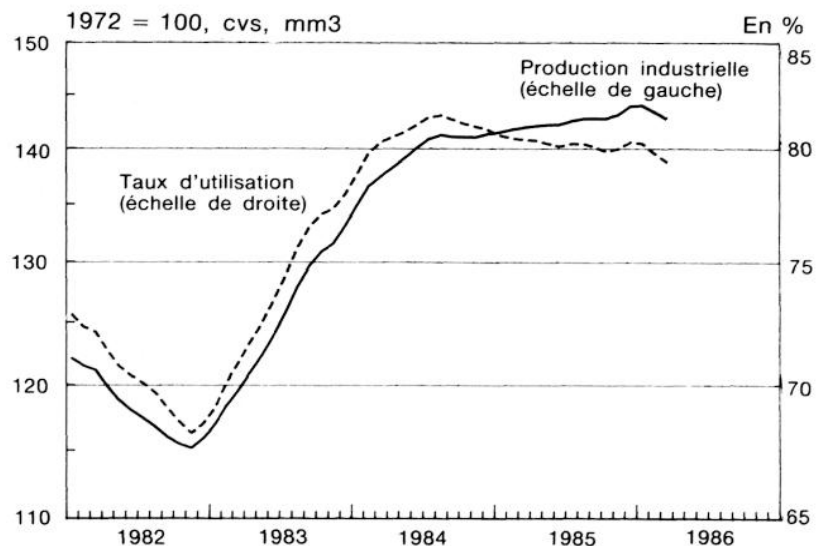
commerciale, les plus éloignés (avant 1960) et la reprise avortée de 1980 ont été écartés par souci de simplification.

Comparaison des cycles selon le PNB



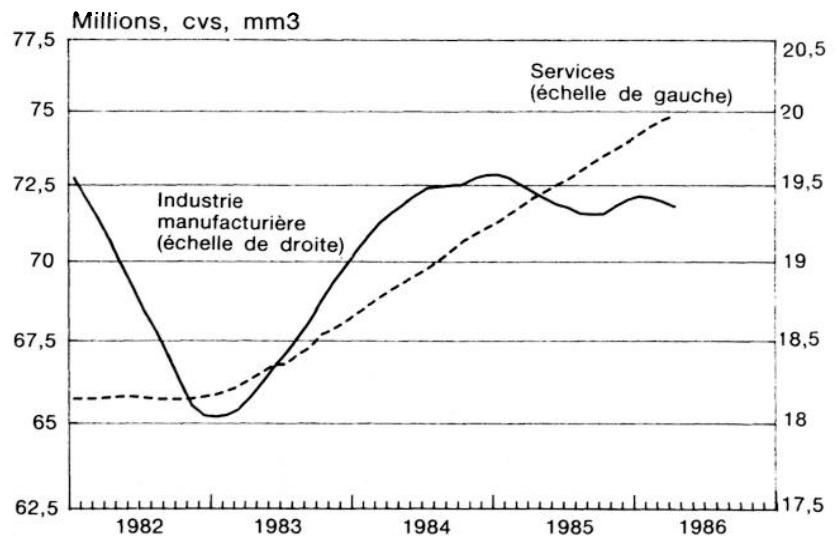
Sources : Department of Commerce, OFCE.

1. Production industrielle et taux d'utilisation des capacités de production



Sources : Department of Commerce, Federal Reserve Board.

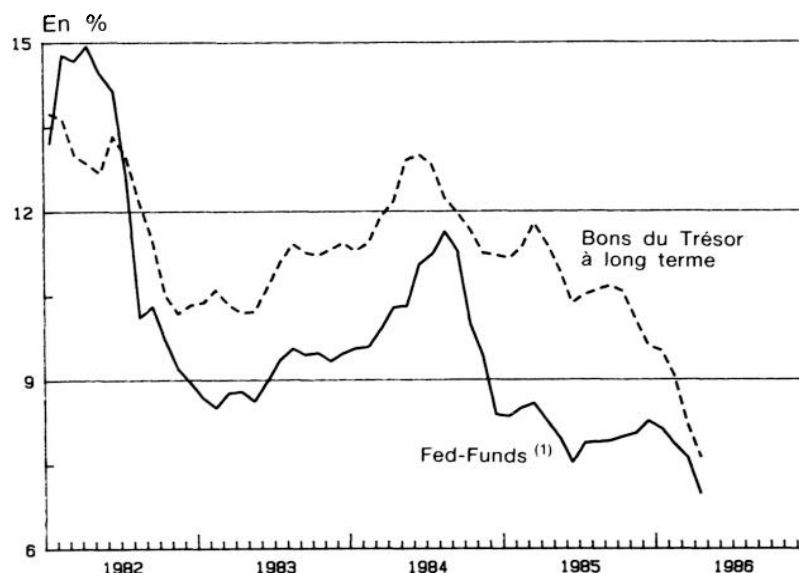
2. Emploi



Sources : Bureau of Labor Statistics.

Les hausses nominales de salaires ont dans le même temps été très limitées ; les gains horaires moyens dans l'ensemble de l'économie non agricole ont diminué en terme réel par rapport au premier semestre 1984 et leur pouvoir d'achat est inférieur de plus de 5 % à celui de 1977. Ceci témoigne de l'importance des concessions que les travailleurs, syndiqués ou non, ont été obligés de faire. Les coûts unitaires ont tout de même augmenté plus rapidement en 1985, de 3,9 % en moyenne par rapport à 1984, après 2,1 % l'année précédente.

A plusieurs reprises depuis 1982 le Federal Reserve Board a dû adapter la manière dont il contrôlait la politique monétaire américaine de façon à satisfaire les priorités changeantes de la gestion économique des Etats-Unis. Il lui a fallu reconsidérer le poids relatif des objectifs de lutte contre l'inflation et de poursuite de la croissance économique, et tenir compte simultanément de la pression grandissante de la concurrence étrangère. Il lui a fallu aussi modifier le réglage de la liquidité en fonction du développement des innovations financières que sa politique avait contribué à accentuer ⁽¹⁾. La réduction de la vitesse-revenu de M1, et, dans une moindre mesure, de M2, plus forte qu'il n'était attendu, a conduit les autorités monétaires, désireuses de ne pas accentuer le ralentissement de l'activité économique, à accroître la quantité de monnaie davantage qu'elles ne le souhaitaient. Les agrégats monétaires ont crû plus rapidement à partir de la fin 1984. M1 a rapidement dépassé les normes de progression fournies initialement par le Fed, tandis que M2 a évolué près de la borne supérieure. M3 a cependant poursuivi une croissance plus régulière. Dans le même temps les taux d'intérêts nominaux ont amorcé un mouvement de décrue, plus rapide pour les taux à long terme. Ceux-ci ont diminué en moyenne de 4,5 points depuis l'été 1984 ⁽²⁾. Les taux à court terme ont baissé de 4 points et sont revenus entre 6,5 et 7,5 %.



3. Taux d'intérêt nominaux

Source : Federal Reserve Board.

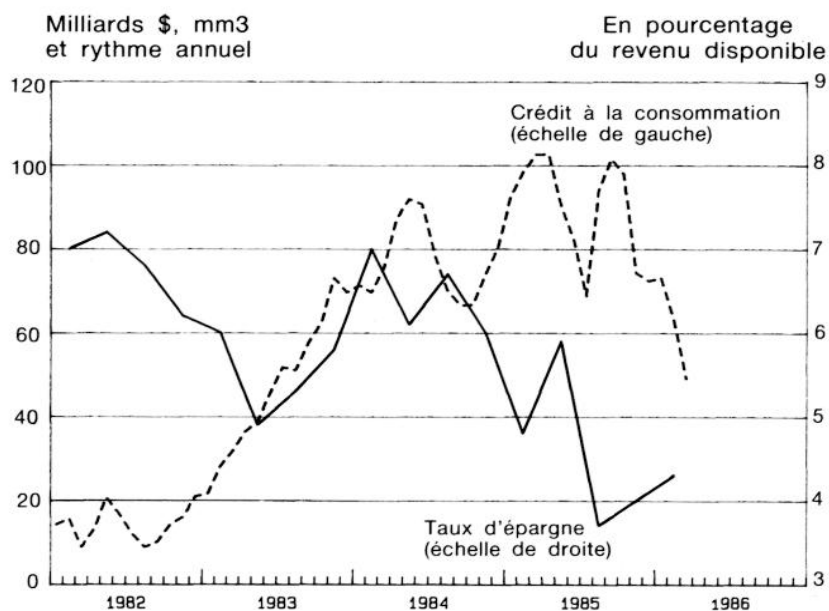
(1) Taux interbancaire au jour le jour.

(1) Voir « la politique monétaire américaine en perspective » Christian de Boissieu et Mariène Kanga, Revue du CEPII, n° 26 et Revue de l'OFCE n° 8, juillet 1984.

(2) A la fin du premier trimestre 1986 les taux de rendement s'étagent de 7 % pour les obligations municipales à 10,5 % pour les obligations privées de seconde catégorie.

Grâce à cette détente des taux d'intérêt la consommation des ménages ne s'est pas trouvée trop limitée par le ralentissement de la croissance de l'emploi et des salaires. Depuis le début de la reprise elle progresse, en terme réel, plus rapidement que le revenu disponible en raison de la forte baisse du taux d'épargne et de la rapide augmentation du crédit. Ces mouvements se sont inversés à partir du troisième trimestre 1985, mais le taux d'épargne reste inférieur à 4,5 % (pour un minimum historique de 3,7 %) et le recours au crédit à la consommation est toujours élevé.

4. Flux mensuel de crédit à la consommation et taux d'épargne



Source : Department of Commerce.

La consommation a, tout comme les autres éléments de la demande finale exprimés en termes réels, connu un profil particulièrement heurté en 1985. Elle n'a progressé que de 0,1 % en rythme annuel au quatrième trimestre après une augmentation de 4,6 % au troisième, due à une intense campagne de promotion des constructeurs automobiles.

L'investissement résidentiel a, depuis le deuxième trimestre, bénéficié du renforcement de la baisse des taux d'intérêt à long terme, notamment sur le marché hypothécaire.

La FBCF privée hors logement a aussi profité de la décline du coût du crédit, mais surtout de la hausse très rapide des profits des entreprises⁽³⁾ en 1984 et 1985. Les fluctuations de l'investissement témoignent cependant du niveau élevé déjà atteint compte tenu des perspectives de croissance ; les achats d'équipement plafonnent dans certains secteurs, tandis que d'autres ont pu être anticipés afin de bénéficier d'une fiscalité encore favorable.

(3) Il s'agit des profits après impôts et distributions de dividendes corrigés de l'appréciation sur stocks et de la consommation de capital dans la mesure où l'imposition des sociétés a été considérablement allégée par des mesures amorcées sous l'administration Carter et renforcées dans l'Economic Recovery Tax Act (ERTA) de juillet 1982. Voir « Etats-Unis : Une croissance hypothéquée » Sabine Mathieu, *Observations et diagnostics économiques*, n° 8, juillet 1984.

Le stockage, particulièrement prononcé au cours des trois premiers trimestres de 1984 dans le secteur non agricole, s'est modéré, puis interrompu à l'été 1985. Les stocks de l'industrie manufacturière ont même baissé en fin d'année, mais ceux du commerce de détail se sont alourdis et le regonflement s'est étendu au premier trimestre 1986. Le déstockage agricole s'est accéléré en fin d'année 1985 en raison de l'augmentation rapide des achats fédéraux.

La croissance n'a pas suffi à réduire le déficit public...

Les dépenses publiques ont continué de croître très rapidement après une pause au premier trimestre 1985. L'exercice fiscal qui s'est achevé le 30 septembre 1985 s'est soldé par un déficit de 212 milliards, contre 185 pour celui de 1984. Les collectivités locales ont dégagé un excédent à peu près identique, de sorte que le besoin de financement total du secteur public est passé de 3,3 à 3,8 % du PNB.

Au début de l'année dernière les discussions budgétaires ont tablé sur des déficits excédant les 200 milliards de dollars, soit 5 % du PNB. Non seulement ce seuil avait toute chance d'être dépassé en 1985, en dépit des efforts réalisés en 1984 ⁽⁴⁾, mais il risquait aussi de l'être encore pendant de longues années. Cette projection était alors apparemment le seul point d'accord entre l'administration et le Congrès, dont les opinions sur les remèdes à apporter divergeaient notablement. L'administration persistait à demander de fortes augmentations du budget de la défense, et se refusait à tout relèvement d'impôts. Le Congrès soutenait sur tous ces points la position contraire. L'essoufflement de la croissance américaine dans un contexte de taux d'intérêt réels élevés faisait craindre un débordement incontrôlable de la dette publique ; ou bien une nouvelle récession risquait d'intervenir si l'on s'aventurait à trop freiner les dépenses publiques ou à trop alourdir la fiscalité.

1. Estimations successives du déficit 1985 (année fiscale) ; budget unifié

	1984				1985			1986
	février		avril	août	février	avril	août	janvier
	(1)	(2)	(3)	(4)	(3)	(3)	(3)	
Recettes	737,3	745,1	753,1	763,8	736,9	740,6	736,0	734,1
Dépenses	944,9	925,5	932,0	930,6	959,1	953,9	947,3	946,3
Déficit	- 207,6	- 180,4	- 179,0	- 166,9	- 222,2	- 213,3	- 211,3	- 212,3

Source : Department of Commerce.

(1) Evolution tendancielle avant mesures nouvelles.

(2) Proposition de l'administration.

(3) Révisions économiques et législations diverses successives.

(4) Prise en compte de la loi sur la réduction du déficit (juin 1984).

(4) Voir chapitre « Contenir la dette publique ».

Du même coup les projections élaborées pour l'année fiscale 1986 étaient accueillies avec scepticisme. L'objectif visé par l'administration était à nouveau de réduire le déficit aux environs de 180 milliards de dollars, mais en partant cette fois-ci de plus haut (222 milliards de dollars pour 1985 en février 1985, date de la proposition). Une moitié de la réduction portait sur des activités de prêts et de logements publics et prêtait peu à controverse. Mais l'autre moitié cristallisait l'opposition entre exécutif et législatif : les propositions de ralentissement du budget défense laissaient encore celui-ci progresser de 12 à 13 %, soit près de 18 milliards de dollars d'accroissement en volume, cependant que les transferts sociaux, les subventions aux Etats et collectivités locales et au secteur privé étaient amputées de 22 milliards de dollars aux prix de 1985. Le Sénat souhaitait pour sa part un simple maintien des dépenses militaires en volume, et la Chambre des représentants réclamait le gel en valeur nominale. A ces difficultés s'ajoutait l'irréalisme des perspectives économiques : + 4 % de croissance en 1986 par rapport à une année 1985 en progression de 3,9 %, alors que celle-ci s'est conclue à + 2,2 % seulement.

2. Estimations successives du déficit 1986 (année fiscale) ; budget unifié

	1985				1986	
	février		avril	août	février	
	(1)	(2)	(3)	(3)	(4)	(5)
Recettes	794,3	793,7	794,3	779,8	776,0	776,0
Dépenses . . .	1 024,5	973,7	971,7	957,7	996,5	984,8
Déficit	- 230,2	- 180,0	- 177,4	- 177,8	- 220,5	- 208,8

Source : Department of Commerce.

- (1) Evolution tendancielle avant mesures nouvelles.
- (2) Proposition de l'administration.
- (3) Révisions économiques et législations diverses successives.
- (4) Moyenne des estimations OMB et CBO.
- (5) Effet des coupes conforme à Gramm-Rudman.

Comme pour le budget 1985 les révisions successives des estimations des recettes et des dépenses ont montré que les premières avaient été surestimées, tandis que les secondes n'étaient que partiellement comprimées par rapport à leur tendance spontanée et continuaient à progresser en volume (tableau 2). En fait l'accroissement des recettes n'est qu'à peine supérieur à celui des dépenses, de 1985 à 1986 selon les estimations de février 1986, alors que leur montant est inférieur de 20 %, et ceci reste insuffisant pour contenir le déficit.

Afin de sortir de cette impasse le Congrès a voté à la mi-décembre 1985 la loi sur l'équilibre budgétaire et le contrôle d'urgence du déficit, plus connue sous le nom de la loi « Gramm-Rudman-Hollings ». Cette loi requiert que le déficit soit supprimé dans les cinq années à venir, elle prévoit qu'en l'absence d'action législative suffisante des coupes automatiques seront opérées dans un certain nombre de dépenses sans

affecter directement les recettes. L'année fiscale 1986 est une année de transition à laquelle est associé un objectif particulier (déficit de 171,9 milliards de dollars). Faute d'atteindre cet objectif les coupes interviennent, mais sont plafonnées exceptionnellement à 11,7 milliards de dollars, répartis pour moitié entre dépenses civiles et militaires, avec certaines possibilités de modulation.

La relative modicité des coupes exigées pour cette année a permis à l'OMB (Bureau de la gestion et du budget) et au CBO (Bureau du budget du Congrès) de présenter un rapport commun au Bureau de comptabilité générale chargé du chiffrage définitif des décisions budgétaires. L'exercice 1986 se déroule en outre dans un climat politique où les deux parties sont convaincues de la nécessité de réduire le déficit qui constitue un argument électoral dangereux. De ce point de vue le calendrier se prête à une action rapide, mais encore modérée en 1986, où des élections partielles ont lieu, et sans doute plus ample en 1987, de façon à disposer d'une marge de manœuvre avant les élections présidentielles de la fin de 1988.

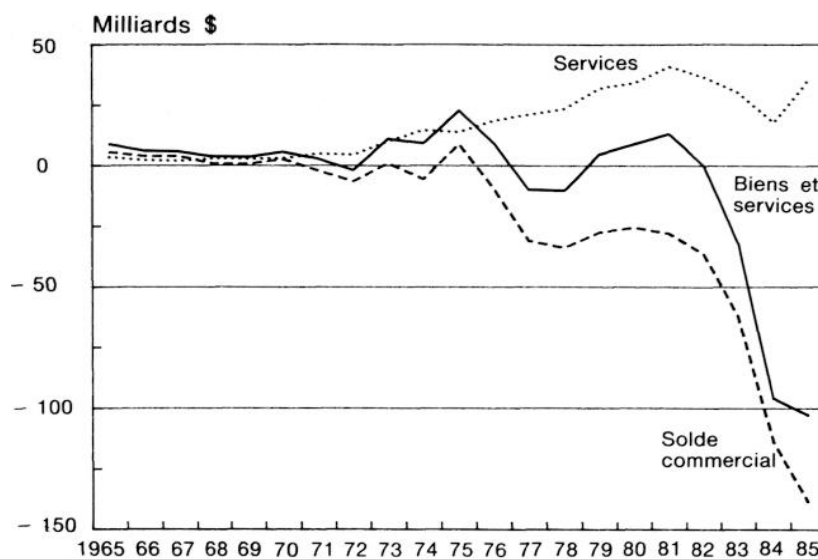
Il n'en reste pas moins que les problèmes sont loin d'être résolus en totalité : à plus de 200 milliards de dollars, le déficit fédéral contribue à gonfler la dette publique. L'objectif de déficit 1987 est ambitieux (- 144 milliards de dollars, soit une réduction d'au moins 1,5 % du PNB). L'incertitude qui pèse sur la constitutionnalité de la loi Gramm-Rudman-Hollings fait douter de la possibilité d'atteindre un tel objectif si l'administration et le Congrès n'y sont pas contraints. La conjoncture incertaine du début de l'année 1986 aux Etats-Unis et dans de nombreux autres pays est de nature à freiner les velléités de rigueur budgétaire.

... mais elle a accentué le déséquilibre extérieur

En 1985 la détérioration du solde des échanges extérieurs s'est poursuivie. Les importations, après s'être contractées en début d'année en raison de la baisse des importations de pétrole et de produits raffinés, se sont ensuite rapidement accrues, principalement dans l'automobile et les autres biens de consommation. Les exportations ont diminué tout au long de l'année en raison notamment de contre-performances dans les produits agricoles et les biens de consommation. Elles ne se sont redressées qu'en fin d'année, mais insuffisamment pour retrouver leur niveau moyen du premier semestre ou même pour compenser l'augmentation rapide des importations en ce quatrième trimestre 1985 (+ 24,5 % en volume en rythme annuel). Le déficit commercial a alors atteint près de 40 milliards de dollars et 124 pour l'ensemble de l'année.

Cette aggravation du déséquilibre extérieur jusqu'à la fin 1985 résulte en quasi-totalité des volumes d'échanges, car les prix des importations n'ont pas évolué plus rapidement que les prix des exportations dans cette première phase de baisse du dollar. Il y a donc eu jusqu'au début de 1986 maintien de la pression de la concurrence étrangère sur le marché intérieur, et la production nationale a continué à céder du terrain face aux concurrents extérieurs.

5. Solde des transactions de biens et services



Source : Department of Commerce (Balance des paiements).

A mesure que le dollar se déprécie il devient plus difficile à ces concurrents de prélever sur les marges accumulées dans les années 1983 et 1985. Selon que leur implantation sur le marché américain est solide ou non cette dépréciation conduit à relever les prix ou à se retirer du marché. Dans le premier cas une baisse significative du dollar aura surtout pour résultat d'accroître les coûts de production ou de réduire la concurrence, et le déficit commercial s'élargira en valeur ; dans le second le volume d'importations baissera et celui des exportations se redressera à l'avantage de la production nationale.

... dont même les Etats-Unis ne peuvent manquer de tenir compte

Ce constat plutôt décevant sur l'état de santé de l'économie américaine n'a pas été mené sur un cycle complet. Il est donc prématuré d'en tirer des conclusions définitives sur le succès ou l'échec de la politique économique suivie depuis le début des années quatre-vingt. Les Etats-Unis se trouvent en effet dans une situation ambiguë en tant que grand pays. Ils ont eu longtemps et gardent dans une certaine mesure une grande indépendance dans la gestion de leur économie, comme en témoigne encore maintenant l'afflux des capitaux étrangers venant financer le déficit extérieur courant. Toutefois ils ne peuvent réaliser à eux seuls n'importe quel taux de croissance et se trouvent sous certains aspects dans la même position qu'un pays en développement qui est à court de moyens financiers et doit réduire ses ambitions. Les secteurs traditionnels ne peuvent être maintenus en même temps que s'étendent les secteurs d'avenir. Les revenus tirés de l'activité sont insuffisants pour supporter les ambitions de la politique budgétaire.

Il n'était simplement pas possible de financer une expansion durable tant que les coûts d'approvisionnements à l'étranger, nécessaires à la production nationale, n'auraient pas eux aussi été comprimés en réaction à la cure de désinflation imposée par les Etats-Unis, mais aussi tant que les prix des biens concurrents resteraient sous-évalués du fait

des programmes d'austérité ou des politiques de change des autres pays.

C'est ici que l'effet d'entraînement de l'économie américaine sur le reste du monde peut bénéficier en retour à celle-ci et au minimum atténuer, sinon gommer, l'impression défavorable qui ressort du présent constat. Deux événements sont venus inaugurer cette deuxième phase des relations internationales des années quatre-vingt : la chute du prix du pétrole et la remontée des monnaies allemande et surtout japonaise vis-à-vis du dollar. Il semble que ces événements constituent le ballon d'oxygène que recherchaient les responsables de la politique économique américaine.

Ces responsables ont trouvé là l'opportunité de relâcher davantage la contrainte monétaire, afin de relancer la croissance, sans pour autant renoncer à l'objectif de lutte contre l'inflation. Au-delà des controverses qui ont opposé l'administration Reagan et la Réserve fédérale, et dans le cadre de l'émergence d'une coordination internationale pour relancer la croissance, le taux d'escompte, qui était resté inchangé depuis mai 1985, a été ramené à 7 % en mars 1986, puis 6,5 % en avril, entérinant la baisse des taux d'intérêts nominaux sur le marché du crédit.

Ces éléments seront-ils suffisants pour permettre à l'économie américaine de venir à bout des déséquilibres qui subsistent dans ses comptes extérieurs et publics ? Peut-on envisager, et à quel horizon, un retour à une croissance plus ferme qui redonnerait plus de vigueur au cycle actuel ? C'est en vue de tenter d'éclairer ces questions que la deuxième partie de la chronique est centrée sur les effets de la baisse du prix du pétrole, la nature de la détérioration des échanges extérieurs et les tendances en cours de la politique budgétaire.

Le bilan pétrolier

La chute du prix du pétrole, en dépit des difficultés qu'elle entraîne pour ce secteur...

Pays producteur de pétrole, les Etats-Unis ont d'abord ressenti les effets négatifs de la chute du prix du pétrole. Le prix spot du brut de référence américain, le *West Texas Intermediate*, qui s'était redressé de 26 dollars à 32 dollars environ entre février et novembre 1985, période de forte baisse du dollar, a chuté par étapes à 26 dollars début janvier, puis 20 dollars en fin de mois, puis jusqu'à 12 dollars à la fin mars, pour osciller à présent entre ce prix et 16 dollars ⁽⁵⁾. Le coût moyen du brut accédant en raffinerie est d'environ 16 dollars après une moyenne de 26,7 dollars en 1985, soit une baisse de 40 %.

En fait l'examen historique des cours du pétrole brut montre que les prix réels aux Etats-Unis s'étaient, en dollars de 1985, maintenus en moyenne à 8,6 dollars, de 1886 à 1972 ⁽⁶⁾. Plus encore que le premier

(5) Cf. dans ce numéro de la Revue : les articles de J. Adda et J.M. Jeanneney.

(6) *Source* : Bank of America.

choc pétrolier, c'est la libération des prix qui, faisant suite au second choc, a stimulé la production et la recherche durant la première moitié des années quatre-vingt. A présent une partie de cette activité d'extraction se trouve subitement non rentable, et l'exploitation est ralentie ; les profits du secteur pétrolier au sens large ⁽⁷⁾ ont été amputés, et avec eux les recettes publiques ; les banques qui financent ce secteur éprouvent des difficultés, renforcées par l'extension du marasme des régions du Sud-Ouest où elles sont généralement implantées.

Ainsi les *stripper wells*, puits où l'on utilise des méthodes de récupération coûteuses pour extraire des gisements de pétrole résiduel, ont des coûts de production s'étageant de 4 dollars à 30 dollars le baril ⁽⁸⁾. A 15 dollars le baril la production non rentable atteindrait 300 000 barils par jour soit 3 % à 3,5 % de la production pétrolière des Etats-Unis.

Le coût total d'addition d'un baril supplémentaire aux réserves de pétrole a baissé ces dernières années avec les coûts de forage, mais reste plus élevé aux Etats-Unis que dans le reste du monde. Ce coût d'environ 8 dollars par baril est à ajouter au coût d'exploitation pour tenter d'évaluer les conséquences à plus long terme d'une situation où le prix du baril resterait durablement en dessous des 18-20 dollars.

En mars dernier les projets d'investissements pétroliers ont en conséquence fortement baissé pour 1986 et chuteraient d'un quart dans l'exploitation.

Les profits nets de l'industrie pétrolière, qui avaient beaucoup augmenté en 1980, pour dépasser 25 milliards de dollars en 1981 après impôts, ont diminué à partir de 1982 et n'atteignaient plus que 13 à 13,5 milliards de dollars en 1985. Ils se seraient maintenus à ce niveau au premier trimestre 1986, mais pour des raisons en partie exceptionnelles. La baisse du pétrole a permis aux raffineries de disposer de marges plus importantes, spécialement pour les activités des filiales situées en Europe où les prix à la distribution n'ont pas suivi intégralement la chute des cours en dollars. Les fournisseurs de matériel d'exploitation et de forage ont encouru des pertes s'élevant à 360 millions de dollars pour l'ensemble du quatrième trimestre et du premier trimestre 1986.

Les rentrées fiscales ont aussi pâti de cette évolution, spécialement la taxe sur les profits exceptionnels instaurée en avril 1980. Cette taxe est prélevée sur l'écart entre un prix de base (s'étageant de 12,81 dollars à 16,55 dollars) et le prix de vente réel du brut, avec un taux variant de 30 % à 70 % selon le produit, la date de mise en service du puits, le mode de récupération et la taille du producteur. Son rendement a été maximal en 1981 (23,3 milliards de dollars), mais n'a plus rapporté que 8,9 milliards de dollars en 1984 et devrait être pour 1986 inférieur aux 4 milliards escomptés dans le projet de budget.

Les banques tournées vers le secteur pétrolier ont vu leurs bénéfices fléchir en ce début d'année du fait de provisions pour pertes, principa-

(7) C'est-à-dire incluant le raffinage, la production, l'exploration et le matériel de forage.

(8) *Source* : Direction de la prévision.

lement celles situées au Texas. Le tassement des profits nets du secteur bancaire (- 4 % par rapport au premier trimestre 1985) leur est imputable pour moitié.

Les données économiques régionales accusent des disparités inhabituelles. Ainsi l'indice de confiance des consommateurs, calculé par le Conference Board, a chuté de 23 % en un an dans la région pétrolière du Sud-Ouest central, alors qu'il restait pratiquement stable ailleurs. Bien que l'emploi dans le pétrole soit inférieur à 1 % de l'emploi total, sa concentration régionale y a amplifié les difficultés d'emploi, déjà sensibles en raison des problèmes de l'agriculture et du bâtiment.

... réduit l'inflation, accroît l'activité et atténue le déficit extérieur

La première incidence bénéfique tangible est *le ralentissement des prix* à la production déjà mentionné. La consommation de pétrole atteignant environ 150 milliards de dollars aux Etats-Unis, les gains réalisés pourraient dépasser 50 milliards de dollars si le prix se maintient dans la plage des 16-18 dollars en 1986 et 1987 ⁽⁹⁾. Sur l'ensemble des prix à l'utilisation la baisse mécanique est de 1,2 % ; elle est de 0,8 % sur le prix du produit intérieur brut. L'effet d'entraînement sur les salaires et sur les prix des autres biens, y compris sur les biens importés, est plus incertain dans l'immédiat. La part des salaires sujets à indexation a tendu à diminuer ces dernières années ; à un moment où la baisse du dollar vient amputer les marges bénéficiaires des exportateurs étrangers, ceux-ci sont moins enclins à répercuter les baisses de coût.

Aussi paraît-il prudent de ne pas retenir les estimations les plus optimistes, qui vont jusqu'à envisager un tassement des prix à la consommation d'environ 3 % dès cette année, et de s'appuyer surtout sur l'estimation mécanique. En février le prix du gallon d'essence sans plomb était encore de 1,034 dollar ; si toute la baisse était répercutée jusqu'au consommateur, le prix pourrait descendre jusqu'à 0,85 dollar, soit une baisse d'environ 25 %. Essence et fuel domestique comptant pour 4 % du budget des ménages, l'incidence immédiate serait au plus de 1 % ; celle sur les autres formes d'énergie — électricité et gaz — serait de l'ordre de 0,2 % à 0,3 % ; celle sur les autres biens et services, d'environ 0,5 %, soit un peu moins de 2 % au total. La hausse des prix à la consommation serait alors ramenée à environ 2,5 % à 3,0 % en moyenne annuelle 1986, au lieu de se situer entre 4,5 % et 5,0 %.

Dire que les avantages de la baisse du pétrole en termes de prix ont lieu une fois pour toutes reviendrait à nier les effets secondaires de diffusion à l'ensemble de l'économie sous prétexte qu'ils ne sont pas sensibles dès à présent. En fait les négociations salariales intervenant en 1987 seront influencées par l'évolution actuelle des prix et les tensions résultant de la dépréciation du dollar s'en trouveront partiellement gommées. On assisterait alors au mouvement inverse de celui prévalant cette année : en 1986 un gain de pouvoir d'achat inattendu

(9) Voir J. Adda « La baisse du prix du pétrole » dans le même numéro de la revue.

aura résulté de la baisse du prix du brut et l'inflation se sera réduite surtout mécaniquement ; en 1987 l'inflation continuera à être tirée vers le bas, mais une part du gain de pouvoir d'achat de cette année risque d'être perdue.

L'activité est influencée de diverses manières par ce mouvement de prix. Aux problèmes sectoriels déjà mentionnés, qui pèsent négativement, s'ajoutent les attentes de baisse des prix des produits gros consommateurs d'énergie ou de produits dérivés du pétrole (chimie, plastiques...) qui peuvent éventuellement s'étendre, par le jeu de la concurrence, aux produits substituables. Le stockage peut donc s'en trouver sensiblement freiné dans un premier temps, mais ceci ne saurait excéder un ou deux mois après que les prix du brut voient leur baisse interrompue. Le projet de taxe spéciale sur les importations de pétrole ayant été abandonné, le gouvernement ne fait pas écran à la transmission des diminutions de coût énergétique. En la phase actuelle du cycle, où les entreprises ont déjà beaucoup investi, ce sont les ménages, dont l'optimisme reste élevé, qui peuvent le plus rapidement accroître leur demande. En effet non seulement le tassement actuel des prix améliore le pouvoir d'achat des revenus, mais il a suscité une détente supplémentaire des taux d'intérêt nominaux, qui augmente la capacité d'emprunt des ménages. Ceux-ci sont d'autant plus enclins à consommer que leurs avoirs financiers enregistrent dans le même temps d'importantes plus-values boursières.

Selon diverses estimations émanant d'organismes internationaux (FMI, OCDE) ou américains, l'impact sur l'activité serait positif en 1986 et de l'ordre de 0,5 %. Cependant la moyenne des taux de croissance prévus pour cette année en avril par vingt-cinq services économiques de banques et de grandes entreprises n'est pas supérieure à celle de début février, soit + 3,1 %. Cette discordance apparente provient de la prise en compte, entre ces deux dates, de l'essoufflement de la croissance aux Etats-Unis, qui fait maintenant retenir pour le début de l'année un niveau de départ plus faible. Il y a toutefois bien une révision en hausse du profil entre le premier trimestre 1986 et le premier trimestre 1987, soit + 0,6 % à 0,7 %. Ceci souligne à la fois le décalage dans le temps entre l'annonce de la baisse du brut et son incidence réelle, et l'incertitude sur l'ampleur de cette incidence. En avril le FMI chiffrerait celle-ci entre 0,5 et 1 point de relèvement du PNB des pays développés à l'horizon de 1987. L'OCDE plus optimiste annonçait en mai au minimum 1,5 point, dont 1,2 aux Etats-Unis. Le rapprochement des différentes évaluations fait en définitive attendre surtout des effets progressifs à compter du deuxième semestre 1986, jouant en année pleine sur 1987, dont le taux de croissance serait alors relevé d'environ un point.

Le déficit extérieur est allégé dès à présent, comme le font apparaître les données disponibles jusqu'en avril. Le prix à l'importation des produits pétroliers est revenu de 27,6 dollars par baril en décembre 1985 à moins de 15 dollars en avril 1986, l'essentiel de la baisse s'étant produit depuis février.

Sur la base des quantités moyennes importées en 1985 et d'un prix avoisinant 16 dollars, l'économie réalisée en année pleine est de 20 milliards de dollars.

3. Importations de pétrole brut et raffiné

	1985		1986			
	Moyenne mensuelle	Décembre	Janvier	Février	Mars	Avril
Prix par baril	26,9	27,6	27,1	24,9	19,5	14,9
Quantité (millions barils)	153,4	176,2	180,3	152,1	168,7	143,6
Valeur (milliards dollars) . . .	4,13	4,86	4,89	3,78	3,29	2,14

Sources : Survey of Current Business. Actualisation OFCE.

Elle sera d'environ 15 milliards de dollars en 1986 en raison des prix plus élevés pratiqués en début d'année. Cependant un surcroît d'importation interviendra, provenant de la reprise de l'activité, de la réaction des consommateurs à la diminution des coûts et de la disparition de la production non rentable. Ce surcroît pourrait être de près de 0,8 million de baril par jour dès cette année, et d'un peu plus de 1 million en 1987 par rapport à 1985. La facture pétrolière brute serait alors ramenée à un peu moins de 40 milliards de dollars en 1986, et vers 38-39 milliards de dollars en 1987, si l'on admet une remontée du prix du baril à 19 dollars.

La facture pétrolière nette, déduction faite des exportations américaines de pétrole brut et de produits raffinés, serait atténuée dans de moindres proportions, car les prix des livraisons à l'étranger baisseront également. Le gain ne serait alors que d'environ 9 milliards de dollars en 1986 et 5 à 6 milliards de dollars en 1987.

En quête d'une meilleure compétitivité

Le déficit extérieur revêt une ampleur inaccoutumée en raison de la détérioration des échanges industriels...

Le commerce extérieur a pris une importance croissante dans l'activité économique des Etats-Unis. Le total des échanges de biens et services rapporté au PNB ⁽¹⁰⁾ s'est considérablement accru entre 1970 et 1980. En valeur il est passé de près de 13 % à 24,5 % du PNB, alors qu'il fluctuait autour de 10 % depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Ce rapport a ensuite décliné, revenant à 20,5 % en 1985 en raison des mouvements de prix relatifs. Depuis 1980 le prix des exportations a augmenté moins rapidement que celui du PNB, respectivement 2,9 % contre 5,5 % en moyenne annuelle, tandis que le prix des importations était stable. Ce mouvement est encore plus marqué depuis

(10) Importations + exportations/PNB.

1982. En raison de l'appréciation du dollar et du ralentissement de l'inflation interne aux Etats-Unis l'accroissement du prix des exportations n'a été que de 1,1 % par an et celui des importations de 1,4 % par an. Dans le même temps l'indice des prix du PNB a augmenté de 4 % l'an.

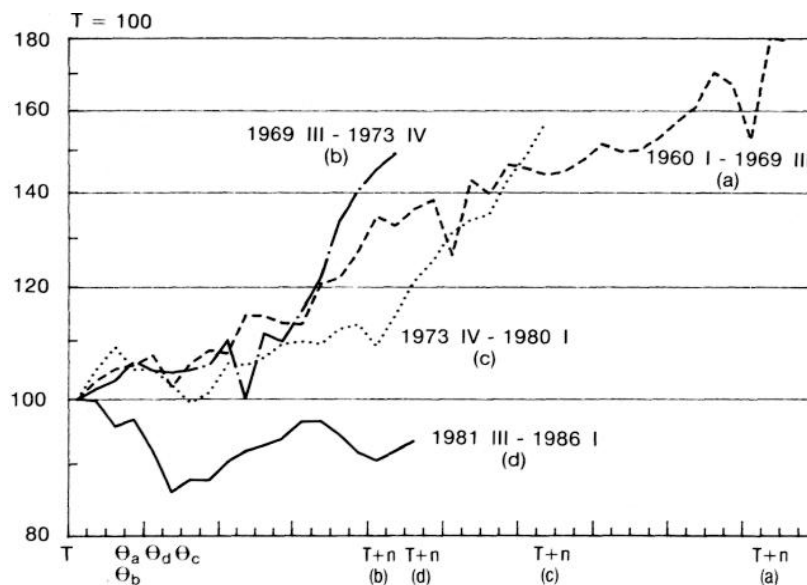
En dollars de 1982 le poids des échanges extérieurs s'est accru jusqu'à la fin de 1985. Depuis 1980 ceci est dû exclusivement aux importations, qui se sont élevées de 10,4 % du PNB à 13,1 % en 1985, tandis que les exportations ont régressé de 12,2 % à 10,1 %.

L'intensification des relations commerciales entre les Etats-Unis et le reste du monde s'est donc accompagnée d'une pénétration plus grande du marché intérieur par les importations, qui n'a pas été compensée par un développement similaire des exportations.

Il est certes habituel qu'à la sortie d'une récession les importations se relèvent plus vivement que les exportations ; la demande intérieure se redresse en effet rapidement durant la phase initiale de reprise et s'accroît donc plus vite que la demande de la moyenne des clients étrangers. Ceci est sans doute encore plus valable aux Etats-Unis, qui jouissent d'une autonomie supérieure à celle des autres pays et ainsi influent davantage sur l'activité de leurs partenaires dans une situation médiocre. Ceux-ci ont subi avec un certain décalage le contre-coup de la récession américaine.

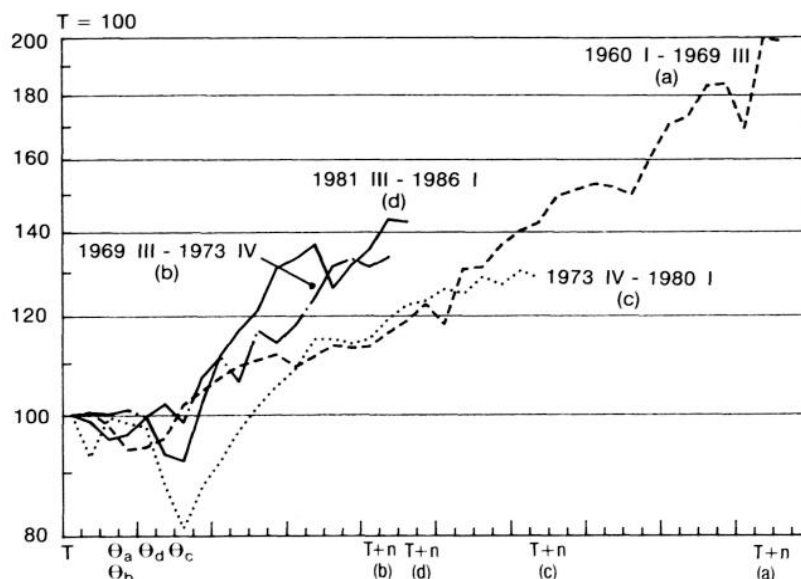
La confrontation des cycles américains successifs fait toutefois apparaître que l'ampleur de la dégradation intervenue au cours du présent cycle est sans précédent. Les importations ont crû plus fortement que dans les deux cycles antérieurs, ce qui n'est pas dû uniquement à un effet de rattrapage, et l'atonie des exportations a été exceptionnelle puisqu'elles restent en deçà du dernier pic pré-récessionniste ⁽¹¹⁾.

6. Exportations de biens et services en dollars de 1982. Comparaison des cycles selon le PNB



Sources : Department of Commerce (comptes nationaux), OFCE.

(11) Ceci se vérifie, que l'on prenne pour référence les taux de croissance annuels moyens sur la totalité des cycles passés, ou bien sur une durée identique à celle du présent cycle, soit 14 trimestres depuis le creux de la récession (voir graphique).



7. Importations de biens et services en dollars de 1982. Comparaison des cycles selon le PNB

Sources : Department of Commerce (comptes nationaux), OFCE.

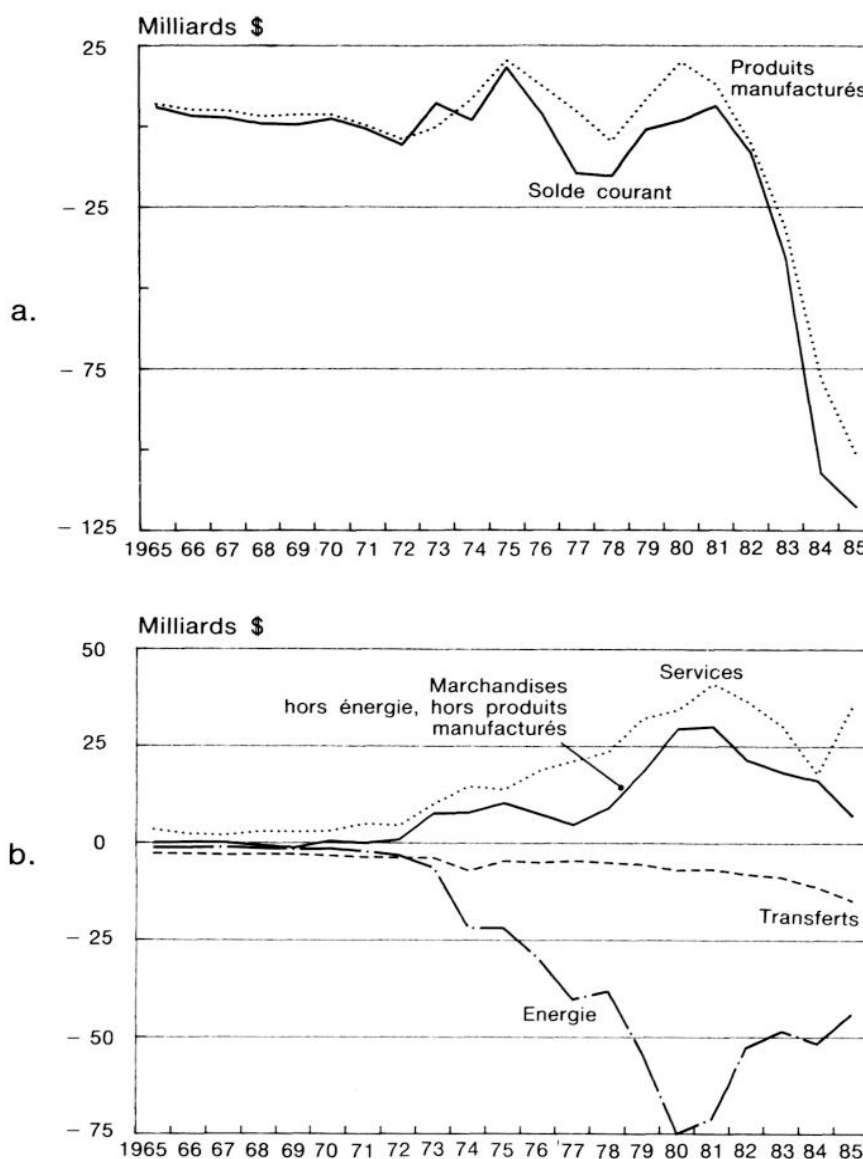
La détérioration du solde des échanges de biens et services, estimée dans le cadre des comptes nationaux, n'a donc pas d'équivalent dans l'après-guerre. A l'exception d'une courte période en 1977-1978, où le dollar s'était subitement déprécié, le solde des biens et services n'avait cessé d'être positif jusqu'au printemps 1983. Sur la base des statistiques de balance des paiements, dont les concepts sont plus restrictifs⁽¹²⁾, le dernier surplus a été enregistré en 1981, avec 13 milliards de dollars, l'équilibre a été tout juste atteint en 1982 et les déficits sont allés croissant pour s'élever à près de 103 milliards de dollars en 1985.

Jusqu'en 1983 le solde des paiements courants⁽¹³⁾ était très voisin du solde des échanges de produits manufacturés. En effet les excédents dégagés pour les services et les biens non manufacturés, hors énergie, compensaient les déficits des transferts et de l'énergie. En 1984 l'accroissement, de plus de 45 milliards de dollars, du déficit en produits manufacturés n'a pu être compensé. En 1985 la diminution de 7 milliards de la facture énergétique et surtout l'accroissement de près de 20 milliards de l'excédent des services, notamment grâce à l'augmentation des recettes des investissements directs, ont permis de limiter la détérioration du solde courant, bien que le solde des produits manufacturés se soit de nouveau dégradé de 23 milliards, tandis que l'excédent dans les autres produits se contractait de près de 10 milliards de dollars, en raison principalement des méventes de produits agricoles.

(12) L'écart entre les deux définitions a atteint 20,7 milliards de dollars en 1981 et 27,0 en 1985. Les principales différences proviennent de délimitations géographiques et du traitement des versements d'intérêt sur les titres publics.

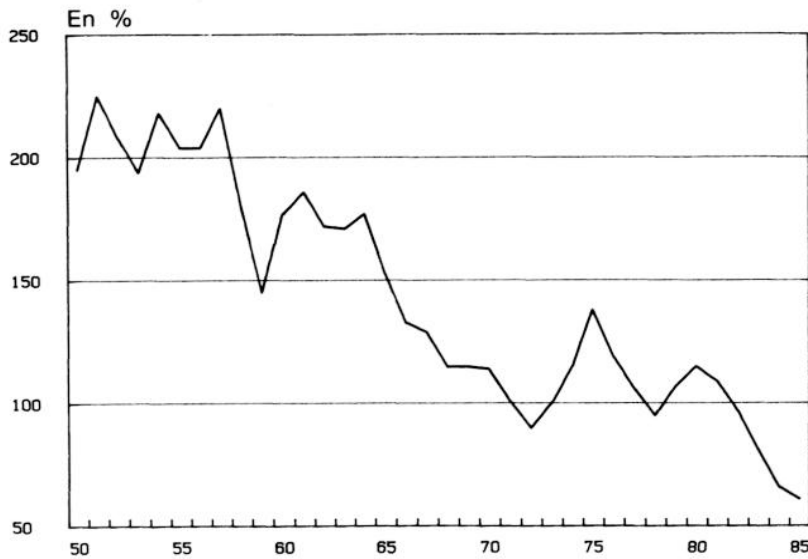
(13) On passe du solde des biens et services à celui des paiements courants en ajoutant les transferts unilatéraux publics et privés (aide publique, retraites de l'Etat versées à l'étranger, envois de fonds des travailleurs immigrés dans leur pays d'origine...).

8. Solde courant et soldes par produits



Source : Department of Commerce (balance des paiements).

De l'équilibre en 1980, le solde courant a donc atteint un déficit de 118 milliards de dollars en 1985, ce qui est principalement dû au passage d'un excédent des échanges manufacturés de 20 milliards à un déficit qui a dépassé les 100 milliards l'année dernière. Cette orientation n'est toutefois pas nouvelle. Le taux de couverture des produits manufacturés n'a cessé de diminuer depuis le lendemain de la seconde guerre mondiale. La dépréciation du dollar au cours des années soixante-dix avait seulement interrompu cette tendance. La dégradation des années quatre-vingt a certes été rapide, mais elle est comparable à celle de la fin des années cinquante. Elle a attiré l'attention parce que dorénavant le taux de couverture est inférieur à l'équilibre (100).

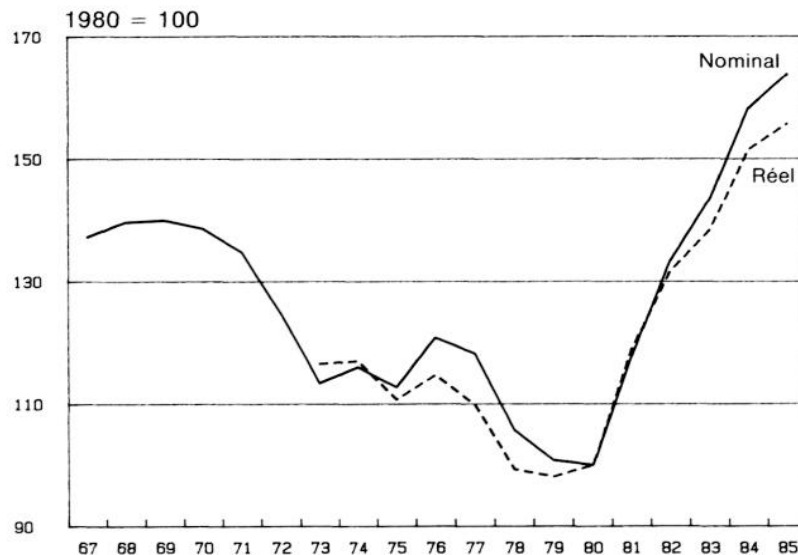


9. Taux de couverture. Produits manufacturés

Source : Department of Commerce.

... qui s'est accentuée avec l'appréciation du dollar et le décalage conjoncturel...

Lorsque, à la fin de 1979, la maîtrise de l'inflation est considérée comme l'objectif principal, les autorités monétaires changent de politique et optent dans le même temps pour un dollar fort. Le mouvement est déjà enclenché lorsque le président Reagan est élu et, *a fortiori*, lorsqu'il prend ses fonctions.



10. Taux de change effectif du dollar

Source : Federal Reserve Board.

Que l'appréciation du dollar ait été voulue ou non par les Etats-Unis, on peut énumérer quelques raisons qui pouvaient la leur rendre souhaitable.

- De nouveaux concurrents se faisaient de plus en plus actifs dans le commerce international de produits manufacturés. Or les écarts de

coûts salariaux vis-à-vis des NPI étaient trop importants pour pouvoir être compensés par une dépréciation de la monnaie américaine, d'autant plus que la plupart de ces nations maintiennent une parité quasiment fixe avec le dollar (voir tableau 4).

- Une appréciation du dollar devait permettre de faire baisser le prix des importations ou du moins d'en limiter la progression, de sorte que les pressions inflationnistes « importées » diminueraient.

- Le renouveau de concurrence qui s'exercerait ainsi sur un tissu industriel vieillissant pousserait les entreprises américaines à se moderniser et à se spécialiser. Seules les industries compétitives par la qualité des produits offerts pourraient prospérer. C'est dans ce contexte que s'est développé un tissu de PME à la fois fragile et puissant. Fragile, car leur durée de vie est très courte, souvent inférieure à une année. Puissant, car la conjonction de la concurrence extérieure et la précarité de l'emploi ont conduit à une très forte « auto-limitation » des revendications salariales, tandis que les syndicats n'avaient pas les moyens de s'organiser face à la modification brutale de leur environnement.

- L'aspect psychologique enfin a revêtu à la fin des années soixante-dix une importance particulière. Lorsque Ronald Reagan accède à la présidence, c'est une nation en proie au doute qui le porte au pouvoir pour effacer les humiliations récentes. L'affaire des otages retenus en Iran et l'échec de l'intervention armée sont venus renforcer le climat de morosité qui s'est installé. Si l'appréciation du dollar n'est pas le gage d'une plus grande puissance économique, elle peut être perçue comme telle par l'opinion publique, trop heureuse de pouvoir croire à une hégémonie américaine retrouvée. Reagan reprend ce sentiment à son compte.

Le résultat a dépassé les espérances. Le taux de change effectif nominal du dollar s'est apprécié de 80 % du troisième trimestre 1980 au premier trimestre 1985 ; puis il s'est déprécié, mais de 25 % seulement, dans l'année qui a suivi son niveau historique de mars 1985. La déclaration du groupe des Cinq, du 21 septembre, a entériné, voire amplifié, un mouvement qui avait débuté six mois auparavant. Cet accord revêt néanmoins une importance particulière du fait que les autorités économiques américaines ont publiquement exprimé leurs souhaits concernant, si ce n'est le niveau, du moins le sens de la variation devant affecter leur monnaie. Ce bouleversement par rapport au laisser faire traditionnellement affiché a été vite confirmé par les interventions des autorités fédérales sur le marché des changes.

Ce revirement des dirigeants américains est lié à la dégradation du solde de leurs échanges extérieurs. Les Etats-Unis ont bien bénéficié d'une amélioration de leurs termes de l'échange en produits manufacturés. Mais l'effet sur les volumes a été beaucoup plus fort que celui sur les prix. Ainsi de 1980 à 1985 les Etats-Unis ont perdu 20 % de leurs parts de marché à l'exportation, tandis que le taux de pénétration de leur propre marché s'accroissait de 60 %.

4. Comparaison des salaires mensuels moyens des ouvriers

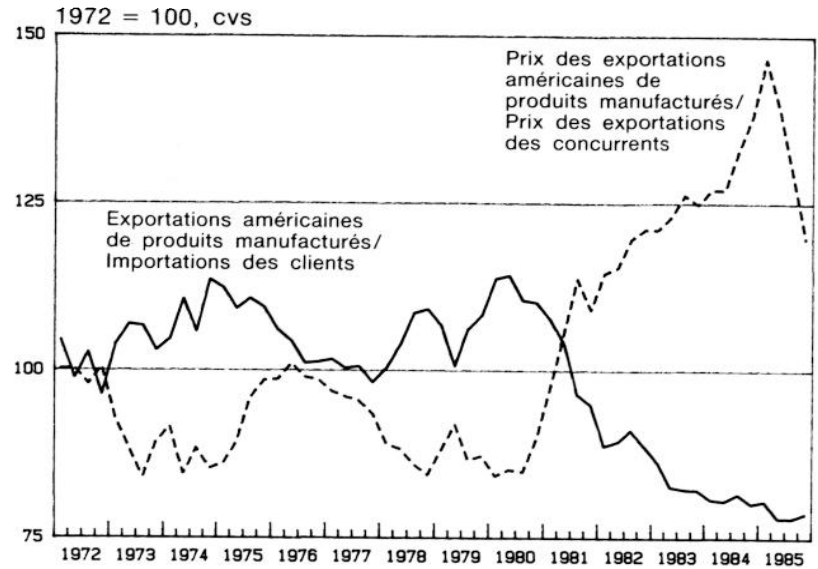
	Taiwan		Japon		Corée		RFA		France		Etats-Unis		Mexique	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
1975	90	387	552	2 366	79	339	629	2 696	381	1 632	763	3 270	273	1 170
1976	106	508	619	2 958	107	511	664	3 173	378	1 806	837	4 000	278	1 329
1977	128	629	748	3 675	143	703	769	3 779	415	2 040	916	4 501	297	1 459
1978	150	679	1 020	4 603	192	867	938	4 233	506	2 285	997	4 500	339	1 530
1979	182	774	1 040	4 425	247	1 051	1 096	4 663	604	2 568	1 077	4 582	396	1 685
1980	223	941	1 079	4 559	241	1 018	1 183	5 000	696	2 942	1 154	4 876	478	2 020
1981	252	1 370	1 178	6 402	259	1 408	1 002	5 445	615	3 340	1 272	6 910	587	3 190
1982	262	1 723	1 082	7 111	276	1 814	977	6 421	573	3 768	1 321	8 682	332	2 182
1983	276	2 105	1 175	8 955	292	2 225	965	7 355	545	4 150	1 416	10 792	236	1 799
1984	325	2 843	1 229	10 740	304	2 657	897	7 839	511	4 468	1 495	13 065	266	2 325

Sources : Direction générale des comptes nationaux de Taiwan et Bulletins mensuels de statistiques des Nations-Unies (repris dans « La Corée du Sud et Taiwan à la recherche d'un second souffle économique », Revue de l'OFCE n° 14, janvier 1986.

(1) En dollars américains courants.

(2) En francs français courants.

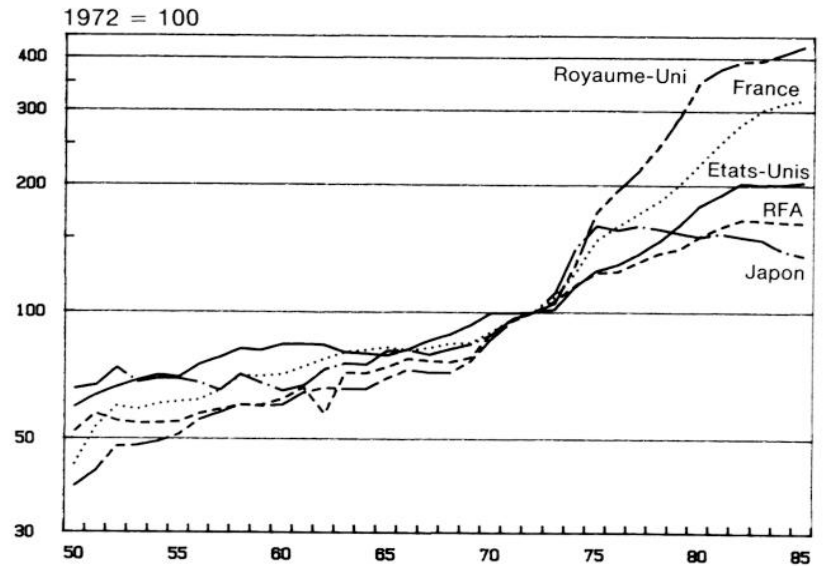
11. Prix relatif et part de marché



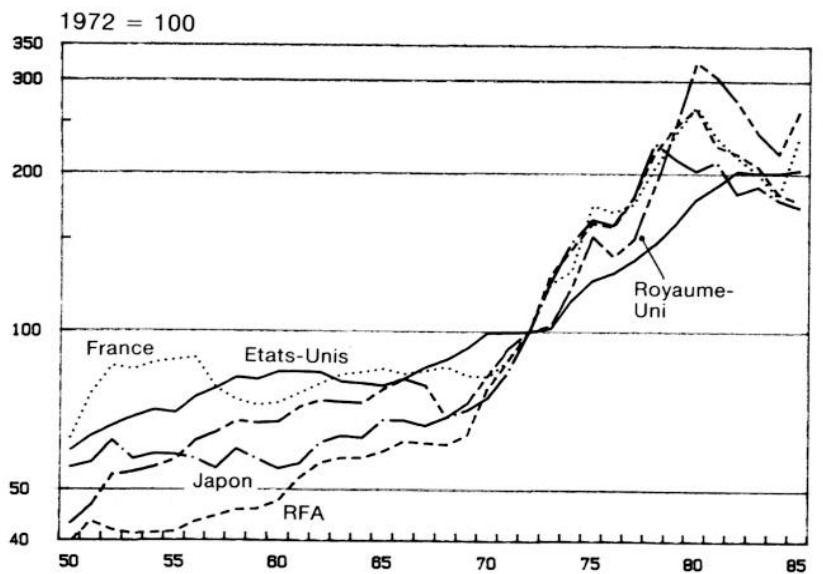
Source : OFCE.

12. Coût unitaire du travail dans l'industrie manufacturière

a. En monnaie nationale

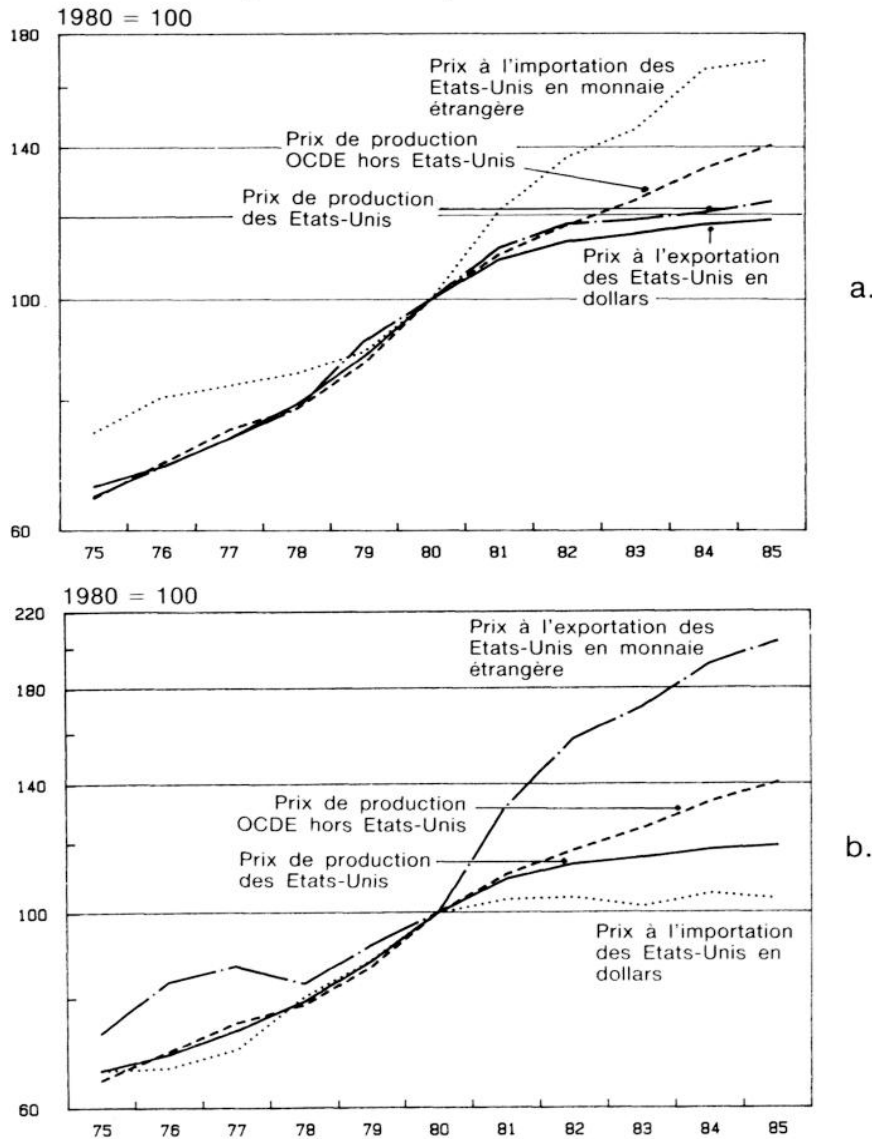


b. En dollars



Source : Bureau of Labor Statistics.

13. Comparaison de prix dans l'industrie manufacturière



Sources : OCDE, OFCE.

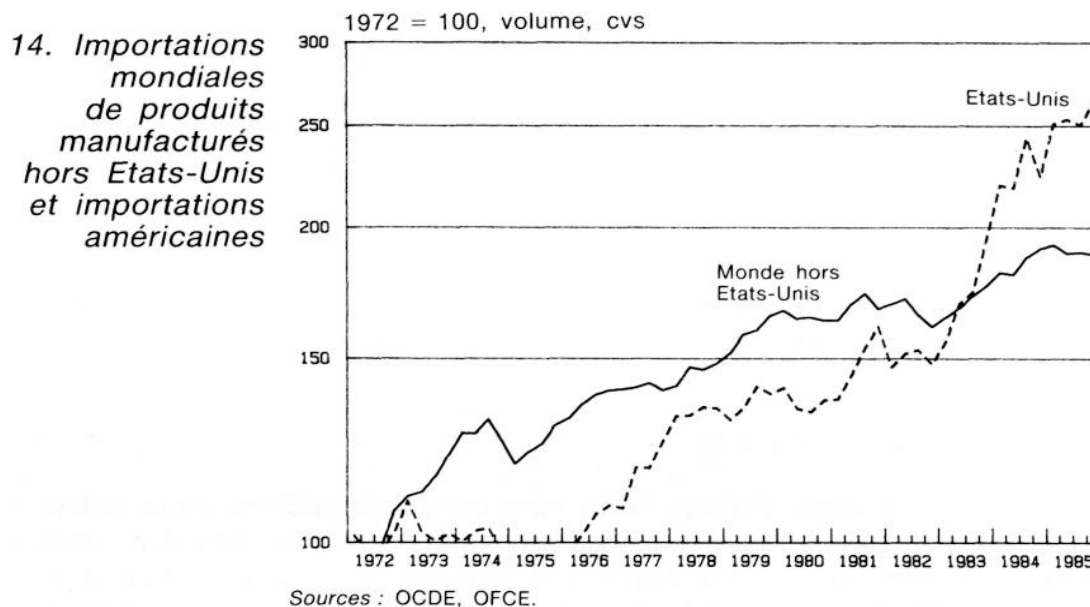
L'appréciation de la monnaie américaine a pesé sur le coût unitaire du travail aux Etats-Unis dans la mesure où les coûts de ses principaux concurrents industriels ont, convertis en dollars, baissé fortement (graphiques 12). Néanmoins, tandis que le coût unitaire du travail, qui reflète les changements dans la productivité et la rémunération horaire, est resté stable aux Etats-Unis depuis 1982, il a baissé dans les industries manufacturières japonaise et allemande, et ce dans leur propre monnaie. L'appréciation du dollar a donc exercé une influence importante, mais non exclusive.

De fait, et malgré une progression très modérée des prix de production américains, inférieure à celle des autres pays de l'OCDE, les partenaires commerciaux ont pu accroître fortement leurs marges dans leur propre monnaie sur le marché des Etats-Unis, tout en maintenant stables depuis 1980 leurs prix exprimés en dollars. A l'exportation les prix américains se sont accrus de moins de 3 % par an depuis 1981 (graphiques 13).

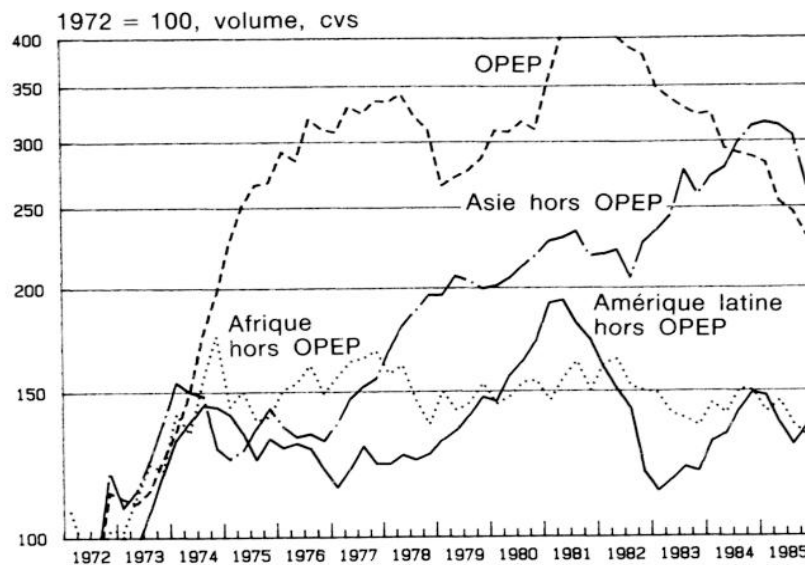
Le gouvernement et surtout le ministère du Commerce ont manifesté leurs préoccupations quant à la poursuite de la dégradation du solde des échanges extérieurs des Etats-Unis. La résurgence protectionniste, surtout manifestée par des propositions de loi au Congrès, jusqu'ici bloquées par le veto de Reagan, en a été l'une des conséquences directes. Dorénavant l'Amérique attend avec impatience les conséquences de la dépréciation du dollar. Elle profite également de la situation pour mettre en garde les pays qui ne font pas assez preuve de bonne volonté dans le libre accès à leur marché intérieur. L'absence de résultat apparent jusqu'à la fin 1985 n'a pas suscité, ou peu, d'inquiétude, compte tenu des délais d'ajustement, estimés entre quatre et six trimestres.

Deux autres éléments se sont joints aux effets de la surévaluation du dollar.

D'une part le décalage conjoncturel entre les Etats-Unis et ses partenaires commerciaux a eu des conséquences sur les volumes de produits manufacturés importés et exportés les uns et les autres défavorables. Tandis que la demande adressée aux Etats-Unis stagnait ou progressait très lentement, le marché américain jouait un rôle de locomotive (graphique 14).



D'autre part la crise financière des PVD de l'été 1982 a nécessité, outre un assouplissement temporaire de la politique monétaire, la mise en place de programmes d'ajustements, dits structurels, dans les pays qui connaissaient les plus graves difficultés. La demande latino-américaine adressée à l'extérieur s'est contractée dès le début de 1981 en raison de difficultés financières, et ce mouvement s'est amplifié au lendemain de la crise mexicaine. Au premier trimestre 1983 cette demande se situait, en volume, en retrait de 59 % par rapport au niveau qui prévalait deux années plus tôt. Après s'être redressée jusqu'à la fin 1984, elle a baissé de nouveau en 1985 et l'écart à 1981 reste de près de 25 %.



15. Importations de produits manufacturés des pays en développement

Sources : OCDE, OFCE.

Cela n'a pu manquer de détériorer les performances globales des Etats-Unis sur les marchés extérieurs. En 1980 l'Amérique latine absorbait encore 40 % de leurs exportations à destination des pays en développement contre 45 % en 1972, soit 15 % de leurs exportations totales contre 12,5 % en 1972. Les liens privilégiés qui unissent l'Amérique latine aux Etats-Unis ont contribué à ce que leurs échanges s'intensifient au détriment du reste du monde. Néanmoins en 1985 les exportations américaines à destination de l'Amérique latine restaient en moyenne inférieures de 25 % en valeur à leur niveau de 1981. Elles ne représentaient plus que 37 % de leurs ventes aux pays en développement, soit 12,7 % de leurs exportations totales.

Plusieurs études ont essayé de quantifier la part des différents facteurs dans la détérioration du solde commercial américain. L'Institute for International Economics a publié en décembre 1985 une étude dans laquelle il attribue deux tiers de la dégradation intervenue entre 1980 et 1984 à l'appréciation du dollar, un quart au décalage conjoncturel et un dixième aux problèmes d'endettement des pays en voie de développement.

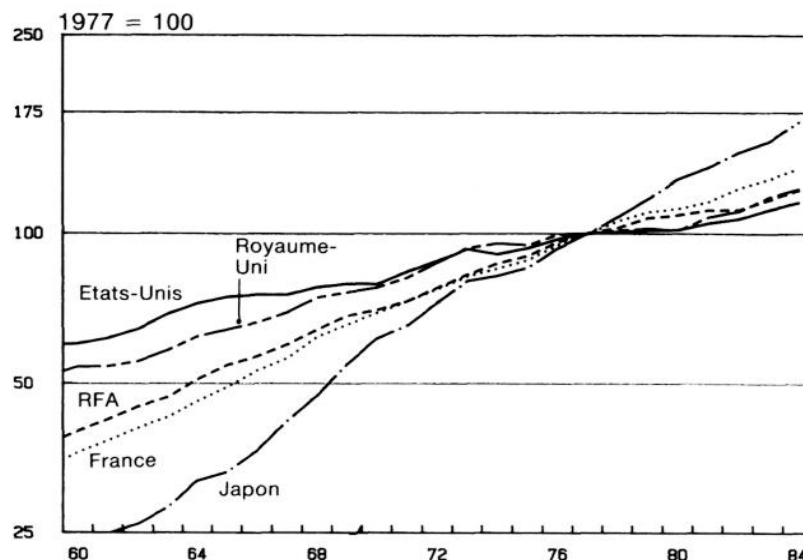
Ces seuls éléments ne sont toutefois pas suffisants pour expliquer une modification bien plus structurelle de la place des Etats-Unis dans l'économie internationale.

...mais qui est due essentiellement à des progrès insuffisants de productivité...

La productivité horaire du travail a crû moins rapidement aux Etats-Unis que dans les principaux pays industrialisés. Un retour historique jusqu'au début des années cinquante permet d'apprécier les conditions dans lesquelles se sont modifiées les situations relatives de productivité

des principaux pays industrialisés. Le graphique n° 17 retrace les résultats ⁽¹⁴⁾ pour le total de l'industrie manufacturière, les Etats-Unis servant de référence avec un niveau de productivité égal à 100. Il ne signifie pas que la productivité aux Etats-Unis est restée stable pendant toute la période, mais retrace les différences de taux de croissance relatifs (graphique 16).

16. Evolution de la productivité horaire dans l'industrie manufacturière

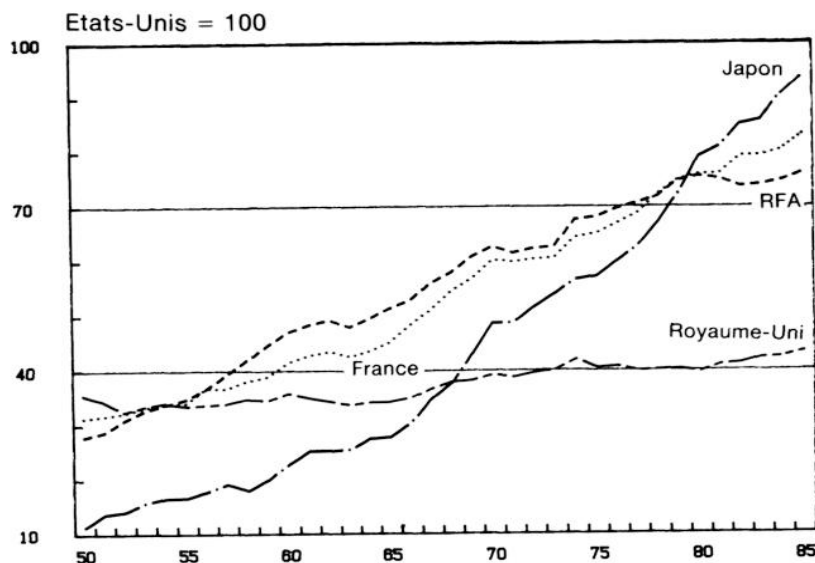


Source : Bureau of Labor Statistics.

Depuis 1950 la productivité horaire dans les quatre pays retenus a progressé plus rapidement qu'aux Etats-Unis. La performance japonaise reste la plus remarquable, puisqu'en trente-cinq ans le niveau de la productivité de leur industrie manufacturière a progressé neuf fois plus rapidement que celui des Etats-Unis et en atteint désormais plus de 90 %. Les gains du Japon ont été réalisés de façon quasi-continue avec une rapide accélération dans la deuxième moitié des années soixante, puis des années soixante-dix. La productivité horaire de la France est passée du tiers de celle des Etats-Unis en 1950 à 80 % à présent et celle de la RFA atteint 75 %. Seuls les résultats du Royaume-Uni ne s'améliorent que peu et restent en 1985 en deçà de 50 %.

Dans le passé la faiblesse du niveau de départ du Japon semblait suffir à justifier par le seul rattrapage une croissance plus rapide des gains de productivité. Cependant depuis 1980 le Japon a dépassé la France et la RFA et, bien que s'étant nettement rapproché du niveau américain, ne semble pas faiblir. L'une des explications majeures retenues actuellement est la différence des taux d'investissement par travailleur, en capital physique d'une part, en formation et apprentissage pour une meilleure utilisation des techniques d'autre part. L'explication de ces résultats tient au coût d'usage beaucoup plus élevé du capital

(14) Les niveaux de productivité retracés par le graphique n° 17 sont obtenus en rapportant la valeur de la production, aux prix d'une année de référence, au nombre d'heures travaillées. Ces séries, présentées sous forme d'indices, proviennent du Bureau of Labor Statistics qui a assuré le travail d'homogénéisation par rapport aux données américaines. Le niveau retenu, à partir duquel l'OFCE les a chaînées, est celui calculé par P. Guinchard dans « Productivité et compétitivité comparées des grands pays industriels ». *Economie et Statistique*, n° 12, janvier 1984.



17. Comparaison des niveaux de productivité horaire dans l'industrie manufacturière

Sources : Bureau of Labor Statistics, actualisation OFCE.

aux Etats-Unis. Des calculs ⁽¹⁵⁾ utilisant les formules des professeurs Dale Jorgenson de Harvard et Robert Hall de Stanford montrent que pour 1984 le coût d'usage réel du capital était trois fois moindre au Japon qu'aux Etats-Unis.

Le nombre d'heures travaillées dans l'industrie manufacturière depuis 1950 s'est accru aux Etats-Unis, mais beaucoup moins rapidement qu'au Japon, où il a été multiplié par 2,5. Par contre il a diminué en France et surtout au Royaume-Uni et s'est maintenu au niveau de 1950 en RFA. Tandis qu'au Japon la tendance est continue, les autres nations se sont toutes retrouvées confrontées à des problèmes d'emplois à l'aube des années quatre-vingt. Après deux années consécutives de baisse aux Etats-Unis l'augmentation de l'emploi manufacturé a accompagné la reprise économique, ce qui n'est toujours pas le cas en Europe. Ainsi, tandis que sur le vieux continent les gains de productivité réalisés depuis 1980 proviennent pour l'essentiel de la baisse du nombre d'heures effectuées, ils sont le résultat d'une croissance relative de la production beaucoup plus rapide aux Etats-Unis et plus encore au Japon.

Cet examen global de l'industrie manufacturière montre que la réponse de la productivité à la pression de la concurrence extérieure a été insuffisante pour pallier les écarts de rémunération avec l'Europe d'abord, puis le Japon, puis les nouveaux pays industrialisés. En conséquence les écarts de coûts unitaires de production subsistent, même en retenant le taux de change de juin 1986.

...avec de grandes différences selon les branches

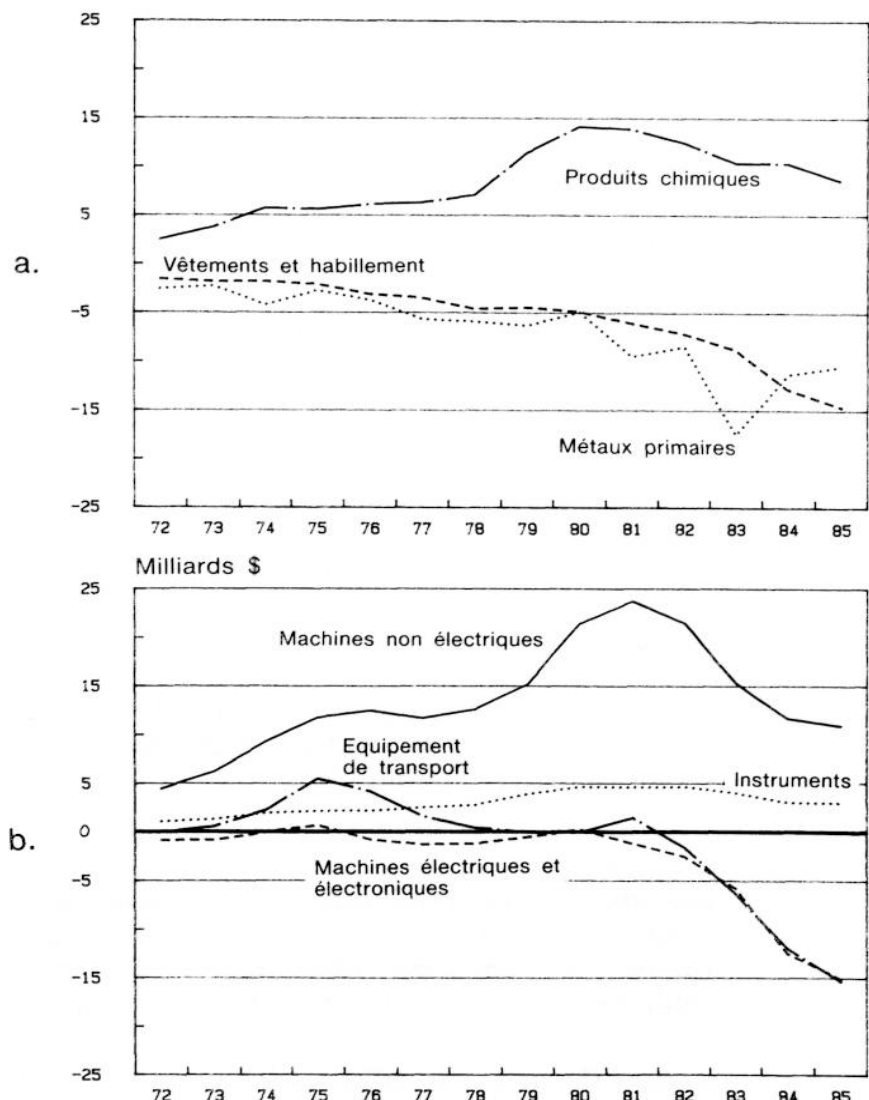
Le libre jeu du marché devait entraîner en principe une forte remontée de la productivité dans les activités les plus directement exposées à la concurrence des pays à bas salaire, soit par un effort intense de modernisation, soit par l'élimination des entreprises les moins perfor-

(15) George N. Hatsopoulos : « America's Productivity Lag is Real Trade Barrier », *Wall Street Journal*, 21 mai 1986.

mantent. Dans les activités qui restent l'apanage des pays les plus développés la modération des salaires pouvait suffire à préserver les parts de marché de l'industrie américaine. En conséquence la productivité des branches les plus exposées aurait dû s'accroître davantage que celle des autres branches.

La comparaison des variations des niveaux de productivité ⁽¹⁶⁾ et des soldes des échanges extérieurs est menée ici pour les principales branches ⁽¹⁷⁾ de l'industrie manufacturière américaine. Elle met en évidence des processus différents dans la dégradation générale des transactions avec l'étranger. Entre 1980 et 1984, pendant la phase d'appréciation continue du dollar, le solde de 19 des 20 branches retenues

18. Echanges de produits manufacturés :
solde des principales branches



Sources : Department of Commerce, Industrial Outlook 1986 et estimations OFCE.

(16) Ces niveaux sont donc influencés par les prix relatifs pratiqués par les différentes branches pendant l'année de référence : ainsi une branche moins exposée à la concurrence peut avoir une productivité apparemment élevée si ses prix relatifs sont élevés. Une autre origine des écarts de niveau résulte du degré d'intensité capitalistique.

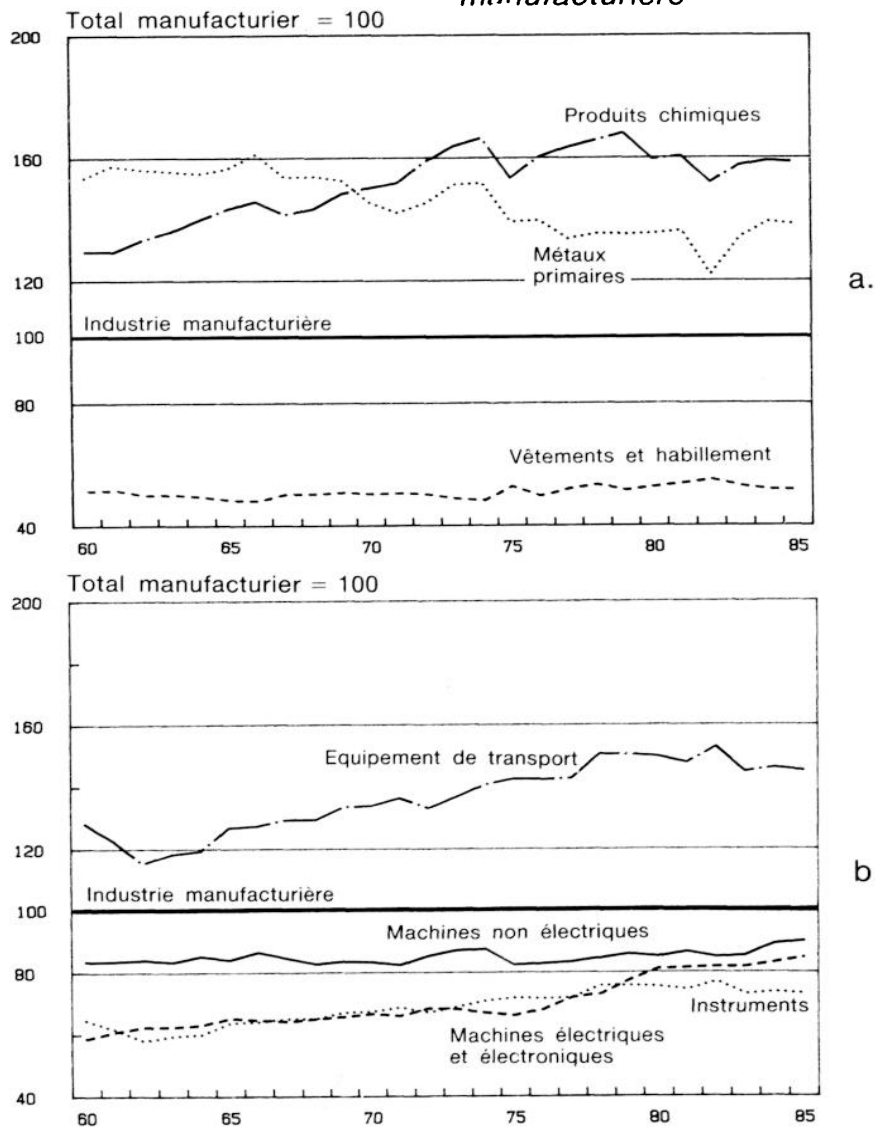
(17) Les branches retenues permettent de suivre plus des 2/3 de l'ensemble des transactions commerciales dans l'industrie manufacturière.

dans la nomenclature (Standard Industrial Classification) de l'industrie manufacturière s'est détérioré ; le mouvement s'est poursuivi en 1985.

Dans un premier cas les déficits qui préexistaient en 1980 se sont accrus ; pour *les vêtements et l'habillement*, les *métaux primaires*, et les *équipements de transport*, le déséquilibre a augmenté respectivement de 8, 9 et 22 milliards de dollars, atteignant 13, 16 et 23 milliards de dollars à la fin 1984.

Dans d'autres branches, l'excédent ou l'équilibre s'est transformé en déficit, et ce notamment pour les *machines électriques et électroniques*, un solde positif proche du milliard de dollars ayant fait place à un solde négatif de 15,7 milliards.

19. Comparaison des niveaux de productivité des principales branches dans l'industrie manufacturière



Source : Bureau of Labor Statistics.

Les séries ont été reconstituées à partir des statistiques par produit et prennent en compte de 80 à 100 % (pour les branches *vêtement et habillement*, et *produits chimiques*) des branches considérées.

Ailleurs les excédents dégagés se sont réduits, de 2 milliards pour les *instruments*, 4 pour les *produits chimiques* et de près de 14 pour les *machines et équipements non électriques*.

La réaction dans les branches américaines les plus exposées à la concurrence du Japon, des NPI d'Asie, du Brésil et du Mexique a été insuffisante. Pour les *vêtements et l'habillement* la productivité relative s'était sensiblement affaiblie jusqu'au milieu des années soixante-dix. La faible amélioration depuis 1976, interrompue en 1983, n'a permis que de retrouver le niveau de 1960, ce qui traduit donc une forte dégradation des positions concurrentielles. Il en est de même pour la *transformation des métaux primaires*, d'autant plus que le niveau de productivité s'y est réduit de près de 20 % par rapport à l'ensemble de l'industrie manufacturière depuis 1965. L'amélioration rapide de la productivité relative pour les *équipements de transport* ne s'est pas poursuivie au-delà de la seconde moitié des années soixante-dix. L'effet en a été amplifié par la hausse du dollar, mais aussi par la délocalisation d'une partie de la production, notamment vers le Canada. Cela augmente les échanges extérieurs, et d'abord les importations dans la mesure où les constructeurs, quand ils n'assemblent pas à l'étranger, le font aux Etats-Unis avec des éléments fabriqués de l'autre côté de la frontière.

La branche des *machines électriques et électroniques* et celle de la *chimie* sont celles dont les capacités de production ont crû le plus rapidement au cours des vingt dernières années. L'accroissement relatif du niveau de productivité de la première n'a pas suffi à éviter une forte dégradation du solde des échanges. Cela s'explique par la volonté des grandes entreprises de ne conserver que les activités à forte valeur ajoutée et à grande intensité capitalistique. Des sociétés comme General Electric et Westinghouse ont progressivement délaissé les productions domestiques à forte utilisation de main-d'œuvre. Elles ont préféré lorsque c'était possible mettre à profit les fortes différences de coûts du travail dans les NPI d'Asie, au Brésil et au Mexique et les incitations qui y sont offertes pour délocaliser leur production et passer des accords de production jointe. Mais ces sociétés ont ainsi subi la montée en puissance du Japon, qui non seulement accroît ses exportations, mais aussi augmente sa présence sur le sol américain. Matsushita et Hitachi ont progressivement pris le contrôle de firmes dans lesquelles ils n'avaient initialement qu'une participation minoritaire ou, au mieux, égale.

Dans la *chimie* le niveau de productivité relatif a cessé de progresser depuis dix ans, mais reste l'un des plus élevés des industries manufacturières. La stratégie des groupes tels que Monsanto ou Union Carbide et des pressions intérieures ont également conduit à délocaliser une partie des productions, d'où la stagnation des exportations américaines depuis 1980, tandis que les importations ont continué de s'accroître, principalement celle des produits de bas de gamme. Les Etats-Unis ont certes réalisé d'importants investissements dans les produits chimiques, mais ils ont choisi de privilégier la recherche et les produits sophistiqués.

Pour les *machines non électriques et les instruments* la productivité relative s'est améliorée de façon quasi continue depuis 1975. Néan-

moins au tournant des années quatre-vingt l'excédent commercial provenant de ces branches a commencé à diminuer et ce jusqu'en 1985. Là encore la datation qui correspond à l'appréciation du taux de change risque d'être trompeuse. Il ne s'agit pas de nier cet effet, qui a sans aucun doute amplifié le rythme de la détérioration. Mais c'est également à la fin des années soixante-dix que les NPI d'Asie se sont réellement affirmés comme de nouveaux compétiteurs majeurs. C'est pourquoi le solde des *machines non électriques* a été davantage réduit, ces nations ayant porté leurs efforts sur les produits à forte intensité de main-d'œuvre, afin de profiter de l'avantage de salaire dont elles bénéficiaient par rapport aux pays industrialisés. Cette branche de l'industrie américaine s'est elle aussi orientée vers les produits à forte valeur ajoutée et privilégie les activités à forte intensité capitaliste.

Le début des années quatre-vingt a mis en évidence le processus long et complexe de mutation de l'industrie américaine. La très forte appréciation du dollar a contribué selon les secteurs d'activité à l'accélérer ou à la susciter, en accroissant les disparités intra et inter-branches en terme de compétitivité internationale. A ce titre cette période est comparable à celle du premier choc pétrolier, qui n'a été qu'un révélateur des déséquilibres accumulés au cours de la seconde moitié des années soixante. Ainsi les Etats-Unis se sont progressivement désengagés de certains secteurs d'activité et ont pris acte de la nouvelle division internationale du travail. C'est pourquoi la dépréciation du dollar ne peut avoir un effet symétrique à celui que l'on a attribué à son appréciation.

Certaines branches concurrencées par l'Europe et dans une moindre mesure le Japon bénéficieront d'un dollar moins cher. Mais les autres ne pourront qu'essayer de préserver leur existence en faisant pression sur les dirigeants et le Congrès, afin que des mesures protectionnistes puissent pallier leur incapacité à concurrencer l'offre étrangère. Le taux de pénétration dans l'industrie manufacturière est passé de 6 à 9 % entre 1972 et 1980 et a atteint 13 % en 1985, tandis que dans le même temps le taux d'exportation s'élevait de moins de 6 % à près de 10 % pour retomber à 9 % en 1985. En comparaison des pays européens où ces taux sont souvent supérieurs à 40 %, ceux-ci sont encore relativement faibles. Mais cela masque de profondes disparités et les industries traditionnelles (vêtements et habillement, métaux primaires...) qui ont été les plus affectées sont celles qui profiteront le moins de la baisse du dollar.

Contenir la dette publique

La réduction du rôle de l'Etat est bien réelle, mais déséquilibrée...

La politique budgétaire suivie par l'administration Reagan depuis 1981 est présentée fréquemment comme un changement radical des esprits, subitement convertis à la politique de l'offre. Elle trouve en réalité sa source bien avant cette date. Le courant de déréglementation

qui visait à réduire les rigidités de toutes natures introduites par l'Etat et à réactiver la concurrence a pris une ampleur de plus en plus significative à partir de 1978 ⁽¹⁸⁾.

En 1979 le déficit budgétaire avait été pratiquement éliminé et la dette publique avait très peu varié en proportion du PNB depuis 1973 aux environs de 30 %. Mais le poids des interventions économiques était de plus en plus contesté et l'équilibre des finances publiques résultait avant tout de l'alourdissement automatique de la fiscalité des particuliers dû à l'inflation, en même temps que s'élevaient les prélèvements sociaux. L'accord s'est donc fait d'abord sur la réduction des impôts, puis sur le principe général de la compression des dépenses.

Le programme de redressement économique, qui a conduit à l'adoption d'une loi fiscale (ERTA) en août 1981 par le Congrès, a été la pièce maîtresse du dispositif de la nouvelle administration. Il comprenait essentiellement une réduction cumulée de 23 % des taux d'impôts sur le revenu, d'octobre 1981 à juillet 1983, suivie d'une indexation des tranches de barème à partir de janvier 1985, et un système d'amortissement accéléré (trois ans pour la plupart des véhicules, cinq ans pour la plupart des matériels...). Les estimations des pertes de recettes pour le budget fédéral apparaissent considérables : les particuliers auraient, à législation inchangée, payé environ 170 milliards de dollars d'impôts en plus en 1986 (année fiscale) et les entreprises 54 milliards de dollars. Mais ceci aurait porté l'imposition des ménages de près de 10 % du PNB en 1981 à près de 12,5 % du PNB, alors qu'en fait celle-ci est revenue à près de 8,5 %, soit le niveau moyen des années 1960-1975. L'imposition des sociétés se serait élevée de 2,2 % du PNB en 1981 à 3,2 % en 1986, retrouvant ainsi seulement le niveau des années 1970 à 1978, mais ne sera en réalité que de l'ordre de 2 %, soit la moitié du taux effectif des années soixante.

Les pertes de recettes ont été d'autant plus imposantes que la croissance économique s'est révélée inférieure aux prévisions. L'objectif de 1981 était de ramener les recettes budgétaires à 18,6 % du PNB en 1985, ce qui s'est effectivement réalisé, mais à un niveau d'activité et donc de recettes sensiblement inférieur (tableau 5). Encore faut-il rappeler que plusieurs programmes votés à partir de 1982 (notamment la loi sur la responsabilité et l'équité fiscales (TEFRA) de 1982 et celle sur la réduction du déficit de 1984) ont amputé certains des allègements accordés en 1981.

Du côté des dépenses, celles de défense ont été en 1985 inférieures de 50 milliards de dollars au projet initial, bien que presque conformes à celui-ci en proportion du PNB (6,4 % réalisé pour 6,8 % visé). La principale dérive vient des autres dépenses qui n'ont pas diminué en proportion du PNB (17,6 % en 1985 après 17,4 % en 1981), alors qu'il était envisagé de les ramener à 12 % du PNB. Les principales causes du dérapage se partagent à peu près également entre charges d'intérêt accrues du fait des déficits et des taux d'intérêt plus élevés que prévu, et dépenses sociales sous-estimées (santé, retraite, chômage).

(18) Comme le montre la création cette année-là, par le président Carter, du groupe inter-administrations d'analyse des réglementations, et la pression exercée sur l'OCDE pour adopter un programme de politiques d'ajustement positives en 1979.

5. Sources des modifications du déficit fédéral

	1981	1985
Recettes		
Projection initiale Reagan	596,9	844,2
Réalisation	599,3	734,1
— manque à gagner	+ 2,4	- 110,1
Dépenses		
Projection initiale Reagan	675,4	846,3
Réalisation	678,2	946,3
— dérapage	+ 2,8	+ 100,0
dont défense	- 2,8	- 50,4
droits acquis	- 0,7	+ 8,0
charges d'intérêt	+ 4,5	+ 64,3
autres	+ 1,8	+ 78,1

Sources : OMB, Budget, année fiscale 1987.

Hors charges d'intérêt, dont l'importance relative s'est accrue, il y a eu tout de même une réduction des dépenses civiles (de 15,1 à 14,3 % du PNB) qui doit être renforcée en 1986 (13,6 % envisagé). Cette réduction donne la mesure des succès et des limites du consensus initial de 1981 entre administration et Congrès en vue de la réduction du poids de l'Etat, sachant que ces dépenses auraient dû ne plus s'élever qu'à 10,5 % du PNB.

Si l'on ne considère que le déficit structurel, en éliminant l'incidence des fluctuations de l'activité économique sur le niveau des dépenses et recettes, il est possible de comparer l'action budgétaire entreprise sous la présidence Reagan à celle de ses prédécesseurs Nixon-Ford puis Carter et d'en faire ressortir les différences de comportements.

Sous Nixon et Ford les recettes n'ont pas été modifiées globalement en proportion du PNB, le relèvement des cotisations sociales ayant été compensé par des réductions d'impôts sur les ménages et d'impôts indirects ; les dépenses se sont gonflées du fait de la montée en régime des programmes d'aide sociale, de couverture du chômage et de subventions aux Etats et collectivités locales, en dépit du tassement des dépenses militaires consécutif au désengagement du Vietnam.

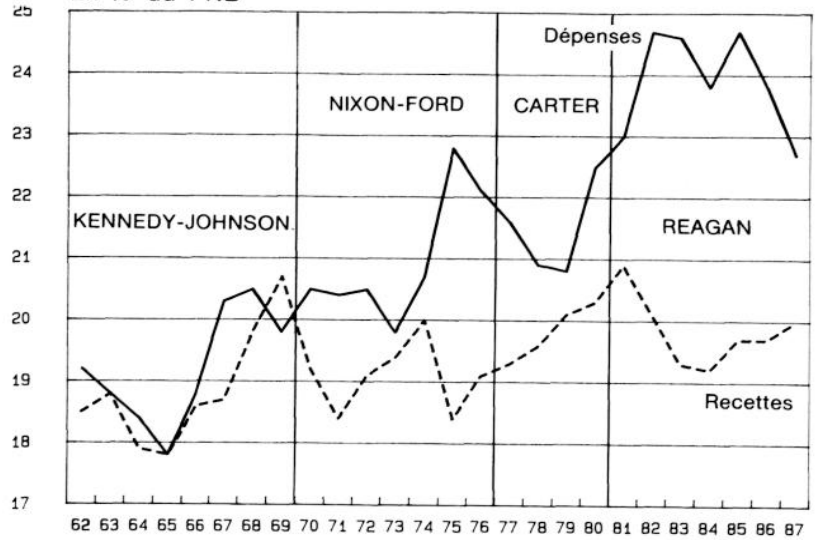
Sous Carter recettes et dépenses ont augmenté parallèlement, les premières tirées par la non indexation de l'impôt sur le revenu, l'instauration d'un impôt sur les profits pétroliers exceptionnels et les hausses de cotisations sociales, les secondes par l'accroissement des charges d'intérêt dû à la montée des taux d'intérêt et la progression des transferts sociaux.

Sous Reagan, confirmant l'analyse précédente, les coupes exercées dans les recettes annulent et au-delà les hausses passées, sauf dans le cas des cotisations sociales, dont la hausse n'est que ralentie. Mais la part des dépenses dans le PNB augmente presque autant qu'auparavant, essentiellement à cause des charges d'intérêt.

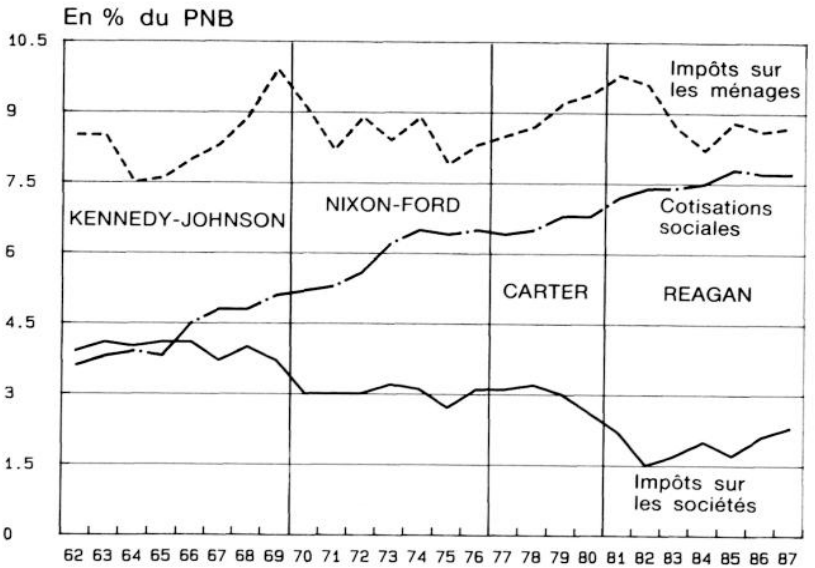
20. Budget fédéral

En % du PNB

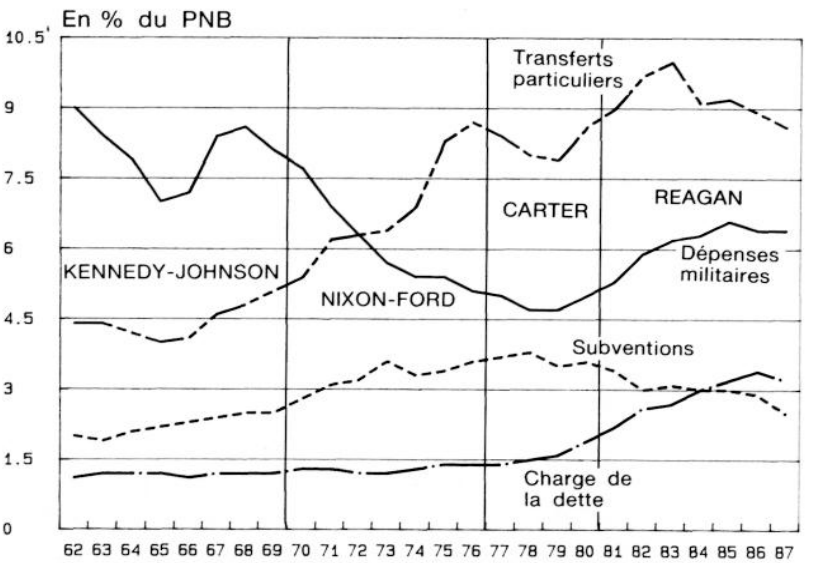
a. Recettes et dépenses



b. Recettes



c. Dépenses



Source : Department of Commerce.

6. Evolution du déficit budgétaire structurel

En % du PNB

	Recettes	Dépenses		Solde
		yc intérêts	nc intérêts	
Nixon - Ford 1970-I à 1977-I	- 0,1 %	+ 1,1 %	+ 0,8 %	- 1,2 %
Carter 1977-I à 1981-I	+ 1,5 %	+ 1,6 %	+ 0,8 %	- 0,2 %
Reagan 1981-I à 1986-III	- 1,7 %	+ 1,1 %	+ 0,1 %	- 2,8 %

Sources : Survey of Current business 1985 ; actualisation OFCE.

Selon que l'on retient ou non les charges d'intérêt, le jugement porté sur l'expérience Reagan peut être notablement différent. Dans un cas on oppose l'accroissement des dépenses à l'objectif initial de réduction et l'échec est patent ; on est alors tenté de parler de politique keynésienne de relance en mettant en avant les dépenses militaires en hausse et les impôts en baisse. Dans l'autre cas on constate que les dépenses hors service de la dette n'ont pas varié et que les charges d'intérêt n'ont augmenté qu'à cause du déficit initial et de la seule action volontariste qu'a été la baisse des impôts ; si l'on admet que les versements d'intérêt ont peu d'influence sur l'activité lorsque la rémunération des emprunts publics n'est pas très éloignée des rendements alternatifs offerts par le secteur privé dans son activité de production, on est alors en face d'un demi-succès ou d'un demi-échec.

...mais l'extension de la dette publique reste préoccupante

Des années cinquante au milieu des années soixante-dix la dette publique s'était réduite en proportion du PNB jusqu'aux environs de 29 %. Cette évolution a résulté de l'équilibre budgétaire, dans la seconde moitié des années cinquante, puis d'une croissance en volume du PNB supérieure au taux d'intérêt réel (voir encadré 2).

De 1975 à 1981 l'élargissement du déficit a fait s'interrompre l'allègement de la dette. A partir de 1982 celle-ci s'alourdit rapidement et avoisine 40 % du PNB au début de 1986, soit plus de 1 600 milliards de dollars ⁽¹⁹⁾.

Les travaux menés par le Bureau d'analyse économique du Département du commerce tendent à souligner l'influence des variations du rapport dette publique/PNB sur deux grandeurs : le taux d'intérêt et le rapport entre capital physique et production. Dans ces travaux la dette publique est cycliquement ajustée et dérive donc du cumul des déficits structurels mentionnés précédemment. Selon le modèle simple utilisé par le BEA le taux d'intérêt monte quand le rapport dette/PNB augmente, et le coefficient de capital diminue. Ces effets résultent des

(19) Dette détenue par les banques de réserve fédérale et les investisseurs privés et étrangers.

2. Dette, déficit, taux d'intérêt et croissance

La variation de la dette publique en proportion du PNB peut s'exprimer en fonction du déficit et du montant initial de la dette comme suit :

$$\left(\frac{\text{Dette}}{\text{PNB}}\right) \text{ année } n = \left(\frac{\text{Dette}}{\text{PNB}}\right) \text{ année } n-1 + \left(\frac{\text{Déficit}}{\text{PNB}}\right) \text{ année } n -$$

$$\frac{\text{Dette année } n-1}{\text{PNB année } n} \times \text{Taux de croissance du PNB}$$

avec : déficit = déficit hors charges d'intérêt + charges d'intérêt et charges d'intérêt = (Dette n-1) taux intérêt

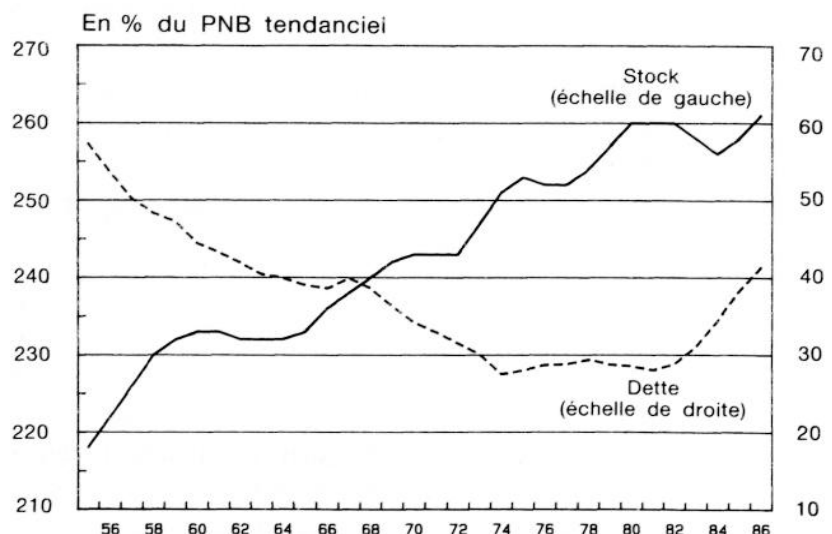
soit :

$$\left(\frac{\text{Dette}}{\text{PNB}}\right)_n = \left(\frac{\text{Dette}}{\text{PNB}}\right)_{n-1} + \left(\frac{\text{Déficit hors intérêt}}{\text{PNB}}\right)_n + (\text{taux d'intérêt} - \text{taux de croissance}) \frac{\text{Dette } n-1}{\text{PNB } n}$$

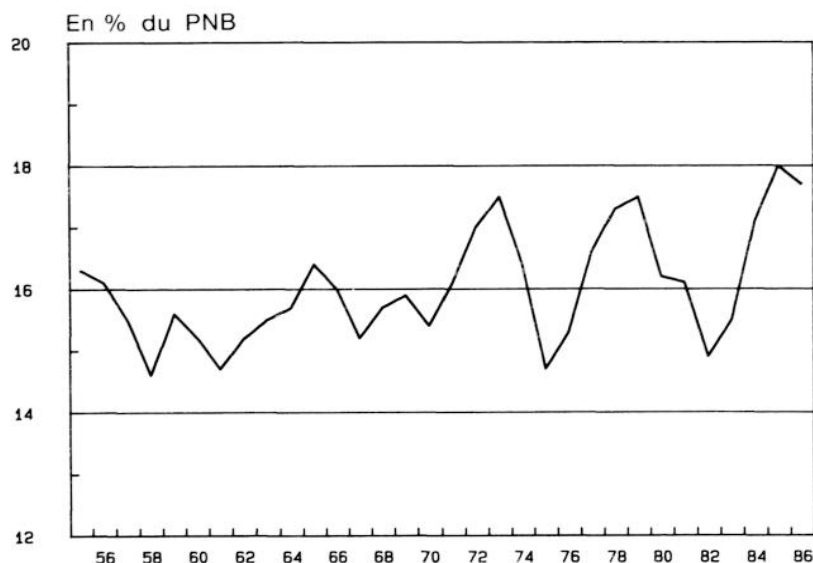
La dette en proportion du PNB s'accroît en particulier lorsqu'il existe un déficit hors charges d'intérêt et que le taux d'intérêt est au moins égal au taux de croissance (cas des États-Unis depuis 1982). Elle s'élève même en l'absence de déficit hors charges d'intérêt si le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance (cas de l'Europe en 1985).

arbitrages réalisés entre différentes formes d'actifs. Le chiffrage correspondant à la période 1981-1986 semble montrer que la hausse du taux d'intérêt (ici les bons du Trésor à trois ans) est faible et de surcroît partiellement compensée par l'expansion de la base monétaire. L'impact de l'endettement serait plus sensible sur le rapport stock de capital/PNB, qui, selon la relation retenue, redescendrait en dessous de 2,50, soit au niveau du début des années soixante-dix (graphiques 21-22).

21. Stock net de capital physique et dette fédérale



Source : Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis.



22. Taux d'investissement privé total au prix de 1982

Source : Department of Commerce.

En fait les données les plus récentes et les estimations que l'on peut faire pour 1985 et 1986 en fonction des hypothèses de croissance et d'investissement ne confirment pas cette relation inverse entre titres publics et capital physique privé. Le coefficient de capital, qui n'est pas corrigé des effets de la conjoncture, est actuellement poussé vers le haut par la reprise de l'activité et devrait avoisiner 2,60 en 1986. Cette divergence s'explique sans doute aussi par la forte incitation fiscale à investir introduite par la loi de 1981 et par l'afflux des capitaux étrangers, qui ont permis d'éviter l'essentiel de cet effet d'éviction.

Car les plus récentes projections du déficit spontané laissent croître cette dette en proportion du PNB jusqu'en 1988, en dépit d'une forte révision en baisse...

Périodiquement le Bureau de gestion et du budget (OMB), pour l'exécutif, et le Bureau du budget du Congrès (CBO), pour le législatif, établissent des projections budgétaires à cinq ans dénommées respectivement services courants et déficit de base. Ce ne sont pas à proprement parler des prévisions des dépenses et recettes futures, mais des estimations de ce qu'entraîneront les politiques budgétaires et fiscales actuellement en vigueur, estimations qui impliquent un certain nombre d'hypothèses ou de conventions.

C'est ainsi que les projections présentées en février 1986 diffèrent sensiblement de celles d'août 1985. Celles de l'administration ont revu en baisse de près de 100 milliards de dollars le déficit qui subsisterait dans cinq ans et celles du Congrès, qui partaient d'une estimation encore plus pessimiste, l'ont ramené de près de 300 milliards de dollars à près de 100 milliards de dollars.

Si l'on analyse les modifications les plus spectaculaires apportées par le CBO, celles-ci portent majoritairement sur le budget de la défense (- 96 milliards de dollars), et les charges d'intérêt de la dette (- 51 milliards de dollars) (tableau 7).

*7. Modifications apportées aux projections de déficit de base
entre août 1985 et février 1986*

	1986	1987	1988	1989	1990
Déficit de base août 1985	212,3	229,0	243,2	263,9	284,6
Modifications dues à :					
— Affectations budgétaires 1986					
- budget militaire	- 3,6	- 13,8	- 28,3	- 42,0	- 56,0
- budget civil modifiable	- 6,9	- 13,7	- 13,9	- 14,8	- 15,0
— Coupes Gramm-Rudman 1986					
- budget militaire	- 5,5	- 9,1	- 10,6	- 11,4	- 12,0
budget civil :					
- modifiable	- 3,5	- 5,1	- 5,9	- 6,3	- 6,7
- droits acquis	- 2,5	- 2,1	- 1,6	- 1,6	- 1,7
— Hypothèse de plafonnement des dépenses militaires en vo- lume	—	- 3,2	- 9,5	- 18,0	- 28,1
— Charges d'intérêt					
taux inférieurs	- 3,3	- 7,5	- 11,0	- 18,4	- 30,6
service de la dette	+ 3,6	+ 0,2	- 5,3	- 12,5	- 20,4
— Soutien des prix agricoles	+ 10,6	+ 3,3	+ 5,0	+ 1,4	- 3,5
— Autres dépenses	- 2,4	- 5,6	- 7,3	- 7,7	- 6,5
— Réduction des recettes	+ 9,5	+ 8,9	+ 10,1	+ 11,0	+ 16,0
Total des modifications	- 4,0	- 47,7	- 78,2	- 120,3	- 164,5
Déficit de base février 1986	208,3	181,3	164,9	143,6	120,1

Source : CBO : The economic and Budget Outlook : Fiscal Years 1987-1991.

...dont l'ampleur résulte d'hypothèses optimistes

L'ampleur même de ces révisions invite à les considérer avec circonspection. Certaines semblent justifiées par l'évolution récente des crédits, mais d'autres sont plus l'expression des souhaits du Congrès que le chiffrage de tendances réellement spontanées.

En ce qui concerne les dépenses militaires les modifications du CBO, qui s'appuient sur les affectations de 1986, sont bien réelles pour cette année et tiennent pour les années suivantes à une réduction vraisemblable du rythme de croissance du volume de ces dépenses : 3 % au lieu de 5 % l'an supposé en août dernier. Ce rythme, proche du taux de croissance supposé pour le PNB (+ 3,3 %), permettrait de maintenir approximativement le budget défense en proportion du PNB. De même les coupes opérées par la loi Gramm-Rudman-Hollings sur le budget 1986 ne peuvent guère être remises en cause. En revanche l'hypothèse de plafonnement des dépenses militaires en volume jusqu'à 1990 est particulièrement forte et contestée par l'administration, qui retient 3 % de progression annuelle réelle à partir du niveau 1986 avant coupe Gramm-Rudman.

En ce qui concerne les charges d'intérêt une part de la baisse découle de la réduction du service de la dette imputable au freinage des dépenses et se trouve donc conditionnée par la réalisation de ce freinage, une autre provient de la baisse des taux déjà constatée avant celle des prix du pétrole. Cette baisse semble devoir être légitimement incorporée, à ceci près qu'elle a été partiellement imputée à la réaction des marchés financiers lors de la promulgation de la loi Gramm-Rudman, ce qui la rend donc aussi conditionnelle.

Les hypothèses de l'OMB sont plus optimistes en matière de taux d'intérêt sur l'ensemble de la période de cinq ans ; elles n'excèdent pas 5 % pour les taux des bons du Trésor à trois mois en 1991, à comparer à 5,4 % retenu par le CBO.

8. Comparaison des projections des services courants de l'OMB et du déficit de base du CBO

	1987	1988	1991
Déficit des services courants de l'OMB	181,8	150,0	103,9
Différences dues à la politique économique	- 4,6	- 13,8	- 42,9
— dont : dépenses militaires	(- 7,9)	(- 18,1)	(- 47,1)
Différences dues aux hypothèses économiques	+ 4,1	+ 28,7	+ 43,3
— dont : dépenses militaires	(+ 7,0)	(+ 10,9)	(+ 11,6)
taux d'intérêt	(- 1,6)	(+ 3,9)	(+ 32,5)
Déficit de base du CBO	181,3	164,9	104,3

Source : CBO.

Les hypothèses politiques et économiques influant fortement sur les déficits à venir, les organismes chargés d'établir les projections se sont livrés à des analyses de sensibilité.

Ainsi une croissance du PNB de 4,5 % l'an, au lieu de 3,3 %, qui s'accompagnerait d'une inflation accélérée jusqu'à 9 % l'an (au lieu d'être stabilisée entre 4 % et 4,5 %) et de taux d'intérêt réels à court terme d'environ 2 % (au lieu de 1 % en fin de période) autoriserait le retour à l'équilibre budgétaire dès 1990, la part des recettes et des dépenses dans le PNB atteignant 19,2 % du PNB (au lieu de respectivement 18,6 % et 20,8 % selon la projection retenue actuellement). Alternativement une faible croissance du PNB de 2,2 % l'an, incluant une récession en 1987-1988, puis un redressement modéré, à laquelle serait associé un ralentissement de l'inflation jusqu'à 2 %-2,5 % l'an et des taux d'intérêt réels plus élevés en début de période, se solderait par un déficit difficilement contenu en deça de 250 milliards de dollars, soit plus de 4 % du PNB. La part des recettes serait de 18,2 % seulement et celle des dépenses resterait au-dessus de 22,5 %.

L'approche sous forme de scénarios est utile pour apprécier de manière cohérente l'impact d'une erreur de prévision, sous réserve que

les mécanismes économiques soient correctement modélisés, ce qui est loin d'être garanti (voir plus loin le recensement des résultats des différents modèles concernant l'impact des politiques budgétaires et monétaires). L'évaluation de l'incidence d'une variable économique prise indépendamment des autres fait perdre le mérite de l'intégration cohérente, mais a l'avantage d'illustrer les différences de réaction des recettes et des dépenses qui ont été soulevées plus haut.

C'est ainsi qu'un point supplémentaire de croissance du PNB chaque année réduirait le déficit d'environ 100 milliards de dollars, résultat pour près de 80 % d'une augmentation des recettes et pour un peu plus de 20 % d'une diminution des dépenses. Un taux de chômage inférieur en permanence de 1 point le réduirait d'environ 60 milliards de dollars, dont les deux tiers en recettes accrues. Un point de taux d'intérêt en moins entraînerait un gain de 25 milliards de dollars, obtenu presque intégralement du côté des dépenses, cependant que le déficit serait peu sensible au taux d'inflation. Sur ce dernier point une précision est nécessaire : l'inflation est neutre pour les niveaux respectifs actuels de recettes et dépenses en raison des règles d'indexation des barèmes d'impôts en vigueur depuis 1985. Au contraire dans le passé, avec des budgets plus équilibrés, l'inflation gonflait systématiquement davantage les recettes que les dépenses, l'écart ayant atteint annuellement jusqu'à 30 milliards de dollars de 1979 à 1981, soit plus de 1 % du PNB.

L'application intégrale de la loi Gramm-Rudman enrayerait la montée de la dette relativement au PNB en 1987, au prix de sacrifices budgétaires substantiels

Si l'on compare les objectifs de déficit de la loi Gramm-Rudman et les charges d'intérêt de la dette publique qui leur correspondent, un surplus budgétaire hors intérêt pourrait être obtenu dès 1988, de l'ordre de 0,8 % du PNB. Cette année-là le taux d'intérêt ne serait plus que légèrement supérieur au taux de croissance, selon les hypothèses économiques associées à ces projections, si bien que la dette diminuerait en proportion du PNB (voir encadré 3), revenant de 41,4 % à 40,7 %. Elle n'atteindrait plus qu'environ 34 % du PNB en 1991, au lieu de 40 % dans la projection de base.

Cependant cette réduction de la dette impliquerait une stricte discipline dans l'évolution des dépenses, comme le montre l'analyse du mécanisme de la loi pour 1987.

La période qui commence au 15 août 1986 constituera le cœur de la procédure (voir encadré 3). Si le rapport conjoint du CBO et de l'OMB estime que le déficit sera supérieur à 154 milliards de dollars en 1987 (soit 10 milliards de plus que l'objectif), alors des coupes automatiques interviendront dans les enveloppes budgétaires, les recettes restant inchangées. Ce mécanisme sera cependant gelé si le Département du commerce a constaté une croissance du PNB inférieure à 1 % en rythme annuel pendant deux trimestres consécutifs ⁽²⁰⁾, ou si le CBO et

(20) Ce qui paraît improbable cette année avec un premier trimestre 1986 à 2,9 %.

3. Calendrier de la procédure budgétaire pour 1987

6 janvier 1986	Projet de budget pour le président
15 avril 1986 (en fait retardé)	Résolution budgétaire du Congrès
10 juin 1986	Rapport sur le document de répartition budgétaire par le comité de la Chambre des représentants
15 juin 1986	Document de compromis du Congrès
30 juin 1986	Répartition budgétaire achevée par la Chambre
15 août 1986	Rapport sur les hypothèses économiques et les coupes budgétaires par le CBO et l'OMB
20 août 1986	Réception du rapport par le Bureau général de comptabilité (GAO)
25 août 1986	Envoi du rapport par le GAO au président
1 ^{er} septembre 1986	Décision présidentielle de coupe budgétaire
1 ^{er} octobre 1986	Début de l'année fiscale 1987
5 octobre 1986	Rapport révisé sur les coupes budgétaires par le CBO et l'OMB en fonction des décisions prises par le Congrès depuis août
10 octobre 1986	Envoi du rapport révisé par le GAO au président
15 octobre 1986	Décision finale présidentielle de coupe budgétaire
15 novembre 1986	Délivrance par le GAO d'un rapport de conformité concernant la décision de coupe

Source : Survey of Current Business, février 1986.

Note : Au cas où la loi serait déclarée inconstitutionnelle par la Cour suprême, le rapport commun CBO-OMB serait transmis à un comité mixte du Congrès, réunion des comités du budget de la Chambre et du Sénat, qui rapporterait en proposant une résolution conjointe à l'adoption des deux chambres, puis à l'approbation du président.

l'OMB prévoient une récession (baisse de l'activité pendant au moins deux trimestres).

La référence, ou niveau de base, définie par la loi, à partir de laquelle les coupes devraient intervenir est plus stricte que les tendances projetées par le CBO ou l'OMB. Elle ne suppose pas reconduits certains programmes d'aide et ne prend pas en compte d'indexations qui maintiendraient les dépenses en volume. C'est la différence entre le déficit ainsi obtenu pour ce niveau de base et les 144 milliards qui fixera le montant des coupes.

Les coupes consisteront d'abord à amputer ou supprimer les ajustements au coût de la vie pour les retraites versées aux anciens agents de l'Etat. Les réductions nécessitées au-delà de ce premier effort pèseront alors pour moitié en valeur absolue sur les dépenses militaires et pour moitié sur les dépenses civiles restantes. Elles seront limitées à 2 % pour les soins médicaux et les prêts aux étudiants. Elles ne toucheront pas les retraites de Sécurité sociale, les programmes d'aide sociale, ni les charges d'intérêt. Sur un budget total d'environ 1 000 milliards de dollars, un peu plus de 170 milliards de dépenses militaires et 100 milliards de dépenses civiles seront ainsi réduites, chacune d'un pourcentage uniforme pour tous les postes ; mais ce pourcentage sera plus élevé pour les dépenses civiles.

Les estimations du CBO montrent que pour un déficit de 154 milliards de dollars le pourcentage de coupe sera équivalent (2,6 %) pour les budgets de défense et civils. Par tranche de 10 milliards de dollars de déficit au-delà de ce chiffre, les pourcentages de coupes supplémentaires sont respectivement de 3 % pour les dépenses militaires et de 4,5 % pour les dépenses civiles. Pour atteindre ces objectifs en crédits de paiement il sera nécessaire de tailler bien davantage dans les autorisations de programme. Ainsi l'écart entre les demandes de l'administration concernant les programmes de défense, qui s'étaient pour 1987 fondées sur un accroissement en volume de 3 % par rapport au budget 1986 avant coupe, et le niveau autorisé après coupes, qui résulte de l'application de la loi, approcherait 50 milliards de dollars.

Ces chiffres montrent l'importance d'un enjeu que l'on n'aurait garde de sous-estimer en s'en tenant à un examen rapide des montants nominaux de dépenses totales. En 1987 ceux-ci seraient pratiquement identiques à ceux inscrits dans le présent budget pour l'année fiscale 1986, soit entre 985 et 990 milliards de dollars et de 1 % à 2 % supérieurs à ce que l'administration proposait pour 1986 il y a un an. Alors, autant d'efforts pour un résultat aussi minime ? S'il y a bien une constante en matière budgétaire, c'est qu'il est en effet nécessaire de procéder à des amputations massives de certains crédits ou à des réductions uniformes aveugles si l'on veut contrer la tendance spontanée d'une multitude d'activités administratives, qu'elles soient publiques ou privées, à survivre au-delà de ce pourquoi elles ont été créées, coexistant ainsi avec les nouveaux pôles d'intérêt et avec les dépenses imprévues (par exemple les charges d'intérêt ou le soutien des prix agricoles l'an passé).

Perspectives

En dollars constants les dépenses fédérales totales baisseront de 1985 à 1987, mais peut-être pas les achats de biens et services

A la fin du mois de mai de cette année le débat budgétaire est loin d'être conclu comme le montre le calendrier (voir encadré 3). On ne dispose encore que des propositions soumises au Congrès par le président, des estimations faites par le CBO sur les effets de la loi Gramm-Rudman et d'un premier vote du Sénat. Entre ce vote et les propositions Reagan subsistent les mêmes divergences de conception soulignées dans les discussions budgétaires antérieures.

Le déficit de 144 milliards de dollars est obtenu dans le cas de l'administration avec une diminution du budget de défense de seulement 2,7 milliards de dollars par rapport aux services courants, ce qui laisse subsister une augmentation en volume de 2,4 % par rapport à 1986. Les dépenses civiles baissent de 32,1 milliards ⁽²¹⁾ (soit - 4,2 % en volume) (hôpitaux, universités, aide au logement, soutien aux agriculteurs, vente d'agences commerciales et de stocks de pétrole...). Les impôts sont accrus de 6,7 milliards de dollars.

Le Sénat propose de son côté une diminution de 19 milliards de dollars des dépenses militaires, ce qui équivaldrait aux coupes Gramm-Rudman, et de 5 milliards de dollars seulement des autres dépenses. Les impôts augmenteraient de 13 milliards de dollars, afin d'éviter de trop fortes ponctions des budgets sociaux et des finances locales.

Ces premières indications laissent entendre qu'une remontée des impôts est envisageable, mais viendrait surtout des recettes de poche (tabac par exemple) et ne dépasserait guère une dizaine de milliards de dollars. Un compromis reste à trouver sur la répartition de quelque 30 milliards de dollars entre la défense et le reste du budget.

Dans le cas où l'option présidentielle l'emporterait le volume des achats de biens et services se maintiendrait approximativement en 1987 (année fiscale) au niveau de 1986, la progression étant de 1 % environ depuis 1985. Les dépenses militaires constituent les trois-quarts de ces achats. A l'autre extrémité la baisse du volume pourrait atteindre 4 % en 1987.

En années calendaires les évolutions successives seraient assez différentes, du fait notamment des achats élevés de produits agricoles réalisés en fin d'année 1985 par l'organisation de soutien (Commodity Credit Corporation). L'année 1986 serait alors en retrait de 3,5 % à 4 % en volume, et l'année 1987 verrait, selon les hypothèses précédentes, soit un retour au niveau de 1985, soit une stabilisation à celui de 1986.

(21) Dont environ 14 milliards de dollars, toujours par rapport aux services courants, de versements en moins au profit des Etats et collectivités locales.

L'impact sur l'activité de la réduction du déficit sera faible dans l'immédiat, mais pourrait aller en s'accroissant

L'analyse de l'incidence des décisions budgétaires peut être conduite en assignant différents effets multiplicateurs selon la nature des dépenses et des recettes de l'Etat. Les multiplicateurs les plus élevés correspondent aux achats de biens et services fournis par le secteur privé. Puis viennent les salaires et les transferts aux collectivités locales, les prestations sociales et impôts sur le revenu et le patrimoine des ménages, et enfin les transferts aux entreprises et les autres impôts. Cette hiérarchie des multiplicateurs vaut pour le court terme, c'est-à-dire qu'elle est fondée sur la réaction du produit national brut dans l'année qui suit la mesure budgétaire ⁽²²⁾.

Dans le cas présent il apparaît que la proposition de l'administration, qui réduit le moins les achats de biens et pèse davantage sur les transferts, est moins pénalisante pour l'activité immédiate que celle du Congrès. L'application de la loi Gramm-Rudman aurait l'effet le plus dépressif, la compression du déficit venant uniquement des dépenses, dont les multiplicateurs sont en moyenne plus forts que ceux des recettes (tableau 9). L'incidence sur le PNB s'étagerait entre un peu moins d'un demi-point et un peu plus d'un point de croissance en moins.

9. Indicateurs d'impact du budget 1987

En milliards de dollars

Nature des mesures		Multiplicateurs associés	Projets alternatifs					
			Mesures délibérées <i>ex-ante</i>			Incidence sur le PNB		
			Reagan	Sénat	Gramm-Rudman	Reagan	Sénat	Gramm-Rudman
Dépenses	Biens et services	1 à 2	- 3	- 19	- 19	- 3/- 6	- 19/- 38	- 19/- 38
	Transferts	0,5 à 1	- 12	- 5	- 10	- 6/- 12	- 3/- 5	- 5/- 10
	Subventions Etats et collectivités locales	0,8 à 1	- 14	—	- 8	- 3/- 4	—	- 6/- 8
Recettes	Impôts	0,3 à 0,5	+ 7	+ 10	—	- 2/- 4	- 3/- 5	—
Solde	TOTAL		+ 36	+ 34	+ 37	- 14/- 26	- 25/- 43	- 30/- 56

Source : OFCE.

Ces chiffrages ne doivent être pris que comme des ordres de grandeur, car ils dépendent de nombreuses hypothèses de comportements. Ainsi on ne connaît pas ce que sera la réaction des Etats et collectivités locales confrontés à la baisse des subventions. Certaines

(22) Voir C. de Boissieu et A. Gubian « Les indicateurs de la politique budgétaire et fiscale », Revue de l'OFCE, n° 9, octobre 1984.

administrations pourront puiser dans leurs réserves, d'autres relèveront les impôts, d'autres encore réduiront les dépenses, d'où le coefficient moyen attribué à cette rubrique. Par ailleurs les multiplicateurs de dépenses publiques qui ressortent de l'utilisation des principaux modèles existants ⁽²³⁾ diffèrent significativement (de 1,2 à 2,0 à court terme, autour d'une moyenne de 1,6) selon ce qui ressort de simulations effectuées récemment ⁽²⁴⁾.

Des divergences encore plus importantes affectent les estimations des multiplicateurs à moyen terme, qui vont de 0 à 2, avec une moyenne de 0,8 dans les modèles cités précédemment, selon la manière dont sont appréhendées les réactions internes aux Etats-Unis (partage volume-prix, taux d'intérêt...), et externes (taux de change, mouvements de capitaux, entraînement du commerce mondial...). Elles s'amplifient encore si l'on y adjoint les modèles construits en tenant compte d'anticipations dites rationnelles, pour lesquels les multiplicateurs sont plus faibles.

Ce qui a été dit plus haut sur la réaction des marchés financiers, où les taux d'intérêt à long terme ont baissé lorsque l'opinion a pris conscience du consensus politique en faveur de la réduction du déficit, prend ici toute son importance. Si l'on retient cette causalité, on est amené à utiliser des multiplicateurs plus proches de ceux des modèles à anticipations rationnelles et donc moins élevés que ceux des modèles traditionnels. La réalisation d'un compromis entre les positions du président et du Sénat, moins coûteuse en activité que l'application de la loi Gramm-Rudman, pourrait alors ne pas réduire le PNB de beaucoup plus qu'un demi-point, surtout si l'on admet une dérive toujours possible entre prévisions et réalisations budgétaires, le déficit effectif se situant plus près des 160 milliards de dollars que des 144 milliards de dollars ⁽²⁵⁾.

L'incidence immédiate pourrait en outre se trouver atténuée par l'amélioration des perspectives d'activité et la baisse supplémentaire des taux d'intérêt qu'a provoqué la chute du prix du pétrole. A l'inverse un effort supplémentaire de compression du déficit pour l'année fiscale 1988 viendrait renforcer les effets dépressifs retardés des mesures actuelles et pèserait sans doute plus lourd sur l'activité.

Le projet de réforme fiscale vient de faire l'objet d'un vote favorable de la Commission des finances du Sénat. Le texte adopté ne dénature pas l'esprit dans lequel cette réforme a été conçue par l'administration Reagan : simplification des systèmes d'imposition, remplacement de nombreuses possibilités de déductions par des taux d'imposition moins élevés ⁽²⁶⁾, report d'une part de la charge fiscale des particuliers sur les

(23) Modèles multinationaux de l'OCDE (Interlink), de DRI, du Federal Reserve Board (MCM), de l'Agence de planification économique du Japon (EPA), du projet LINK, et de Wharton.

(24) « Empirical Macroeconomics for Interdependent Economies : Where do we Stand ? » Colloque de la Brookings Institution, 10 mars 1986.

(25) De nombreuses prévisions faites aux Etats-Unis tablent sur un déficit d'environ 160 à 170 milliards de dollars pour l'année fiscale 1987.

(26) Impôt sur le revenu : le taux maximum passe de 50 % à 27 %. Impôt sur les sociétés : le taux passe de 46 % à 33 % (et 15 % et 25 % en dessous de certains seuils).

entreprises. Bien qu'en principe neutre sur le montant des prélèvements, la réforme aurait pour résultat d'accélérer les rentrées dans un premier temps. En contrepartie elle devrait entraîner une détente des taux d'intérêt en raison de ses modalités : moindre déduction des intérêts des emprunts, et suppression des crédits d'impôt tirés des investissements, mesures qui avaient dopé la rentabilité du capital physique ⁽²⁷⁾.

Le salaire réel et la productivité par personne employée progresseront en 1986, mais diminueraient en 1987

La masse des salaires nominaux, qui avait progressé entre 8 % et 9 % l'an au cours des années 1983 et 1984, s'est accrue de 6,3 % pendant l'année 1985, provenant à parts égales de l'augmentation du nombre d'emplois et de celle du salaire individuel. Le pouvoir d'achat a ainsi été simplement maintenu selon les données des comptes nationaux, la hausse du prix à la consommation ayant été de 3,1 % du quatrième trimestre 1984 au quatrième trimestre 1985.

Les gains hebdomadaires moyens relevés par le Bureau des statistiques du travail pour l'ensemble du secteur privé non agricole n'ont progressé que de 2,7 % à 2,8 % l'an au cours des deux dernières années, ayant sensiblement ralenti de la mi-1984 à la mi-1985. L'écart entre cette statistique, qui porte sur les personnels d'exécution, et les comptes nationaux est proche de 1 point sur la moyenne de l'année 1985, soit respectivement + 2,4 % et + 3,3 % de croissance du salaire individuel. Cet écart peut provenir en partie des primes versées en dehors de la rémunération de base, dont l'importance relative va croissant ; il résulte aussi de la baisse de la durée du travail (- 0,6 %) qui affecte principalement les personnels d'exécution.

Les salaires ont davantage augmenté dans l'industrie manufacturière que dans la construction et le commerce de détail. Une comparaison menée en fonction de l'existence ou non de contrats fondés sur des négociations collectives montre que les contrats ont apporté moins de progression salariale que la moyenne des gains hebdomadaires au cours de la période de reprise (de la fin de 1982 au début de 1984), mais ont permis de mieux soutenir les rémunérations dans les phases de récession et de croissance lente encadrant cette période.

Les négociations collectives menées récemment conduisent à retenir pour les prochaines années des hausses de salaires nettement ralenties. En moyenne celles conclues de la fin de 1983 au début de 1984 prévoyaient des hausses de salaires de 3,5 % pour la première année et de 3 % par an sur la durée du contrat ; en 1985 les hausses accordées étaient un peu en deçà de 2,5 % jusqu'à l'automne, puis sont redescendues à 2 % en fin d'année. Ces hausses sont particulièrement faibles dans les grandes entreprises du secteur manufacturier confrontées à la

(27) Sur les relations des taux d'intérêt avec la croissance et la rentabilité voir P. Sigogne « Taux d'intérêt et croissance ». Revue de l'OFCE n° 14, janvier 1986, et J.P. Fitoussi, J. Le Cacheux et alii « Taux d'intérêt réels et activité économique », Revue de l'OFCE n° 15, avril 1986.

concurrence internationale ; elles se redressent tout en étant très modérées dans la construction et se maintiennent dans le secteur tertiaire au-dessus de 3 %.

10. Comparaison des hausses de salaires sous contrat et pour l'ensemble des activités

Taux annuel en %

	Moyennes des quatre trimestres se terminant le :												
	1982	1983				1984				1985			
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Travailleurs bénéficiant de conventions collectives (> 1 000 salariés)	6,9	6,1	5,4	4,2	4,0	4,6	4,3	4,2	3,7	3,6	3,5	3,5	3,3
Ensemble des personnels d'exécution	5,6	4,7	4,6	5,9	5,3	5,8	4,6	3,6	2,7	2,2	2,2	2,5	2,8

Source : Bureau of Labor Statistics.

Au premier trimestre 1986 le tassement est déjà perceptible. Les gains hebdomadaires n'ont progressé que de 0,2 %. L'indexation, qui comptait pour 3/4 de point dans la hausse des salaires en 1985, ne joue plus avec la baisse des prix, ce qui a accentué le coup de frein nominal, tout en laissant se constituer un gain de pouvoir d'achat. En supposant que les accords conclus en 1986 et 1987 se feront sur la base de 2 % et de 3 %-4 % respectivement, le salaire individuel pourrait alors progresser d'environ 2,5 % au cours de cette année et 3 % en 1987. Le pouvoir d'achat s'accroîtrait alors de près de 1 point en moyenne annuelle 1986, grâce essentiellement à la baisse du pétrole, mais retomberait en 1987, au niveau de 1985 en raison de l'inflation importée. A l'inverse le gel des traitements des fonctionnaires fédéraux pourrait ne pas être reconduit pour l'année fiscale 1987.

La progression de la masse des salaires reposera encore sur la croissance des effectifs, concentrée dans le secteur tertiaire, qui se maintiendrait dans la tendance récente d'environ 3 % l'an. Il n'en résulterait pratiquement pas de gains de productivité du travail ; seul un gain apparent temporaire de près de 1 point pourrait être réalisé vers la fin 1986 avec le sursaut de la production qui est escompté, mais ce gain risque d'être reperdu ultérieurement si la demande intérieure faiblit.

Le pouvoir d'achat du revenu disponible après impôts progresserait de 2 % à 3 % cette année et d'environ 1 % l'an prochain, hors réforme fiscale

Les revenus des entrepreneurs individuels non agricoles s'élèveraient plus rapidement que les salaires en raison des bons résultats attendus dans la construction, le commerce, l'hôtellerie et les autres services, qui feraient plus que compenser la mauvaise situation des petits pétroliers indépendants.

Les revenus des agriculteurs risquent de rester médiocres, car des surplus de production existent pour de nombreux produits, qui ne tiennent pas seulement à la surévaluation du dollar. Les récoltes de blé et de maïs s'annoncent très abondantes, alors que les prix de référence servant à fixer les subventions aux agriculteurs ont été gelés pour 1986 et 1987 par le Food Security Act de 1985. L'accident de Tchernobyl laisse prévoir une reprise des exportations vers l'URSS, largement anticipée en mai par la Bourse de Chicago, mais il est trop tôt pour en mesurer la portée. Les besoins alimentaires de pays en développement tels l'Inde et la Chine, sont de mieux en mieux couverts par la production intérieure, ce qui a réduit les débouchés extérieurs du blé américain. Le maïs et le soja ne sont plus l'apanage des Etats-Unis maintenant que le Brésil est devenu un exportateur significatif. La viande pâtit des modifications des habitudes des consommateurs américains, qui tendent, pour des raisons diététiques, à se reporter sur le poulet et le poisson.

Les transferts sociaux augmenteraient un peu moins rapidement que les salaires en raison des économies budgétaires réalisées par l'administration fédérale et probablement aussi par certaines collectivités locales. Cependant les prestations santé de Sécurité sociale sont exclues a priori des programmes de coupes et l'indexation des retraites semble assurée, compte tenu de la modération de l'inflation.

Les intérêts reçus par les ménages pourraient se stabiliser sur deux ans après une diminution en 1986, liée à la baisse des taux créditeurs. Ceci trancherait avec le vif gonflement des années passées 1980 à 1982 (+ 19 % l'an) et 1984 (+ 15 %) qui aurait été l'un des facteurs à l'origine de la baisse du taux d'épargne des ménages, selon certaines analyses s'appuyant sur la structure par âge des bénéficiaires de ces versements et des propensions à consommer. La masse des intérêts effectivement ⁽²⁸⁾ perçus par les ménages dépasse à présent 10 % des revenus avant impôt.

Les prélèvements obligatoires s'alourdiraient en 1986 et surtout en 1987, non compte tenu de la réforme fiscale actuellement en discussion au Sénat. Les cotisations sociales ont été relevées au 1^{er} janvier 1986, à la fois en taux et en plafond et il est proposé par l'administration de faire contribuer les retraités de l'Etat à partir d'octobre. Les impôts fédéraux sur le revenu ne sont plus allégés comme pour les années passées par les dispositions du programme ERTA et la seule indexation des tranches du barème atténuera, mais n'éliminera pas, l'augmentation du rendement de l'impôt due à celle de l'activité.

Le revenu disponible des ménages, après impôts et avant paiement des intérêts des emprunts, s'accroîtrait alors de 4,5 % à 5 % l'an pour chacune des deux années 1986 et 1987 (voir tableau 11). Son pouvoir d'achat serait d'environ 2,5 % cette année et pourrait n'être que de 1 % l'an prochain si l'on s'en tient aux hypothèses budgétaires formulées avant l'adoption éventuelle du projet de réforme fiscale.

(28) Sur environ 450 milliards, qui figurent au crédit du compte des ménages, un tiers est imputé et deux-tiers sont des intérêts monétaires versés. Le tiers imputé est la différence entre les revenus de la propriété encaissés par les intermédiaires financiers (banques, sociétés d'investissement, compagnies d'assurances, caisses de retraite) et les intérêts effectivement versés aux déposants et bénéficiaires des fonds.

11. Revenu des ménages

Niveaux en milliards de dollars, taux d'accroissement en %

	1985	%	1986	%	1987
Salaires bruts ⁽¹⁾	1 960,5	+ 6	2 078	+ 5,5	2 192
Autres revenus du travail ⁽²⁾ ...	206,4	+ 6	219	+ 5,5	231
Revenus nets des entrepreneurs individuels ⁽³⁾ :					
— agricoles	21,2	+ 13	24	0	24
— non agricoles	221,0	+ 9	241	+ 8	260
Loyers nets ⁽⁴⁾	13,8	+ 30	18	0	18
Dividendes	78,9	+ 6	84	+ 5	88
Intérêts reçus	456,3	- 3	442	+ 3,5	457
Transferts	484,5	+ 4,5	506	+ 4,5	530
A déduire :					
— Cotisations sociales des salariés	149,1	+ 6	158	+ 7,5	170
— Impôts directs	492,7	+ 5	517	+ 7,5	556
Revenu disponible net ⁽⁵⁾	2 800,8	+ 4,9	2 937	+ 4,7	3 074
Prix à la consommation		+ 2,4		+ 3,7	

Sources : Survey of current Business, Economic indicators, prévisions OFCE.

(1) Hors cotisations sociales employeurs à la Sécurité sociale.

(2) Essentiellement cotisations employeurs aux systèmes privés de couverture sociale.

(3) Y.c. ajustement sur l'évaluation des stocks et la consommation de capital, déduction faite des amortissements.

(4) Y.c. ajustement sur la consommation de capital, déduction faite des amortissements.

(5) Le revenu disponible est net des amortissements économiques évalués par la comptabilité nationale. Il est calculé avant déduction des intérêts payés par les particuliers (87,4 milliards \$ en 1985).

Ce projet devrait avoir pour effet d'alléger les prélèvements sur les ménages, le taux maximum de l'impôt sur le revenu étant abaissé de 50 % à 27 %. En contrepartie de nombreuses déductions préalablement autorisées, en particulier les déductions d'intérêt sur emprunts non destinés au logement personnel, seraient supprimées, de même que l'abattement de 60 % sur les plus-values en capital. Le projet initial de l'administration a déjà fait l'objet d'amendements importants ; ainsi les taux d'imposition ont été modifiés, les déductions des intérêts des emprunts hypothécaires et des impôts locaux, dont la suppression avait été aussi proposée, ont été rétablis par le contre projet de la Commission des finances du Sénat et il pourrait en être de même en ce qui concerne les cotisations aux caisses privées de retraite.

L'impact du résultat final de la réforme fiscale ne peut donc être chiffré avec précision. Il en ressortirait une hausse du pouvoir d'achat du revenu disponible supérieure à celle inscrite dans ce compte, dont l'ampleur dépendra aussi des modalités d'étalement dans le temps de la suppression des avantages fiscaux.

La consommation des ménages sera le principal support de la croissance au cours des prochains trimestres, mais risque de s'essouffler en 1987

Au premier trimestre 1986 les ménages ont accru leurs achats de produits alimentaires et de services, la consommation totale augmentant de 1 % en volume. Les ventes d'automobiles se sont un peu redressées, grâce à une meilleure tenue des marques américaines, et celles des autres biens durables ont consolidé leur position antérieure. Une nouvelle progression de la consommation est intervenue en avril, qui se situe à 1,5 % en volume au-dessus du premier trimestre. Le ralentissement de la progression des achats des ménages (+ 5,2 % au cours de 1983, + 3,3 % en 1984 et + 3 % en 1985) se trouve donc enrayer.

Les enquêtes réalisées auprès des particuliers par le Conference Board et l'université du Michigan soulignent toutes deux la bonne tenue du moral des consommateurs. L'indice de confiance calculé par le Conference Board est resté à un niveau élevé depuis le début de 1984 et a récemment progressé ; celui du Michigan, qui avait légèrement fléchi du printemps 1984 à l'automne 1985, s'est redressé à partir de novembre dernier.

Le comportement des consommateurs est donc jugé favorablement. Il devrait contribuer à assurer un taux de croissance proche de 4 % l'an au cours des prochains mois, ce qui permettrait d'obtenir, année sur année, une augmentation comparable à celle de 1985, soit 3,3 %, en dépit d'un point de départ relativement bas.

De l'avis des spécialistes de ces enquêtes les baisses de l'inflation et des taux d'intérêt, jointes à un taux de chômage réduit, ont contribué à l'amélioration du climat. Il se peut aussi que la progression des revenus soit sous-estimée pour des raisons de changements de structure ⁽²⁹⁾ et de progrès individuels mal pris en compte. Cependant des modifications plus profondes ont pu s'ancrer dans les mentalités, qui expliqueraient la sérénité actuelle des ménages et conduiraient à ne pas trop attendre d'effet d'entraînement de la consommation sur le reste de l'économie pour l'an prochain. Ainsi, selon l'analyse de l'université du Michigan, les particuliers pensent maintenant que l'inflation connaîtra des hauts et des bas. Ils apprennent de leur propre expérience que, quand les affaires vont mal, les producteurs baissent les prix. Or ceci n'avait lieu qu'exceptionnellement dans les années soixante-dix, seulement en 1973-1974 dans le cas de l'automobile. Le consommateur attend donc les mauvaises périodes et en profite, comme l'ont montré les succès des promotions de baisse des taux d'intérêt en septembre dernier (7 % pratiqué par des filiales financières des constructeurs automobiles au lieu de 11 % à 13 % en temps normal). Ces promotions sont renouvelées depuis la mi-avril et pourraient bien être amplifiées à

(29) Cependant les changements de structure ne sont pas tous dans le sens de la hausse du salaire moyen, tout au moins en ce qui concerne les personnels d'exécution, nettement moins bien payés dans les services en extension que dans l'industrie manufacturière. De 1980 à 1987 cet effet aura amputé le gain hebdomadaire moyen de 2 %, dont plus de la moitié au cours de la récession.

la rentrée prochaine. Dans cette optique, une baisse supplémentaire du dollar risquerait d'avoir des conséquences négatives sur la propension à consommer, si elle entraînait, comme cela est vraisemblable, une remontée des prix des biens durables, car les ménages se garderaient d'avancer leurs achats.

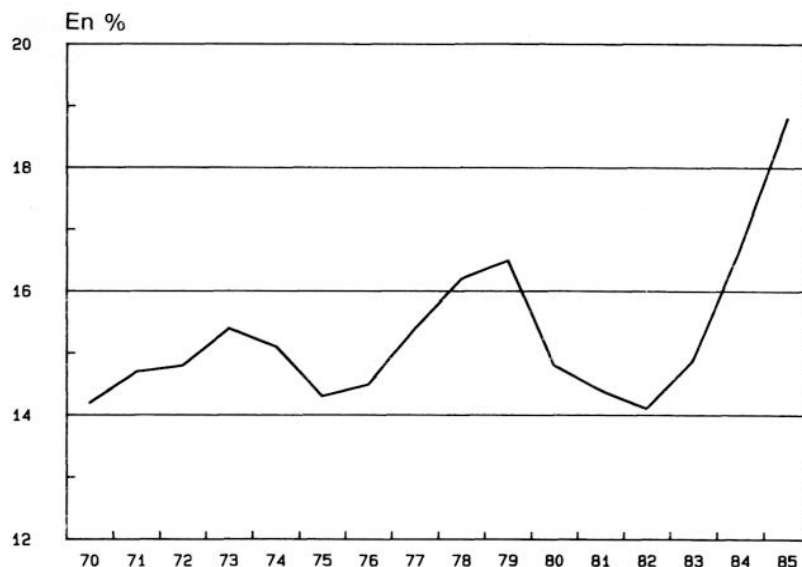
Le consommateur, n'attendant pas de forte hausse de son revenu réel, est plus concerné qu'avant par les mesures de politique économique qui pourront l'affecter. Un relèvement des impôts, plus important que celui retenu dans les hypothèses budgétaires, serait durement ressenti, ce qui en fait un tabou politique. Une hausse sensible des taux d'intérêt aurait aussi pour effet de freiner les achats à crédit.

L'endettement des ménages a augmenté au cours du cycle actuel davantage que par le passé. Rapporté au revenu disponible il dépasse à présent 19 % à comparer à 17 % lors du pic précédent de 1979. La déréglementation a accru le nombre d'institutions financières, telles les caisses d'épargne, proposant des prêts aux particuliers, ainsi que le montant des dépôts en quête d'emploi. L'utilisation des cartes de paiement s'est intensifiée, les durées de remboursement ont été étendues, allant jusqu'à 54 mois dans l'automobile. Cet étalement dans le temps et la baisse des taux d'intérêt ont fait que les charges de remboursement n'ont pas crû autant que la dette en proportion du revenu disponible.

Il existe plusieurs façons de mesurer la charge de la dette, qui dans l'ensemble tendent à minimiser cette apparente explosion et les risques de contraction de la demande qui sont suspendus à une éventuelle restriction monétaire. Ainsi on peut exclure le crédit dit *revolving*, qui tient pour une part importante aux factures de cartes de paiement en attente de règlement et qui ne peuvent être assimilées totalement à un crédit. On peut aussi rapporter la dette aux actifs financiers liquides ou à la richesse nette des ménages, qui ont davantage progressé que les revenus dans la période récente. On peut encore remarquer que les tendances démographiques ont renforcé le poids relatif des tranches d'âge de 25 à 44 ans, qui s'endettent le plus. Toutefois ces mesures ne font au mieux que ramener la charge actuelle de la dette au niveau du pic de 1979 et laissent peu de place pour un développement ultérieur. L'effet de richesse est aussi éminemment réversible, une remontée des taux d'intérêt à long terme se révélant préjudiciable à la Bourse, comme le souligne le reflux des cours depuis la fin du mois d'avril (graphique 23).

La croissance de la consommation envisagée pour cette année implique un léger recul du taux d'épargne des ménages, recul qui est déjà rendu difficile en raison de la concurrence qu'exercera le logement vis-à-vis des autres dépenses. L'an prochain tout progrès supplémentaire de la consommation sera suspendu à une nouvelle détente des taux d'intérêt, faute de quoi il est peu probable que les ménages réduisent encore leur taux d'épargne.

23. Encours de crédit à la consommation/ revenu disponible



Source : Economic indicators.

Toutes les conditions seront réunies pour que l'investissement résidentiel progresse vivement en 1986 et chute fortement en 1987

Les mises en chantier de logement ont dépassé le rythme annuel de 2 millions d'unités, mais avec de grandes différences d'une région à l'autre. Tandis que dans le Nord-Est elles sont au plus haut niveau jamais enregistré, elles ont fortement diminué dans le Sud et surtout dans le Sud-Ouest. Le nombre de permis de construire délivrés laisse présumer une forte activité dans les prochains mois.

La baisse des taux d'intérêt à long terme, notamment sur le marché hypothécaire, est un stimulant puissant pour l'investissement résidentiel, à double titre :

- Les ménages désireux d'acheter un logement sont moins contraints par le coût du crédit et, dans la situation actuelle, de baisse des prix et de hausse de la valeur de leurs actifs, ils disposent d'une capacité d'emprunt supérieure.

- Les taux sur le marché hypothécaire ont baissé de plus de 5 points depuis la mi-1982, de sorte que le coût de refinancement des crédits contractés il y a trois ou quatre ans est inférieur aux gains réalisés par les ménages dans cette opération. Ceci a pour conséquence une augmentation des disponibilités mensuelles des ménages, qui peuvent donc se réendetter pour changer de logement.

La poursuite de la baisse des taux d'intérêt et de la maîtrise de l'inflation aura pour effet une forte augmentation de l'investissement résidentiel au deuxième trimestre 1986, qui se poursuivra au troisième. L'investissement logement se maintiendra ensuite à haut niveau, car la hausse des taux d'intérêt, qui s'amorcera alors, devrait inciter les ménages, qui attendaient les meilleures conditions, à réaliser leurs achats avant que leur coût du crédit ne redevienne excessif.

Par ailleurs l'éventuelle entrée en vigueur dans les prochains trimestres de la réforme présentée par le sénateur Packwood affectera le

marché immobilier. Les ménages qui réalisent 70 % de l'investissement résidentiel ne devraient pas être concernés, du moins directement, dans la mesure où la suppression de la déduction des intérêts n'est pas envisagée pour les crédits hypothécaires. Par contre la pierre perdra son caractère d'abri fiscal et, dans le même temps, son attrait pour les investisseurs. Ces derniers ne pourront plus déduire les pertes d'exploitation liées à ces achats, à participation limitée, que des revenus de même nature et non de l'ensemble des revenus, comme actuellement ⁽³⁰⁾. Dans le même temps les plus-values réalisées seront imposées à 27 %, au lieu de 20 %, et la période de référence pour les amortissements passera à 27 1/2 au lieu de 19 ans actuellement. Ceci réduit automatiquement le montant des amortissements et par conséquent les pertes d'exploitation dans les premières années. Le doute subsiste encore sur les modalités qui accompagneront l'extension de cette mesure aux achats réalisés avant l'entrée en application de la réforme fiscale. Pour l'instant il est envisagé un système dégressif, qui laisserait aux investisseurs la possibilité de déduire de leurs revenus les pertes d'exploitation à concurrence de 65 % en 1987, 40 % en 1988, 20 % en 1989 et 10 % en 1990. Ainsi les agents qui ne souhaitent pas changer de placement réaliseront leurs achats immobiliers dans la seconde moitié de 1986, de façon à ne pas passer sous le joug de la nouvelle législation.

La plupart des facteurs qui alimenteront directement ou indirectement la poursuite de l'activité dans le secteur résidentiel devraient s'atténuer ou disparaître à la fin de l'année, de sorte que dès le début de 1987 le marché immobilier subira une dégradation, qui s'amplifiera en cours d'année.

Les facteurs défavorables seront prépondérants dans l'investissement non résidentiel, qui fluctuera beaucoup au cours des deux prochaines années

Les dernières enquêtes effectuées auprès des entreprises montrent l'importance de la psychologie dans les décisions d'investissement. En début d'année il ressortait de l'enquête trimestrielle effectuée par le ministère du Commerce que les investissements des entreprises s'élèveraient de 1,1 % en termes réels. De nouveaux sondages effectués en cours d'année auprès des principaux groupes industriels ont mis en évidence qu'au fur et à mesure que les conséquences de la baisse du prix du pétrole et du dollar étaient mieux perçues les perspectives d'investissement étaient révisées en hausse. Néanmoins le dernier rapport du ministère du Commerce fait apparaître une hausse des investissements anticipés limitée à 2,3 % en valeur en 1986 par rapport à 1985, soit une baisse en volume dans l'esprit des chefs d'entreprises, qui anticipent une hausse moyenne des prix de 3,7 %.

L'amélioration récente des perspectives de profit dans l'industrie, associée à une moindre pression de la concurrence étrangère, l'abais-

(30) Les personnes disposant de revenus importants peuvent dans la législation actuelle investir dans des parts d'immeubles et déduire de leurs revenus totaux les pertes d'exploitation. Le système permet jusqu'à présent de déduire 2 dollars pour chaque dollar placé !

sement des taux d'intérêt et une confiance accrue des dirigeants dans la croissance de l'économie à partir du troisième trimestre 1986 sont autant d'atouts en faveur de l'investissement.

Cependant l'investissement non résidentiel devrait, en dollars de 1982, et au-delà d'amples fluctuations, se situer en 1986 en retrait de 1985, puis se stabiliser en 1987, pour des raisons qui tiennent au stock de capital existant et à la fiscalité.

Le stock de capital est resté inhabituellement élevé, en regard des revenus et de l'accumulation d'actifs financiers sous forme de titres de la dette publique. Le maintien de cette dette en proportion du PNB, voire son accroissement, pèsera tôt ou tard dans les choix de placements financiers au détriment des obligations privées. Or l'investissement non résidentiel s'est maintenu à des niveaux élevés ces trois dernières années et globalement l'industrie n'utilise que 80 % de ses capacités de production, de sorte que l'augmentation de l'offre qui résultera d'une reconquête partielle du marché intérieur ⁽³¹⁾ pourra être réalisée sans investissement supplémentaire.

Cette description masque bien évidemment des disparités sectorielles importantes. Ainsi les achats d'équipement électroniques, qui représentent actuellement près de 40 % de tous les achats de biens d'investissement, contre moins de 20 % en 1975, et plus généralement de matériels destinés à l'automatisation ou la modernisation de l'appareil de production devraient continuer à augmenter. Mais globalement le secteur manufacturier sera affecté par la faiblesse de son industrie traditionnelle, qui restera exposée à la concurrence étrangère, celle-ci risquant d'y être encore plus vive. Par ailleurs la baisse du pétrole n'a pas que des effets d'entraînement sur l'économie des Etats-Unis et ses conséquences sur le secteur pétrolier américain et les activités annexes, abordées dans le début de la chronique, pèseront lourdement sur les performances d'ensemble en terme de profits et d'investissement. L'ampleur des coupes annoncées par les grandes compagnies pétrolières, principalement dans la prospection et le forage, mais qui affecteront la quasi-totalité des postes de leur budget, ne pourra être compensée ; les investissements pétroliers représentant à peu près le cinquième des investissements de l'industrie manufacturière.

Une étude présentée en février 1986 ⁽³²⁾ compare pour dix-huit branches le risque de crédit qui y était associé entre 1980-1984 à celui anticipé pour 1986-1990. L'électronique conserve la première place, tandis que les équipements de transport et les communications passent respectivement du 13^e et 6^e rang au 2^e et 3^e. A l'opposé le secteur minier, les machines, les métaux et l'industrie lourde restent les plus risqués, mais sont rejoints par l'agriculture, 7^e en 1980 et 17^e pour 1986-1990, et le pétrole, qui rétrograde de la 5^e à la 13^e place.

Les incitations fiscales dont bénéficient jusqu'à présent les entreprises semblent s'épuiser. En même temps la réforme fiscale est perçue

(31) Cf. infra.

(32) « Measuring Industry Risk in a Dynamic Global Economy », John Oliver Wilson, Chief Economist, Bank of America, lors d'un séminaire à Singapour dont le thème était « L'analyse industrielle au XXI^e siècle ».

de manière contradictoire. Des compagnies comme Chrysler et Ford gagneront moins grâce à la baisse du taux d'imposition que ce qu'elles perdront avec la suppression du crédit d'impôt lié aux investissements réalisés, tandis que c'est le contraire pour General Motors. En outre l'instauration d'un impôt minimum sur les bénéfices réalisés constituera une dégradation de la situation de sociétés comme General Electric, qui avait réussi à ne rien payer lors de trois des cinq années. Ce projet de réforme suggère également une modification du régime d'amortissement, qui dans l'état actuel semble plus favorable pour certains investissements en équipement, tels que les véhicules ou les semi-conducteurs (il s'agirait alors d'une simple version révisée du système de recouvrement accéléré de l'ERTA), mais moins favorable pour d'autres. Toutes ces incertitudes, qui se combineront avec un ralentissement de l'activité économique au deuxième trimestre, puis une accélération, expliquent le profil trimestriel heurté attendu.

La réforme fiscale viendra amplifier dans le secteur de la construction une situation déjà fort compromise. Le taux de vacance des bureaux est actuellement en moyenne de 20 % sur l'ensemble des Etats-Unis et il dépasse 40 % dans le Texas, notamment à Houston. De même que pour l'investissement résidentiel, présenté précédemment, le projet présenté par le sénateur Packwood prévoit un allongement de la durée sur laquelle est réalisé l'amortissement, qui passerait de 19 à 31 ans 1/2. Ceci affectera durement l'investissement en construction, près du tiers de l'investissement non résidentiel, qui chutera en 1987, après s'être stabilisé en 1986 grâce aux investissements réalisés avant l'entrée en vigueur éventuelle de la réforme.

Les mouvements des stocks agricoles continueront à influencer le niveau global et dépendront de l'application des programmes fédéraux. La baisse des taux d'intérêt conduira les entreprises à desserrer la gestion de leurs stocks, qui pourraient s'élever sensiblement. Mais en 1987 la modification de l'environnement économique et un regain de scepticisme pourrait conduire à un mouvement de destockage dans l'industrie manufacturière, dont l'objectif serait alors de revenir à un ratio stocks sur ventes comparable à celui de la fin de l'année 1985.

La contrainte extérieure se desserrera progressivement mais restera importante

La dépréciation du dollar, la baisse du prix du pétrole et un accroissement des recettes d'invisibles sont autant d'atouts pour l'économie américaine. Mais les ajustements prendront beaucoup de temps et seront limités dans leur ampleur de sorte que, en dépit des déclarations récentes des principaux dirigeants concernant leur satisfaction sur le niveau actuel du dollar, il est probable qu'il viendra à se déprécier davantage à la fin de l'année 1986 et surtout au début de 1987. Cela permettrait de desserrer un peu plus la contrainte qui pèse sur les industriels américains et de concilier économie et politique en cette année électorale.

La croissance des prix de production sera modérée dans l'ensemble de l'OCDE, mais un peu plus rapide aux Etats-Unis que dans les autres pays industrialisés. Ces hypothèses sont résumées dans le tableau 12.

12. Prix à la production de produits manufacturés et taux de change effectif

Indice 1980 = 100

	1985	1986	1987	1985		1986		1987	
				S1	S2	S1	S2	S1	S2
Etats-Unis	119,0	118,4	122,6	118,7	119,3	117,8	119,0	121,4	123,8
OCDE hors Etats-Unis	140,5	142,8	146,9	140,1	140,8	141,9	143,7	145,8	148,0
Taux de change effectif nominal du dollar	163,8	142,0	129,0	174,4	153,1	144,0	140,0	129,0	129,0

Sources : OCDE, Federal Reserve Board, estimations et prévisions OFCE.

Les exportations américaines progresseront rapidement en 1986 et 1987...

La dépréciation du dollar rend les exportations américaines de produits manufacturés plus compétitives, ce qui permettra de regagner une partie des parts de marché perdues depuis 1980. Il est peu probable que les exportateurs américains augmentent beaucoup leurs prix, qui, convertis en monnaie étrangère, s'étaient accrus depuis 1980 de 45 % de plus que les prix de production des autres pays de l'OCDE. Les marchés extérieurs dynamiques seront peu nombreux et la concurrence encore vive. Préférant d'abord reconquérir certains marchés en accroissant leurs volumes, les exportateurs américains pourraient limiter leurs hausses de prix en dollar à moins de 2,5 % en 1986 et de 3,0 % en 1987 (tableau 13). Les Etats-Unis pourront bénéficier néanmoins d'un contexte favorable, car une croissance rapide du commerce mondial de produits manufacturés n'est pas impossible⁽³³⁾. Mais cette hypothèse recouvre un comportement très différencié selon les zones. Alors que les pays industrialisés accroîtraient leurs importations grâce à la réduction de leur facture énergétique, les pays en voie de développement seraient fortement contraints. La diminution des recettes de l'OPEP, même si l'on suppose que ses membres acceptent une dégradation de leur solde courant, aura pour conséquence directe une nouvelle réduction de leurs importations. Les autres pays en développement seront confrontés au double problème de la baisse du cours du pétrole, pour ceux qui sont exportateurs nets, et de celle des prix des matières premières dont les cours restent globalement mal orientés. Parmi les pays industrialisés l'Europe pourrait être un client privilégié et l'ampleur de la dépréciation du dollar vis-à-vis du DM constituera un atout supplémentaire pour l'industrie américaine.

(33) « Vers un redémarrage du commerce mondial de produits manufacturés ? » Monique Fouet, Lettre de l'OFCE, n° 35, mai 1986.

13. Hypothèses de prix à l'exportation des produits manufacturés américains

1980 = 100

	1985		1986		1987		1985	1986	1987
	S1	S2	S1	S2	S1	S2			
Prix à l'exportation en dollars	125	124	126	128	130	132	124 (+ 2,5)	127 (+ 2,4)	131 (+ 3,1)
Prix à l'exportation en monnaie étrangère	218,0	189,8	181,4	179,2	167,7	170,3	203,1 (+ 6,1)	180,3 (- 11,2)	169,0 (- 6,3)
Prix à l'exportation/Prix à la production	105,3	103,9	107,0	107,6	107,1	106,6	104,2 (+ 1,5)	107,3 (+ 3,0)	106,9 (- 0,4)
Prix à l'exportation en monnaie étrangère Prix à la production OCDE hors Etats-Unis	155,6	134,8	127,8	124,7	115,0	115,1	144,6 (+ 0,8)	126,3 (- 12,7)	115,0 (- 8,9)

Sources : OCDE, estimations et prévisions OFCE.

Le problème de l'accessibilité des marchés se posera donc dans ce contexte avec d'autant plus d'acuité que les gains réalisés du côté des importations américaines ⁽³⁴⁾ seront plus faibles que ceux escomptés par l'administration. Le Japon et les NPI d'Asie seront à cet égard la principale cible des pressions exercées par les responsables des Etats-Unis. Ces pays pourront plus difficilement s'opposer directement à une plus grande ouverture de leur marché intérieur aux exportateurs américains. Mais ces signes de bonne volonté, abaissement des droits de douanes notamment, ne seront pas suffisants pour permettre une forte progression des exportations américaines. En effet le problème des droits de douanes écarté, les taxes intérieures, les circuits de distribution et le changement des habitudes des consommations restent autant d'obstacles.

Les exportations américaines de produits manufacturés croîtront donc rapidement, mais principalement à destination de l'Europe. Les exportations de marchandises vers toutes destinations pourraient atteindre près de 200 milliards de dollars en 1987 à comparer à moins de 160 en 1985. Passé le rattrapage du premier semestre 1986, et un ralentissement au second semestre, le rythme de progression des volumes exportés atteindra 6 % à 7 % au cours de 1987, soit 13 % en moyenne annuelle (tableau 14).

Cette forte augmentation des exportations se diffusera à l'ensemble de l'industrie manufacturière, mais bénéficiera surtout aux branches orientées vers des produits de haute technologie. Les gains les plus substantiels seront réalisés dans *les télécommunications, le matériel*

(34) Cf. partie suivante.

électronique, les instruments et les équipements en rapport avec l'automatisation de la production. Dans ces activités les taux d'exportation peuvent rejoindre au moins les niveaux de 1980.

14. Exportations de produits manufacturés des Etats-Unis

Milliards de dollars et taux de croissance en pourcentage

	1985		1986		1987		1985	1986	1987
	S1	S2	S1	S2	S1	S2			
Valeur	81,3	75,0	81,0	86,4	93,5	101,1	156,3	167,4	194,6
Prix	+ 8,2	- 0,4	+ 1,6	+ 1,6	+ 1,6	+ 1,5	+ 2,5	+ 2,4	+ 3,1
Volume	- 2,8	- 7,5	+ 6,3	+ 5,0	+ 6,5	+ 6,5	- 0,5	+ 4,6	+ 12,8

Sources : OCDE, estimations et prévisions OFCE.

Dans *les machines, électriques ou non*, cette progression sera plus modérée dans la mesure où la concurrence y sera la plus vive et où la délocalisation de la production a été importante. De même dans la *chimie* les exportations de produits sophistiqués croîtront plus rapidement que celles d'autres produits tels que les engrais. Enfin dans *les vêtements et l'habillement et les métaux primaires*, la situation se dégradera moins rapidement, voire se stabilisera.

Les exportations de produits manufacturés ne seront pas les seules à bénéficier de la dépréciation du dollar et d'une demande plus vigoureuse. En 1986, et dans une moindre mesure en 1987, les ventes de produits agricoles progresseront vivement. En dépit d'une concurrence toujours vive sur le marché des céréales en raison de l'accumulation d'excédents, le volume des exportations américaines de blé et de maïs devrait selon le ministère de l'Agriculture augmenter respectivement de 22 % et 16 % au cours de la campagne 1986-1987.

Les exportations des autres produits, principalement énergétiques, subiront quant à elles le contrecoup de la baisse du prix du pétrole et de celui de l'ensemble de l'énergie.

...mais les effets de la dépréciation du dollar sur les importations resteront limités...

L'impact de la baisse du pétrole qui était encore faible en début d'année, a commencé à s'amplifier. La facture énergétique continuera à se réduire ⁽³⁵⁾ au cours de 1986 et les effets se diffuseront jusqu'en 1987.

Pour les produits manufacturés, sur lesquels reposent les espoirs de l'administration américaine pour réduire le déficit extérieur, la dépréciation du dollar permettra de desserrer certaines des contraintes qui

(35) Cf. partie énergie.

pèsent sur le système productif. Les prix à l'exportation vers les Etats-Unis des concurrents étrangers ont reperdu dès la fin de 1985 l'avance qu'ils avaient accumulée sur les prix de production depuis 1982. Pris dans leur ensemble les partenaires commerciaux des Etats-Unis n'ont pas compensé par une augmentation de leurs prix en dollar la dépréciation du taux de change. Dans les premiers mois de 1986 ce comportement s'est poursuivi, de sorte que le ratio est presque revenu à son niveau de 1980. Pour l'instant les exportateurs étrangers ont consenti des sacrifices de prix afin de ne pas être évincés du marché par l'offre locale. Des disparités importantes subsistent au sein de l'ensemble des produits manufacturés. Ces efforts sont plus marqués dans des secteurs où la production américaine est substituable aux importations et surtout où les prix étaient le principal facteur explicatif de la perte de compétitivité américaine.

Les exportateurs ne pourront encore comprimer leurs marges de cette façon pendant plus d'un semestre. C'est pourquoi, après être restés à peu près stables, les prix à l'importation de produits manufacturés en dollars s'élèveront à partir de la fin du premier semestre 1986 (tableau 15).

15. Hypothèses de prix à l'importation des produits manufacturés américains
1980 = 100

	1985		1986		1987		1985	1986	1987
	S1	S2	S1	S2	S1	S2			
Prix à l'importation en dollars	103	105	106	110	115	117	104 (- 1,0)	108 (+ 3,8)	116 (+ 7,4)
Prix à l'importation en monnaie étrangère	179,6	160,8	152,6	154,0	148,0	150,9	170,2 (+ 2,3)	153,3 (- 10,0)	149,5 (- 2,5)
Prix à l'importation en monnaie étrangère	128,2	114,2	107,5	107,2	101,5	102,0	121,2 (- 2,7)	107,4 (- 11,4)	101,8 (- 5,2)
Prix de production OCDE hors Etats-Unis									

Sources : OCDE, estimations et prévisions OFCE.

Les producteurs américains pourront alors reconquérir une partie du marché intérieur. Toutefois ces mouvements n'affecteront que les pays dont le taux de change s'est apprécié vis-à-vis du dollar. Or en 1985 la moitié des importations sont parvenues de pays dont la monnaie est restée stable, voire s'est encore dépréciée. Il s'agit principalement des pays en voie de développement, et en premier lieu des NPI d'Asie, mais aussi du Canada, qui demeure le premier fournisseur des Etats-Unis.

La hausse des prix sera nécessaire pour préserver un minimum de marge aux exportateurs européens et japonais et ne pas faire l'objet d'accusations de *dumping*. Les Coréens, Taïwanais et Canadiens pourront accroître leurs marges, surtout lorsque leurs produits sont soumis à

quotas. Mais la faiblesse de la demande limitera ces hausses de prix de sorte qu'en moyenne ils augmenteraient de moins de 4 % en 1986 puis de 6 % à 7 %.

L'avantage dont bénéficiera l'offre intérieure sera, dans l'état actuel, limité aux branches dont la production n'est pas substituable par les pays dont le taux de change est resté stable vis-à-vis du dollar. Dans les autres, à part quelques gains très localisés pour les industriels américains, les parts de marché seront redistribuées entre les compétiteurs étrangers. A supposer qu'aucune mesure protectionniste n'intervienne avant la fin de l'année 1986, il est certain que le Canada, la Corée du Sud et Taïwan seront les principaux bénéficiaires au détriment du Japon, de la RFA et des autres pays européens.

Mais les pertes d'emplois et de profits occasionnées par la pression de plus en plus vive de la concurrence étrangère ont suscité des revendications protectionnistes plus pressantes chaque année. En 1985 c'est presque un projet de loi par jour qui a été déposé au Congrès en vue de limiter les importations ou d'augmenter les droits de douanes. Ces actions ont été menées dans la plupart des branches, aussi bien dans les industries traditionnelles que dans l'électronique, quand il ne s'agissait pas de prendre des mesures vis-à-vis de partenaires commerciaux explicitement nommés. Jusqu'à présent ces propositions ont été rejetées en bloc par l'administration Reagan. Mais la fermeté de l'opposition présidentielle à toute mesure protectionniste semble s'effriter. Ainsi dans le courant du mois de mai 1986 Reagan a annoncé qu'il demanderait aux quatre plus importants fournisseurs étrangers de machines-outils de limiter « volontairement » leurs exportations.

L'efficacité toute relative de la dépréciation du dollar pour apporter une solution au problème de compétitivité de certains secteurs de l'économie américaine continuera de nourrir le protectionnisme. Ces pressions pourraient trouver un écho plus favorable en cette période pré-électorale, car ces moyens apparaîtront alors comme les seuls susceptibles de sauvegarder les activités traditionnelles et l'emploi. Dès à présent la mise en œuvre de mesures de rétorsion contre les pays qui refusent le libre accès à leur marché, la lutte contre les pratiques déloyales et contre la contrefaçon ont pris une nouvelle dimension.

Déjà la Chambre des représentants a voté en mai une loi qui pourrait restreindre les échanges commerciaux. Actuellement le Sénat doit se prononcer sur un projet dont le but serait de diminuer de 10 % par an les déficits bilatéraux américains envers le Japon, la RFA et Taïwan accusés de ne pas laisser un libre accès à leur marché. Un autre aspect consisterait à faire stopper les subventions qui sont accordées à l'étranger pour les ressources naturelles, par exemple le gaz naturel au Mexique et le bois au Canada. Tout récemment l'administration Reagan a imposé une taxe de 35 % sur les importations de certains articles en bois en provenance du Canada.

S'agit-il d'une mesure qui vise à restreindre les ardeurs protectionnistes en faisant ces concessions ? Ou est-ce le signe d'un changement plus profond de la conception du *Fair Trade* ? Il sera en tout cas moins

difficile de faire pression sur de petits pays, qui ne dépendent pas des Etats-Unis uniquement en termes commerciaux.

Les Etats-Unis disposeront donc en 1986, puis en 1987 d'une plus grande marge de manœuvre et, globalement, la pression de la concurrence étrangère diminuera ; le taux de pénétration dans l'industrie manufacturière se rapprochera de 12,0 % en 1986 et continuera de baisser pour revenir entre 10 et 11 % en 1987 ⁽³⁶⁾ :

— dans *la chimie* et l'ensemble des *machines, électriques ou non* le taux de pénétration ne fléchira que peu, car les performances réalisées dans les activités à forte intensité capitaliste seront en partie compensées dans les autres par la présence renforcée des NPI d'Asie, du Brésil et du Canada ;

— dans *les autres branches*, la part de la demande satisfaite par l'offre nationale s'élèvera plus rapidement.

Jusqu'à présent la croissance des volumes importés s'est poursuivie, mais à un rythme beaucoup plus lent que ces dernières années. Ce ralentissement s'accroîtra en cours d'année et permettra une stabilisation de ces volumes au premier semestre 1987 et une légère baisse au second. Cela n'empêchera pas les valeurs de continuer à progresser, car les hausses de prix malgré leur modération feront plus que compenser l'effet sur les quantités (tableau 16).

16. Importations de produits manufacturés des Etats-Unis

Milliards de dollars et taux de croissance en pourcentage

	1985		1986		1987		1985	1986	1987
	S1	S2	S1	S2	S1	S2			
Valeur	127,8	130,1	135,0	141,5	147,9	149,6	257,9	276,5	297,5
Prix	- 2,8	+ 1,5	+ 1,4	+ 3,8	+ 4,5	+ 1,7	- 1,0	+ 3,8	+ 7,4
Volume	+ 10,6	+ 0,3	+ 2,3	+ 1,0	0	- 0,5	+ 12,6	+ 3,3	+ 0,2

Sources : OCDE, estimations et prévisions OFCE.

... de sorte que le déficit commercial se réduira, mais restera proche de 125 milliards de dollars en 1987

En 1987 le déficit en produits manufacturés pourrait revenir au niveau de celui de 1985, mais resterait encore supérieur à 100 milliards de dollars. La réduction de la facture énergétique et l'accroissement des ventes agricoles permettraient de ramener le déficit commercial à 125 milliards de dollars.

Sur les 110 milliards d'accentuation du déficit commercial entre 1980 et 1985, plus de 95 proviennent des échanges réalisés avec les

(36) En référence au concept de secteur manufacturier retenu dans le chapitre « En quête d'une meilleure compétitivité ».

pays industrialisés ⁽³⁷⁾, excédentaires. Le déficit vis-à-vis de l'ensemble des PVD s'est accru de 14 milliards, alors que, par rapport aux seuls membres de l'OPEP, il a été réduit de 24 milliards de dollars. Enfin l'excédent vis-à-vis du COMECON a diminué de 1 milliard.

Au sein des pays industrialisés la CEE et le Japon ont réalisé les gains les plus importants, avec respectivement 37 et 36 milliards de dollars. Les excédents japonais ont chaque année attiré l'attention par leur ampleur, ce qui a relégué au second plan l'amélioration de la CEE. Enfin le Canada reste largement le premier partenaire des Etats-Unis même s'il doit dorénavant partager sa place de premier fournisseur avec le Japon.

La réduction du déficit se produira surtout à l'égard de la CEE mais découlera aussi des échanges avec les autres pays industrialisés y compris le Japon.

Le solde commercial vis-à-vis des pays en développement devrait continuer à se dégrader. L'amélioration vis-à-vis des pays membres de l'OPEP se poursuivra, mais sera plus que compensée par l'aggravation du déficit vis-à-vis des autres nations.

Le déficit vis-à-vis des pays d'Asie, hors OPEP, s'était accru de 25 milliards depuis le début de la décennie, dont 19 milliards pour les quatre NPI, et près de 9 pour Taïwan, devenu le troisième déficit bilatéral des Etats-Unis.

En dépit des mesures protectionnistes l'excédent des pays d'Asie pourrait continuer à s'élever. Le premier bénéficiaire en serait la Corée du Sud, qui se substituera au Japon pour les métaux primaires et la construction navale, se fera de plus en plus pressante dans le secteur automobile avec Hyundai et accroîtra sa présence dans d'autres branches. L'excédent de Taïwan ne devrait que peu varier, tandis que les autres pays gagneraient des parts de marché. Enfin des considérations politiques et financières contribueront à ne pas trop peser sur les pays d'Amérique latine. La baisse des recettes énergétiques est déjà préjudiciable pour des pays comme le Mexique, et les Etats-Unis refuseront d'accentuer une pression déjà forte. Dans une moindre mesure l'Afrique pourrait également bénéficier de ce laisser faire.

La réduction du déficit de la balance courante amorcée en 1986 se poursuivra en 1987

Outre le redressement du solde commercial qu'elle suscitera, la baisse du dollar a aussi pour effet comptable d'augmenter les recettes d'invisibles et en premier lieu celles des investissements réalisés à l'étranger. Ceci joue sur les revenus d'exploitation, dont on s'attend qu'ils progressent en monnaie étrangère, et plus encore sur les gains en

(37) Y compris Afrique du Sud et Israël.

capital⁽³⁸⁾. Les Etats-Unis bénéficient aussi de la chute du prix du pétrole car la plupart des investissements effectués à l'étranger dans cette activité le sont dans le raffinage, où les producteurs ont accru leurs marges, ce qui fera plus que compenser le manque à gagner dans l'exploration.

La balance touristique s'améliorera significativement en 1986. La baisse du dollar attirera beaucoup plus de vacanciers, surtout européens, d'autant plus que la concurrence en matière de tarifs aériens et la baisse du kérosène ont réduit les prix de transport à destination des Etats-Unis. Au mois d'avril le taux de réservation dans l'hôtellerie américaine atteignait déjà plus de 95 % dans la plupart des régions touristiques. L'affaire libyenne a provoqué une véritable psychose concernant l'insécurité en Europe et a conduit à une vague d'annulation sans précédent de la part des vacanciers américains. Les velleités de reports à destination des pays de l'Est et principalement de l'URSS ont fait long feu après l'accident de Tchernobyl. En dépit de départs accrus vers le Canada et certains pays d'Amérique latine, on estime que 20 % à 40 % des touristes américains qui avaient prévu de passer leurs vacances à l'étranger resteront aux Etats-Unis. Ce problème ne devrait pas affecter la saison touristique de 1987.

Enfin la baisse des taux d'intérêt dans le monde limitera la hausse des versements d'intérêts que doivent assurer l'Etat fédéral et les institutions débitrices à l'égard du reste du monde.

Ainsi la balance des invisibles s'améliorera-t-elle d'un peu plus de 10 milliards de dollars en 1986, puis resterait excédentaire de l'ordre de 15 à 20 milliards de dollars. Le déficit courant se réduirait donc plus rapidement que celui des échanges de marchandises. Il serait d'environ 105 milliards de dollars en 1986 et 100 milliards de dollars en 1987.

Le dynamisme propre à l'économie américaine risque d'être insuffisant pour soutenir la croissance en 1987

A cette étape du cycle économique, les Etats-Unis ne semblent pas pouvoir compter sur la vigueur de la demande des ménages ou sur une nouvelle poussée de l'investissement. La consommation se situera certes à un niveau plus élevé qu'il n'était prévu l'an dernier grâce à la baisse du prix du pétrole, mais la faiblesse des gains de productivité et la concurrence étrangère bloquent la progression des salaires réels. L'investissement, dopé par les aides fiscales et par l'effort de restructuration, a plus accru le stock de capital que la production, l'offre américaine cédant du terrain face à ses partenaires commerciaux. Les projets budgétaires et fiscaux font attendre une décreue des taux de rendement qui freinerait l'investissement futur.

Pour pallier les risques de récession, les Etats-Unis peuvent encore assouplir leur politique monétaire mais souhaitent le faire en étroite

(38) La majeure partie de l'amélioration constatée dans ce poste de la balance des paiements dans les trois derniers trimestres de 1985 provenait déjà de cet effet de taux de change ; près de 40 % des recettes d'investissements réalisées à l'étranger viennent d'Europe et du Japon.

coopération avec les autres grands pays occidentaux. Car une détente unilatérale des taux d'intérêt américains pourrait précipiter la baisse du dollar, augmenter les coûts et casser la demande interne, sans une compensation suffisante du côté des exportations. En revanche des politiques économiques moins restrictives en Europe et au Japon, permettant aux entreprises et surtout aux particuliers de bénéficier à plein des avantages de la désinflation, sont vivement sollicitées par les Etats-Unis. Pour sortir de la crise sans tomber dans la déflation les américains eux-mêmes ont besoin qu'on leur fasse la courte-échelle.

ANNEXE

Prévisions quantitatives

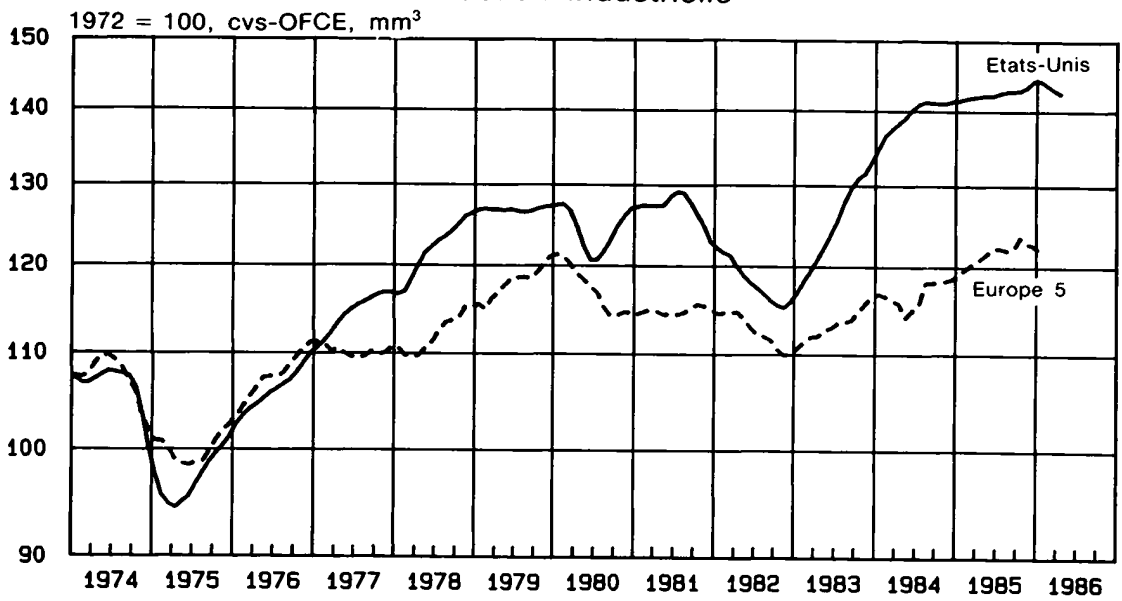
Equilibre des biens et services en volume aux prix de 1982	Niveau en 1985	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent ⁽¹⁾						
	Unité : milliards de dollars 1982	Années			Semestres			
		1985	1986	1987	1986		1987	
					S1	S2	S1	S2
Consommation des ménages	2 313,0	+ 3,3	+ 3,3	+ 2,0	+ 2,1	+ 0,9	+ 1,2	+ 0,6
Dépenses publiques	716,4	+ 6,0	- 0,5	+ 0,5	- 2,9	- 0,9	+ 1,0	0
FBCF totale privée	643,2	+ 7,5	+ 0,7	- 0,8	- 0,7	- 0,6	0	- 0,9
— résidentielle	171,2	+ 1,7	+ 8,3	- 5,7	+ 3,3	+ 6,0	- 5,7	0
— non résidentielle	472,0	+ 9,7	- 2,0	- 0,5	- 2,1	- 3,2	+ 1,8	- 1,3
Exportations	359,9	- 3,0	+ 5,6	+ 7,9	+ 3,8	+ 5,4	+ 3,8	+ 2,5
Importations	468,3	+ 2,7	+ 3,1	- 0,2	+ 1,1	- 2,8	+ 1,5	- 1,2
Variations de stocks	+ 5,7	+ 5,7	+ 20	+ 18	+ 14	+ 26	+ 21	+ 15
PNB	3 570,0	+ 2,2	+ 2,7	+ 2,1	+ 1,4	+ 1,6	+ 1,1	+ 0,5
Prix à la consommation		3,6	2,4	3,7	0,4	2,2	2,0	1,1
Solde courant en % du PNB		- 3,0	- 2,5	- 2,3	- 2,8	- 2,3	- 2,3	- 2,2

Sources : Department of Commerce, prévisions OFCE.

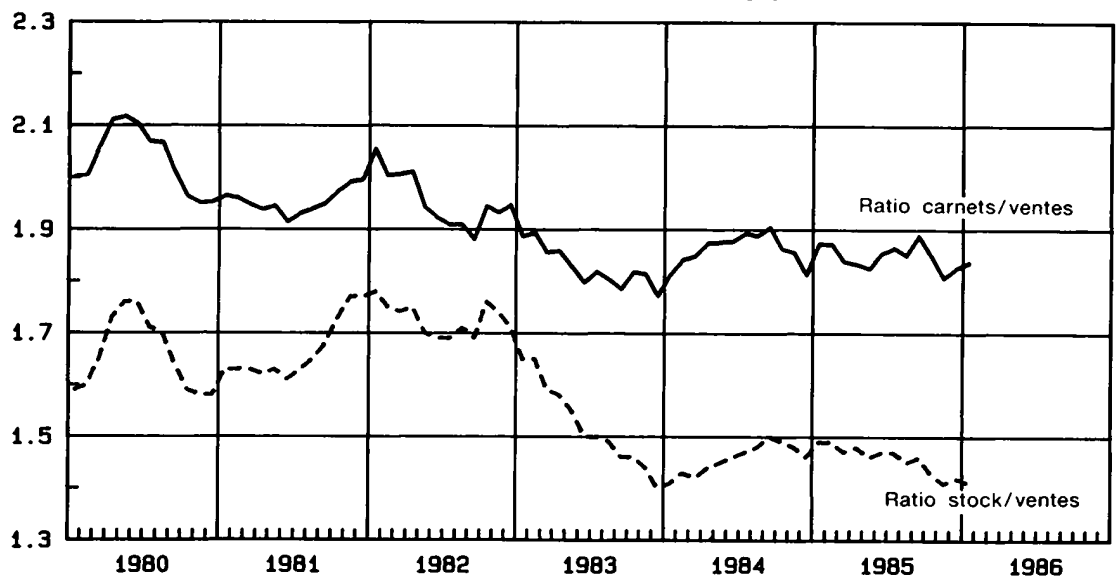
(1) A l'exception de la ligne « Variation de stocks », en milliards de dollars de 1982.

Diagrammes

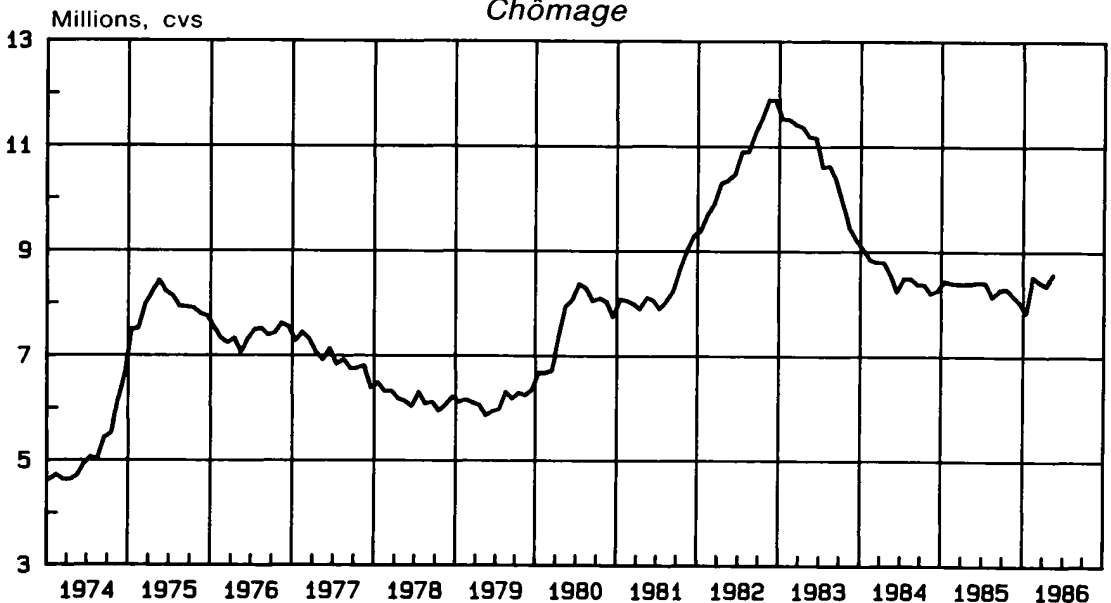
Production industrielle



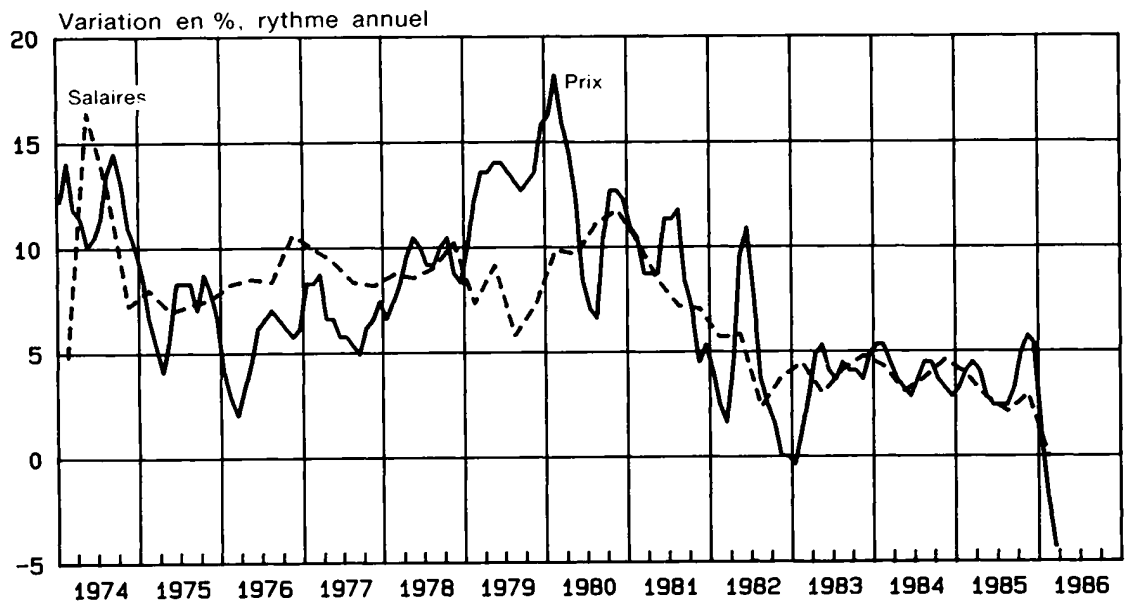
Carnets et stocks industriels



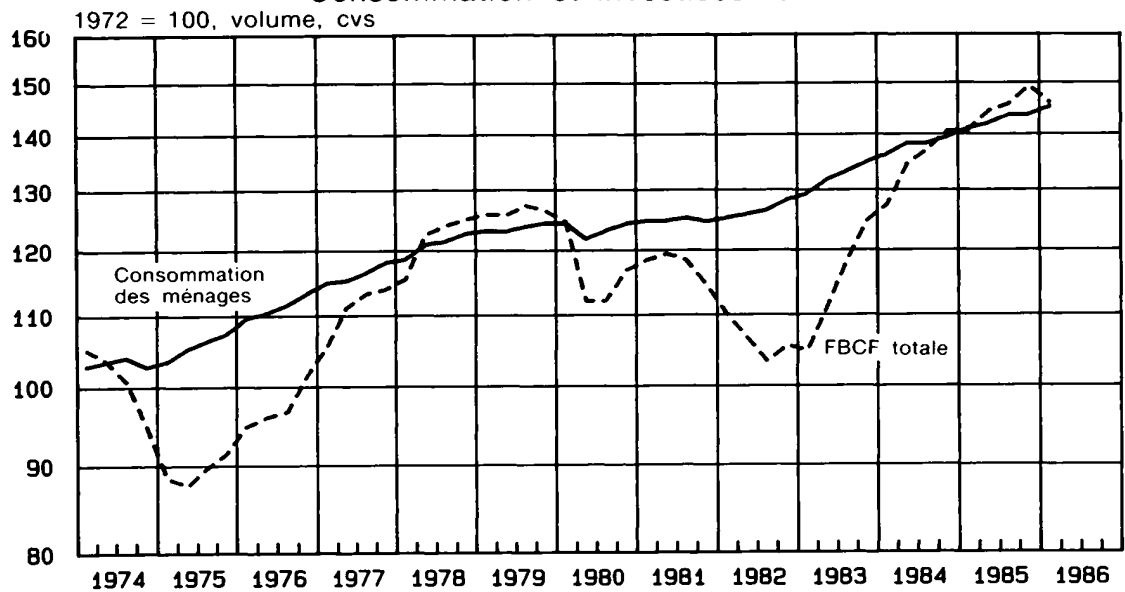
Chômage



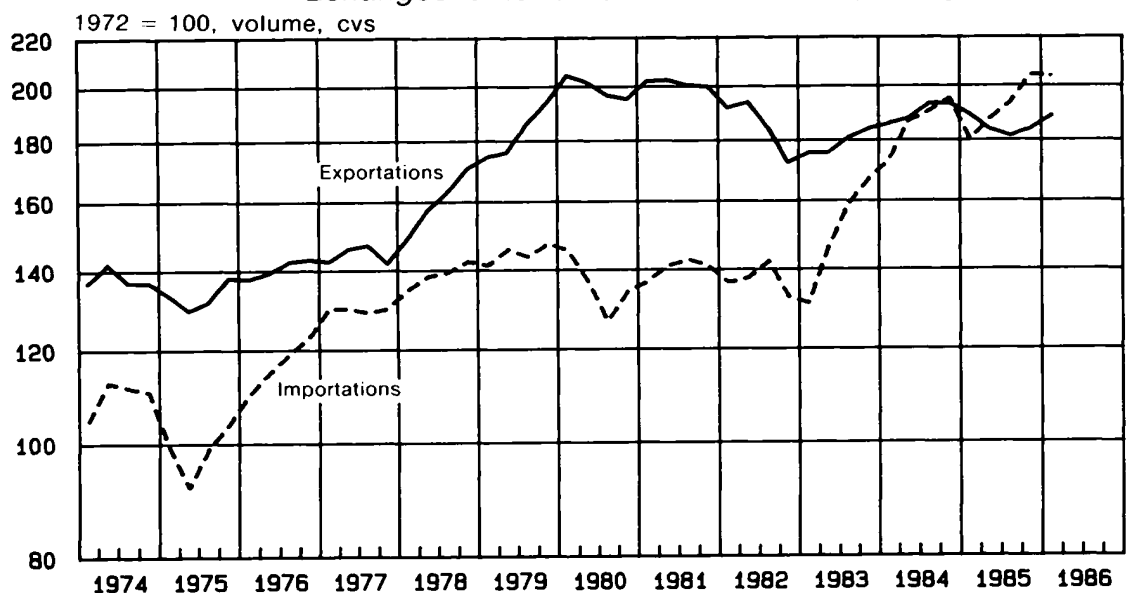
Prix et salaires

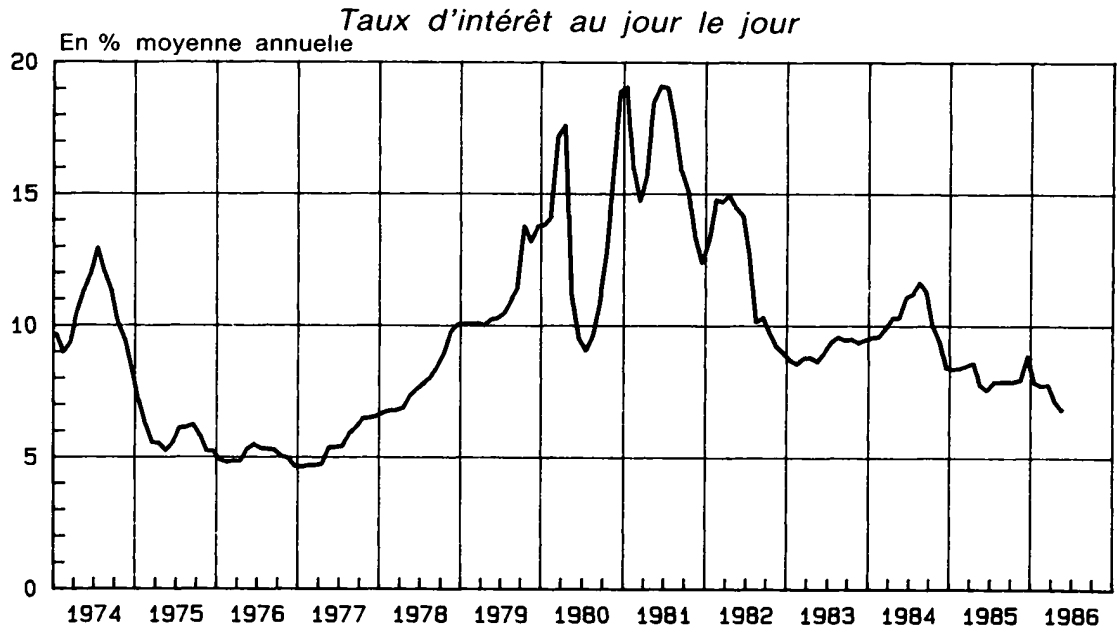


Consommation et investissement



Echanges extérieurs de biens et services





Cours du change du dollar

