

Etats-Unis : une croissance hypothéquée

Sabine Mathieu,

Chargée d'études à l'OFCE

L'économie américaine, moins contrainte par la politique monétaire à partir de l'été 1982, a rapidement rebondi à son niveau pré-récessionniste, puis s'est engagée depuis un an dans une croissance vigoureuse. L'investissement, amplement autofinancé du fait des déductions fiscales, a progressé davantage qu'au cours des reprises cycliques amorcées en 1961 et en 1975. D'abord tourné vers la rationalisation des structures en place, il pourrait viser maintenant l'accroissement de capacité des secteurs dynamiques. L'emploi a retrouvé puis nettement dépassé son sommet antérieur selon un déroulement qui n'est usuel qu'en apparence. En référence aux deux mêmes cycles, l'augmentation relative est moins vive dans les services, dont le poids s'est accru tendanciellement, et les gains de productivité sont plus marqués dans l'industrie manufacturière, où le retour aux effectifs passés est repoussé dans le temps.

Les tensions inflationnistes ont été faibles durant la phase de reprise grâce à des hausses de salaires modérées, des importations bon marché et des impôts réduits. Ces effets vont en s'atténuant et s'inverseraient en cas de poursuite d'une vive expansion qui résulterait d'un relâchement monétaire.

Le décalage conjoncturel avec l'étranger, les difficultés structurelles des pays latino-américains et la surévaluation du dollar ont creusé le déficit extérieur. Si un fort excédent des services subsiste, celui des biens d'équipement s'est considérablement réduit.

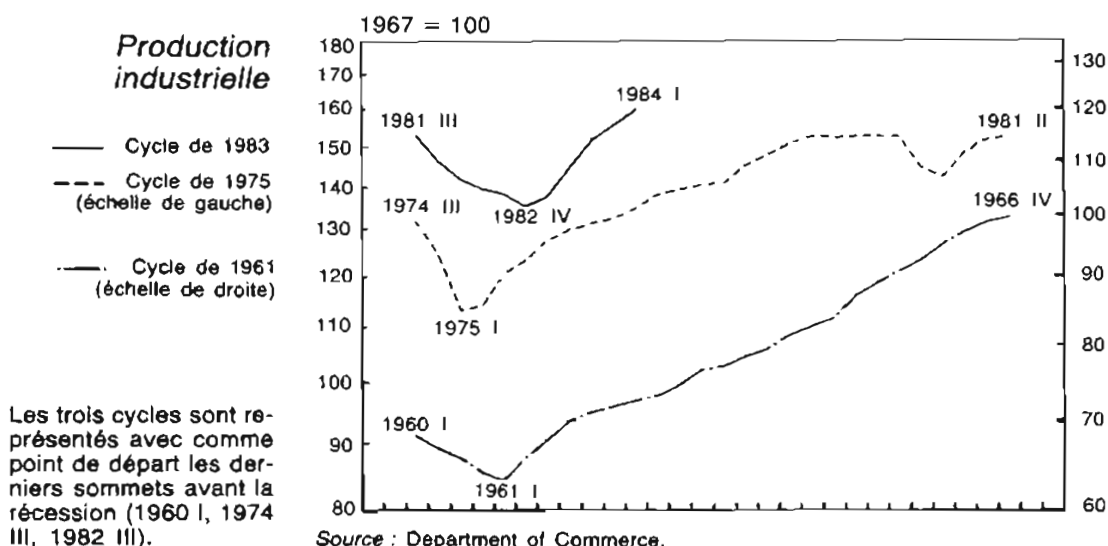
L'hypothèque que fait peser sur la croissance le règlement du déficit budgétaire est loin d'être levée. Car les recettes ne bénéficient que marginalement de l'amélioration de la conjoncture, et l'échéance électorale retarde les prises de décision. Dans ces conditions la réponse des autorités monétaires aux fluctuations du dollar, à la demande de crédit privé et aux besoins des administrations sera déterminante, les objectifs de croissance monétaire affichés apparaissant difficilement tenables. Ecartant des solutions extrêmes, la réponse au coup par coup risque de donner un profil heurté au ralentissement de l'activité.

* Des chroniques de conjoncture étrangère consacrées au Royaume-Uni et à l'Italie ont été publiées dans le n° 6 de la Revue. Une chronique concernant la RFA le sera dans le n° 10.

La reprise de l'économie américaine amorcée au début de 1983 s'est poursuivie depuis lors avec une vigueur qui a surpris bon nombre d'observateurs. L'investissement s'est redressé plus fortement et le chômage abaissé plus rapidement qu'il n'était généralement escompté, tandis que l'inflation se stabilisait à bas niveau.

Cette sortie de récession, réussie pour le moment, est-elle une sortie de crise ? Les difficultés accumulées durant les années 1970 sont-elles en voie d'être surmontées, le champ étant désormais libre pour une phase de véritable expansion, passé le rattrapage conjoncturel ?

Pour apporter des éléments de réponse à ces questions, il est utile de comparer la reprise actuelle à celles de 1961 et 1975. La première faisait suite à un cheminement « en W » un peu analogue à celui des années récentes : à la récession de 1958 avait succédé un rattrapage bref, suivi d'une rechute dès 1960. La phase d'expansion qui s'était amorcée ensuite avait été particulièrement ample et longue. La seconde avait été vigoureuse, contrastant en ampleur et en durée avec la faiblesse de la croissance européenne. Tandis qu'en 1961 s'ouvrait une période de croissance sectoriellement équilibrée et peu inflationniste, en 1975 s'amorçait une période où les tensions accumulées depuis plusieurs années allaient s'accroître, tant dans la sphère productive que financière.



Une analyse comparative et sectorielle des déterminants de la production (investissement, emploi) de l'inflation et des échanges extérieurs au cours de ces trois cycles fait apparaître la configuration actuelle comme intermédiaires entre les deux précédents. L'observation des politiques de régulation conjoncturelle et des tensions financières actuelles révèle toutefois des spécificités qui nous conduiront à décrire, autour d'un scénario central de ralentissement ordonné de la croissance au cours de prochains semestres, les risques inhérents aux déséquilibres et aux incertitudes d'une situation originale.

L'investissement, soutien de la croissance

Un redémarrage vigoureux en 1983, comparable, sous certains aspects, à celui de 1961

Lorsque les signes de reprise se sont précisés au début de 1983, ils provenaient du dynamisme des ménages. Il semblait donc possible de lire dans cette évolution conjoncturelle une reprise de type classique, où la consommation des ménages et l'investissement en logements tirent la croissance, sont amplifiés par un mouvement de restockage, puis relayés par l'investissement productif des entreprises. Le passage à la deuxième phase qui se produit généralement au cours de la seconde année de croissance, ne semblait guère devoir être ample cette fois-ci. D'une part les taux d'intérêt risquaient de constituer un obstacle, car ils étaient jugés très élevés. D'autre part le décalage cyclique avec les pays partenaires et la mauvaise compétitivité des produits américains en raison de la surévaluation du dollar sur les marchés tant extérieurs qu'intérieurs risquaient de freiner la demande finale.

Les différentes mesures du profit

- (1) Profits avant impôts.
- (2) Impôts.
- (3) = 1-2 = Profits après impôts.
- (4) = Distribution de dividendes.
- (5) = 3-4 = Profits après impôt et distribution de dividendes.
- (6) Correction sur les stocks : IVA.
- (7) Correction sur la consommation de capital : CCadj.
- (8) Provisions pour amortissements.
- (9) = Profits après impôts et distributions de dividendes, avec correction sur les stocks et la consommation de capital
= 5 + 6 + 7.
- (10) Cash-flow = 5 + 7 + 8.

Les faits ont démenti cette supposition : l'investissement est reparti dès le deuxième trimestre 1983. Ce ne sont pas tant l'incitation à investir et les effets des taux d'intérêt qui avaient été mésestimés que la croissance des profits ⁽¹⁾. Si l'on compare leur redressement à celui des reprises de 1961 et 1975 (tableau 1), on constate que les profits avant impôts se sont redressés, grâce à la compression des coûts et à l'essor de la demande,

(1) Cf. encart.

un peu plus fortement que lors de la reprise de 1961 (y compris en termes nets, c'est-à-dire une fois compensée l'ampleur de la chute qui avait précédé). La comparaison avec 1975 est un peu faussée par l'ampleur du rythme de l'inflation qui prévalait à l'époque (près de 10 %) ; si l'on raisonne à prix constants la progression en cours lui est supérieure. La comparaison des trois cycles fait apparaître une similitude entre 1961 et 1983 pour les profits après impôts et le cash-flow, l'évolution de 1975 apparaissant nettement plus forte, quand bien même on la corrige de la croissance des prix : le cash-flow n'avait pas cessé d'augmenter.

1. Les profits des sociétés non financières

Evolution en %, de part et d'autre du point bas T, de trois cycles conjoncturels

		T = 1 ^{er} trimestre 1961	T = 1 ^{er} trimestre 1975	T = 4 ^e trimestre 1982
Profits avant impôts	T - 4 à T	- 23,7	- 22,9	- 31,5
	T à T + 4	+ 28,4	+ 59,7	+ 49,5
Profits après impôts	T - 4 à T	- 22,7	- 9,0	- 25,0
	T à T + 4	+ 31,6	+ 53,0	+ 32,7
Cash-flow	T - 4 à T	- 11,5	+ 6,3	- 6,7
	T à T + 4	+ 16,8	+ 31,9	+ 12,1

Source : Department of Commerce.

Dans les trois cas, les profits conservés par les entreprises ont été accrus plus vite durant la phase de reprise que les dividendes distribués ; mais ces derniers n'avaient pas baissé pendant la récession précédente, la politique constante des entreprises consistant à rétribuer les actionnaires quoi qu'il en coûte afin de préserver leur attrait pour les actions.

Ces différents éléments sont présentés, pour la période récente, dans les graphiques 1 et 1 bis. Il apparaît notamment que la baisse des profits avait commencé bien avant la récession de l'activité, puisque leur point haut se situe au premier trimestre 1980 peu avant la première récession de l'évolution cyclique « en W ». Ce point haut n'avait pas encore été rejoint fin 1983 par les profits ni avant impôts, ni après impôts, ni après distributions de dividendes ; il avait en revanche été nettement dépassé pour ce qui est des profits après impôts et distributions de dividendes *corrigés de l'appréciation sur stocks et de la correction sur consommation de capital* (2), et du cash-flow. En effet l'imposition des sociétés a été considérablement allé-

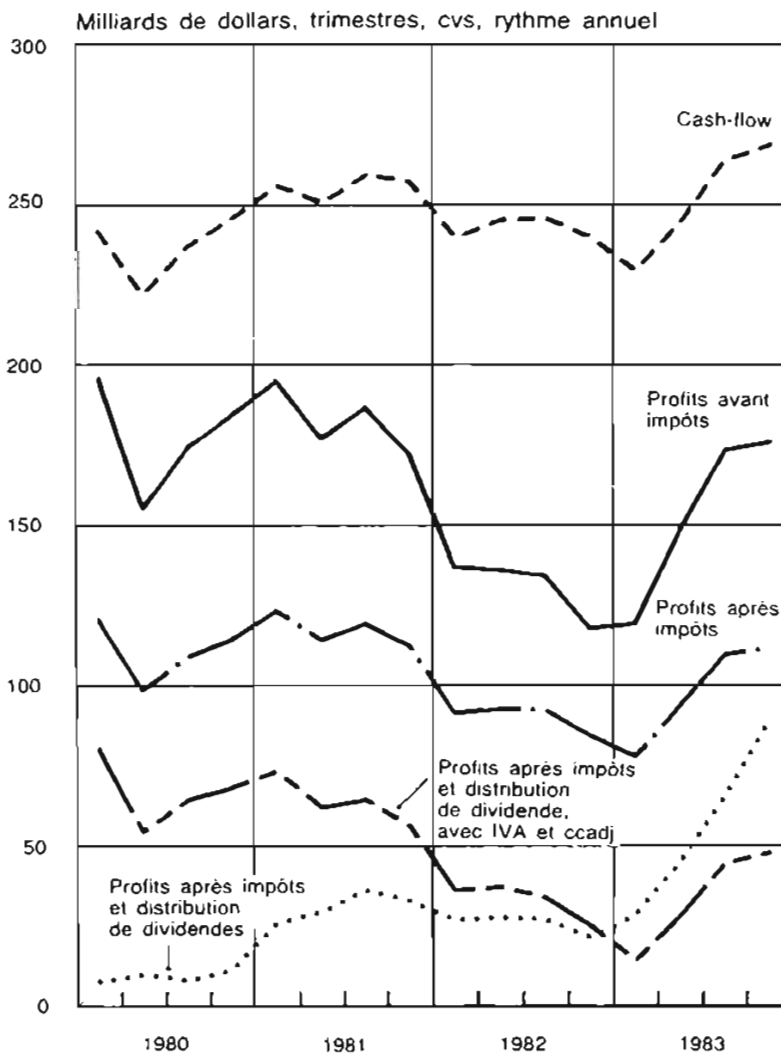
(2) IVA : Inventory Valuation Adjustment. C'est une correction apportée à la valeur des stocks calculée par les entreprises pour la réconcilier avec la méthode utilisée dans les comptes nationaux ; elle évalue l'excès du coût de remplacement des stocks utilisés sur le coût d'acquisition.

En période d'inflation rapide, par exemple en 1981, la correction consiste en une amputation ample des profits. Lorsque l'inflation se ralentit, comme au cours des semestres récents, une masse moins importante est ôtée aux profits, qui se redressent en conséquence.

CCAdj : Capital Consumption Adjustment. Correction pour consommation de capital, c'est-à-dire charges d'amortissement total et dommages accidentels au capital fixe. Cette correction prend en compte la différence entre les charges d'amortissement que l'on calcule au coût de remplacement et les charges d'amortissement fiscal.

gée ⁽³⁾ sans que le taux officiel d'imposition des bénéfices soit modifié. C'est par d'autres mesures, amorcées sous l'administration Carter et renforcées dans l'ERTA ⁽⁴⁾ qu'ont été opérés les allègements fiscaux : accélération de l'amortissement, déductions au titre du leasing, carry-back par lequel les pertes d'un exercice peuvent être imputées sur les bénéfices des exercices antérieurs et donner lieu à remboursement des impôts précédemment versés. Ceci contraste avec les reprises de 1961 et 1975 où le taux apparent d'imposition n'avait guère évolué.

Les entreprises ont donc pu, tout au long de l'année 1983, comme durant les premiers trimestres de la reprise de 1975, financer l'investissement sans avoir elles-mêmes fortement recours au crédit ou à l'émission d'actions. C'est l'Etat qui en contrepartie devait avoir recours à un financement externe, pour contrebalancer le soutien fiscal qu'il apportait aux entreprises. En 1961 un appel — modéré — au financement extérieur des entreprises était apparu plus précocement.

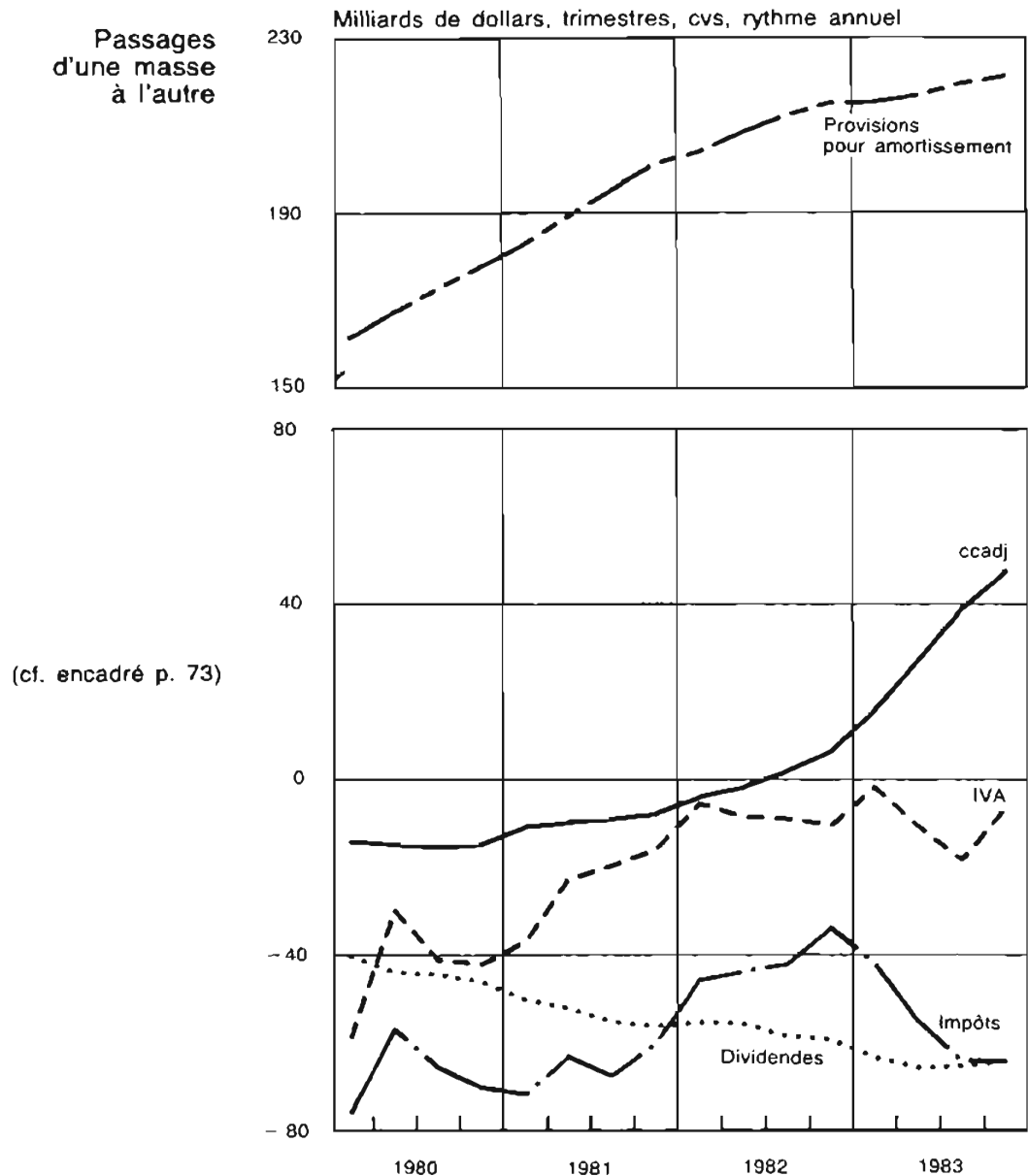


1. Evolution des profits des sociétés domestiques non financières

(cf. encadré p. 73)

Source : Department of Commerce.

(3) Le taux apparent d'imposition des bénéfices est passé de 47 % fin 1980 à 32 % fin 1982.
 (4) Economic Recovery Tax Act, juillet 1982.



Source : Department of Commerce.

Une originalité de la reprise en cours réside dans l'évolution du déflateur de la FBCF : il a baissé de 2,2 % entre le second trimestre 1982 et second trimestre 1983, alors qu'il avait légèrement augmenté en 1961 et fortement en 1975. Le prix des biens d'équipement a en effet un peu régressé, grâce notamment à l'évolution du prix des biens importés, et celui des bâtiments a nettement fléchi.

Entre la fin de 1982 et la fin de 1983 l'investissement en volume a progressé de 13 % (tableau 2). La progression nette entre (T - 4) et (T + 4) a été en 1983 comparable à celle de 1961. Toutefois la croissance initiale a été cette fois-ci uniquement imputable aux équipements, alors qu'en 1961 le bâtiment avait très tôt joué lui aussi un rôle moteur. La tendance s'est infléchie cependant depuis quelques trimestres : les contrats de construction en bâtiments industriels et commerciaux progressent depuis le premier trimestre 1983 ; la FBCF qui en résulte s'est redressée à partir de l'été.

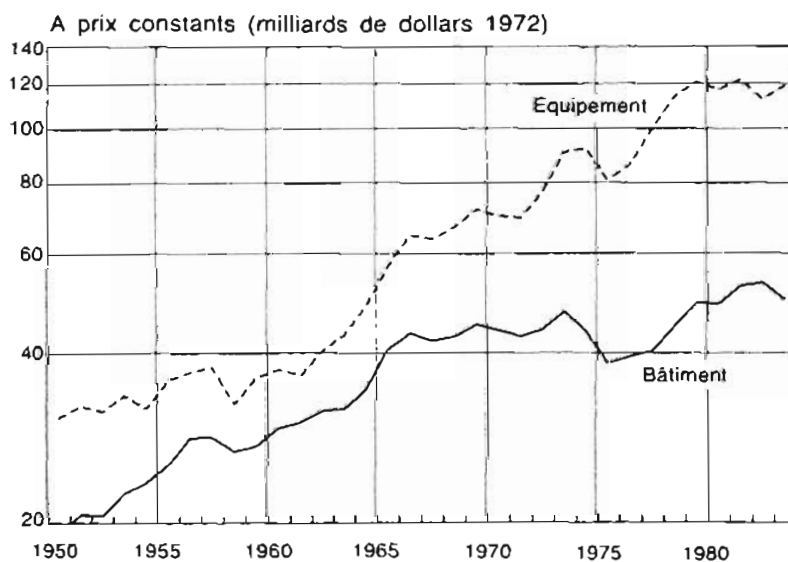
2. L'investissement des entreprises

Evolution en %, de part et d'autre du point bas T, de trois cycles conjoncturels.
En volume

		T = 1 ^{er} trimestre 1961	T = 2 ^e trimestre 1975	T = 4 ^e trimestre 1982
Investissement hors logement	T - 4 à T	- 3,3	- 14,8	- 9,0
	T à T + 4	+ 7,4	+ 5,3	+ 13,0
dont : bâtiment	T - 4 à T	+ 4,4	- 16,8	- 4,4
	T à T + 4	+ 6,7	+ 4,8	- 2,5
dont : équipement	T - 4 à T	- 9,2	- 3,8	- 11,1
	T à T + 4	+ 14,5	+ 5,5	+ 20,4

Source : Department of Commerce.

Il semble que durant la majeure partie de l'année 1983 l'investissement ait porté sur la rationalisation des processus productifs, non sur l'extension des capacités. Pour le moment le remodelage des processus productifs peut s'effectuer en conservant les structures externes. Cela s'inscrit sur une tendance de plus long terme : la part du bâtiment dans l'investissement productif des entreprises a diminué (à prix constants) tout au long des dernières décennies, des évolutions lentes (de 44 % en 1960 à 38 % en 1971) alternant avec des sauts plus rapides (passage à 34 % en 1973) ; en 1983 cette part n'est plus que de 30 % (graphique 2).



2. Investissement fixe des entreprises

Source : Department of Commerce.

Les disparités sectorielles s'accroissent

Evaluer le rôle que pourrait jouer au cours des prochains trimestres l'investissement dans la reprise nécessite l'examen des différences sectorielles caractérisant la formation de capital, les capacités productives et leur taux d'utilisation.

Au cours des périodes d'expansion des décennies récentes l'investissement s'est accru plus rapidement dans le secteur manufacturier que dans le reste de l'économie. De 1961 à 1966 le premier a augmenté (en volume) de 77 % et le second de 46 % ; de 1975 à 1979 respectivement de 46 % et 31 %. A l'inverse la chute a été plus rapide dans le secteur manufacturier lors des récessions ; finalement, sa part dans le total est passée de 32 % en 1961 à 34 % en 1975 et 36 % en 1983.

A l'intérieur du secteur non manufacturier la part des commerces et services avait régressé (24 % en 1961, 20 % en 1983), celle de tous les autres secteurs légèrement augmenté. Ces tendances de fonds sont remises en cause par les évolutions récentes. Les commerces et services (tableau 3) sont les seuls à avoir dès la fin 1983 dépassé le précédent point haut, car les transports (essentiellement aériens) ont été affectés par la dérégulation, les services publics par les restrictions budgétaires et les mines par la crise spécifique à ce secteur.

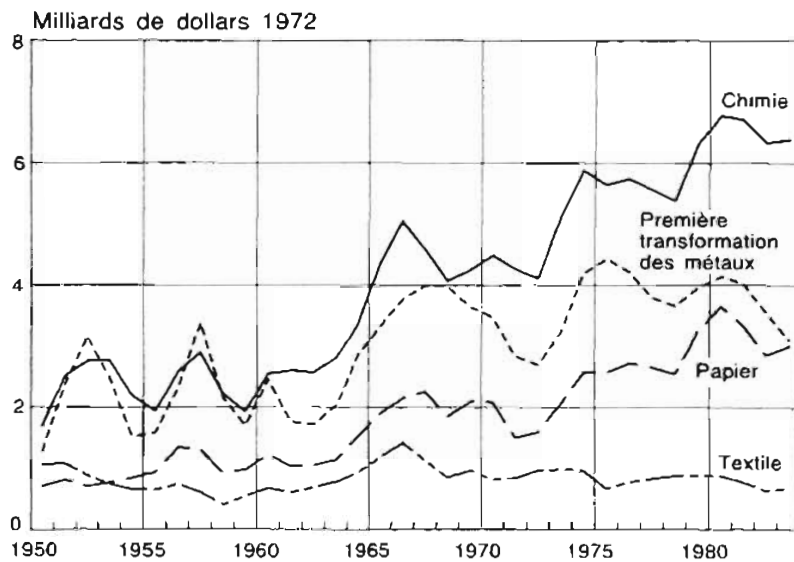
3. L'investissement dans le secteur non manufacturier

Evolution à prix constants en % entre le point haut θ , le point bas de la récession T, et le 4^e trimestre 1983

	T/ θ	1983. IV/T
Commerces et services θ = 4 ^e trimestre 1981 T = 1 ^{er} trimestre 1983	- 8,3 %	+ 10,6
Communications θ = 3 ^e trimestre 1981 T = 2 ^e trimestre 1983	- 21,4 %	+ 19,9
Services publics (eau, gaz, électricité) θ = 1 ^{er} trimestre 1980 T = 1 ^{er} trimestre 1983	- 4,0 %	+ 1,9
Transport θ = 1 ^{er} trimestre 1980 T = 2 ^e trimestre 1983	- 24,2 %	+ 8,1
Mines θ = 3 ^e trimestre 1981 T = 2 ^e trimestre 1983	- 43,8 %	+ 13,1
Total : non manufacturier θ = 1 ^{er} trimestre 1980 T = 1 ^{er} trimestre 1983	- 12,6 %	+ 9,9

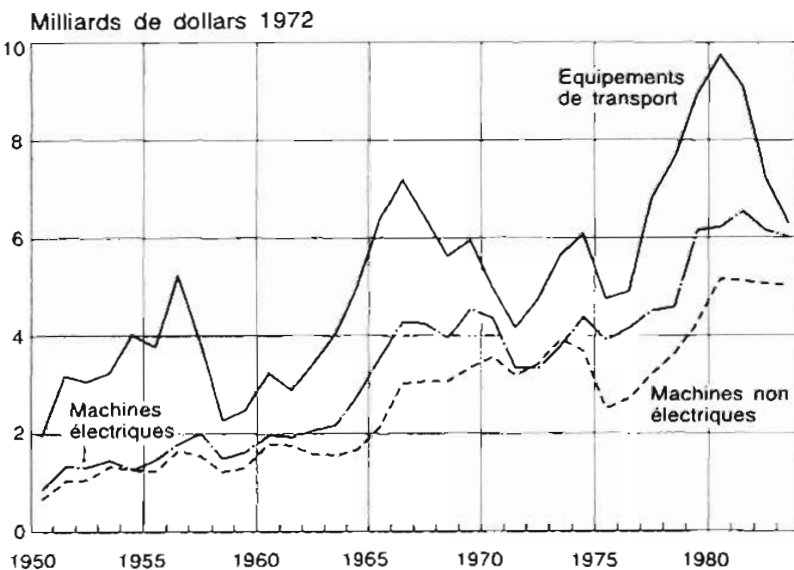
Source : Department of Commerce.

A l'intérieur du secteur manufacturier on peut observer des différences dans les incitations à investir, qu'il s'agisse de la saturation relative des capacités productives ou de leur rationalisation. Les graphiques 3 et 3 bis montrent que lors des précédents cycles c'est dans les secteurs des équipements de transport, machines non électriques et pétrole que les investissements ont été les plus prompts à redémarrer.



3. Investissement des entreprises par secteur

Source : Department of Commerce.



Source : Department of Commerce.

L'équipement de transport : des capacités de production stagnantes

Le cycle d'investissement du secteur « équipements de transport », remarquable par son amplitude, avait été plus accusé au milieu des années 1970 qu'au début des années 1960. A l'intérieur même du cycle, après une chute brutale, le redémarrage avait été tardif (deuxième trimestre 1976) mais vigoureux : en l'espace de quatre trimestres la croissance atteignait 34 % (contre 18 % en 1961), et au bout de huit trimestres elle atteignait 55 % (contre 40 % pour 1961). Cette fois-ci la reprise, amorcée au troisième trimestre 1983, dégage au terme de quatre trimestres une croissance de 27 %, c'est-à-dire moyenne.

Mais si l'on relie le cycle d'investissement à l'évolution des capacités de production et à leur taux d'utilisation depuis le milieu des années soixante, on note que l'investissement a été dynamique surtout en 1973 et 1977-1978, c'est-à-dire au moment où le taux d'utilisation des capacités productives remontait au-delà de 87 %. L'investissement ne s'était traduit

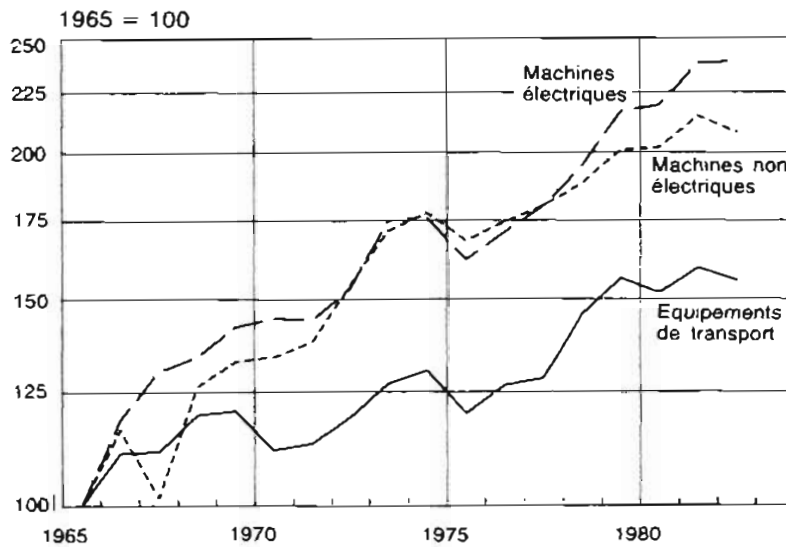
par un accroissement des capacités qu'en 1978-1979 (22 % entre 1977 et 1979). Au cours de la récession récente, le taux d'utilisation a atteint le point bas au quatrième trimestre 1982, à 61 % ; en avril 1984, il s'établit à 82 % pour des capacités légèrement supérieures à celles de l'année 1980. L'investissement au cours des années récentes a principalement concerné la rationalisation des capacités (s'accompagnant de fermetures de certaines unités). Il n'est pas certain pour autant que s'amorce prochainement un mouvement d'extension des capacités dans ce secteur : la demande semble devoir être moins dynamique qu'en 1976-1978, et surtout elle est satisfaite de manière croissante par l'offre étrangère malgré le protectionnisme en vigueur.

L'essor des machines électriques, de la chimie et du papier

Toutes les machines n'ont pas joué le même rôle au cours des trois cycles examinés ici, et plus généralement face à la croissance de moyenne période. Les machines non électriques avaient augmenté plus tôt et plus vite après la récession de 1961, les machines électriques ⁽⁵⁾ ne se redressant réellement qu'en 1965. Après la récession de 1975 les performances sont analogues (croissance de 20 % entre le point bas que constituait le premier trimestre 1976 et le premier trimestre 1977). Cette fois-ci la croissance depuis le point bas du quatrième trimestre 1982 est un peu plus rapide au terme de quatre trimestres pour les machines électriques (18 % du volume) que les machines non électriques (16 %) ; et surtout, elle fait suite à un plat dans le premier cas, une forte baisse dans le second. Cela reflète notamment l'importance croissante de la demande de biens d'équipement informatiques, biens nouveaux pour lesquels le secteur doit étendre ses capacités de production (graphique 4). Le taux d'utilisation de ses capacités a été tout au long des décennies 1960 et 1970 inférieur à celui des machines non électriques. Sur cette période le taux moyen a été de respectivement 80 % et 88 %. Les vagues d'investissement de 1964-1970 et 1976-1980 se sont amorcées au moment où les taux moyens étaient atteints. Au quatrième trimestre 1983, les taux d'utilisation atteignaient 78 % pour les machines électriques et 82,7 % pour les machines non électriques ; les premières, par référence au taux moyen de 80 %, sont donc plus proches de la saturation, ce qui laisse attendre à la fois une poursuite rapide de l'investissement et peut-être quelques tensions sur les prix.

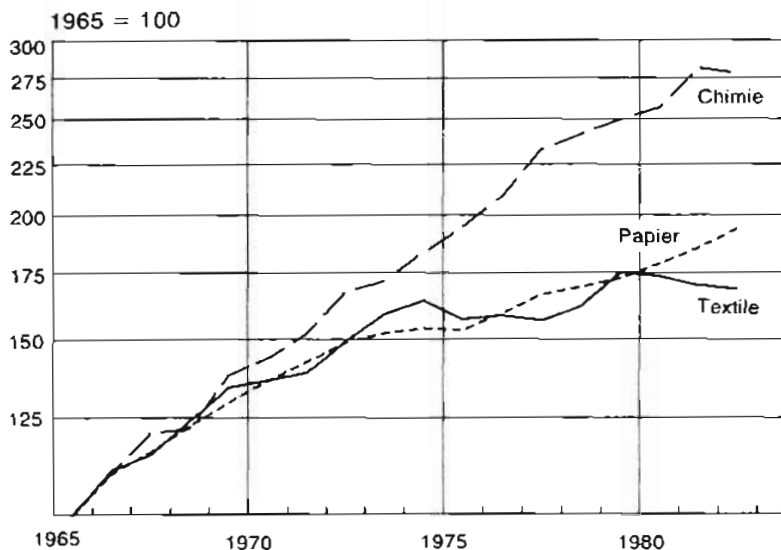
L'investissement de la chimie, considéré globalement, connaît depuis vingt ans un cycle particulier : les dates des points de retournement ne sont pas identiques à celles des autres secteurs, et les phases d'expansion sont séparées par des paliers plus que par de véritables chutes. L'extension des capacités est particulièrement forte au cours des deux dernières décennies, mais s'accompagne après 1979 d'une baisse importante du taux de leur utilisation : 83 % au quatrième trimestre 1979, 66 % au premier trimestre 1983. Au dernier trimestre 1983, le taux était remonté à 77 %, ce qui est encore loin du niveau prérécessionniste et surtout du niveau de 1973-1974 (88 %). Cette situation est imputable aux différences sectorielles internes à la chimie ; il est vraisemblable que certaines capacités continueront à croître au cours des prochains trimestres, de sorte que le dynamisme du secteur se maintiendra.

(5) Ce secteur inclut l'électronique et l'informatique.



4. Capacités de production par secteur

Source : Department of Commerce.



Source : Department of Commerce.

L'investissement du secteur « papier » a connu une phase d'expansion plus tardive encore que celle de la chimie, puisqu'elle date des années soixante-dix. Mais ce démarrage s'est confirmé depuis lors, et au cours du cycle actuel la reprise a été précoce : l'année 1983 fait déjà apparaître une croissance en termes de moyennes annuelles. Le taux d'utilisation des capacités n'avait que modérément baissé en 1981 et début 1982, et dépasse dès la fin 1983, le taux moyen de longue période, alors même que ces capacités s'accroissent continûment. L'investissement de ce secteur devrait donc progresser encore au cours des trimestres prochains.

Textile et première transformation des métaux : le marasme

L'investissement du secteur textile est très faible sur la longue période. Le taux d'utilisation des capacités a augmenté de 7 % depuis 1975, et est au début de 1984 légèrement supérieur à sa moyenne de longue période. Mais cela ne conduit guère à attendre une reprise de l'investissement, la demande devant être plus encore satisfaite par l'offre étrangère.

Le cas est un peu différent pour la première transformation des métaux, où des investissements d'extension des capacités sont certes exclus, mais où un mouvement de rationalisation est en cours.

Des potentialités d'investissement en 1984 et début 1985

En définitive des tensions sur les capacités de production pourraient dès le second semestre 1984 affecter les secteurs tels que les machines électriques, la chimie, et même les équipements de transport (notamment l'automobile) si les pressions de la concurrence étrangère et l'obsolescence technique s'opposaient à la réouverture des unités fermées pendant la récession.

Les prévisions des chefs d'entreprises telle qu'elles apparaissent dans l'enquête de janvier-février sont plus optimistes que celles d'octobre 1983 : c'est une augmentation de 12 % en volume qui est attendue pour l'investissement en moyenne sur l'année 1984, avec un accroissement de 20 % (en rythme annuel) au premier semestre et de 10 % au second. L'investissement serait particulièrement dynamique dans l'industrie manufacturière (16 % en moyenne en 1984), notamment dans les machines électriques (25 %), l'automobile (18 %) et les machines non électriques (13 %).

Ces prévisions ne prenaient toutefois pas en compte une montée des taux d'intérêt aussi ample que celle que nous attendons (cf. infra) ; or l'investissement y est désormais plus sensible, la part auto-financée étant moins importante à partir de la seconde année de reprise.

L'emploi : une progression exceptionnelle ?

La création d'emploi dans les services n'est pas l'originalité de la reprise de 1983

En janvier 1983 le taux de chômage a commencé à diminuer, mettant un terme au mouvement qui depuis septembre 1981 l'avait fait passer de 7,9 % à 10,7 %, dépassant tous les maxima atteints depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Il est retombé à 7,8 % en février 1984, s'est stabilisé à ce niveau en mars et avril, puis a baissé à 7,5 % en mai. Certes la croissance de la population active s'est ralentie. Il n'en reste pas moins que la diminution du chômage est largement liée à la croissance du nombre des emplois : celui-ci était tombé de 91,5 millions en juillet 1981 à 88,7 millions en décembre 1982, et atteint 92,2 en mars 1984.

La création brute d'emplois, entre décembre 1982 et mars 1984, est donc de 3,5 millions. Plus de la moitié de ces emplois se trouvent dans les services (tableau 4), notamment dans les commerces : dans ce secteur, le précédent point haut est dès à présent largement dépassé. Dans le secteur manufacturier en revanche le 1,3 million d'emplois créés depuis le creux de la récession n'ont pas compensé les 2,1 millions antérieurement détruits. La ré-embauche a été plus rapide et plus forte dans les biens durables (+ 9,5 %) que les biens non durables (+ 4,0 %), ce qui accompagne le dynamisme précité de l'investissement dans les secteurs des machines électriques et des équipements de transport ; elle est faible dans la

chimie, tandis que l'emploi continue à décliner dans la première transformation des métaux.

L'emploi total a chuté au cours de la récession récente un peu plus qu'en 1974, nettement plus qu'en 1960 ; mais sa remontée, comparable à celle de 1975, est très inférieure à celle de 1961. Le sommet précédent a été rejoint aussi vite qu'en 1975, mais plus tardivement qu'en 1961. *La création nette d'emplois aux Etats-Unis au cours des trimestres récents, qui constitue certes une performance enviable pour les pays européens, n'a donc rien d'exceptionnel au regard de l'évolution américaine passée, bien au contraire.*

4. L'emploi

Evolutions de part et d'autre du point bas M :

diminution entre le sommet précédent et M (D), reprise entre M et M + 15 (C)

En %

	M = février 1961		M = mars 1975		M = novembre 1982	
	D	C	D	C	D	C
Ensemble de l'économie .	- 2,2	+ 4,1	- 2,8	+ 3,7	- 2,9	+ 3,9
Sommet retrouvé en	nov. 1961		mars 1976		déc. 1983	
Secteur manufacturier . . .	- 6,3	+ 5,7	- 11,3	+ 4,4	- 10,5	+ 7,0
Sommet retrouvé en	avril 1964		avril 1978		non dépassé	
Services	- 1,5	+ 2,8	- 1,0	+ 4,0	- 0,3	+ 2,8
Sommet retrouvé en	oct. 1961		janv. 1976		oct. 1983	

Source : Department of Labor.

La création d'emplois dans les services n'est pas une caractéristique spécifique à la reprise de 1983-1984 ; elle avait été plus importante en 1975. Qui plus est, la croissance de l'emploi sur moyenne période, quelle que soit la phase du cycle, est plus rapide dans ce secteur que dans le manufacturier. La part de ce dernier dans l'emploi total est passée de 30 % en 1960 à 24 % en 1975, et 21 % en 1983.

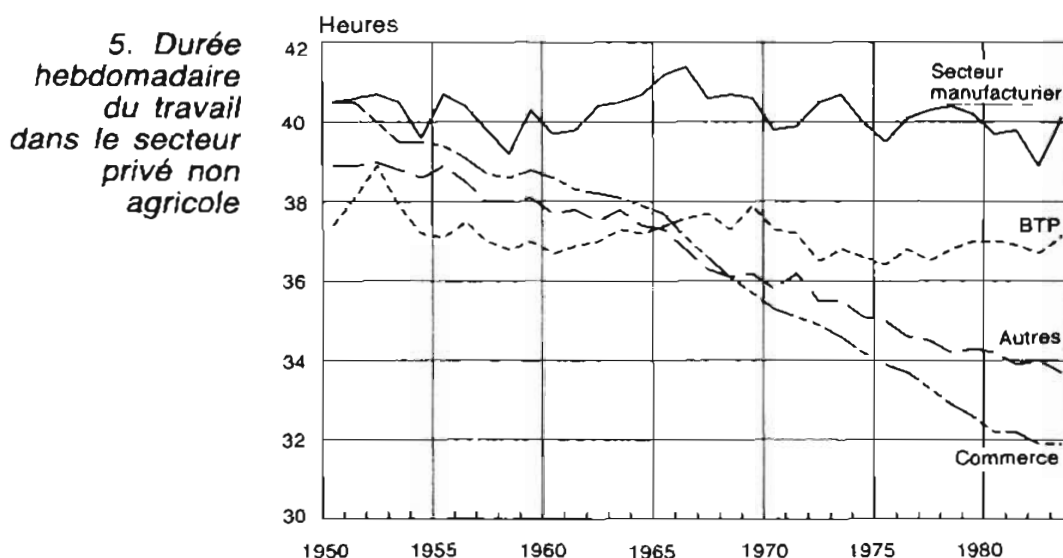
La réembauche dans l'industrie manufacturière a été plus rapide en 1983 qu'en 1975 et qu'en 1961. Il n'est toutefois pas certain que le précédent sommet puisse être retrouvé rapidement, les gains de productivité ayant pour contrepartie un ralentissement de la création brute d'emplois.

Enfin, une particularité de la reprise de 1983 réside dans le déclin de l'emploi public. Celui-ci n'interrompait pas sa croissance lors des précédentes récessions, et sa part dans l'emploi total était passée de 14 % en 1961 à 18 % en 1980. Or un déclin a été amorcé en avril 1980 qui atteint 3,2 % en mars 1984, essentiellement en raison des suppressions d'emploi dans

les Etats et collectivités locales, qui jusqu'alors avaient augmenté leurs effectifs plus rapidement que l'Etat fédéral.

La durée hebdomadaire du travail est affectée d'amples fluctuations cycliques dans le secteur manufacturier (ainsi que dans le BTP) : baisses importantes durant les récessions (de 40,2 heures en mai 1982 à 39,0 heures en décembre 1982), puis remontées vers la durée moyenne de longue période, stable aux environs de 40 heures (graphique 5). La remontée a été particulièrement rapide cette fois-ci (+ 5,1 % 14 mois après le point bas, contre 3,9 % lors de la reprise de 1975 et 3,3 % lors de celle de 1961), alors même que le nombre d'emplois s'est lui aussi redressé plus vite que de coutume. Cela témoigne de la vigueur de la production dans ce secteur (la croissance atteignait 17,2 % un an après le point bas), car la productivité a dans le même temps réalisé de bonnes performances (cf. infra).

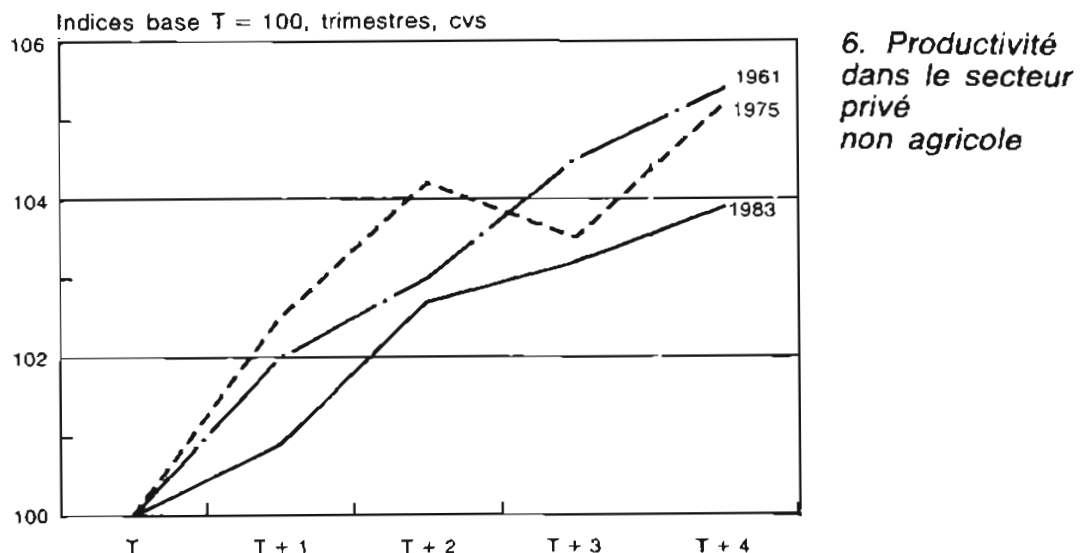
Par ailleurs la durée du travail a un peu augmenté dans le secteur tertiaire au cours des trimestres récents, alors qu'elle avait continué à baisser durant la reprise de 1975. La tendance de moyen terme dans ce secteur semble s'infléchir depuis quelques années : la baisse importante des décennies 1960 et 1970 s'était déjà ralentie durant les premières années 1980. Le mouvement actuel de croissance est original. Il est encore malaisé d'en apprécier la nature ; vraisemblablement, la transformation d'emplois à plein temps en emplois à temps partiel dans les commerces a atteint son terme. Aux Etats-Unis, contrairement à l'Europe, un tel partage du temps de travail était rentable pour les entreprises, car les avantages sociaux, les facilités de licenciement, la malléabilité des horaires de travail sont fonction directe du temps de travail officiel et de l'ancienneté des salariés. La main-d'œuvre occupant de tels emplois est caractérisée par une grande mobilité. A présent il semble que l'allongement de la durée du travail passe par celui des emplois à temps partiel, ce qui permet aux entreprises de bénéficier des avantages précités dans une phase de croissance qu'elles ne sont pas certaines de voir durer. *C'est pourquoi, la croissance de l'activité s'effectuant à un rythme moyen dans ce secteur, l'allongement de la durée du travail y a pour contrepartie une croissance des emplois plus faible que lors des reprises précédentes.*



L'industrie manufacturière réalise des gains de productivité substantiels

Les évolutions comparées de la productivité horaire au cours des phases de reprise appellent plusieurs remarques.

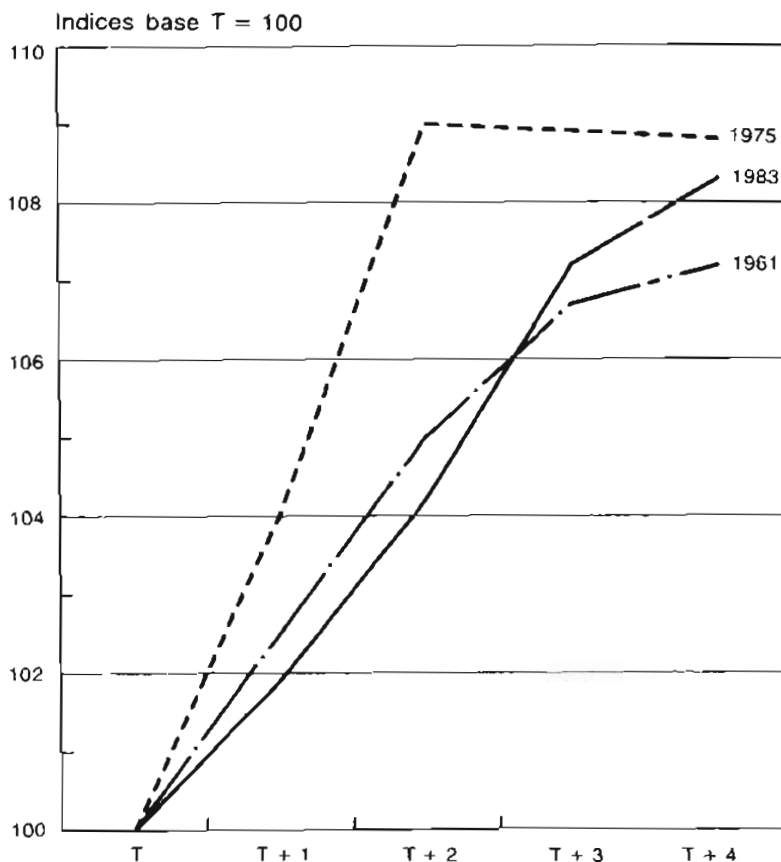
Dans l'ensemble du secteur privé non agricole (graphique 6), la croissance entre le point bas du cycle et le trimestre (T + 4) a été plus lente cette fois-ci : 3,5 % contre 5,2 % en 1975 et 5,4 % en 1961. Mais dans le seul secteur manufacturier, la progression de 8,3 %, légèrement inférieure à celle de 1975 et nettement supérieure à celle de 1961, dépasse la moyenne enregistrée au cours de l'ensemble des reprises des trois dernières décennies. C'est donc le secteur des services qui pèse actuellement sur la productivité, ou à tout le moins sur son appréhension statistique. L'hétérogénéité du secteur rend l'interprétation malaisée ; des rationalisations restent vraisemblablement à effectuer dans les activités à contenu technologique faible, tandis que les gains de productivité sont sans doute importants dans les nouveaux services aux entreprises.



Source : Department of Labor.

Dans le secteur manufacturier la performance de 1975 était due à un redémarrage tardif de l'emploi, les entreprises ayant fait montre d'un comportement attentiste. Le cycle de l'emploi est cette fois-ci plus normal dans son déroulement temporel. La productivité comme la production croissent particulièrement vite (respectivement 8,8 % et 20 % en un an) dans le secteur des biens durables. C'est du reste dans ce secteur que l'on trouve la plupart des industries à gains de productivité traditionnellement élevés : équipement électrique et équipements de transport, auxquels il faut ajouter la chimie (industries pour lesquelles, on l'a dit, l'investissement se redresse fortement).

6. Productivité dans le secteur manufacturier



Source : Department of Labor.

A long terme l'essor de la production des machines électriques s'est accompagné d'une croissance de l'emploi, conjointement avec celle de la productivité, ce qui n'est le cas ni de la chimie ni des équipements de transport (où les cycles sont en outre d'une ampleur exceptionnelle : le nombre des salariés est tombé de 2,1 millions en mai 1979 à 1,6 million en décembre 1982, et atteignait 1,9 million en février 1984).

A court terme, les performances de productivité sont diverses (figure ci-contre). Au cours de la récession de 1981-1982, des gains de productivité ont été réalisés dans les secteurs des textiles, papier, machines non électriques et machines électriques. Ils traduisent généralement une perte de production inférieure à celle des emplois. Mais la productivité a diminué dans la chimie, les équipements de transport et le pétrole pour la raison symétrique : la perte de production a été plus importante que celle de l'emploi.

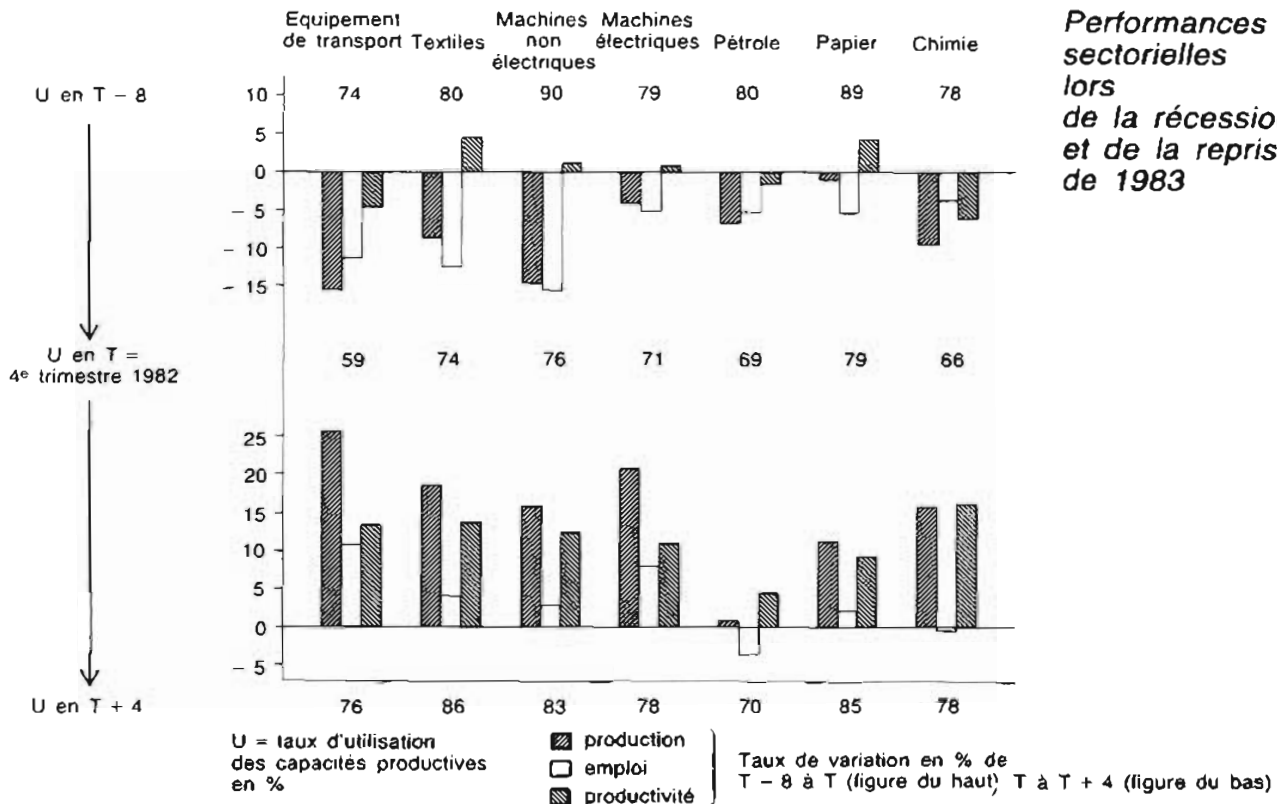
Lors de la reprise, la productivité s'est accrue dans la plupart des secteurs, mais de quatre façons différentes :

- la croissance de la production est vigoureuse et s'accompagne d'une réembauche aussi importante (équipements de transport) ou plus (machines électriques) que les licenciements précédents ;

- la production s'accroît fortement, mais les gains d'emploi restent moyens (textiles, machines non électriques, papier) ;

- la croissance de la production reste forte et les gains de productivité sont plus importants car l'emploi continue de diminuer (chimie) ;

— la croissance de la productivité correspond à la stagnation de la production et au déclin de l'emploi (pétrole).



Source : Department of Commerce.

En reliant les performances en matière d'emploi et les variations du taux d'utilisation des capacités productives, on constate que certains secteurs ont opéré une rationalisation de leurs processus productifs. Elle est importante sans doute dans la chimie, qui a retrouvé son taux d'utilisation de fin 1980 avec perte d'emplois, réelle dans le textile, dont le dernier pic d'utilisation est dépassé avec une faible croissance de l'emploi. Le cas des équipements de transport est comparable à celui du textile, à ceci près que les gains d'emplois ont été presque équivalents aux pertes sur les périodes considérées. Par contre, le secteur des machines électriques semble peu incité à rationaliser, sans doute parce que la demande pour ce type de biens est soutenue et l'appareil de production généralement moderne.

L'embauche pourrait se poursuivre en 1984 et début 1985 à un rythme ralenti

La performance de productivité du secteur manufacturier et le rythme de réembauche en 1983 tendent à prouver qu'une certaine rationalisation des processus productifs a eu lieu, permettant ainsi une consolidation de

la base productive américaine. Or si l'on observe les deux autres cycles précités, on constate que le niveau maximum de l'emploi atteint avant la récession n'a été retrouvé que trois ans après le point bas. Au-delà, la croissance nette de l'emploi a duré cinq ans dans le premier cas, atteignant 18 %, un peu plus d'un an dans le second cas, atteignant 4 %. Cette fois-ci il est vraisemblable que le niveau pré-récessionniste ne sera pas retrouvé trois ans après le point bas, soit en novembre 1985, car la croissance de la productivité est particulièrement forte et l'on n'attend pas au cours des prochains semestres une croissance de l'activité aussi rapide que celle des trimestres récents. L'hypothèse retenue ici est un infléchissement de la progression de l'emploi, qui passerait en rythme annuel à 2 % durant la seconde moitié de l'année 1984, puis à 1,7 % en 1985. La situation est certes moins grave qu'en Europe, mais il n'en reste pas moins que l'emploi industriel aux Etats-Unis aussi est en voie de décroissance ⁽⁶⁾.

Une inconnue majeure réside dans le potentiel d'emploi et de gains de productivité dans les services, à long terme en raison des progrès de l'informatique, mais aussi à court terme. Le précédent point haut est déjà dépassé. Lors des précédents cycles, la croissance du nombre des emplois dans ce secteur avait atteint un rythme annuel de 3,6 % durant la période 1961 à 1969, et 4,6 % durant la période 1975-1979. Mais cela, on l'a dit, était en partie dû à l'abaissement de la durée du travail. Si cette dernière devait rester stable durant les prochains semestres, et si la productivité continuait à s'accroître au même rythme qu'au cours des trimestres récents, l'évolution de l'activité envisagée ici conduirait à atteindre un rythme annuel de croissance de l'emploi proche de 2,8 % à la fin de 1984 et 1,7 % en 1985.

L'emploi du secteur public enregistrera sans doute une stagnation, voire même une légère baisse, les Etats et collectivités locales faisant porter leur effort de rigueur budgétaire sur ce point, entre autres.

Au total la croissance de l'emploi risque de s'infléchir prochainement. Aux rythmes annuels de croissance de 4 % du second semestre 1983 et 3 % du premier semestre 1984 succédaient des rythmes de 2,2 % au cours de la seconde moitié de l'année et 1,2 % l'an prochain.

L'inflation : un ralentissement durable ?

La hausse des prix à la consommation, qui était passée de 18 % à la fin de 1980 à 2 % à la fin de 1982 ⁽⁷⁾ fluctue depuis lors un peu au dessous de 5 %. Rien de semblable n'avait été constaté depuis le début des années 1970.

Les salaires et le taux de change sont à l'origine de la modération en 1983

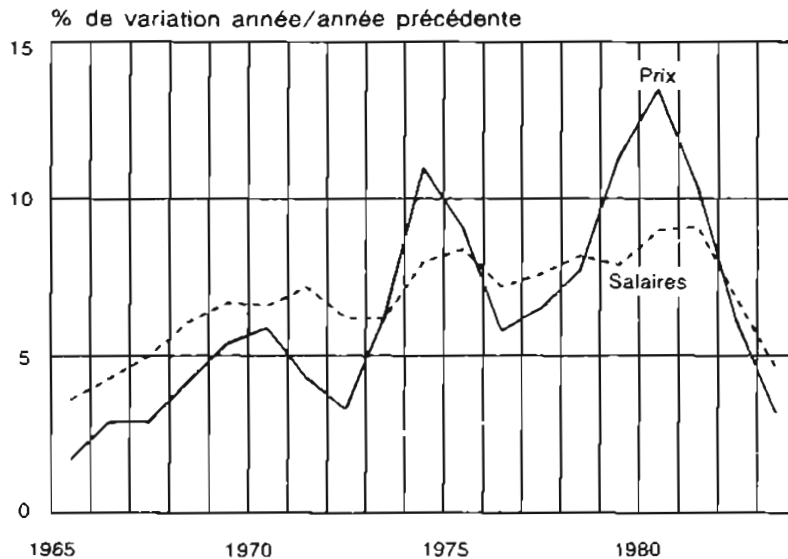
Les coûts salariaux n'ont progressé entre le quatrième trimestre 1982 et le quatrième trimestre 1983 que de manière très limitée dans le secteur

(6) Le nombre des salariés dans le secteur manufacturier est passé de 16,3 millions en 1961 à 20,2 en 1969 puis 21,0 en 1979, et atteint 19,6 en mars 1984 ; les hypothèses retenues ici le porteraient à 20,1 millions au quatrième trimestre 1985.

(7) Cf. à la fin de cette chronique le jeu de graphiques conjoncturels.

privé non agricole, et ont nettement baissé dans le seul secteur manufacturier. En effet les salaires horaires nominaux n'ont augmenté durant cette période que de 4,5 % dans le premier cas ⁽⁸⁾ et 4,4 % dans le second, tandis que la productivité s'accroissait de respectivement 3,5 % et 8,3 %. L'évolution des prix à la consommation (+ 2,9 %) a dégagé une croissance des salaires réels.

Cette performance en matière salariale peut être replacée dans un contexte de plus longue période. Le graphique n° 7 montre que le taux de croissance nominale avait été stabilisé à partir de 1974, sous l'effet de la politique des revenus mise en œuvre par l'administration Nixon, et a été ralentie à partir de 1981. Ce ralentissement a deux origines principales. D'une part les contrats pluri-annuels négociés durant la récession ont abouti à des gels ou même des diminutions pour un quart des salariés concernés. D'autre part une forte proportion de personnes licenciées ont été réembauchées dans les mêmes postes de travail à des salaires inférieurs. La mise en faillite a constitué, entre autres, un moyen de procéder à de tels licenciements/réembauches.



7. Evolution comparée des prix et des salaires

Prix à la consommation, salaires horaires dans le secteur privé non agricole

Source : Department of Labor.

Les plus grandes concessions obtenues des salariés l'ont été soit dans les secteurs en difficulté soumis à la concurrence étrangère, soit dans les secteurs concernés par la déréglementation. Tel est notamment le cas du bâtiment, où le jeu de la concurrence a été ravivé par l'entrée sur le marché de petites entreprises qui, ayant un taux de syndicalisation faible, pratiquent des taux de salaires bas et obtiennent une grande mobilité à l'intérieur de l'entreprise (la polyvalence est interdite par les réglementations imposées à l'intérieur des grandes entreprises par les syndicats, et est en outre plus facile à mettre en pratique dans les petites entreprises). Là où les syndicats sont encore puissants, ils ont tenté de défendre l'emploi plus que les salaires.

(8) Les secteurs où la progression est la plus forte sont les commerces (4,7 %), les banques et assurances (7,1 %) et les autres services (5,3 %).

Le taux de change a constitué le second facteur important de modération des prix. Il a en effet continué à s'apprécier vis-à-vis des monnaies européennes tout au long de l'année 1983 (de 2,29 DM en janvier à 2,75 en décembre, soit 15 %) tandis qu'il se stabilisait vis-à-vis du yen. En conséquence le prix des importations de produits manufacturés, qui avait baissé de 0,4 % entre le dernier trimestre de 1981 et celui de 1982, n'a augmenté entre cette date et le dernier trimestre 1983 que de 0,7 %.

Par ailleurs la baisse de 14 % du prix du pétrole intervenue entre la fin de 1982 et la fin de 1983⁽⁹⁾ a pleinement bénéficié aux Etats-Unis, alors qu'en Europe elle était annihilée par la dépréciation des taux de change. Durant la même période en outre le prix des matières premières consommées aux Etats-Unis n'a augmenté que de 4,2 %, la progression notable des matières industrielles ayant été en grande partie compensée par la baisse des matières agricoles.

Toutefois certains éléments ont enregistré des hausses de prix non négligeables, quoiqu'en retrait sur celles des années précédentes : entre la fin de 1982 et la fin de 1983 la hausse atteint 6,4 % pour le prix des services de santé (contre 12 % entre la fin de 1981 et la fin de 1982) et 9 % pour les dépenses d'éducation (contre 10,5 %).

Intermédiaire entre la configuration de 1961 et celle de 1975, la phase actuelle comporte des risques d'accélération

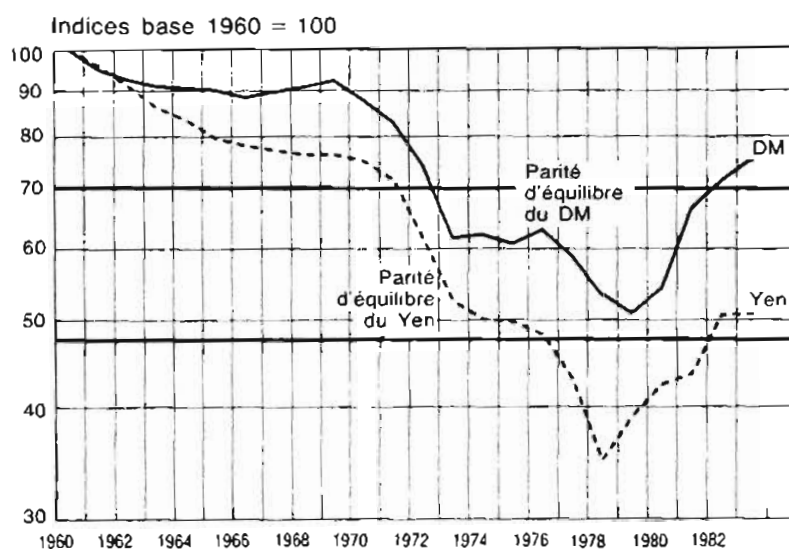
Le rythme actuel de croissance des prix est à mi-chemin entre celui de 1961 (1,5 % en moyenne annuelle) et celui de 1975 (9,1 %). Les éléments qui en déterminent la modération, fragiles par certains aspects, ne semblent toutefois pas susceptibles de disparaître tous à brève échéance.

Le *dollar* est actuellement surévalué en termes commerciaux.

En niveau, quelle que soit l'ampleur de ce phénomène, cette surévaluation est incontestable et a pour effet, par le jeu de la concurrence internationale, d'inciter les producteurs américains à modérer le niveau des prix qu'ils pratiquent sur le marché national. Elle existait également en 1961 (graphique 8), mais l'effet modérateur était bien moindre. La concurrence étrangère était en effet limitée en ampleur (les importations de produits manufacturés représentaient 4,5 % de la valeur ajoutée du secteur manufacturier en 1961 ; ce taux atteint 24 % en 1983), et les Etats-Unis avaient la maîtrise des prix pour de nombreux biens tant d'équipement que de consommation. Si le niveau du dollar venait à baisser, un élément de modération s'estomperait donc. Du reste certaines entreprises semblent ne pas procéder à toutes les rationalisations de leur appareil productif qu'exigent aux taux actuels de change le maintien ou l'obtention d'une bonne compétitivité internationale, parce qu'elles anticipent une dépréciation à brève échéance de la monnaie américaine.

Le mouvement du change risque en outre d'être défavorable s'il va dans le sens d'une dépréciation. Le prix des importations s'élèverait ainsi donc que les coûts de production et, dans un second temps, les revendications salariales s'accroîtraient du fait de la perte du pouvoir d'achat résultant

(9) 33,3 \$/baril à la fin de 1982, 28,5 à la fin de 1983 ; prix officiel de l'Arabian Light.



Source : Estimations OFCE.

8. Indicateurs de taux de change réels du dollar

Taux nominaux corrigés par les prix à la consommation

de l'augmentation du prix des biens de consommation importés. L'évolution au cours des prochains trimestres pourrait donc être moins bonne que celle de la période ayant suivi la récession de 1961, où le taux de change était resté stable et était anticipé comme tel, mais moins mauvaise que celle de la période ayant suivi la récession de 1975 pendant laquelle le taux de change s'était longuement et fortement déprécié à partir d'un niveau quasi équilibré.

Le prix du pétrole avait baissé, en termes nominaux et a fortiori réels, tout au long de la phase d'expansion qui avait suivi la récession de 1961 : 1,45 \$ par baril en 1961, 1,32 en 1965. Cette évolution était par ailleurs anticipée. La situation actuelle est plus lourde d'incertitudes, car l'éventualité d'une baisse ne peut être totalement écartée ⁽¹⁰⁾, et de risques, car une hausse pourrait marquer soit les tous prochains mois si la situation politique du Moyen-Orient se dégradait brutalement, soit la seconde moitié de l'année 1985 si la croissance économique des pays industrialisés se poursuivait ⁽¹¹⁾. A cet égard, la situation actuelle est plus proche de celle de 1975 que de celle de 1961 : le baril était passé de 10,7 \$ en 1975 à 11,5 en 1976 et 12,4 en 1977.

C'est en revanche une croissance modérée que l'on peut attendre pour le prix des matières premières industrielles, et une quasi stagnation pour les matières premières agricoles importées. Il est toutefois à craindre que les prix des aliments du bétail et celui de la viande ne s'accroissent dès la fin de l'année en raison des conditions climatiques défavorables aux Etats-Unis.

L'évolution actuelle des coûts salariaux (+ 1 % entre le creux T de la récession et le trimestre T + 4) dans le secteur privé non agricole se situe à mi-chemin entre la diminution de 1961 (- 1,1 % sur la période comparable) et la progression de 1975 (+ 2,4 %). En effet la productivité augmente

(10) L'hypothèse retenue ici est que le prix officiel de l'Arabian light passera à 30 \$ au second semestre 1985.

(11) On voit la relative insensibilité du marché à la tournure récente du conflit Iran-Irak.

moins rapidement que lors des deux autres reprises, mais la progression des salaires nominaux est comparable à celle de 1961 et très inférieure à celle de 1975. Dans le secteur manufacturier, la performance est nettement meilleure cette fois-ci, car la baisse des coûts salariaux est plus ample ; il n'est toutefois pas certain que cela puisse se prolonger.

La croissance des salaires nominaux sera en partie déterminée par les négociations du secteur automobile. A l'automne 750 000 salariés de ce secteur tenteront d'obtenir des augmentations qu'ils considèrent justifiées par la croissance des profits. Mais les négociations seront malaisées et sans doute assorties de grèves, car les deux parties semblent décidées à ne pas céder. Les entreprises veulent non seulement conserver les avantages obtenus durant la récession, mais encore aller plus loin en remettant en cause les qualifications et les définitions des postes de travail. Elles peuvent à cet effet brandir la menace du chômage, car de nombreux licenciés n'ont pas encore retrouvé d'emploi, tandis que la robotisation des chaînes de montage se poursuit.

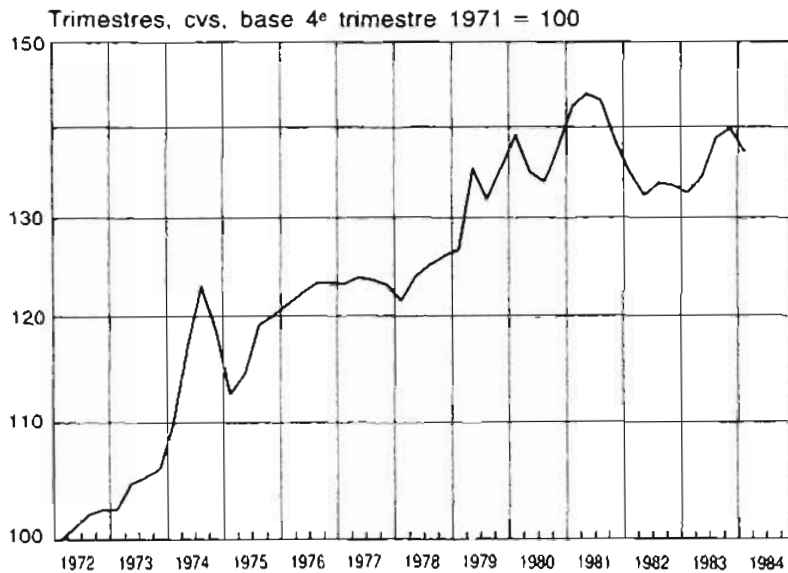
Dans l'ensemble du secteur privé non agricole, en 1985, des tensions salariales pourraient résulter d'une insuffisance éventuelle de l'offre de main-d'œuvre. Quantitativement, ce risque semble certes éloigné dans le temps. Les hypothèses retenues ici conduisent à attendre une baisse graduelle du taux de chômage, qui avoisinerait 7 % à la mi-1985, soit un niveau encore bien supérieur à ceux des points bas des précédents cycles (3,5 % en 1969, 5,7 % en 1979). Toutefois l'inadéquation des qualifications pourrait avoir poussé à la hausse (peut-être aux environs de 6 %) le seuil au delà duquel la demande de travail des entreprises provoque une augmentation du prix de ce facteur de production. Cet argument est difficilement vérifiable dans l'immédiat, et ne semble guère de nature à provoquer une croissance importante des salaires dès l'année 1985.

Au total l'évolution sera un peu moins favorable qu'en 1983, mais le risque d'une résurgence de l'inflation par les coûts salariaux ne semble pas susceptible de se matérialiser au cours des prochains semestres dans le cadre des hypothèses retenues dans le scénario central. Mais si notamment la dépréciation du dollar était plus vive qu'il n'est envisagé ici (cf. infra) la modération des salaires pourraient être remise en cause.

Un accroissement des marges bénéficiaires pourrait en revanche provoquer une accélération des prix à la production dès la fin 1984 ; il s'agirait d'une inflation par la demande, liée à la saturation des capacités productives.

Sur la longue période, dans le secteur manufacturier, les prix à la production se sont accrus plus vite que les coûts salariaux (graphique 9). Certes ce phénomène est en partie dû à la croissance du prix des autres inputs (dérives importantes au moment des chocs pétroliers) ; mais, cycliquement, il semble bien que la compression des marges en période récessionniste (début 1975, année 1981) soit contrebalancée par leur reconstitution durant les phases d'expansion. Les prix pourraient donc à présent commencer à s'accroître sensiblement plus vite que les coûts salariaux.

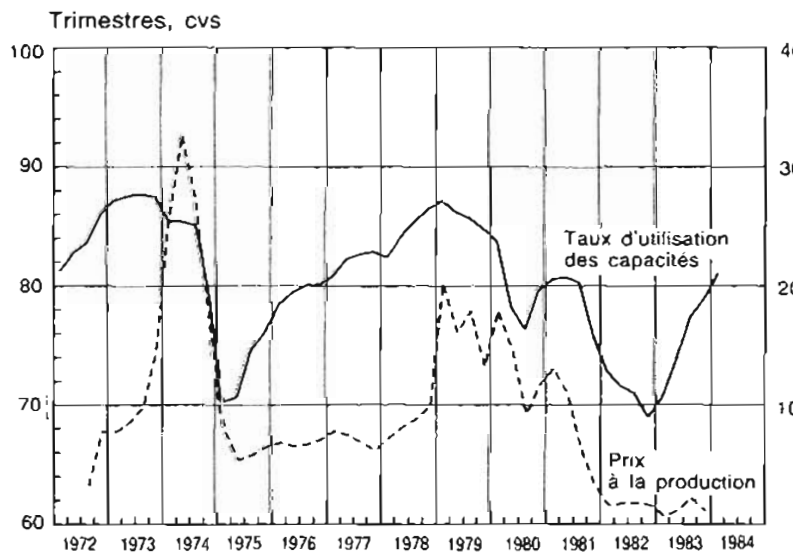
Ce point peut être précisé par la comparaison entre taux d'utilisation des capacités productives et croissance des prix à la production (graphique 10) dans le secteur manufacturier. Toutefois la croissance de ces prix à la production ne se répercute dans celle des prix totaux à la consommation qu'avec un ou deux trimestres de retard (graphique 11). L'accélération des premiers n'aurait donc sur les seconds un impact significatif qu'en 1985.



9. Evolution comparée des coûts salariaux et des prix à la production dans le secteur manufacturier

Indice : prix à la production / coûts salariaux unitaires

Source : Department of Labor.

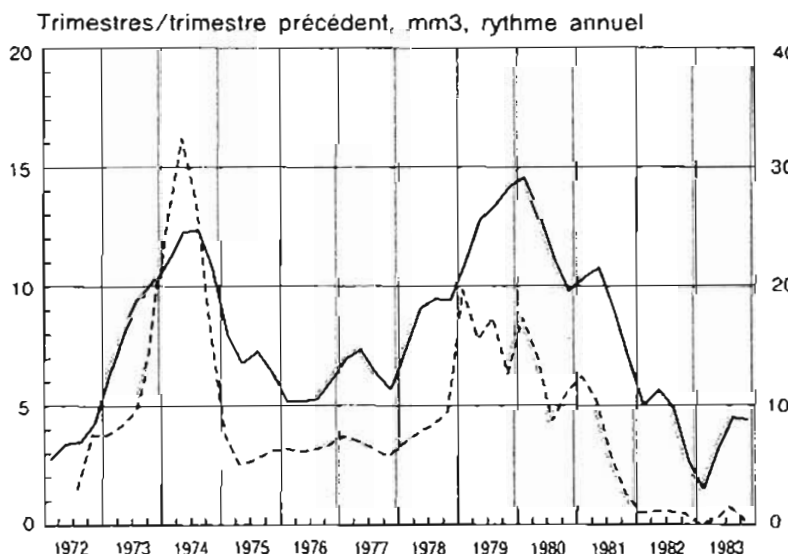


10. Evolution comparée des prix à la production et de l'utilisation des capacités dans le secteur manufacturier

Croissance des prix t/t - 1, %, en rythme annuel (échelle de droite)

Taux d'utilisation des capacités en % (échelle de gauche)

Source : Department of Labor, Department of Commerce.



11. Evolution comparée des prix manufacturiers à la production et des prix totaux à la consommation

— Prix à la consommation (échelle de gauche)

--- Prix à la production de produits manufacturés (échelle de droite)

Source : Department of Commerce.

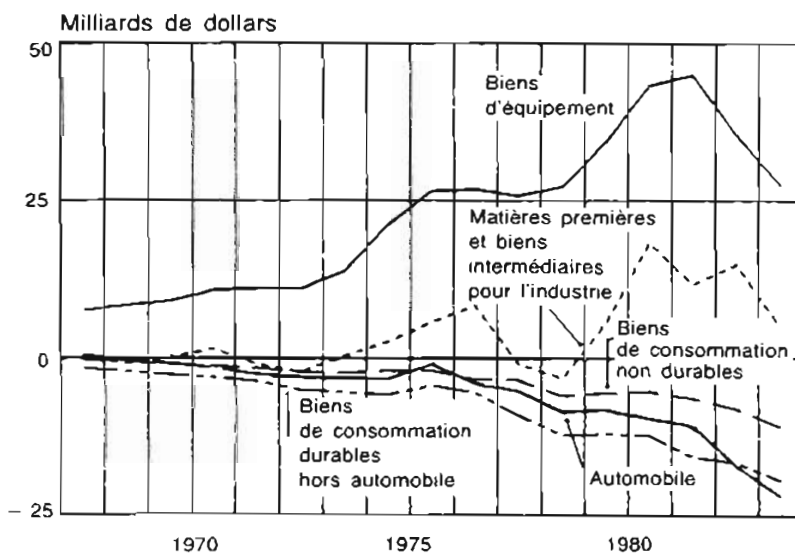
Cela, sous l'hypothèse (cf. infra) d'une progression modérée de la demande et donc des taux d'utilisation des capacités au cours de cette période. Si le relâchement récent de la politique monétaire devait se prolonger, il accélérerait le processus et aviverait donc les tensions inflationnistes fondamentales. De manière comptable, à court terme, un tel relâchement freinerait la croissance des indices de prix à la consommation, étant donnée l'importance dans ceux-ci des taux hypothécaires. A l'inverse, un durcissement monétaire l'accélérerait provisoirement.

Commerce extérieur : une détérioration grave

Les points forts traditionnels s'effritent, tandis que les faiblesses s'aggravent...

Les échanges de produits manufacturés dégagent de longue date un déficit sur les biens de consommation (graphique 12). Avec la pénétration accrue du marché intérieur lors des phases de croissance, ce déficit a franchi de nombreux seuils en 1978 et 1983. Cette dernière année il atteignait 25 milliards \$ pour l'automobile, 19 pour les autres biens de consommation durables et 11 pour les biens de consommation non durables. A la charnière des années 1970/1980 cette évolution avait été en partie compensée par l'apparition d'un fort excédent en produits bruts et intermédiaires destinés à l'industrie, grâce principalement aux performances de la chimie ; mais une détérioration se marque depuis lors.

12. Soldes commerciaux fob-caf par secteurs



Source : Department of Commerce.

Plus gravement encore, tant en termes de résultats immédiats que de signification économique, l'excédent sur les biens d'équipement s'est fortement contracté, passant de 42 milliards en 1981 à 24 en 1983. Cette contre-performance découle à la fois d'une pénétration accrue du marché intérieur accompagnant le redressement de l'investissement et d'un effon-

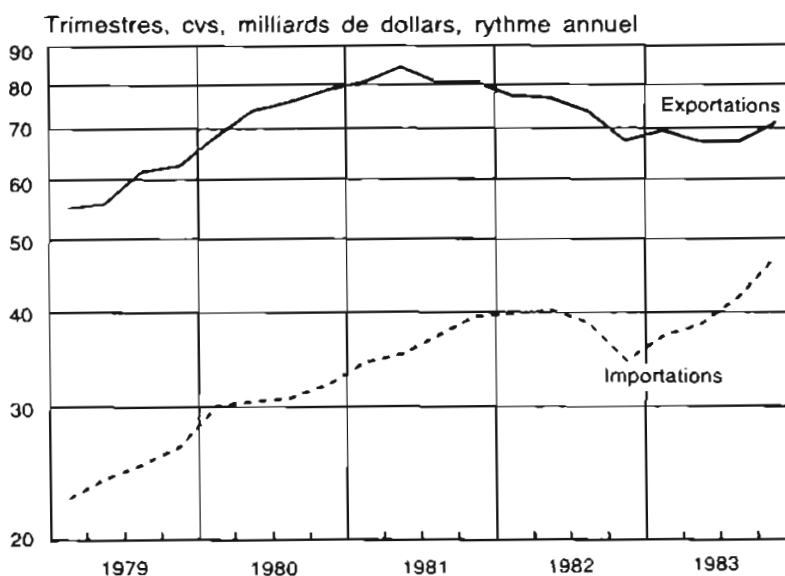
drement des exportations, imputable à la chute des marchés latino-américains, et à la faiblesse de l'investissement en Europe, mais aussi à la mauvaise compétitivité-prix (graphique 13).

5. Les offres nationales et étrangères face à la demande intérieure

Evolutions en volume en %, 4^e trimestre 1983/4^e trimestre 1982

	Production	Importations	Demande
Biens d'équipement	+ 11,5	+ 37	+ 20,5
Biens de consommation durables .	+ 20	+ 52	+ 15,5

Source : Department of Commerce.



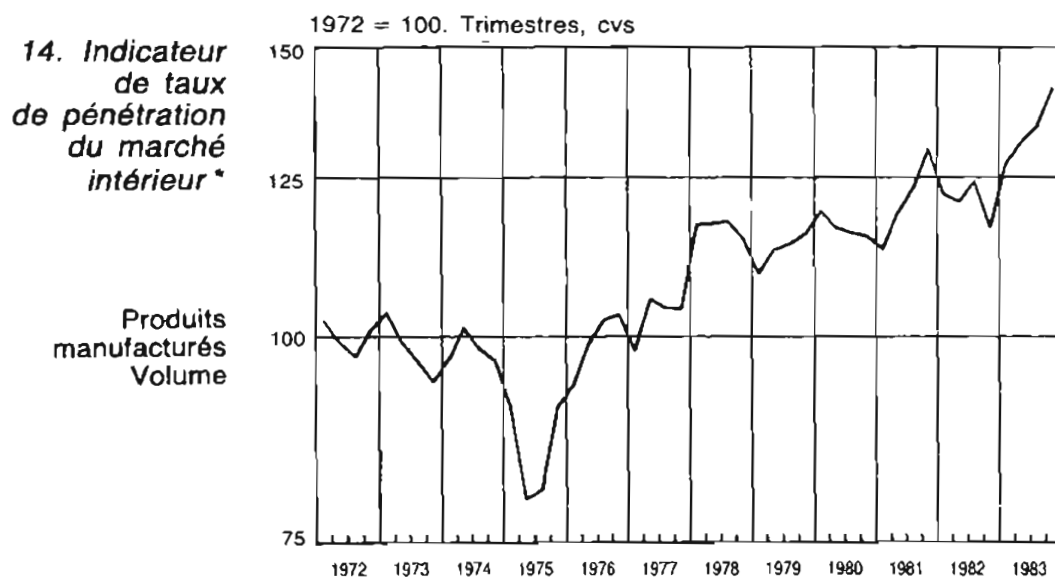
13. Commerce extérieur de biens d'équipement

Source : Department of Commerce.

... dans un commerce de produits manufacturés lourdement pénalisé par le niveau du dollar

La perte de compétitivité due à la surévaluation du dollar, jointe au décalage conjoncturel entre les Etats-Unis et ses partenaires commerciaux, exerce des conséquences défavorables très amples sur les volumes de produits manufacturés tant importés qu'exportés.

Les pertes de marché intérieur se lisent sur le graphique n° 14. Le dénominateur est constitué par les composantes de la demande finale ayant un fort contenu en importations : consommation des ménages, investissement hors bâtiment des entreprises, variation des stocks. Il a progressé de 9,3 % entre le dernier trimestre de 1982 et celui de 1983. Durant la même période les importations de produits manufacturés ont augmenté de 33 % (également en volume). Certes l'élasticité de 3,5 qui se dégage ainsi n'est pas exceptionnelle pour une période de reprise : un phénomène analogue s'observe durant la seconde moitié de 1975 et l'année 1976. Mais elle fait suite aujourd'hui à un palier, et traduit donc une pénétration accrue du marché intérieur, tandis qu'elle découlait la fois précédente d'un rattrapage après la chute concomittante à la récession.



Source : Department of Commerce.

* Indice = importations/[consommation des ménages + FBCF hors logement + variation des stocks].

A l'exportation la dégradation brutale des parts de marché (graphique 15) semble bien liée à l'évolution des prix relatifs ⁽¹²⁾. Ces parts de marché décrivent le rapport entre les exportations des Etats-Unis et la demande qui leur est adressée, c'est-à-dire les importations des zones clientes pondérées par leur importance relative dans les exportations américaines. Certes cette demande a baissé de 7 % entre le premier trimestre 1981 et le premier trimestre 1983, en grande partie sous l'effet de la chute des marchés latino-américains, alors que le commerce mondial ne régressait pas (graphique 16) ; mais les exportations américaines sur la même période ont diminué de 24 % ; la compétitivité est donc également en cause. Le redressement des exportations courant 1983 laisse encore place à de légères pertes de parts de marché, la demande s'étant redressée plus vite encore.

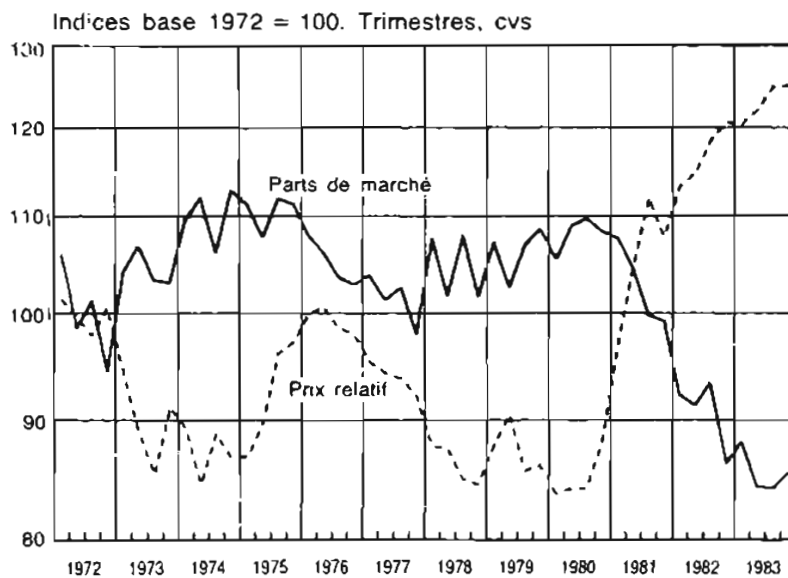
6. Les échanges de produits manufacturés

Progressions en %

		1 ^{er} trimestre 1980 à 1 ^{er} trimestre 1983	1 ^{er} trimestre 1983 à 4 ^e trimestre 1983
Prix	Exportations	+ 27,4	- 1,0
	Importations	+ 4,6	+ 1,3
Volume, cvs	Exportations	- 24,0	+ 4,2
	Importations	+ 10,6	+ 19,9

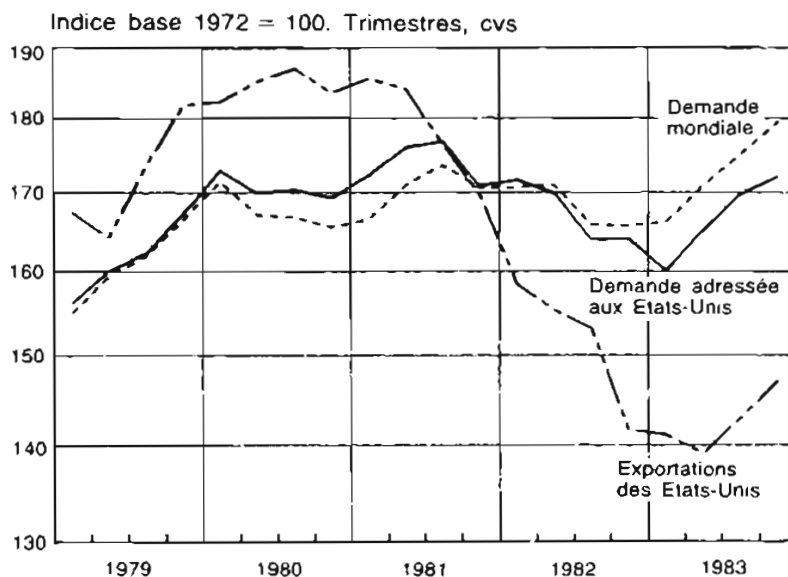
Source : OCDE, série A.

(12) Ceux-ci sont calculés comme le rapport entre les prix à l'exportation des Etats-Unis et les prix à l'exportation des sept principaux autres pays de l'OCDE pondérés par leur importance dans le commerce mondial. Il s'agit de prix en dollars ; l'indice est établi base 1972 = 100.



Source : OCDE série A.

15. Comparaison des parts de marché et des prix relatifs à l'exportation de produits manufacturés



Source : OCDE série A.

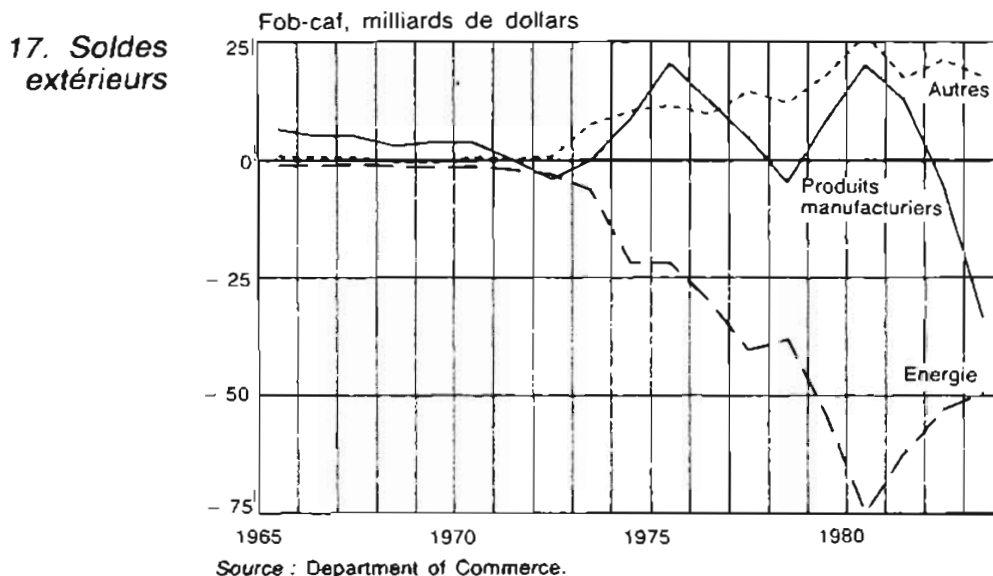
16. Performances à l'exportation

Produits manufacturés
Volume

Les Etats-Unis ont assurément bénéficié, grâce à l'appréciation du dollar, d'une forte amélioration de leurs termes de l'échange en produits manufacturés du premier trimestre 1980 au premier trimestre 1983, une légère dégradation s'observant depuis lors ; mais, sur la même période, la détérioration du taux de couverture en volume des échanges de ces produits a beaucoup plus que compensé l'effet-prix, de sorte que le déficit s'est lourdement creusé.

Le solde commercial en produits manufacturés (graphique 17) fluctue depuis le début des années 1970 au gré de la conjoncture : des excédents notables apparaissent durant les récessions, des déficits lorsque la croissance se prolonge. Mais la situation est aujourd'hui nettement plus grave qu'en 1975 (et a fortiori qu'en 1961, un excédent ayant caractérisé toute la décennie 1960), car un déficit a été atteint dès la première année de reprise. Il est à craindre qu'au solde de - 27 milliards de dollars enregistré

en 1983 ne succèdent en 1984 et 1985 des déficits de 70 et 80 milliards respectivement. En effet les exportations vont certes pouvoir enregistrer des taux de croissance élevés en valeur grâce au redressement des volumes ; ces derniers accompagneront en 1984 la reprise de la demande mondiale, et bénéficieront également en 1985 de gains de parts de marché permis par la dépréciation attendue du dollar (cf. infra). Mais la croissance des importations ne fléchira sensiblement qu'en 1985, et s'appliquera à des niveaux initialement plus élevés que ceux des exportations (sous l'hypothèse que la réaction à ces évolutions défavorables ne prenne pas la forme d'une extension rapide du protectionnisme).

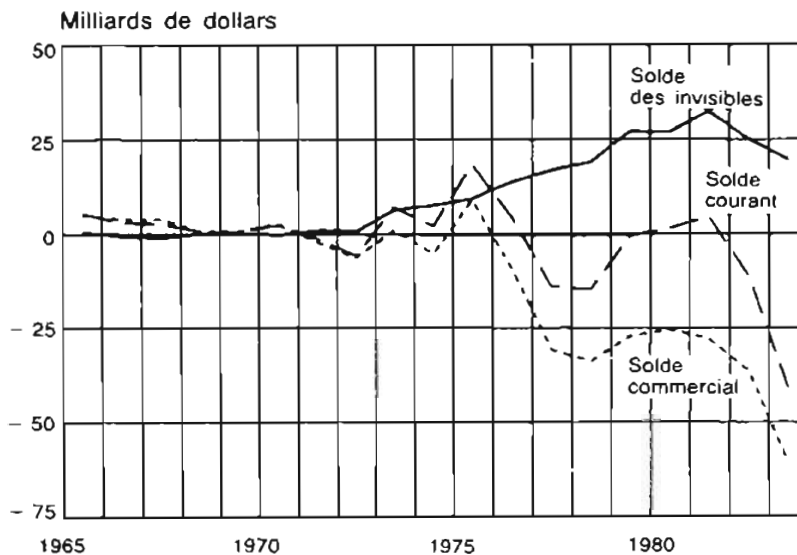


La baisse du prix du pétrole a relayé celle des volumes importés pour provoquer à nouveau en 1983 une diminution substantielle du solde énergétique. Toutefois un accroissement des quantités importées s'est amorcé dans le courant du second semestre (cvs) et se poursuivra vraisemblablement en 1984 et 1985 pour accompagner la croissance de l'activité ; la hausse des prix attendue dans le cadre des présentes hypothèses conduit à chiffrer à environ 55 milliards en 1984 et 60 en 1985 le déficit énergétique qui était de 48 milliards en 1983.

Quant bien même l'excédent enregistré sur les marchandises hors manufacturées et hors énergie ⁽¹³⁾ cesserait de diminuer, les évolutions précitées se traduiraient tout au long des années 1984 et 1985 par un alourdissement du déficit commercial global, qui passerait de 19 milliards au dernier trimestre 1983 à 28 milliards à la mi-1985.

Comme de coutume en période de croissance des exportations de services vers les PVD et de redressement des profits réalisés par les firmes américaines en Europe lorsque cette zone est dans une phase d'amélioration conjoncturelle, l'excédent enregistré sur les échanges d'invisibles va sans doute augmenter. Mais cela sera insuffisant pour compenser la dégradation des échanges de marchandises. Le déficit courant ira donc en se creusant (graphique 18), passant de 14 milliards au quatrième trimestre 1983 (chiffres officiels, cvs) à près de 23 milliards à la mi-1985.

(13) Matières premières, agro-alimentaire.



18. Soldes extérieurs

Source : Department of Commerce.

Politique budgétaire : les conséquences de l'inertie pré-électorale

Le budget fédéral s'est soldé en 1983 par un déficit de 182 milliards, contre 147 l'année précédente. Ici encore, toutefois, les moyennes annuelles sont trompeuses : le point bas a été atteint au dernier trimestre 1982, à 208 milliards (cvs, en rythme annuel) et un léger redressement s'est opéré au cours des trimestres récents. Dans quelle mesure peut-on en attendre la prolongation ?

Le déficit du budget fédéral est en grande partie structurel...

La détérioration du solde du budget fédéral durant la phase de récession n'est évidemment pas une spécificité du cycle actuel. Comme en 1961 et 1975 les recettes se sont réduites sous l'effet du rétrécissement de l'assiette fiscale et les dépenses se sont accrues de manière contra-cyclique (augmentation des prestations chômage, etc.).

De nombreuses études ont tenté de chiffrer la part du déficit du budget fédéral qui est liée aux fluctuations conjoncturelles, et celle qui est liée à l'action délibérée des autorités. La méthode la plus couramment utilisée à cette fin consiste à construire un budget de plein-emploi et à le comparer à la réalité observée. Il faut pour cela se fonder sur une hypothèse de croissance du PNB. Le BEA ⁽¹⁴⁾ a récemment proposé d'utiliser non plus le PNB potentiel (retrayant une croissance techniquement possible sur la base d'éléments tels qu'une pleine utilisation des capacités productives existantes), mais la progression du PNB observée en moyenne au cours des années précédentes.

(14) Bureau of Economic Analysis, Department of Commerce.

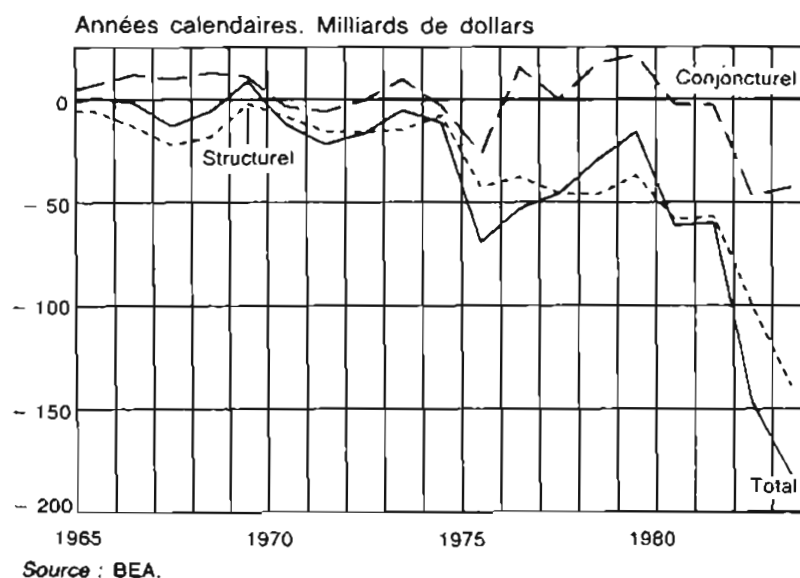
7. Le budget fédéral ; comparaison de 3 cycles

		T = 1 ^{er} trim. 1961	T = 1 ^{er} trim. 1975	T = 4 ^e trim. 1982
Progressions en %	Recettes	T - 4 à T	- 3,5	- 2,2
		T à T + 4	+ 9,3	+ 11,0
	Dépenses	T - 4 à T	+ 9,6	+ 13,0
		T à T + 4	+ 10,0	+ 13,0
Solde en % du Pnb	T - 4	+ 1,4	- 0,3	- 2,9
	T	- 0,8	- 2,9	- 6,3
	T + 4	- 1,1	- 3,3	- 5,7
	T + 8	+ 0,3	- 2,1	- 5,1

Source : Department of Commerce.

Les dépenses et recettes qu'aurait généré un tel PNB dégagent un solde qui est le solde du « budget de plein-emploi » ou « solde structurel ». Ses variations, qui par construction ne dépendent pas des pertes de recettes et augmentations de dépenses entraînées par une récession économique (ou l'inverse en phase de reprise) traduisent les modifications de la législation budgétaire, résultat de l'action délibérée des autorités. La différence entre le solde structurel et le solde effectivement observé est le « solde conjoncturel ». Ces trois éléments sont retracés dans le graphique n° 19.

19. Soldes du budget fédéral



En 1975 déjà la détérioration du solde structurel avait largement contribué à l'alourdissement du déficit, mais le phénomène est beaucoup plus ample cette fois-ci.

Le déficit, qui représentait en moyenne 2 % du PNB entre 1973 et 1981, est passé de 1,9 % en 1981 à 4,0 % en 1983. La différence se répartit comme suit : 2,9 % de creusement du déficit et 0,8 % de réduction. Pour

le creusement 0,8 % sont imputables à l'augmentation des dépenses militaires, 0,6 % au gonflement de l'intérêt de la dette, 0,6 % à la réduction des impôts sur le revenu des ménages, 0,5 % à la réduction des impôts sur les sociétés et 0,4 % sur des postes divers. Ces effets n'ont été qu'en partie compensés ⁽¹⁵⁾ par l'accroissement des cotisations sociales (0,3 %) et la réduction des dépenses non militaires (0,3 %), et diverses mesures (0,2 %).

A la politique de l'offre préconisée par l'administration Reagan au moment de son arrivée au pouvoir a donc rapidement succédé une politique de relance budgétaire beaucoup plus traditionnelle dans son esprit sinon dans son ampleur. L'objectif initial était de réduire l'imposition frappant les ménages afin de stimuler leur épargne, donc de financer l'investissement et, en provoquant ainsi une croissance économique qui aurait mécaniquement élargi l'assiette fiscale, de supprimer le déficit budgétaire. Plus prosaïquement cette réduction a permis d'accroître la consommation des ménages, tandis que l'investissement bénéficiait des détaxes fiscales sur les sociétés et de la relance de la demande privée et publique ⁽¹⁶⁾ et que le déficit s'accroissait.

... et ne se résorbera que marginalement au cours des prochains semestres

La diminution du déficit conjoncturel qui continuera à accompagner la croissance en 1984 — au début de 1985 permettra-t-elle de réduire significativement le déficit global ?

La prévision officielle se solde pour l'année fiscale ⁽¹⁷⁾ 1984 par un déficit de 184 milliards. La réalité sera sans doute assez proche de cet ordre de grandeur, qui était fondé sur des hypothèses un peu pessimistes en matière de croissance et un peu optimistes en matière de taux d'intérêt.

Une fois passés les effets transitoires sur le solde, les modifications fiscales intervenues au cours des années récentes ont notamment pour effet de limiter la réduction du déficit en période de reprise, car elles ont rétréci la base de l'imposition : le surcroît de recettes généré par la croissance de l'activité économique se trouve amoindri en valeur absolue. Cela est vrai pour l'impôt sur le revenu des ménages, et plus encore pour l'impôt sur le bénéfice des sociétés. A l'inverse, l'accroissement de la masse des dépenses militaires a des effets cumulatifs : un taux de croissance de 10 % n'a pas le même impact selon qu'il est appliqué aux 143 milliards (en rythme annuel) que ces dépenses atteignaient au moment de l'arrivée au pouvoir de l'administration Reagan ou aux 210 milliards qu'elles représentent au début de 1984.

(15) Le TEFRA (Tax Equity and Fiscal Responsibility Act) de juillet 1982 comportait le prélèvement d'un impôt sur les dividendes, la suppression de certaines facilités fiscales et le relèvement des impôts indirects sur le téléphone et les cigarettes ; il ne portait en fait que sur des masses peu importantes.

(16) Sur la politique budgétaire, cf. la chronique de conjoncture du précédent numéro de cette revue.

(17) C'est-à-dire du 1^{er} octobre 1983 au 31 septembre 1984.

Le budget voté l'an passé courant jusqu'au 30 septembre et celui actuellement en discussion ne semblant guère devoir comporter des modifications importantes, on peut chiffrer comme suit l'évolution des principaux postes :

8. Le budget fédéral

Variations en rythme annuel en milliards de dollars

	4 ^e trimestre 1982 à 4 ^e trimestre 1983	4 ^e trimestre 1983 à 4 ^e trimestre 1984
Recettes		
Impôt sur le revenu des ménages	- 8	+ 27
Cotisations sociales	+ 21	+ 20
Impôts sur les sociétés	+ 24	+ 12
Autres	+ 8	+ 8
Total	+ 45	+ 67
Dépenses		
Dépenses militaires	+ 16	+ 21
Autres achats de biens et services	- 21	+ 2
Intérêt de la dette	+ 16	+ 9
Autres	+ 15	+ 14
Total	+ 26	+ 46
Solde	+ 19	+ 21

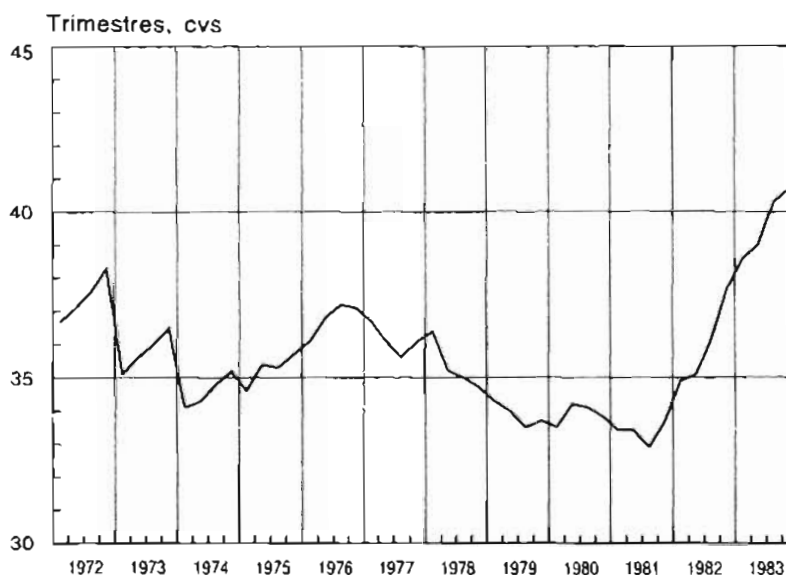
Source : Department of Commerce ; prévisions OFCE.

Le déficit budgétaire ne se réduirait donc à nouveau que de 20 milliards, pour être au dernier trimestre 1984 de 170 milliards (cvs, en rythme annuel). Cette évolution risque de ne pas s'accélérer en 1985, bien au contraire. Pour que la diminution du déficit soit plus rapide, il faudrait soit que la croissance de l'activité économique s'accroisse (hypothèse que l'on écarte ici), soit que des mesures importantes soient prises au cours des prochains mois, ce qui est peu vraisemblable en période pré-électorale⁽¹⁸⁾. Certes des gages apparents de rigueur seront sans doute donnés par l'augmentation de certains impôts et l'amoindrissement de la progression initialement envisagée pour les dépenses militaires, mais leur impact sera limité. Ce n'est guère avant la fin de 1985, c'est-à-dire avant la mise en œuvre du budget qui sera voté l'an prochain, que pourrait éventuellement apparaître une réelle tendance à la restriction budgétaire.

Il faut ajouter à cela que, quelle que soit l'inflexion donnée aux postes budgétaires pouvant faire l'objet de décisions de la part de l'administration et du Congrès, l'évolution de la charge d'intérêt de la dette dépend de deux éléments qui leur échappent : le stock d'endettement accumulé, et

(18) Les propositions en cours envisagent une économie de 150 milliards en trois ans, dont 25 en 1985. Outre le fait qu'elles sont fondées sur des hypothèses optimistes (4 % de croissance du PNB en 1985, baisse des taux d'intérêt), elles tendent à surestimer les possibilités de croissance des recettes et de freinage des dépenses. Les premières ne pourraient se faire qu'au prix de la suppression des avantages et déductions dont bénéficient de nombreux groupes économiques et sociaux. Les secondes ne tiennent pas compte du fait que les programmes militaires engagés, qui devront être menés à terme, ont été évalués à des coûts bien inférieurs à ce qu'ils s'avéreront dans la pratique.

les variations des taux d'intérêt (qui ne sont qu'en partie déterminées par des actions de politique économique, menées en outre par d'autres autorités). Le stock de dettes est, proportionnellement au PNB, nettement plus important aujourd'hui que lors des cycles précédents (graphique 20). La charge des intérêts, qui est passée de 50 milliards (cvs, rythme annuel) au début de 1980 à 100 milliards à la mi-1983 absorbera cette année plus de 15 % des recettes budgétaires, contre 8,2 % en 1975 et 6,3 % en 1961. Une fraction importante du stock étant constituée par des titres à court terme, la hausse des taux d'intérêt produit rapidement des effets ; une élévation de 1 % du taux des Treasury bills se traduit actuellement en année pleine par un accroissement de 7 milliards. Si la montée des taux amorcée depuis quelques mois devait se poursuivre, l'intérêt de la dette pourrait se situer entre 130 et 140 milliards à la fin de 1985 pour un déficit de 150 à 160 milliards.



20. Stock de la dette fédérale en pour-cent du PNB

Source : Department of Commerce.

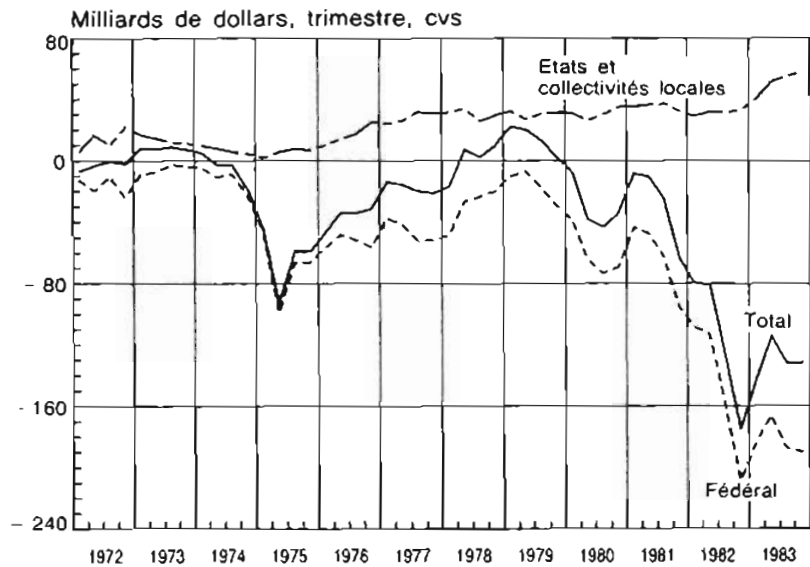
L'excédent des Etats et collectivités locales ne compense que partiellement le déficit fédéral

L'excédent dégagé de longue date (graphique 21) par les Etats et collectivités locales s'est sensiblement accru en 1983, passant à 51 milliards contre 31 l'année précédente. Il a été obtenu au prix de politiques très rigoureuses. Les dépenses réelles en biens et services (graphique 22), après la forte croissance des années 1970, ont fléchi durant les premières années 1980. Or les tensions impliquées par une telle politique se renforcent, rendant peu vraisemblable la poursuite d'une compression des dépenses, notamment en matière d'équipements collectifs. Les dépenses d'infrastructure font du reste l'objet d'un financement spécifique, ce qui explique la coïncidence de l'excédent dégagé par ce secteur et de son appel important au marché des capitaux (cf. infra).

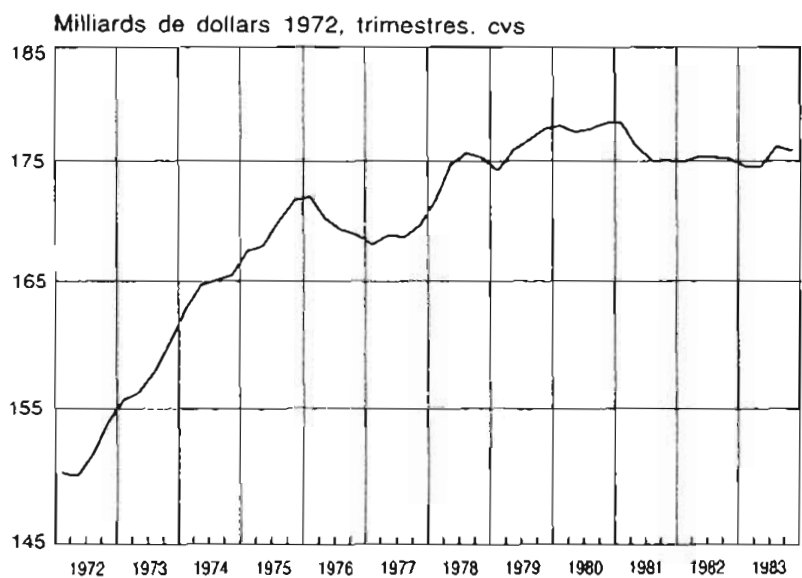
Le déficit de l'ensemble des administrations publiques a été en 1983 de 130 milliards, soit 4 % du PNB. Toutefois, le recours au marché des

capitaux excède celui de ce solde consolidé en raison du financement précité de certaines infrastructures et de la débudgétisation croissante de certaines activités fédérales, qui disparaissent du budget pour être prises en charge par des agences fédérales ad hoc.

21. Déficit budgétaire



22. Achat de biens et services des Etats et collectivités locales

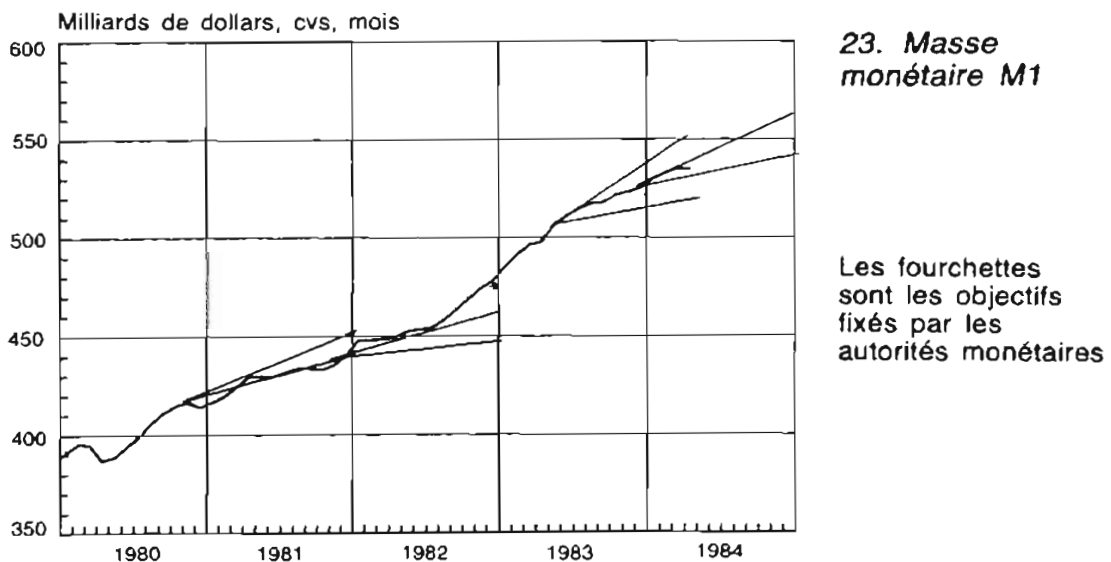


Politique monétaire : la difficile gestion des contraintes

Des incertitudes pèsent non seulement sur l'ampleur des évolutions monétaires au cours des prochains trimestres, mais encore sur leur nature

Le cours nouveau adopté par la politique monétaire en octobre 1979 (objectifs quantitatifs désormais assignés à la masse monétaire, les taux d'intérêt étant libres de fluctuer) tranchait avec le laxisme des années 1970 ⁽¹⁹⁾ et la stratégie simple des premières années 1960, qui consistait à accompagner une croissance non inflationniste. Il a provoqué une volatilité et une montée des taux d'intérêt, précipité l'entrée dans la récession et impulsé l'éclosion de la crise financière des PVD à l'été 1982.

L'assouplissement de l'été 1982, rendu souhaitable par cette récession et nécessaire par cette crise financière, a été suivi par un resserrement de l'été 1983 au printemps 1984 (graphique 23). Des perturbations ont en outre été dues aux transferts de certaines disponibilités d'un agrégat monétaire à l'autre en raison des innovations financières. Les taux d'intérêt, pendant ce temps, enregistrent des évolutions graduelles et de faible ampleur.



* A la suite de l'introduction des comptes Super now, le Fed change d'agrégat de référence et concentre son observation sur M2.

Source : Federal Reserve Board.

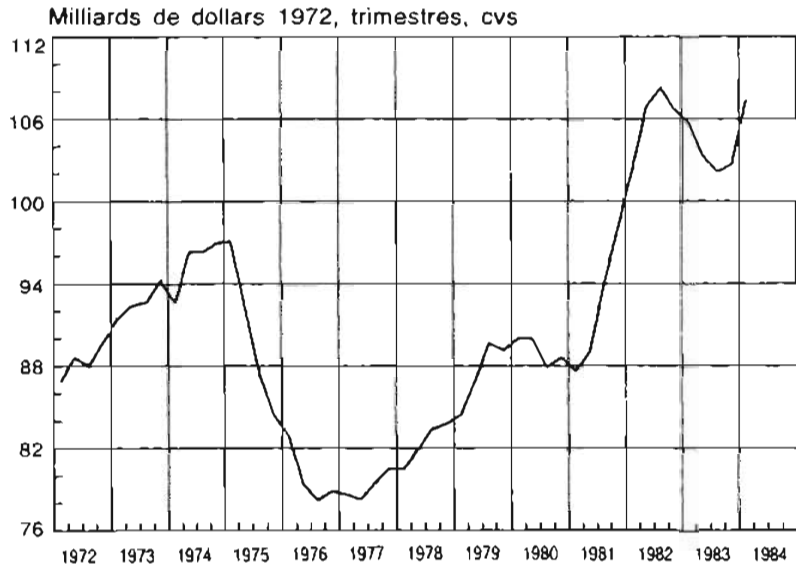
Mais les inquiétudes apparues à la fin de 1983 se sont accentuées au cours des mois récents. En effet la croissance de l'activité s'est avérée beaucoup plus rapide que ne l'avaient espéré les autorités, la pause relative du dernier trimestre 1983 ayant été suivie par une vive accélération dès les premiers mois de 1984 ; le déficit fédéral confirme par son inertie les

(19) Cf. à la fin de cette chronique le graphique concernant les taux d'intérêt.

crainces qu'avaient exprimées les autorités monétaires sur les conséquences du maintien des mesures budgétaires adoptées depuis 1981.

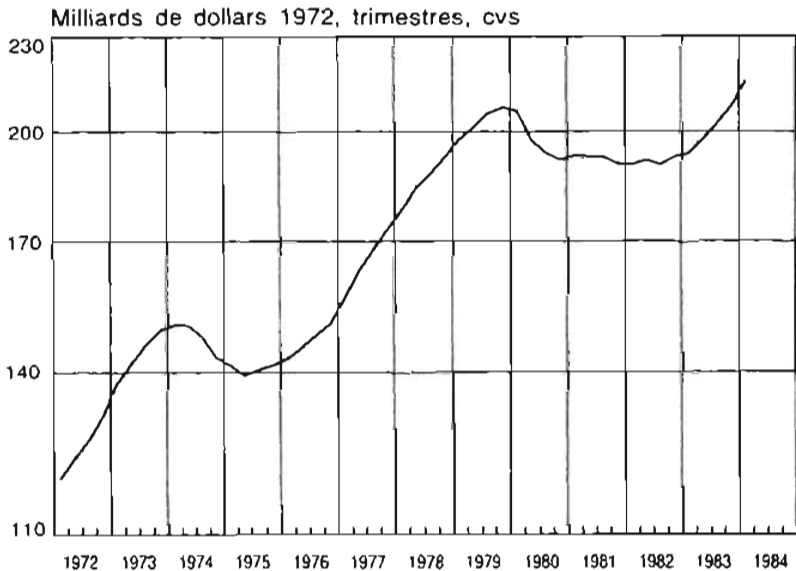
Comme de coutume durant la seconde année de reprise, la demande de crédit émanant des agents économiques privés s'accroît (graphique 24). Quelle va être la réponse du Fed ? Plusieurs hypothèses semblent pouvoir être envisagées.

24. Crédit aux entreprises industrielles et commerciales



Source : Federal Reserve Board.

Crédit à la consommation



Source : Federal Reserve Board.

La croissance économique pourrait se ralentir spontanément. Les autorités monétaires pourraient alors atteindre sans difficulté les objectifs affichés début 1984, à supposer que les soubresauts de mai ne les aient pas remis en cause, c'est-à-dire que soient rapidement épongées les liquidités injectées pour sauver la Continental Illinois et que le début de panique qui a été ainsi enrayé n'ait pas constitué la première manifestation de désordres à caractère répétitif. Les taux d'intérêt poursuivraient alors leur croissance au second semestre 1984.

Ces liquidités pourraient n'être épongées qu'à la fin de l'année. Dans ce cas, les à-coups de la politique monétaire se répercuteraient dans ceux de l'activité avant que n'intervienne dans le courant de 1985 un ralentissement de la croissance économique qui pourrait aller jusqu'à se transformer en début de récession. La montée des taux d'intérêt marquerait une pause durant l'été et l'automne, puis la reprise de leur hausse à l'hiver interromprait la baisse du dollar.

La croissance économique pourrait se poursuivre à un rythme élevé jusqu'à la fin de l'année sous l'impulsion de la politique monétaire. L'argument électoral ne semble guère pouvoir être mis en avant : l'indépendance du Fed vis-à-vis de l'administration n'est certes pas totale, mais elle n'est pas non plus mythique. Plus fondamentalement les autorités monétaires pourraient être contraintes d'abandonner les objectifs actuels pour deux raisons, non exclusives l'une de l'autre : la répétition d'une défiance des déposants envers certaines banques lourdement engagées sur les PVD ou des secteurs américains en difficulté ⁽²⁰⁾ ; la répétition d'une crise financière latino-américaine favorisée par la montée des taux d'intérêt aux Etats-Unis durant l'été. Les taux d'intérêt pourraient alors se stabiliser à partir de l'automne aux niveaux atteints, voire même baisser ; le dollar connaîtrait alors une dépréciation ample.

Les ordres de grandeur en cause

Pour tenter de limiter le champ de l'incertitude, on peut avancer des chiffres relatifs à un scénario central. Celui-ci (retracé dans le tableau 11 en fin de chronique) envisage un ralentissement progressif de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises à partir de l'été, et une légère baisse de l'investissement logement dès la fin de 1984 ; les exportations s'accéléraient et les importations connaîtraient une progression plus modérée après le cheminement très heurté du premier semestre 1984.

Quels sont les besoins des entreprises en fonds externes ? La réponse est entachée d'incertitudes sur le passé lui-même, dans la mesure où l'erreur statistique s'est considérablement accrue au début des années 1980. Le total des sources de fonds peut être décomposé en deux éléments : l'autofinancement, les fonds externes. Le total des emplois, égal par construction au précédent, se décompose en trois éléments : les acquisitions d'actifs physiques (capital fixe et stocks), les acquisitions d'actifs financiers, et l'écart statistique. Ce dernier, qui s'était déjà gonflé en 1977 et 1978, puis amenuisé en 1979 et 1980, a atteint 50 milliards au cours des trois dernières années ⁽²¹⁾. Si l'on ajoute cet écart à l'acquisition d'actifs financiers, et que l'on compare les différents postes ainsi obtenus, on constate (graphique 25) que les acquisitions d'actifs physiques évoluent de manière comparable à l'autofinancement, tandis que l'acquisition d'actifs financiers (augmentée de l'écart statistique) évolue de manière comparable aux fonds externes.

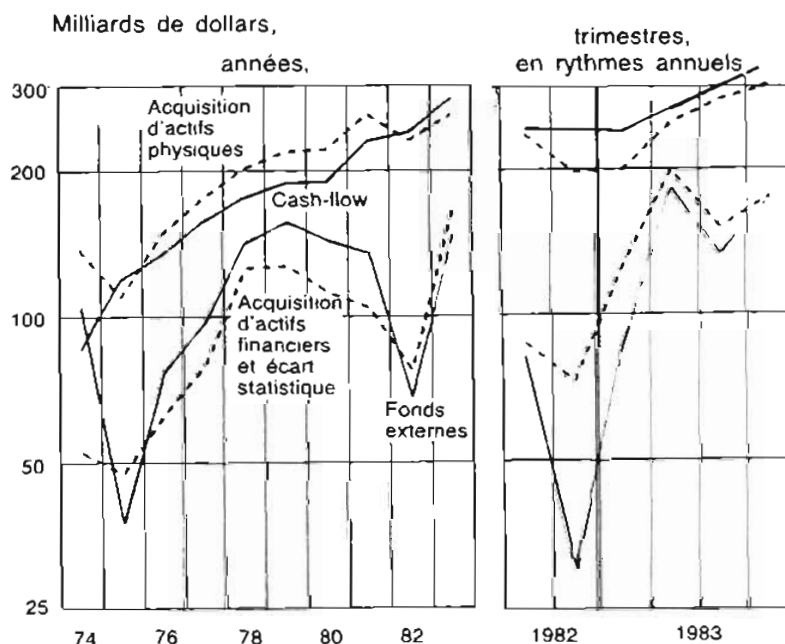
La performance de 1983 renoue avec la situation des premières années 1960 : les acquisitions d'actifs physiques ont, arithmétiquement, été plus

(20) La fragilité de certaines banques de l'Ouest tient plus à leur engagement dans le secteur pétrolier américain qu'à celui en Amérique Latine.

(21) 42 milliards en 1981, 58 en 1982 et 46 en 1983.

que couvertes par l'autofinancement. Il s'agit toutefois là d'une moyenne annuelle, fortement influencée par le premier trimestre ; la différence s'est depuis lors amenuisée. Les hypothèses retenues dans la présente chronique conduisent à attendre au cours de l'année 1984 une croissance plus rapide de l'acquisition d'actifs physiques que de l'autofinancement ; en fin d'année, les premières atteindraient (en rythme annuel) 365-370 milliards ⁽²²⁾, tandis que le second approcherait 330-335 milliards ; on passerait ainsi d'un surplus de 6 milliards (rythme annuel) au quatrième trimestre de 1983 à un appel aux fonds externes de 30-40 milliards au quatrième trimestre de 1984. L'acquisition d'actifs financiers (et l'écart statistique) sont beaucoup plus malaisés à prévoir ; ils traduisent en effet en partie des opérations ponctuelles de concentration d'entreprises portant sur plusieurs dizaines de milliards de dollars. C'est pourquoi on a retenu ici deux hypothèses pour la fin de 1984 : un niveau identique à celui de la fin de 1983, un niveau qui lui serait supérieur de 40 milliards.

25. Sources et emplois de fonds des sociétés non financières



Au total les sociétés non financières auraient au quatrième trimestre 1984 un besoin de fonds externes supérieur de 45-80 milliards en rythme annuel à celui du dernier trimestre 1983. Ce besoin n'est pas en totalité couvert par des emprunts sur le marché des capitaux. D'une part les sociétés émettent de nouvelles actions ; d'autre part elles utilisent largement le crédit fournisseur. Ce dernier s'est, en termes nets, fortement accru au cours de l'année 1983 et se situera encore vraisemblablement à un niveau élevé à la fin de 1984. Les émissions nettes d'actions ont augmenté en 1982 et 1983, et pourraient comme l'année précédente avoisiner 20 milliards en 1984.

La modération du crédit à la consommation et le tassement des crédits hypothécaires s'inscrivent dans le cadre du scénario central évoqué plus

(22) L'investissement en capital fixe progresserait entre la fin de 1983 et la fin de 1984 de 15 à 16 % en valeur, soit de 40 à 45 milliards ; le gonflement des stocks, usuel en cette phase du cycle, se traduirait par un accroissement de 10 à 20 milliards sur la même période.

haut. Le crédit à la consommation a fortement augmenté au cours des mois récents, mais sa progression nette pourrait s'infléchir à partir de l'été en même temps que la progression de la consommation des ménages. Le tassement du recours au crédit hypothécaire paraît l'élément le plus sûr de la prévision : sa vive augmentation de l'an passé semble imputable à des éléments qui ont désormais disparu. Les mises en chantier, déjà traditionnellement sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt, ont été plus dynamiques que lors des cycles précédents grâce à l'apparition d'une nouvelle modalité de financement. Des taux d'intérêt ajustables ont en effet été offerts ; réajustables tous les ans, ils ont attiré les ménages à la fois parce qu'ils étaient dans l'immédiat inférieurs aux taux fixes, et parce que les anticipations n'étaient pas à la hausse. 60 % des nouveaux crédits consentis en 1983 l'ont été selon cette formule, de sorte que 15 % du crédit hypothécaire en cours appartient à ce type. Or la montée récente et désormais anticipée des taux d'intérêt a considérablement réduit l'attraction de cette formule, et l'on observe dès le printemps 1984 un reflux qui a toutes chances de se poursuivre.

9. La demande nette des différents secteurs non financiers sur le marché du crédit
Milliards de dollars

	Moyennes annuelles			Trimestres en rythme annuel				
	1982	1983	1984	1983				1984
				I	II	III	IV	IV
Etat fédéral (*)	161	187	175 185	192	270	168	116	175 185
Etats et collectivités locales	51	45	40 45	39	81	33	25	40 45
Crédit à la consommation	18	54	86 92	29	51	50	87	90 95
Crédits hypothécaires	83	168	190 200	124	156	197	196	190 200
Sociétés non financières	73	57	130 146	38	35	47	110	139 163
Divers	9	- 1	0	- 10	- 11	7	7	0
Total	395	510	621 668	412	582	502	541	634 688

(*) Les emprunts émis par les agences fédérales ont été regroupés avec ceux couvrant le déficit fédéral au sens strict.

Source : Federal Reserve Board jusqu'en 1983 ; 1984 : prévisions OFCE.

La croissance de la demande nette totale de crédit entre le quatrième trimestre de 1983 et le quatrième trimestre de 1984 atteindrait donc 17 % dans l'hypothèse basse et 27 % dans l'hypothèse haute. Ces chiffres sont

certes tributaires du caractère très heurté de l'évolution des emprunts fédéraux, le dernier trimestre de 1983 étant particulièrement bas, alors que les ordres de grandeur retenus pour la fin 1984 sont lissés. Toutefois l'ampleur des emprunts fédéraux nécessaires en 1984 se traduira à un moment ou à un autre par des à-coups, la moyenne annuelle recouvrant pour certains trimestres des montants supérieurs à 200 milliards (en rythme annuel).

Ce que suggèrent au total ces ordres de grandeur, c'est que le scénario moyen n'est pas tout à fait compatible avec les objectifs de croissance de la masse monétaire qui étaient affichés en début d'année.

Une autre manière d'envisager le problème consiste à observer les différentes sources d'épargne et l'utilisation qui en est faite. Le tableau 10 appelle plusieurs remarques.

10. Formation et utilisation de l'épargne totale

En % du PNB

	Moyennes annuelles				1981	1982	1983	1984
	1961-1965	1966-1970	1971-1975	1976-1980				
1. Provisions pour amortissement .	8,5	8,4	9,3	10,5	11,2	11,7	12,8	13,0
2. Autre épargne des entreprises . .	3,5	3,0	2,0	2,3	1,4	1,1	0,6	0,8
3. Epargne des ménages	4,3	5,0	5,6	4,2	4,6	4,1	3,3	3,3
4. Excédent des Etats et collectivités locales	0	0,1	0,6	1,2	1,2	1,0	1,4	1,3
A = 1 à 4 = épargne intérieure brute	16,3	16,5	17,5	18,2	18,4	17,9	18,1	18,4
5. Investissement brut des entreprises	15,1	15,7	15,4	16,4	16,1	13,4	13,3	14,5
B = A - 5 = épargne intérieure disponible nette pour le financement fédéral	1,2	0,8	2,1	1,8	2,3	4,5	4,8	3,9
6. Déficit fédéral	- 0,4	- 0,6	- 1,8	- 2,0	- 2,2	- 4,8	- 5,4	- 5,0
C = 6 - B = appel à l'épargne étrangère	- 0,8	- 0,2	- 0,3	+ 0,2	- 0,1	0,3	0,6	1,1
Pour mémoire : investissement net des entreprises = 5 - 1	6,6	7,3	6,1	5,9	4,9	1,7	0,5	1,5

Source : Federal Reserve Bank de New York jusqu'en 1983 ; 1984 = prévisions OFCE.

La part des provisions pour amortissement dans le PNB s'est accrue lentement au cours des années 1970, beaucoup plus rapidement durant les premières années 1980 sous l'effet des mesures fiscales qui ont été prises dans ce but. C'est pourquoi la diminution de la part des investissements nets dans le PNB, qui pourrait sembler alarmante, doit être interprétée

avec précautions : elle traduit autant un soutien budgétaire à l'investissement que des difficultés économiques réelles. L'investissement brut des entreprises a enregistré assurément un fléchissement relatif au cours des années récentes, mais le niveau qu'il semble en mesure d'atteindre en 1984 se rapproche de celui des années 1960.

L'épargne privée nette des entreprises ⁽²³⁾ enregistre à long comme à court terme un fléchissement plus marqué que l'épargne des ménages. Ces évolutions sont plus que compensées par l'accroissement de l'excédent des Etats et collectivités locales.

L'épargne nationale nette disponible pour le financement du déficit fédéral s'est au total accrue durant les années 1970 et reste à un niveau élevé au cours des premières années quatre-vingt. Certes, il s'agit là d'une simple constatation arithmétique ex post. Ex ante, on pourrait considérer que l'alourdissement du déficit fédéral a freiné l'investissement privé, et a donc à ce prix assuré son propre financement ; mais on peut surtout considérer que la détérioration du solde fédéral a eu pour contrepartie le gonflement des provisions pour amortissement (qui échappent par nature à l'imposition), et reflète ainsi une source de financement de l'investissement privé et non une entrave à sa réalisation.

Au total, que l'on compare l'épargne nationale nette disponible pour l'Etat fédéral et le déficit de ce dernier, ou l'épargne nationale brute disponible pour l'Etat fédéral et l'investissement privé ⁽²⁴⁾, le résultat est le même : alors que les Etats-Unis dégageaient un excédent vis-à-vis du reste du monde durant les années soixante et la majeure partie des années soixante-dix, ils doivent faire appel à son épargne depuis quelques années. Cet appel à l'extérieur risque de s'accroître encore en 1984, avoisinant 1 % du PNB.

Les tensions accumulées provoqueront un cheminement heurté de l'économie, peut-être dès 1984, certainement en 1985

L'hypothèse d'un ralentissement graduel de la croissance...

La phase de reprise amorcée au début de 1983 est comparable à celles de 1961 et 1975 dans de nombreux domaines. Qu'il s'agisse d'emploi, d'investissement, de production, de demande des ménages ou d'inflation, les performances récentes sont bonnes, mais non exceptionnelles. Souvent meilleures que celles de 1975, elles restent généralement en deçà de la réalité observable au début de la longue expansion des années 1960. Un ralentissement progressif de la croissance pourrait désormais être envisagé.

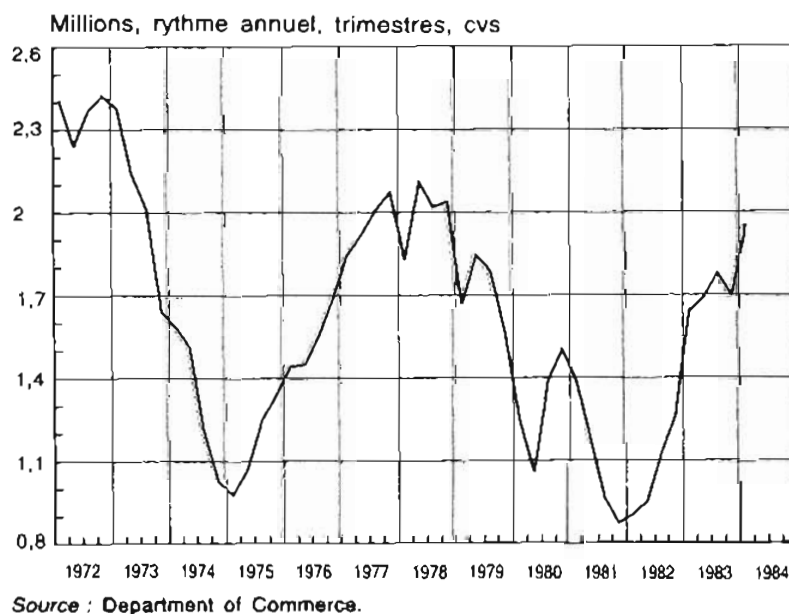
(23) Provisions pour amortissement et épargne nette concernent toutes les entreprises, c'est-à-dire entreprises financières et non financières.

(24) C'est-à-dire en ajoutant les provisions pour amortissement aux deux éléments précédents.

Du côté de l'offre, on a dit que le taux d'utilisation des capacités s'accroissait dans de nombreux secteurs, approchant même la saturation pour certains d'entre-eux. Malgré la vigueur de l'investissement, les capacités ne sont guère susceptibles de s'élargir significativement au cours des prochains trimestres, car l'effort en cours porte plus sur leur rationalisation que sur leur extension. Le butoir constitué par la pleine utilisation de la main-d'œuvre semble plus éloigné dans le temps, même si une inadéquation des qualifications commence à se faire jour dans certains domaines ; la substitution du capital au travail semble en effet concerner non seulement le secteur manufacturier, mais encore des fractions grandissantes du secteur tertiaire (notamment les banques).

Du côté de la demande, les impulsions fournies au cours des années récentes par la réduction des impôts n'auront plus lieu. Le revenu réel des ménages ne tirera sa progression que de celle de l'emploi (en voie de ralentissement) et des salaires réels (dont la modération se poursuivra). Le boom du logement touche à sa fin (graphique 26) ; la hausse des taux d'intérêt renforcera le mouvement de tassement. L'investissement productif des entreprises continuera à progresser, mais à un rythme normalement plus lent que celui de la phase initiale de rattrapage. Les exportations seront un peu plus dynamiques que les années précédentes : les parts de marché pourraient enregistrer de légers gains durant le second semestre 1984 et surtout en 1985, mais la structure géographique des exportations américaines n'est guère favorable dans l'avenir immédiat ⁽²⁵⁾ ; la croissance des importations sera certainement plus rapide encore, de sorte que le commerce extérieur continuera à jouer un rôle de frein sur la production nationale. Enfin les variations de stocks pourraient apporter un soutien temporaire, la reconstitution amorcée depuis la mi-1983 pouvant être encore importante au second semestre 1984.

26. Mises en chantier de logement



(25) La demande de produits manufacturés adressée aux Etats-Unis pourrait progresser de 4,2 % entre la fin de 1983 et la fin de 1984, puis au rythme annuel de 3,7 % entre la fin de 1984 et la mi-1985.

Une telle analyse fonde le scénario central (tableau en annexe) qui comporte une hypothèse d'accélération progressive mais modérée de l'inflation : les prix à la consommation s'accroîtraient au rythme annuel de 6 % durant le premier semestre 1985. Le taux de change du dollar amorcerait durant l'été vis-à-vis du DM un mouvement de dépréciation durable mais modéré, passant de 2,75 DM en mai à 2,45 au dernier trimestre 1984 puis 2,40 au second trimestre 1985.

Cette évolution serait possible si la politique économique n'était pas contrainte de procéder par à-coups : il faudrait envisager une croissance de la masse monétaire un peu supérieure à celle visée en début d'année. Cela signifie qu'une partie, mais une partie seulement, des liquidités récemment injectées dans l'économie seraient progressivement épongées, que de nouvelles injections ne seraient pas nécessaires ; que l'évolution du taux de change et de l'inflation ne susciteraient pas un durcissement brutal de la politique. Les taux d'intérêt s'élèveraient alors graduellement, le taux des fédéral funds avoisinant 12 % en décembre 1984 et 13 % à la mi-1985.

... risque de ne pouvoir se concrétiser

Le comportement des agents économiques (nationaux et étrangers), et la politique économique qui les suscitera ou s'y opposera, risquent de donner à la réalité un cheminement beaucoup plus heurté que l'évolution qui vient d'être décrite.

Une première éventualité semble pouvoir être écartée : le maintien d'une croissance rapide sur toute la période considérée ; les tensions inflationnistes se feraient alors d'autant plus vives que la dépréciation du dollar serait brutale ; le rythme annuel de croissance des prix à la consommation tendrait vers 10 % à la fin de 1985. Pour envisager un tel scénario, il faut se fonder sur plusieurs hypothèses (non exclusives l'une de l'autre) : une fuite en avant des ménages, qui abaisseraient leur taux d'épargne ; l'arrivée au pouvoir d'une administration et d'un Congrès ostensiblement peu enclins à mettre en œuvre une réforme budgétaire ; la mise en place ou le maintien d'une politique monétaire laxiste. L'insuffisance du financement extérieur serait alors compensée par la création monétaire intérieure. On voit mal toutefois ce qui inciterait les autorités économiques à opérer un tel revirement, qui marquerait une rupture avec la stratégie instaurée à la fin de 1979.

Un emballement de l'activité pourrait survenir au second semestre 1984, si le relâchement de la politique monétaire provoquait à la fois un accroissement des liquidités et une résurgence des anticipations inflationnistes. La défiance de l'étranger devant une telle évolution, au moment où le déficit budgétaire resterait élevé et où les déficits commerciaux et courant se creuseraient rapidement, aurait pour conséquence une dépréciation massive du dollar. Cela aviverait les tensions inflationnistes. Sauf crise financière (interne ou externe), les autorités monétaires seraient alors contraintes de durcir leur attitude. Il n'est du reste pas certain que la montée des taux d'intérêt qui s'ensuivrait (des chiffres de 15 à 20 % à la mi-1985 sont avancés par certains analystes américains) soit suffisante pour enrayer la chute du dollar. Elle ne parviendrait peut-être qu'à en modérer l'ampleur (pour fixer un ordre de grandeur, le taux de change tomberait à 2,35 DM à la fin de 1984 et 2,15 à la mi-1985). Un ralentissement brutal de la

croissance, voire même une rechute dans la récession, marquerait alors le premier semestre de 1985 ; mais le second pourrait voir une petite reprise tirée par le commerce extérieur, les exportations s'accroissant et les importations baissant ⁽²⁶⁾.

Un ralentissement prononcé de l'activité pourrait survenir dès la mi-1984 si une politique monétaire restrictive était dès à présent mise en œuvre ; les taux d'intérêt continueraient alors à s'accroître. Sauf crise financière, il est alors peu vraisemblable qu'un relâchement monétaire intervienne dès le début de 1985 : la pression serait maintenue afin d'inciter le Congrès et l'administration à s'engager dans la voie de réformes budgétaires conséquentes. C'est une croissance économique très lente qui s'observerait alors tout au long de l'année 1985, tandis que le dollar resterait à niveau élevé (aux alentours de 2,50 DM). Le recours à un protectionnisme accru constitue l'un des dangers d'une telle évolution.

(26) Dans le scénario central, la différence des rythmes de croissance entre exportations et importations en volume coûte 1,2 % de PNB en 1983 et 1,0 % en 1984.

Sources statistiques

US Department of Commerce - Bureau of Economic Analysis

- Survey of Current Business
- Business Statistics 1982 (23^e édition)
- Business Conditions Digest.

Economic Report of the President 1984.

National and Product Accounts of the United States.

US Department of Labor

- Monthly Labor Review
- Employment and Earnings.

Congressional Budget Office

- The Economic Outlook, février 1984
- Baseline Budget Projections for Fiscal Years 1985-1989 (février 1984).

Federal Reserve System

- Federal Reserve Bulletin et publications
- Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review et publications.

Publications de banques privées (Morgan Guaranty, First National Bank of Chicago, Chemical Bank, Citibank, Manufacturers Hanover).

Scénario central

ÉTATS-UNIS	Niveaux	Variation par rapport à la période précédente, en %							
	1982 milliards de \$ 1972	Années			Semestres				
		1982	1983	1984	1983		1984		1985
					S1	S2	S1	S2	
PNB	1 485,4	- 1,9	3,4	5,8	1,7	3,7	3,1	1,5	1,2
Importations	118,4	1,5	7,2	19,5	2,0	10,9	11,5	4,0	3,2
Ressources	1 603,8	- 1,6	3,7	6,7	1,7	4,2	3,8	1,5	1,3
Consommation ménages	970,2	1,4	4,2	4,6	2,4	2,5	2,6	1,5	0,7
Consommation publique	291,8	1,8	0,4	1,4	- 1,2	0,4	- 0,1	2,6	1,4
FBCF	203,9	- 6,9	8,4	14,5	5,0	10,0	7,5	3,3	2,0
dont : Bâtiment	37,8	- 15,4	39,4	14,1	27,1	14,7	7,1	- 0,5	- 3,0
Equipement	166,1	- 4,8	1,4	14,6	- 0,3	8,6	7,6	4,6	3,5
Exportations	147,3	- 7,8	- 5,8	6,8	- 3,3	2,8	2,6	5,1	3,1
Emplois hors stocks	643,0	- 9,6	4,1	5,4	2,0	3,2	2,8	2,0	1,0
Variation des stocks		- 9,4	- 2,1	19,8	- 10,4	6,3	23,5	16	18
(milliards de dollars 72)									
Prix consommation		6,3	3,2	4,9	0,7	2,2	2,4	2,7	3,0

Source : Department of Commerce : prévisions OFCE.

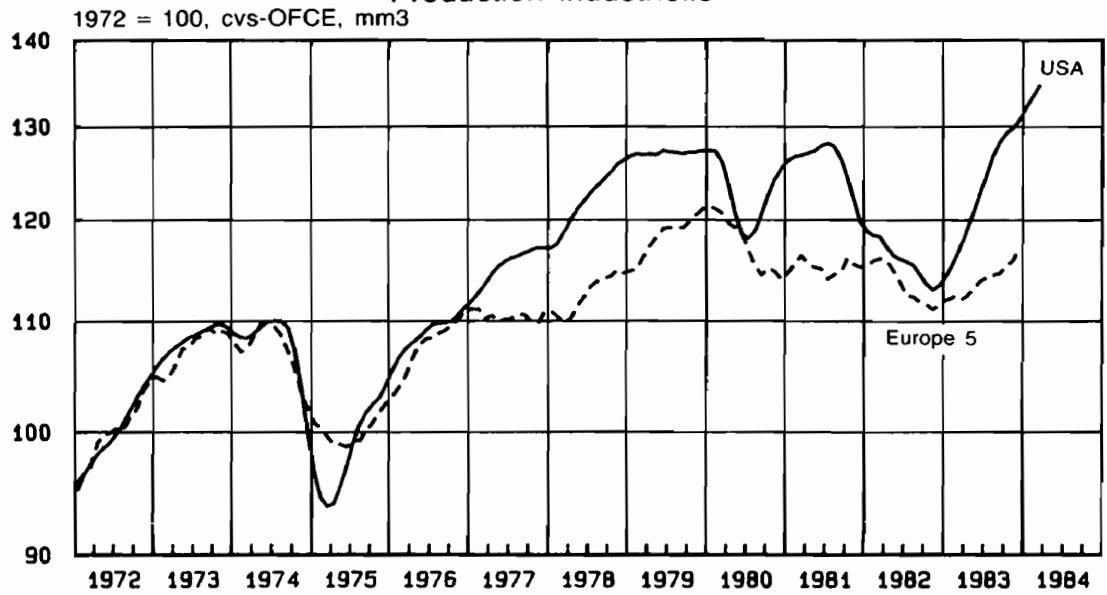
Prévisions quantitatives

Annexes

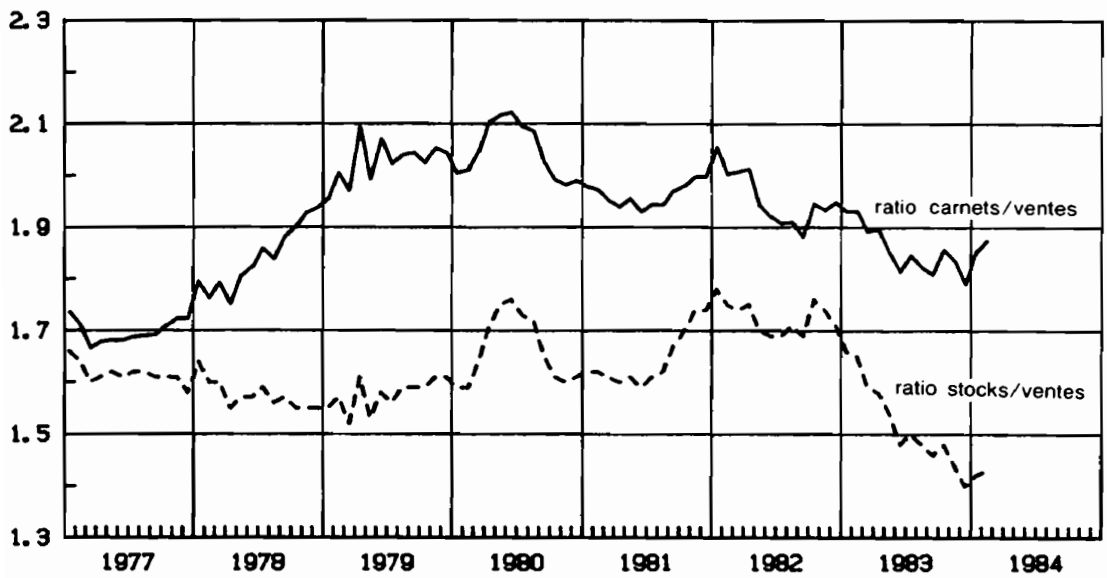
Sabine Mathieu

Diagrammes

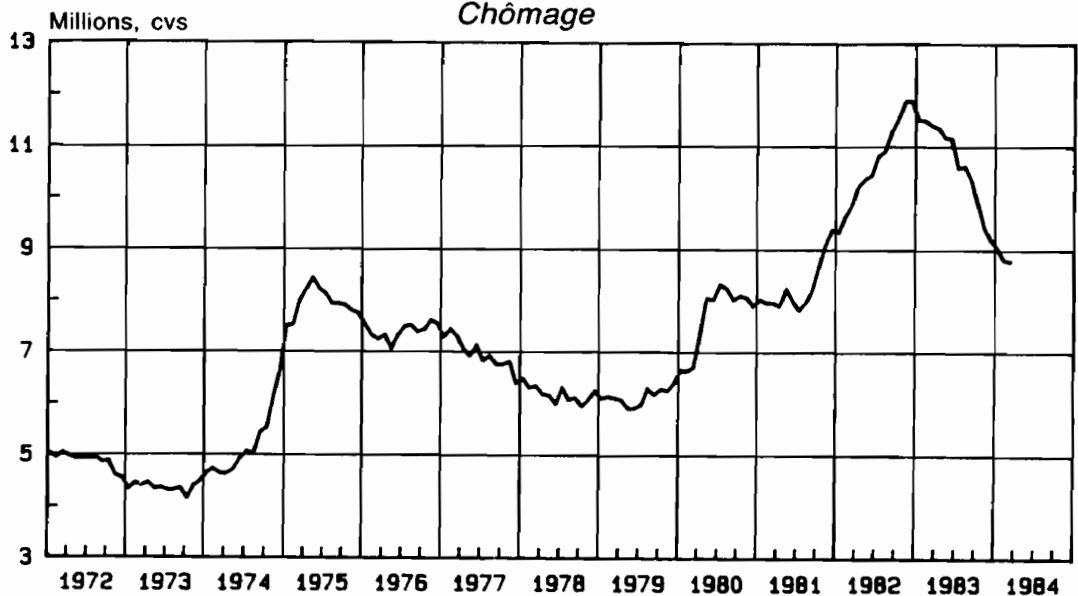
Production industrielle



Carnets et stocks industriels

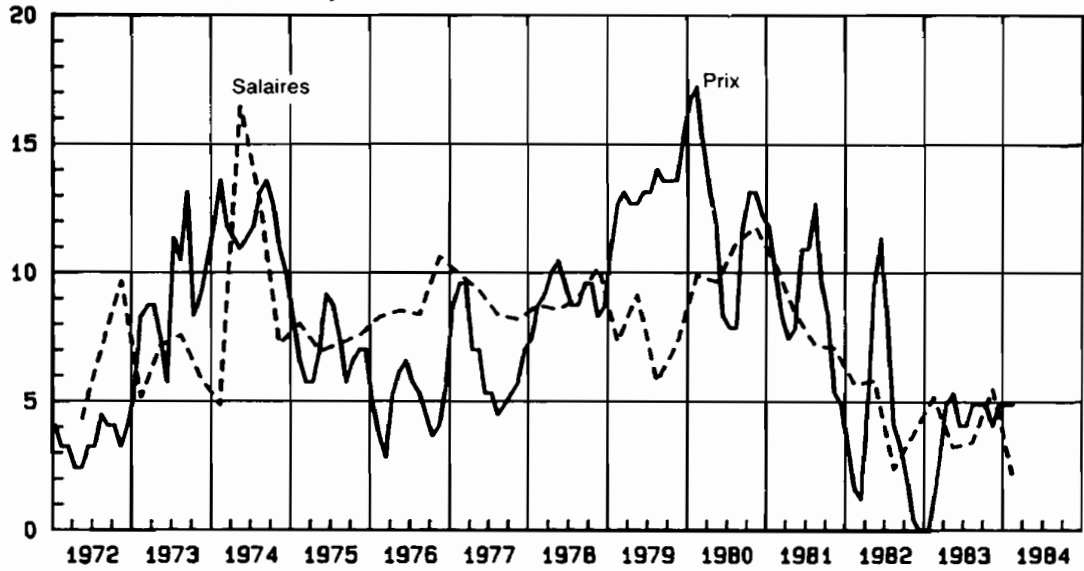


Chômage



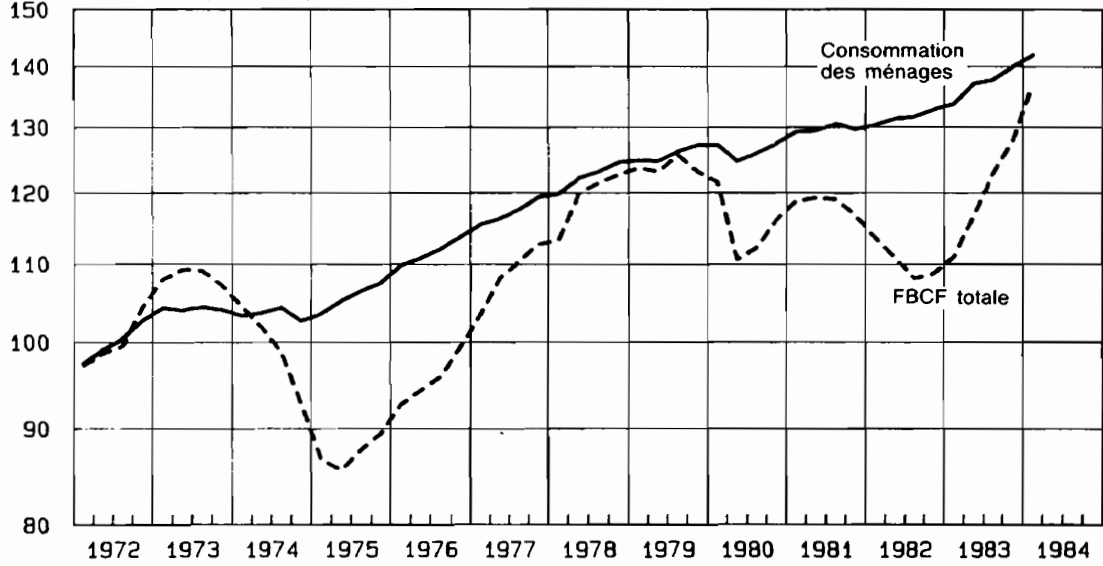
Prix et salaires

Variation en %, mm3, rythme annuel



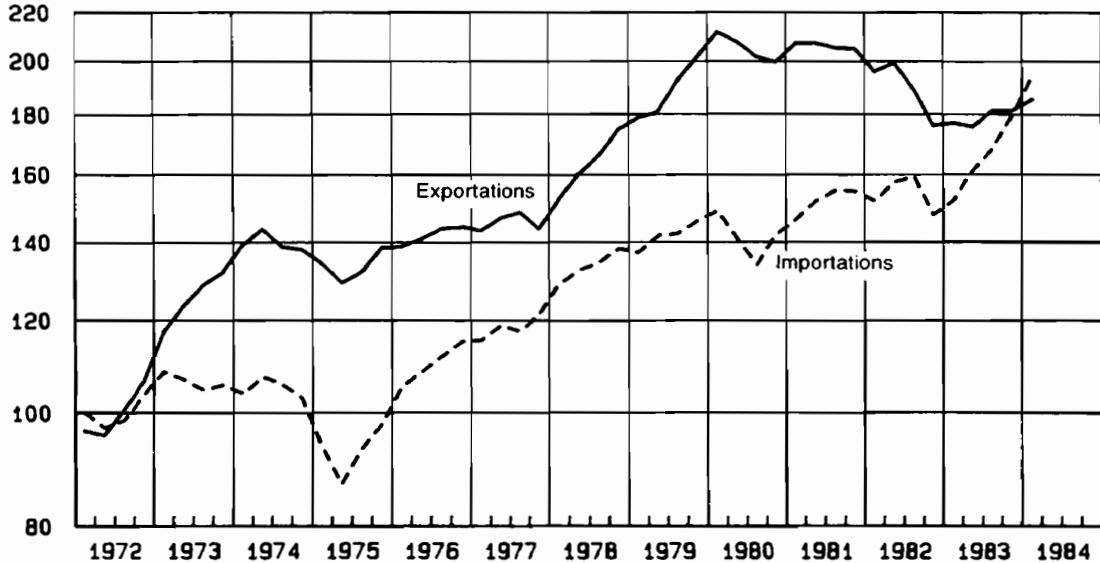
Consommation et investissement

1972 = 100, volume, cvs

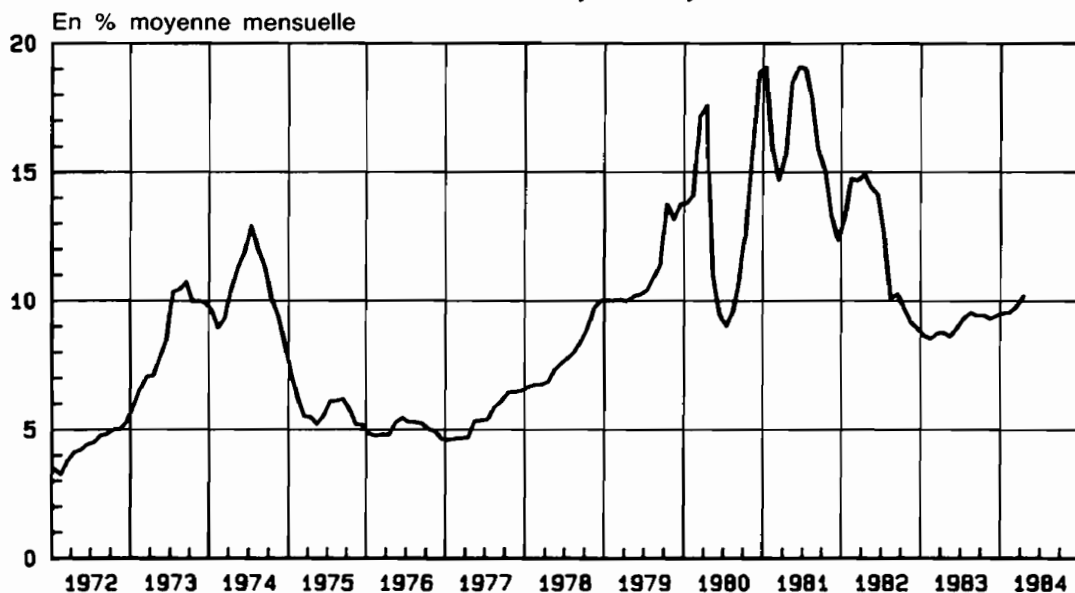


Echanges extérieurs de biens et services

1972 = 100, volume, cvs



Taux d'intérêt au jour le jour



Cours du change du dollar

