

Etats-Unis : la fin d'un cycle

Véronique Riches

Département des diagnostics de l'OFCE

Lorsqu'au dernier trimestre 1986 la croissance redémarra aux Etats-Unis, bien des composantes de l'activité semblaient au point mort depuis deux années. La reprise qui avait été vive au lendemain de la récession de 1982, s'était amortie, et plusieurs indicateurs signalaient déjà une fin de cycle. Les déséquilibres apparus se creusaient et appelaient des mesures de restrictions, notamment budgétaires, qui augmentaient les risques de récession.

Les événements intervenus en 1986 ont non seulement permis d'éviter le retournement prévu par nombre d'observateurs, mais redonné à l'économie une vigueur exceptionnelle en 1987, encore amplifiée en 1988. La demande, intérieure et extérieure, revigorée, profitait à nouveau aux entreprises américaines, qui engrangeaient alors les fruits d'une compétitivité retrouvée. La résorption des déficits, fédéral et extérieur, s'amorçait simultanément, ce qui réduisait les risques de perturbation sur le marché des changes. Les fluctuations du cours du dollar, sous le contrôle vigilant des autorités monétaires, semblaient maîtrisées et conformes aux souhaits des principaux pays industrialisés, tels qu'ils les avaient formulés lors des Accords du Louvre de février 1987.

Mais précisément parce qu'elle recommença à croître sans récession préalable, l'économie mettait rapidement en évidence des signes de saturation. Le taux élevé d'utilisation des capacités et le taux de chômage proche du niveau de plein emploi risquaient d'induire des tensions inflationnistes que le Fed tentait de juguler par un resserrement de sa politique. Durant la première moitié de 1989, après que l'annonce de résultats inquiétants des hausses de prix ait provoqué un nouveau relèvement du taux d'escompte, l'activité ne tarda pas à donner les premiers signes d'essoufflement, que confirmèrent les chiffres du PNB du premier trimestre.

Moins brutale que les précédentes, la fin du cycle actuel est enclenchée : la croissance américaine sera vraisemblablement inférieure à 3 % cette année et proche de 2 % en 1990, mais évitera une récession. Une politique économique modérément restrictive permettra d'écartier des perturbations financières majeures et les déficits continueront à se résorber lentement.

Lorsqu'au dernier trimestre 1986, après neuf mois de quasi stagnation, l'activité redémarra aux Etats-Unis, les indicateurs cycliques annonçaient pour la plupart la fin de la période de croissance entamée en 1983 (graphiques 1 à 4). Certes ce cycle n'avait pas été d'une vigueur exceptionnelle ⁽¹⁾. La production industrielle était à la mi-1986 tout juste supérieure de 10 % à celle de la mi-1981, le taux d'utilisation des capacités manufacturières, revenu dans la plage de 80 % dès 1984, s'y était maintenu, de même le taux de chômage stabilisé à un niveau légèrement supérieur à 7 % de la population active semblait incompressible. La consommation des ménages, seul élément réellement dynamique de la reprise, décrivait elle aussi un certain tassement des achats de biens durables. Enfin les mises en chantier de logements, qui constituent un indicateur avancé de l'activité, diminuaient.

En définitive, bien des composantes de l'activité semblaient au point mort depuis le milieu de l'année 1984 et la croissance américaine sur le point de basculer dans une récession... qui n'a pas eu lieu.

Quatre points forts intervenus simultanément durant l'année 1986 suffisent à rendre compte du retour à la croissance. La dépréciation rapide du taux de change du dollar (tableau 1) entamée au début de 1985 s'est poursuivie tout au long de 1986. Le prix du pétrole a baissé

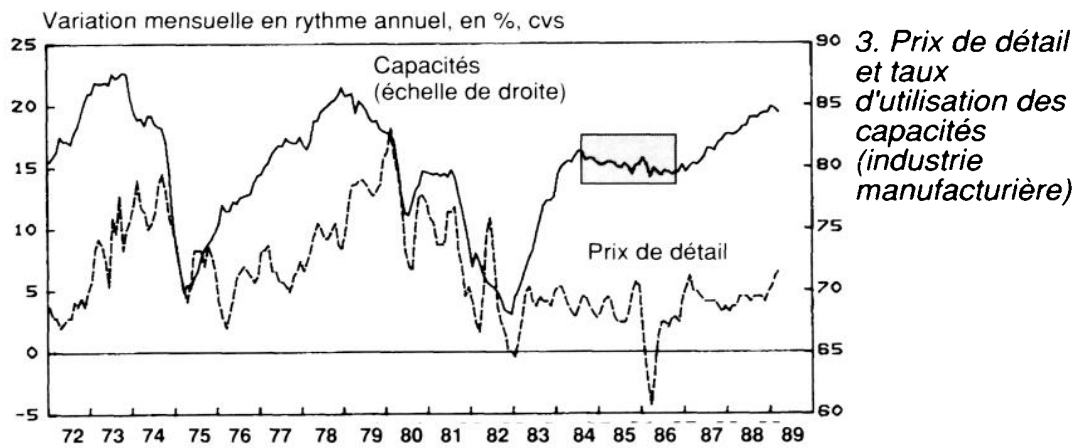
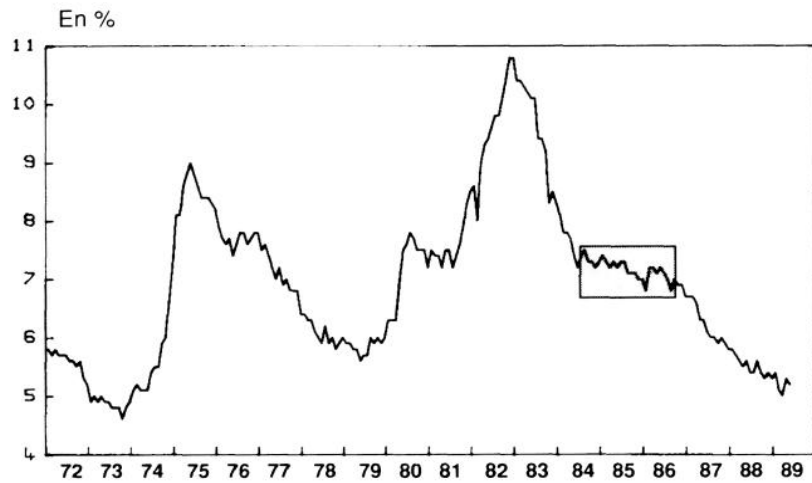
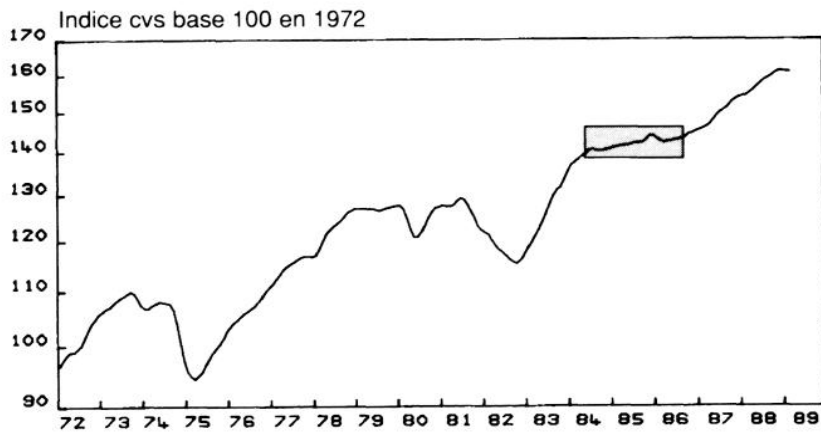
1. Mesure de la dépréciation du taux de change du dollar

Variation en pourcentage dernier trimestre d'une année à l'autre	1984 à 1985	1985 à 1986
Taux de change nominal (1) contre		
— sterling	15,3	- 0,3
— deutsche mark	15,4	22,4
— yen	15,8	22,6
Taux de change effectif (2)	- 2,0	2,3
Taux de change effectif réel (2)		
— global	4,0	8,5
— restreint (*)	8,9	13,7

(*) Vis-à-vis des pays membres de l'OCDE.

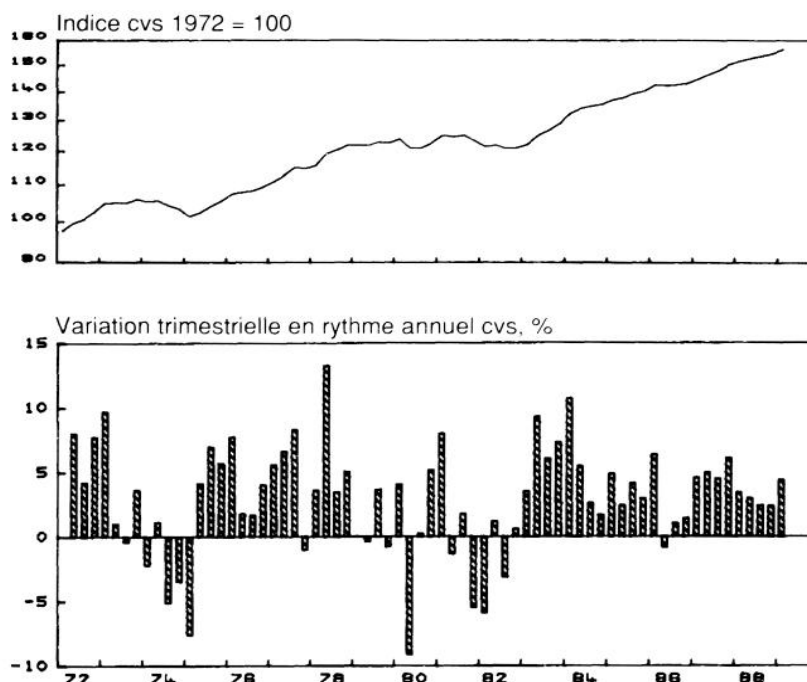
Sources : (1) US Department of Commerce ; (2) OFCE voir revue n° 26 de janvier 1989 : «Les taux de change effectifs des grandes devises ». Jacques Le Cacheux et François Lecointe.

(1) Une analyse détaillée sur l'évolution des cycles de croissance de l'économie américaine avait été réalisée dans la précédente chronique de conjoncture américaine. Voir «Etats-Unis : la courte échelle» par Philippe Sigogne et Philippe Aroyo, *Revue de l'OFCE* n° 16, juillet 1986.



Sources : Survey of Current Business, calculs OFCE.

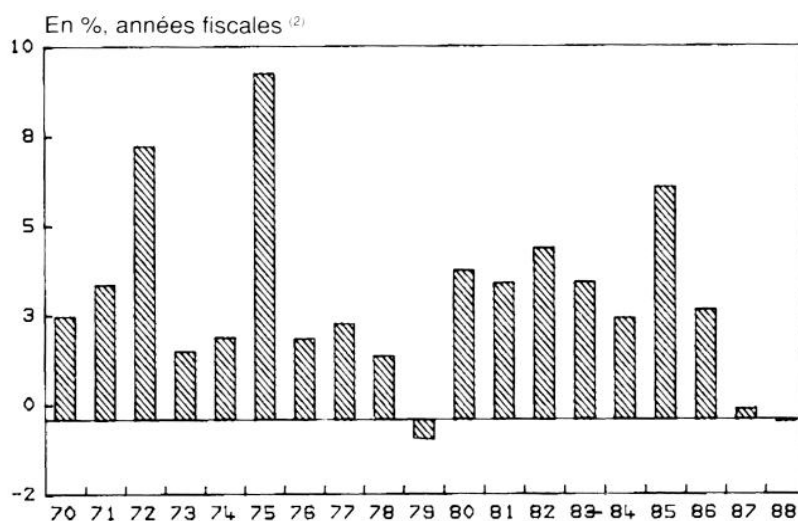
4. Evolution du PNB à prix constants



Sources : Survey of Current Business, calculs OFCE.

rapidement au cours de l'année 1986 : de 28 dollars le baril au dernier trimestre 1985, il n'était plus que de 15 dollars un an plus tard, avant de revenir aux environs de 18 dollars au début de 1987, niveau auquel il s'est stabilisé jusqu'à la fin de cette année-là. Les taux d'intérêt de court terme, relativement stables en 1985, ont baissé de 2 points entre janvier et décembre 1986. Enfin, et ce dernier élément n'est probablement pas le moindre, l'année 1986 fait suite à une progression particulièrement vive des dépenses fédérales, de 6,4 % en termes réels en 1985, augmentation supérieure à celle, déjà élevée, des années antérieures, dont le rythme annuel avait atteint 4 % entre 1981 et 1984 (graphique 5). Les effets positifs de ces divers événements ont été sous-

5. Variations annuelles des dépenses fédérales en termes réels



Sources : Economic Report of the President, calculs OFCE.

(2) Octobre de l'année spécifiée à fin septembre de l'année suivante.

estimés sans doute en raison du caractère inattendu du contre-choc pétrolier et d'une méconnaissance de ses implications, cela d'autant plus qu'on avait une vive conscience de facteurs défavorables.

L'amplification du déficit fédéral appelait des mesures de limitation des dépenses tout juste formulées dans la nouvelle loi budgétaire de Gramm Rudman et Hollings, qui constituaient une menace à la poursuite de la croissance. La chute du prix du pétrole, par les pertes conséquentes du potentiel de production nationale qu'elle entraînait, se soldait rapidement par le début d'une crise grave des banques des Etats producteurs (du Texas pour l'essentiel), qui obérait en partie l'appréciation positive portée sur cette baisse. Enfin le relâchement sensible de la politique monétaire tout au long de l'année 1986, dont témoignent la croissance rapide des agrégats et la baisse des taux d'intérêt nominaux, avait conduit à une réduction significative des écarts de taux américains vis-à-vis des principaux pays occidentaux. La chute persistante du dollar qui en résulta, par les retombées inflationnistes qu'elle commençait à faire craindre, augmentait l'éventualité d'une remontée des taux d'intérêt que la croissance américaine, ralentie, semblait peu à même de pouvoir supporter.

Dans ces conditions, le dollar subit de fortes attaques à la fin de l'année 1986 et au début de 1987, auxquelles seule une coopération internationale paraissait en mesure de mettre un terme. C'est ce qu'ont tenté de réaliser les Accords du Louvre du mois de février 1987 par la voie de la concertation et d'engagements quant à la conduite de la politique économique des Etats-Unis, du Japon et de la RFA nécessaires à la stabilisation des taux du change du dollar aux niveaux de l'époque (1,80 DM et 140 yen), jugés alors compatibles avec l'équilibre économique mondial. Les interventions massives des banques centrales dans un premier temps, puis le revirement de la politique monétaire américaine suscité par les premiers signes d'un retour de l'inflation, permirent de stabiliser le dollar. Au cours de cette période le redressement de l'activité, encore incertain à la fin de 1986, se dessine clairement et concrétise déjà les effets des chocs de l'année passée. On ne reviendra sur le krach boursier du mois d'octobre 1987 ⁽³⁾ que pour rappeler qu'il a suscité une détente monétaire importante à une époque où l'économie progressait à un rythme de 5 % l'an depuis déjà trois trimestres.

Assurément peu affectée par les perturbations boursières d'octobre 1987, mais au contraire renforcée par le relâchement monétaire, la croissance s'avéra, au fil des mois de 1988, plus forte que prévu. De fait l'économie américaine a fait alors preuve d'un dynamisme exceptionnel : la production industrielle s'est accrue de 10,5 %, chiffre record depuis 1984, l'emploi s'est élevé régulièrement et le taux de chômage s'est établi en moyenne à 5,5 % de la population active, au lieu de 6,2 % en 1987. Le regain de croissance a été plus équilibré, grâce à une progression particulièrement rapide des exportations de biens

(3) Voir à ce sujet la chronique de conjoncture : «Le krach : un avertissement sans frais». *Revue de l'OFCE* n° 23 avril 1988.

et services (18 % en volume), plus de deux fois supérieure à celle des importations (8,7 %), de sorte que le déficit des exportations nettes de biens et services a diminué de 28 milliards. Les dépenses de consommation des ménages sont restées soutenues s'élevant à 2,8 % l'an, l'investissement a progressé fortement pour la deuxième année consécutive, à un rythme de 7 % après 5 en 1987, l'investissement fixe productif s'accroissant de 9,5 % après 2,7. Les dépenses gouvernementales ont été contenues au niveau de l'année 1987 à prix constants. A 3,9 % en moyenne, la croissance économique a été la plus rapide depuis 1984, mais elle risquait d'être compromise par le durcissement des conditions monétaires auquel avaient conduit tout au long de l'année 1988 les saturations des capacités de production et celles du marché de l'emploi. Lorsqu'au premier trimestre de 1989, une accélération de l'inflation a occasionné un nouveau resserrement de la politique monétaire, l'économie montrait des signes d'essoufflement susceptibles de s'accroître.

Au printemps 1989 le scénario de ralentissement de la croissance économique américaine faisait l'unanimité. Pour les uns elle était un mal nécessaire sans lequel les menaces inflationnistes déclarées au cours des derniers mois s'accéléraient, l'économie américaine en surchauffe faisant attendre un nouveau resserrement monétaire (graphique 3). Pour les autres elle résultait de la politique monétaire déjà menée depuis un an, qui avait provoqué une remontée sensible des taux d'intérêt, dont les premiers effets se lisaient dans les indicateurs d'activité du début d'année. Les observateurs privilégiaient l'une ou l'autre de ces grilles de lecture pour situer le retournement conjoncturel soit au cours de l'année 1989, soit au début de 1990 ; mais aucun d'entre eux ne pensait qu'il n'aurait pas lieu. Les perturbations intervenues en mai sur le marché des changes et l'amorce d'une baisse des taux d'intérêt qui s'en est suivie n'ont pas significativement modifié la perception de la situation. Elles ont rendu moins probable l'éventualité d'un nouveau resserrement monétaire, sans pour autant laisser attendre de réelle détente.

Y aura-t-il un simple ralentissement du rythme de croissance de l'économie américaine ou une récession du type de celles connues en 1982 ou au terme des cycles antérieurs ? Le consensus actuel parmi les prévisionnistes américains ne retient pas cette seconde hypothèse, ce qui correspond à un changement important d'appréciation de la situation économique. Les prévisions de récession formulées au cours des années récentes reposaient sur la prise en considération de l'arrivée à terme du cycle de croissance entamé au lendemain de la récession de 1982, et, d'autre part des risques d'instabilité financière que l'amplification des déséquilibres semblait rendre incontournables. Ni l'un ni l'autre de ces éléments n'a disparu ; rien ne permet d'affirmer que l'économie américaine n'est plus cyclique, l'endettement américain a continué de croître et la diminution de ce qu'il est convenu d'appeler les déficits jumeaux ne s'est amorcée que lentement. Si la récession semble une éventualité à exclure dans le futur proche, c'est donc pour d'autres raisons.

Le présent article s'attachera, après avoir retracé l'évolution récente de l'endettement américain et tenté d'expliquer pourquoi le risque de perturbations financières ne constitue plus le danger premier malgré la persistance des déséquilibres, à montrer que l'économie américaine a entamé au début de 1989 un ralentissement durable de sa croissance, sans pour autant avoir accompli les premiers pas vers une récession. Le cycle de consommation arrive à son terme, mais les dépenses des ménages ne baisseront probablement pas de façon aussi brutale qu'à la fin des cycles précédents. L'investissement et les exportations, bien que ralentis, seront encore vigoureux en 1989. La résorption des déficits, déjà amorcée, se poursuivra.

De la persistance des déséquilibres...

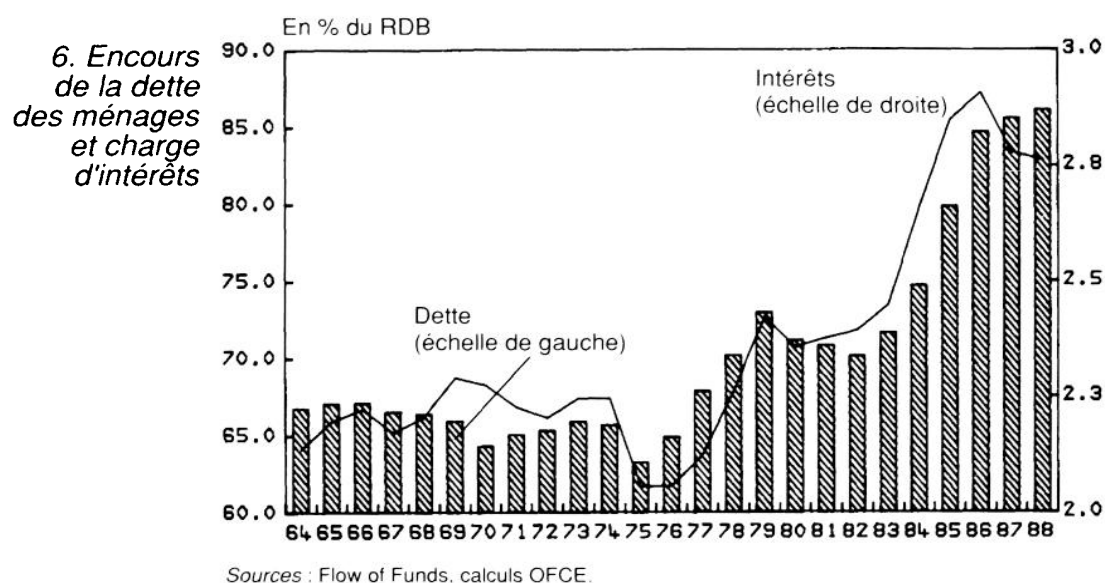
Le rapide développement de la dette américaine, qui a caractérisé la reprise de l'activité au lendemain de la récession de 1982, a souvent été évoqué comme un risque majeur d'instabilité financière encouru par les Etats-Unis. Outre les implications déstabilisatrices d'un niveau d'endettement trop élevé sur l'évolution des taux d'intérêt et du change, la croissance américaine se trouve subordonnée à l'apport de capitaux extérieurs et la politique économique contrainte de satisfaire aux exigences d'une telle situation.

L'exigence fondamentale, celle d'offrir aux investisseurs potentiels des conditions de rémunérations suffisamment attrayantes pour assurer un flux d'investissements continu, s'est révélée de plus en plus difficile à gérer avec l'apparition de tendances de fin de cycle mettant en évidence des saturations et des tensions inflationnistes. La remontée des taux d'intérêt qu'appelle la dévalorisation des actifs nominaux liée au retour de l'inflation compromet la poursuite de l'activité ; la solvabilité des agents privés s'en trouve affectée en même temps que l'attrait des placements internationaux en dollars, de sorte que les tensions sur les taux s'accroissent. Des développements supplémentaires ne sont pas nécessaires pour démontrer à quel point la situation apparaît porteuse de risques. Cette présentation mécanique semble néanmoins pouvoir être modulée au regard de l'évolution récente de l'endettement américain.

Une possible gestion de l'endettement des ménages ?

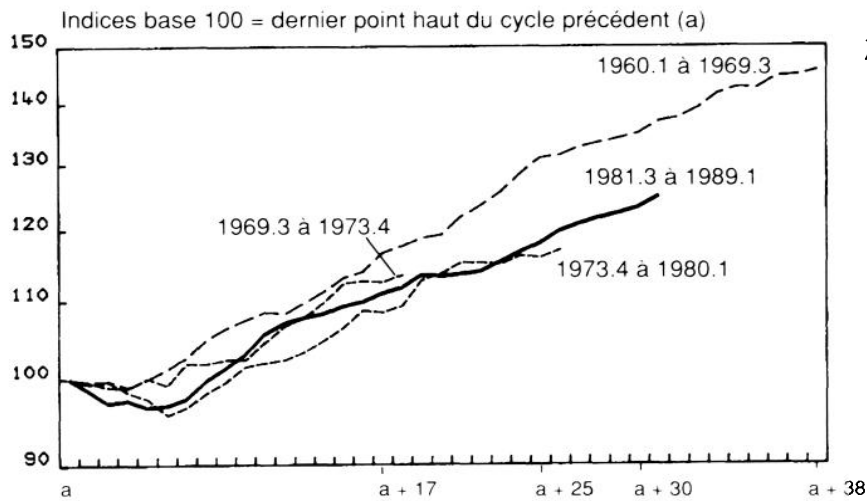
Traditionnellement élevée, la dette des ménages américains a atteint des niveaux records depuis le début de la décennie : entre 1981 et 1988 son encours a été multiplié par deux, son poids relativement au

revenu disponible est passé de 70 à 86 % (graphique 6). En période de conditions monétaires tendues, le risque de voir s'alourdir la charge de remboursement d'intérêt afférente à cette dette, ce qui rendrait plus probable un retournement brutal des dépenses de consommation, conditionne fortement les prévisions d'activité au cours des trimestres à venir. L'analyse des mécanismes de formation de cette dette et de la contrainte financière qui s'impose aux ménages américains montrera que, si les risques demeurent, ils semblent s'être atténués au cours des années récentes.

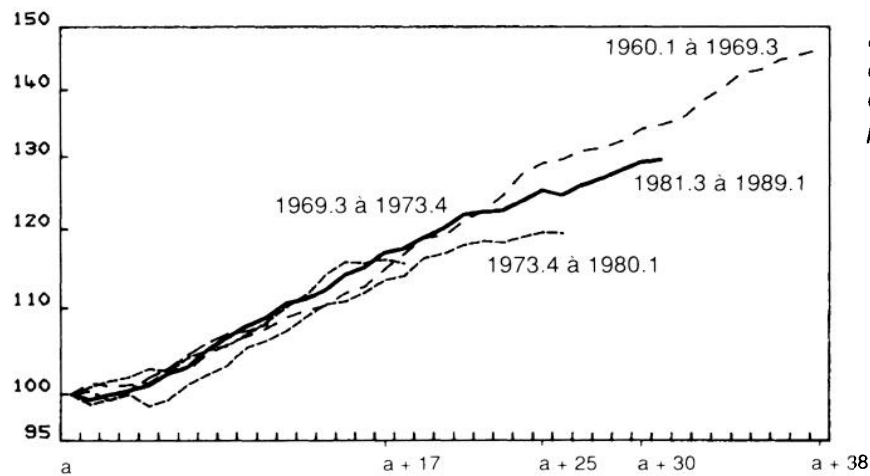


Pendant le cycle de croissance actuel, peu vigoureux en terme de PNB relativement aux cycles antérieurs, la consommation des ménages a été particulièrement dynamique (graphiques 7 à 9). Du troisième trimestre 1981, dernier point haut du cycle précédent, au premier trimestre 1989, la croissance de la consommation privée s'est établie à 3,6 % l'an, au lieu de 2,9 % lors du cycle antérieur. Jusqu'en 1986 cette progression a égalé celle observée au cours des années soixante, soit 4 % l'an en moyenne ; très supérieure à ce qu'autorisait la progression du revenu disponible des ménages, le taux d'épargne a diminué rapidement jusqu'à moins de 2,5 % en 1987. L'encours du crédit à la consommation s'est accru au taux de 11 % l'an, portant le taux d'endettement à la consommation de 16,5 % du revenu en 1982 à 21 % en 1985, niveau auquel il s'est stabilisé depuis (graphique 10).

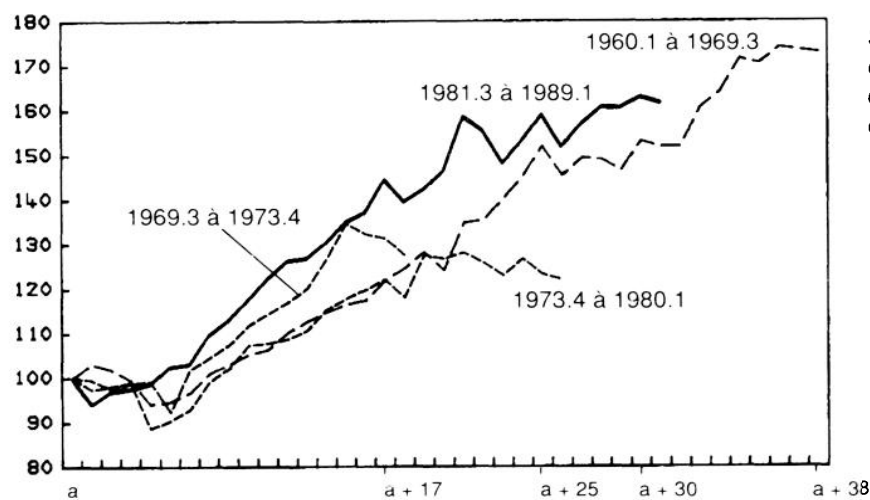
Les incitations à l'emprunt dues à la multiplication des instruments de crédit ont accompagné une expansion rapide des achats de biens durables que les mutations démographiques de la société américaine semblent en partie expliquer. Les enquêtes réalisées par l'université du Michigan auprès des ménages mettent en évidence une corrélation élevée entre l'évolution de l'endettement et la composition par âge de la population telle que formulée dans la théorie du cycle de vie ; ainsi l'entrée de la génération du « *baby boom* » (cf. infra) dans la classe d'âge 25-45 ans, à propension à consommer et s'endetter la plus élevée,



7. Cycles du PNB à prix constants *



8. Cycles de consommation des ménages à prix constants *

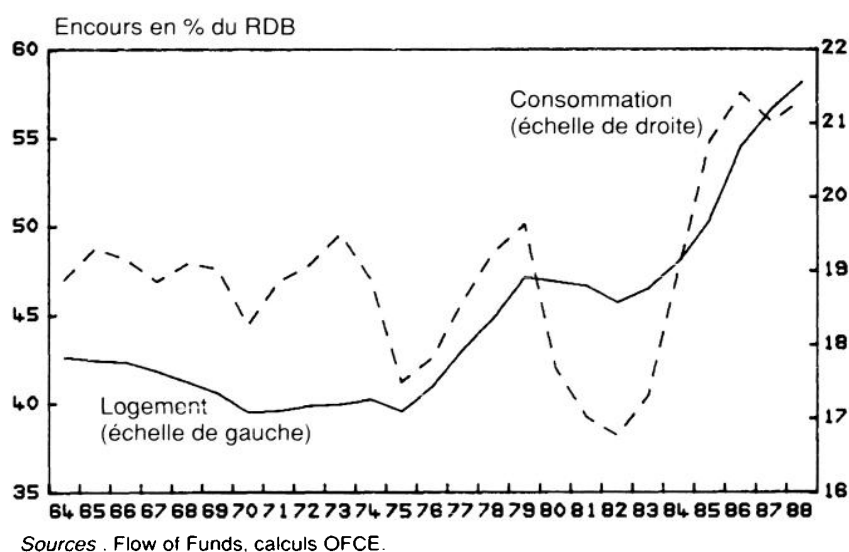


9. Cycles de consommation de biens durables *

* On a ignoré dans la présente comparaison le cycle 1980.1 à 1981.3 du fait de son caractère exceptionnellement court.

Sources : Survey of Current Business. calculs OFCE.

10. Crédits hypothécaires et crédits à la consommation



contribue-t-elle à expliquer l'évolution du crédit à la consommation dans une période où l'accès au crédit se trouvait en outre facilité.

Les emprunts destinés à l'achat de logements se sont aussi accrus à un rythme particulièrement rapide (12 % l'an en moyenne sur la période 1982-1988) de sorte que le poids de l'endettement hypothécaire en pourcentage du revenu disponible est passé de 47 % en 1982 à 58 % en 1988. Néanmoins, contrairement à l'évolution observée des autres biens, on ne décèle pas sur ce marché de tendance à l'alourdissement du financement par l'emprunt. Le tableau 2 montre qu'au contraire le taux de couverture par emprunt des achats de logements neufs est resté quasiment stable entre 1982 et 1988 et tend même à diminuer depuis 1985, tandis que le même calcul pour l'achat d'automobiles montre un accroissement de 9 points de ce taux. L'augmentation régulière de l'encours du crédit hypothécaire reflète donc davantage le niveau élevé des mises en chantier de logements privés qui se sont accrues de 1,69 million d'unités en moyenne par an au cours des six dernières années, soit le cycle le plus long et le plus fort depuis 1950.

2. Taux de couverture par emprunt des achats*

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Logements neufs	74,8	76,6	77,1	78,7	77,1	75,2	75,2	75,5
Voitures neuves	76,1	85,0	86,0	88,0	91,0	91,0	93,0	94,0

* Montant de l'emprunt sur la valeur de l'achat en %.

Source : Federal Réserve Bulletin.

Indépendamment du niveau des taux d'intérêt, la multiplication des crédits à taux variables pour l'acquisition de logements a probablement amplifié la dynamique du marché. Peu utilisé avant 1980, ce mode de crédit couvrait 70 % des financements immobiliers en 1984. Cette part s'est fortement réduite entre 1985 et le début de l'année 1987 (elle est passé à un cinquième des financements) tandis que l'écart entre les taux fixes et les taux variables se réduisait. Au début de 1987 la tendance s'est à nouveau inversée ; la hausse des taux d'intérêt rendait plus attractifs les taux variables que les institutions de crédits proposaient de 3 points inférieurs aux taux fixes. Cela a vraisemblablement joué en faveur du marché du logement à une période où le resserrement monétaire semblait en mesure d'en casser la croissance.

En plus des crédits à la consommation et au logement, il faut ajouter un développement du crédit destiné à financer les études scolaires et universitaires auquel un nombre croissant de ménages fait appel (74 % en 1986).

Ce recours généralisé à l'emprunt a considérablement alourdi le poids de l'endettement des ménages relativement à leur revenu. Les défaillances de remboursements se sont en conséquence multipliées, notamment depuis 1984 ; ainsi le taux de «banqueroutes personnelles» est-il passé de 1,35 pour mille personnes en 1980 à 1,24 en 1984 et 2,03 en 1987, niveau sans précédent.

On ne peut toutefois apprécier convenablement les répercussions de cela, sans considérer des faits compensatoires.

Valorisation et acquisition des actifs des ménages ont accru l'encours du patrimoine financier en moyenne de 8 % l'an entre 1980 et 1987. La valeur des actions des sociétés et celle des réserves des ménages auprès des assurances-vie et caisses de retraite ont respectivement augmenté de 9 % ⁽⁴⁾ et 12,5 % l'an. Les actifs liquides se sont également accrus de 9 % l'an. La progression du patrimoine financier, net des engagements, a aussi été de 7,5 % l'an, de sorte que les risques d'insolvabilité pourraient être moins importants que les seules données concernant l'endettement ne le laisseraient penser.

Qui plus est, la charge de remboursement d'intérêt, après s'être accrue moins rapidement que l'encours de la dette, a diminué en pourcentage du revenu disponible depuis 1986 (graphique 6) ; les effets conjugués de la baisse des taux d'intérêt et de l'allongement de la durée du crédit à la consommation (tableau 3) ont contribué simultanément à cet allègement. Enfin, selon les informations micro-économiques fournies par l'université du Michigan ⁽⁵⁾ les ménages les plus endettés sont les ménages à catégorie de revenus les plus élevés ; ils sont aussi ceux

(4) Malgré la baisse de 1987, occasionnée par le marché boursier du mois d'octobre.

(5) Ces enquêtes ont la particularité d'avoir été réalisées en 1983, puis en 1986 auprès d'un échantillon de ménages identiques. Les résultats détaillés sont présentés dans le bulletins du Federal Reserve Board du mois d'octobre 1987.

3. Durée moyenne des crédits accordés aux ménages

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Pour l'achat								
— de logements neufs (années)	27,7	27,6	26,7	27,8	26,9	26,6	27,8	28,0
— de voitures neuves (mois)	45,4	45,9	45,9	48,3	51,5	50,0	53,5	56,2

Source : Federal Reserve Bulletin.

qui ont augmenté le plus leur endettement entre 1983 et 1986 et ceux dont le montant des actifs détenus est le plus grand. Et selon ces mêmes enquêtes, 80 % des ménages endettés détenaient en 1986 des actifs financiers ou physiques d'une valeur au moins équivalente à leur endettement.

Aussi convient-il de nuancer l'appréciation des conséquences de l'élévation du niveau d'endettement des ménages. Il est probable que si les taux d'intérêt n'augmentent pas brutalement, et si l'emploi continue à progresser, la consommation des ménages ne sera pas affectée outre mesure par le niveau actuel des taux d'intérêt. Alors le taux d'épargne resterait durablement à un faible niveau.

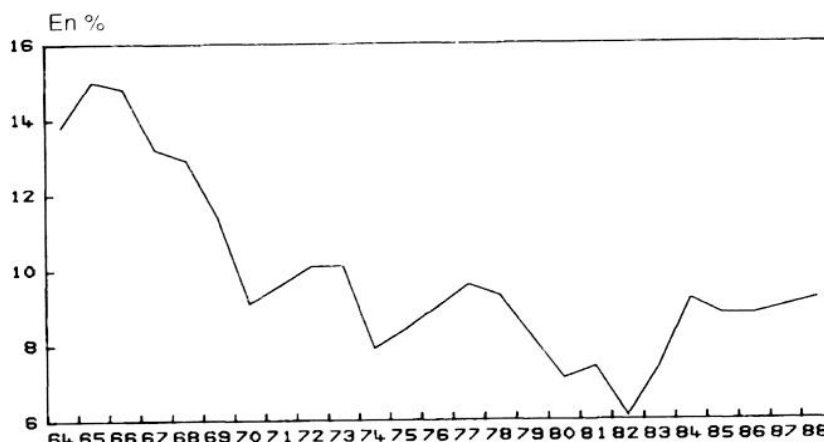
Les bons résultats des entreprises assombris par les risques financiers

Les entreprises américaines se sont, elles aussi, considérablement endettées au cours des années quatre-vingt, de sorte que malgré une amélioration évidente de leurs résultats d'exploitation leur situation financière s'est dégradée.

Concessions de la part des salariés et gains de productivité ont permis aux entreprises d'assainir leurs résultats et d'interrompre la chute tendancielle du taux de profit entamée au milieu des années soixante ; le taux de rentabilité du capital physique des entreprises non financières, inférieur certes à celui des années soixante, s'est stabilisé autour de 9 % l'an depuis 1984 (graphique 11). Les réformes fiscales successives ont diminué le taux d'imposition sur les bénéfices, la marge d'autofinancement s'est améliorée.

Dans ces conditions on aurait pu s'attendre à une amélioration des résultats financiers des entreprises. Or l'encours de leur endettement s'est accru de 1982 à 1988 à un rythme moyen de 12 % l'an et l'équilibre financier des entreprises semble précaire. Ce résultat est d'autant plus surprenant que les dépenses en capital n'ont pas été particulièrement élevées au cours de cette période. La formation brute de capital fixe décrit un cheminement heurté et globalement peu vigoureux ; avec un taux de croissance moyen sur l'ensemble de la période (du troisième

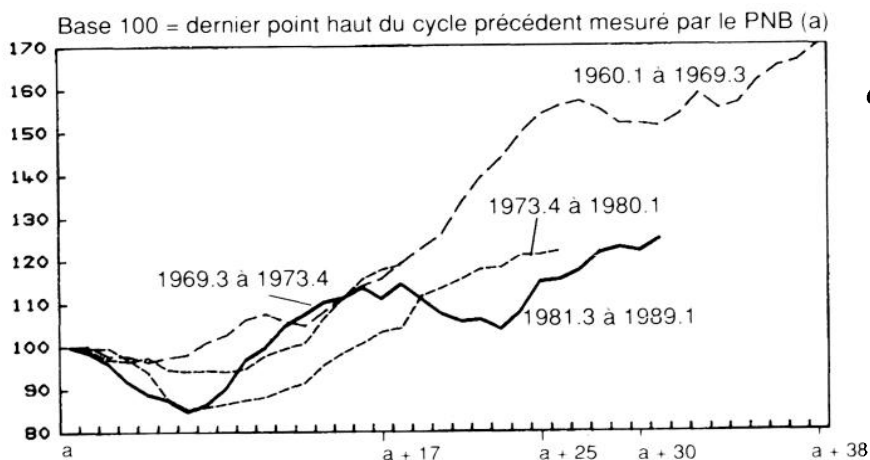
trimestre 1981 au premier trimestre 1989) de 3 % l'an, le plus faible relativement aux cycles antérieurs depuis 1960 (graphique 12). Si les entreprises ont peu investi, on note en revanche qu'elle l'ont fait avec un recours de plus en plus important à l'endettement : en 1988 les dépenses en capital étaient financées à 50 % par le marché du crédit, au lieu de 28 % en moyenne de 1978 à 1980. Seconde caractéristique, le financement par émission d'actions s'est considérablement restreint à en juger par le mouvement négatif des émissions nettes d'actions des entreprises non financières depuis 1983. En revanche, dans la période récente, le développement des opérations de fusions et d'acquisitions, accentué depuis la crise boursière d'octobre 1987, a largement contribué à l'endettement des entreprises pour l'achat d'actifs financiers. En diminuant sensiblement le prix des actions des sociétés, le krach boursier a rendu plus attrayant le rachat d'entreprises soit par d'autres entreprises dans le cas des OPA, soit par quelques-uns de ses investisseurs, les «LBO», soit encore par ses salariés, les «LMBO»⁽⁶⁾. Le recours à l'endettement a constitué le principal moyen de financement de ces achats⁽⁷⁾ ; les autorités monétaires sont intervenues à



11. Taux de rentabilité du capital physique des entreprises non financières*

* Profits + intérêts nets en pourcent du stock de capital évalué à son coût de remplacement.

Source : Survey of Current Business.



12. Cycles d'investissement

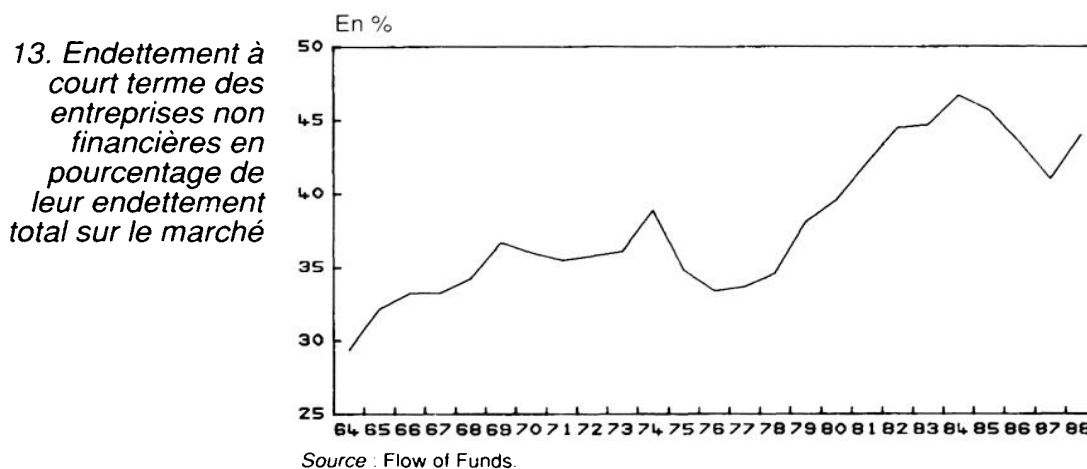
Sources : Survey of Current Business, calculs OFCE

(6) OPA Offre publique d'achat ; LBO «Leverage buyout» ; LMBO «Leverage management buy out».

(7) Voir à ce sujet la *Revue d'économie financière* de juin-septembre 1988. Christian Merle et Hubert Stoclin : «L'expérience américaine : l'essor des OPA et LBO financés par la dette».

plusieurs reprises pour tenter de mettre un frein à ces opérations en soulignant leurs inquiétudes quant à la capacité des entreprises à faire face à leurs dettes dans l'avenir. Au-delà de ses effets sur l'endettement, l'impact de cette vague d'OPA et LBO sur le fonctionnement global des entreprises est difficile à appréhender quand bien-même les restructurations et rationalisations qui les accompagnent peuvent avoir un effet positif sur les résultats.

De l'amélioration des résultats des entreprises et de leur capacité à faire face dans l'avenir au remboursement de leur dette dépendra leur stabilité financière. Or celle-ci est largement tributaire de la nature des dettes contractées. L'alourdissement de l'endettement de long terme, généralement assimilé à un financement de l'investissement et donc à des perspectives d'amélioration des résultats, soulève de fait moins d'inquiétudes que le gonflement de l'endettement de court terme, qui lorsqu'il n'a pas pour contrepartie un accroissement suffisant des actifs de court terme, est un indicateur significatif des risques encourus par les entreprises. Or la part de la dette à court terme des entreprises américaines, après un tassement durant les années 1984 à 1987, s'est à nouveau gonflée en 1988, (graphique 13) alors que l'encours d'actifs liquides s'accroissait moins vite, creusant ainsi le déséquilibre entre dettes et actifs à court terme.

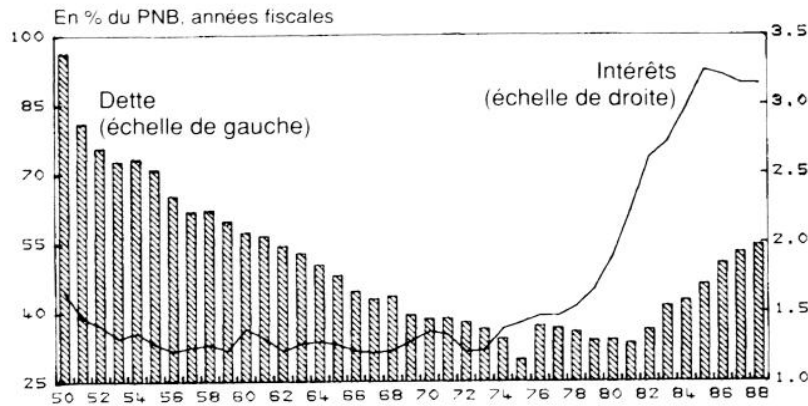


Au vu de ces données, les risques financiers des entreprises apparaissent plus élevés que ceux des ménages. C'est probablement auprès de ce secteur que l'impact d'un resserrement monétaire ou d'un ralentissement d'activité serait le plus redoutable.

La dette publique a continué de s'accroître

La dette publique américaine a plus que doublé depuis le début des années quatre-vingt elle approche aujourd'hui 55 % du PNB. Si le rapport de la dette au produit national brut n'est pas sans équivalent au regard des décennies passées ou comparé à ceux des principaux pays de

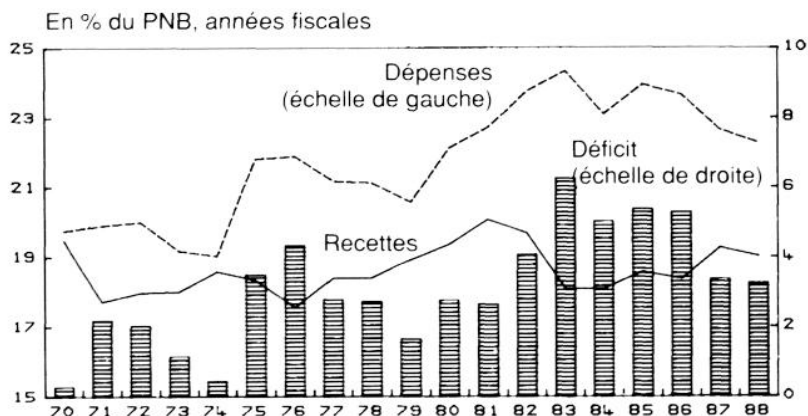
l'OCDE, la persistance de son aggravation et de la charge de remboursement d'intérêts qu'il induit sont en revanche exceptionnelles (graphique 14).



14. Dette fédérale et intérêts nets de la dette

Source : Economic Report of the President

Le peu de sérieux avec lequel ont été traitées ces derniers mois les possibilités de réduire le déficit fédéral ne permet pas d'envisager d'amélioration au cours des prochains trimestres. Malgré les perspectives tracées en décembre 1985 par les dispositions de la loi Gramm Rudman Hollings (GRH) première version, puis lors de son remaniement en septembre 1987, et par l'accord du «Sommet» de novembre 1987 à la suite du krach boursier, la compression du déficit est restée de loin inférieure aux objectifs fixés. L'objectif de la loi GRH tablait sur un déficit de 136 milliards pour 1989 ; l'an dernier dans sa présentation de début d'année Reagan annonçait un chiffre de 129,5 milliards ; il sera vraisemblablement proche de 160 milliards de dollars. Certes ce résultat témoigne d'une amélioration sensible par rapport aux sommets atteints en 1985 et 1986, d'autant que la forte croissance économique des deux dernières années a fait que le rapport du déficit au PNB revienne dans la plage de 3 % (3,2 % en 1988), niveau de 1982 (graphique 15). Mais des mesures durables de résorption du déficit n'ayant pas été prises, cette amélioration pourrait bien avorter une fois les bénéfices de la croissance récente disparus et, *a fortiori*, si l'activité devait se ralentir comme elle semble en prendre le chemin. En tout état de cause



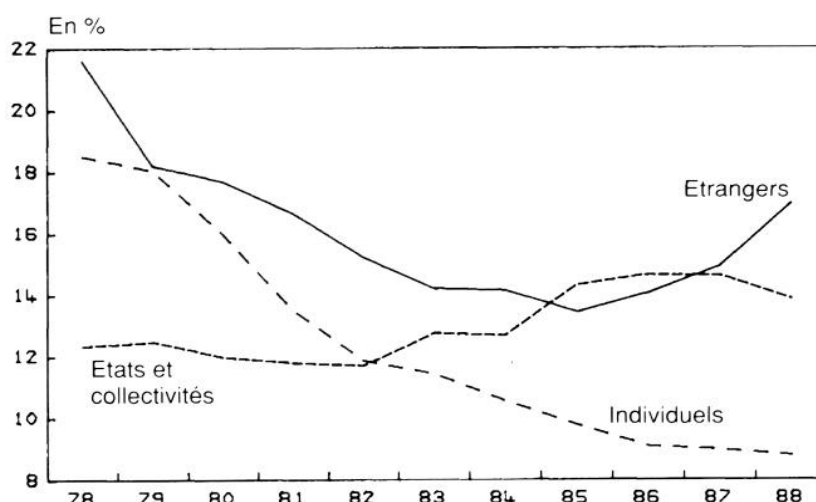
15. Recettes dépenses et déficit fédéral

Source : Economic Report of the President

le problème de la dette reste entier, aggravé par le niveau actuel des taux d'intérêt. Dans l'hypothèse la plus optimiste de respect des objectifs de la loi sur l'équilibre budgétaire à l'horizon de 1993, le montant de la dette, calculé en cumulant les déficits au terme de cette échéance, s'accroîtrait encore de près de 300 milliards, alourdissant la charge d'intérêt de 25 à 30 milliards aux taux actuels. Dans une vision moins optimiste, correspondant aux prévisions de déficit budgétaire établies par le Congressional Budget Office en janvier dernier, l'accroissement de la dette pourrait approcher le double au cours de cette même période. Par la charge d'intérêt qu'elle impose, la dette fédérale compromet l'efficacité des mesures, du reste limitées, engagées par les autorités américaines, ce qui conduit à douter de la capacité effective d'une réduction du déficit en accord avec les objectifs officiels. L'endettement fédéral s'est accru à un rythme moyen de 15 % l'an au cours des années quatre-vingt, près de deux fois supérieur au taux de croissance nominal de l'économie. La charge d'intérêt consécutive a triplé depuis 1980, si bien qu'en 1988 le montant net des intérêts versés atteignait 150 milliards de dollars, soit 14 % des dépenses fédérales, plus du tiers des recettes de l'Etat perçues au titre de l'impôt sur le revenu personnel ou encore l'équivalent, à 5 milliards près, du déficit de la même année. Le taux d'intérêt moyen de cette dette, mesuré par le rapport des intérêts nets versés à son total, a quasiment doublé par rapport à la décennie soixante-dix.

Généralement abordées dans le cadre d'analyses à moyen terme, les questions qu'appelle l'accumulation de la dette fédérale incitent aujourd'hui à leur donner toute leur importance dans la présente chronique de court terme.

Le problème de financement de la dette fédérale ne s'appréhende pas dans les mêmes termes que celui de la dette des ménages ou des entreprises. Les craintes d'insolvabilité du secteur public affectent en effet assez peu les marchés, qui sont davantage occupés à suivre l'évolution des déficits et à anticiper les rendements des titres. Quand les investisseurs doutent de la capacité des autorités à remplir leur engagement de réduire le déficit, les anticipations de rendements plus élevés se manifestent par des changements d'attitude quant aux placements réalisés ; elles influencent ainsi les niveaux et hiérarchies des taux. La structure de la dette en fonction de la maturité des titres, est au cours des années récentes plutôt rassurante. Depuis 1985, année à la fin de laquelle la décision de réduire le déficit est apparue comme un objectif central de la politique économique américaine, la part des titres de long terme de la dette publique détenus par les agents privés s'est sensiblement accrue, en même temps que les taux d'intérêt de long terme diminuaient. La confiance dans les mécanismes mis en place par la loi GRH puis le début d'une diminution du déficit en pourcentage du PNB ont indéniablement rassuré et détendu les marchés, au cours d'une période où, de plus, l'inflation, ralentie, ne venait pas contrarier cette évolution. Ainsi la part de la dette détenue par les agents privés a cessé de diminuer depuis 1985 et a même recommencé à croître à un rythme modéré, du fait notamment d'un regain de la participation des agents privés étrangers (graphique 16). Le maintien de ces conditions favorables n'est cependant pas acquis pour les prochains mois.



16. Répartition des titres de la dette fédérale selon les agents privés non bancaires *

* En pourcentage de la dette détenue par le public.

Sources : Economic Report of the President, Bank of St-Louis, calculs OFCE.

De la fausse contrainte de la loi GRH à la persistance des déficits

L'un des risques majeurs est inscrit dans la procédure même de fonctionnement de la loi Gramm Rudman. Parce qu'elle intervient au moment de la préparation du budget et qu'elle ne prévoit aucune sanction *a posteriori*, la procédure budgétaire perd l'essentiel de sa signification : en témoigne l'accord bipartite du 14 avril dernier entre le Congrès et l'Administration qui chiffre un déficit correspondant aux objectifs fixés par la loi mais sur des bases que personne ne juge crédibles. Les prévisions initiales du CBO⁽⁸⁾ aboutissaient pour 1990 à un déficit de 147,3 milliards de dollars, supérieur de 21 milliards à celui de l'Administration (126,6). Une première correction à la baisse apportée à ces données du fait «d'ajustements résultant des différences d'estimations» a réduit le chiffre du CBO à 127,4 milliards, celui de l'OMB à 123,1. C'est sur cette base, déjà significativement révisée, qu'a porté l'accord de réduction de 28 milliards. A raison d'un accroissement des recettes de 8,5 milliards, lié à une augmentation des tarifs de certains services fédéraux et à une meilleure application du code fiscal, le reste (5,8 milliards) devant résulter d'un gonflement des recettes d'impôt sur le revenu dont la justification n'a pas été apportée. Du côté des dépenses la réduction atteint 13,8 milliards, effet des coupes réalisées sur les dépenses militaires (4,7), les dépenses sociales et médicales et les subventions à l'agriculture. A quoi s'ajoutent 5,7 milliards de recettes supplémentaires provenant de la vente d'actifs du gouvernement, que la loi Gramm-Rudman exclut de la procédure (tableau 4).

(8) Le CBO «Congressional Budget Office» est le bureau du Congrès (à majorité démocrate) chargé de l'analyse du budget. Il se différencie de l'OMB «Office of Management and Budget» bureau de la gestion et du budget de l'Administration.

4. Termes de l'accord bipartite

Année fiscale 1990 en milliards de dollars

	CBO	OMB
Déficit de base	147,3	126,6
Ajustements liés aux différences d'estimations	- 19,9	- 3,5
Déficit de base ajusté	127,4	123,1
Recettes	- 8,5	- 8,5
Nouvelles mesures concernant les recettes	- 5,3	- 5,3
Conformité de l'impôt sur le revenu	- 0,5	- 0,5
Tarifs publics	- 2,7	- 2,7
Dépenses	- 13,8	- 9,5
Défense	- 4,2	- 1,7
Santé	- 2,7	- 2,7
Agriculture	- 1,9	- 2,2
Débudgétisation service postal	- 1,8	- 2,2
Service de la dette	- 1,1	- 1,1
Divers	- 2,1	- 0,4
Ventes d'actifs	- 5,7	- 5,7
Réduction totale du déficit	- 28,0	- 23,7
Déficit final	99,4	99,4

Source : Congressional Budget Office.

L'ensemble de ces données est chiffré à partir d'un scénario de croissance économique particulièrement optimiste, résumé dans le tableau 5, dont le manque de fiabilité se révèle croissant au fil des mois (tableau 5). La procédure budgétaire veut que soient réestimés en milieu de session (juillet-août) les projections de déficit en fonction des nouveaux résultats d'activité. Cela pourrait s'avérer un exercice difficile cette année, l'écart entre les prévisions officielles et les résultats connus, ou fortement présumés devant apparaître flagrant. La crédibilité de l'accord bipartite pourrait s'en trouver sérieusement atteinte et par là-même la possibilité effective de réduction significative du déficit en 1990. A raison d'un taux de croissance en 1989 et 1990 inférieur d'un demi point aux prévisions officielles, accompagné de chiffres supérieurs d'un demi-point pour le taux de chômage, d'un point pour les taux d'intérêt et d'un point d'inflation, le déficit se trouverait accru approximativement de 70 milliards au cours des deux exercices fiscaux 1989 et 1990, à raison de 20 milliards la première année et 50 milliards l'année suivante. Il pourrait donc s'établir autour de 150 milliards en 1990, soit un niveau très supérieur aux objectifs de la loi GRH (100 milliards). Dans ce cas cette loi serait elle à nouveau remaniée et son objectif d'un déficit nul en 1993 repoussé à une échéance plus lointaine ou bien encore abrogé ?

5. Eléments de comparaison des prévisions à court terme

Variation annuelle en % (dernier trimestre sur dernier trimestre de l'année précédente)

	1989	1990
PNB réel		
Administration	3,5	3,4
CBO	2,9	2,2
Blue Chip (*)	2,3	1,6
OFCE	2,4	1,9
PNB nominal		
Administration	7,3	7,0
CBO	6,9	6,6
Blue Chip	6,8	6,0
OFCE	8,0	7,3
Prix à la consommation (**)		
Administration	3,6	3,5
CBO	5,0	4,8
Blue Chip	5,1	4,7
OFCE	6,1	5,4
Taux d'intérêt à trois mois (**)		
Administration	7,4	5,5
CBO	7,9	7,1
Blue Chip	8,5	7,5
OFCE	9,7	9,2
Taux des bons du Trésors à 10 ans (**)		
Administration	8,6	7,2
CBO	9,3	9,0
Blue Chip	9,8	9,2
OFCE	9,2	9,5
Taux de chômage (**)		
Administration	5,2	5,1
CBO	5,5	5,5
Blue Chip	5,5	6,0
OFCE	5,8	6,1

(*) Consensus réalisé à partir des prévisions privées.

(**) Moyenne de l'année (%).

Source : Congressional Budget Office. «Blue Chip» du 10 avril 1989 et prévisions OFCE juin 1989.

En sus des effets mécaniques d'une croissance ralentie sur le déficit fédéral, le coût budgétaire de l'aide à apporter aux caisses d'épargne, qu'impliquera le déroulement du plan de sauvetage proposé par l'administration Bush, ne sera pas négligeable compte tenu des sommes en jeu : elles sont estimées actuellement entre 170 et 200 milliards de dollars, à financer sur dix ou quinze années. S'il est probable qu'une part importante de ces fonds supplémentaires sera affectée à des comptes spécifiques qui ne viendraient pas gonfler directement le déficit fédéral dans sa plus stricte définition, la charge financière occasionnée par

l'engagement de l'Etat à la résolution de ces problèmes viendra tout de même alourdir le besoin de financement fédéral (cf. encadré). Il est peu probable dans ces conditions que les marchés ne prennent pas conscience de ces éléments avant la fin de l'année et ne modifient en conséquence leur stratégie, de sorte que les taux d'intérêt de long terme pourraient commencer à se tendre avant la fin de l'année. Ces mouvements ne seront pas, bien entendu, sans rapport avec les anticipations inflationnistes au cours des mois à venir, de sorte qu'ils pourraient être d'une ampleur plus ou moins grande selon que l'inflation s'accélèrera ou non (cf. infra).

La persistance de l'endettement américain a continué à faire du financement extérieur une condition nécessaire à la poursuite de la croissance ; en témoigne le déficit de la balance courante. Si ce financement n'a pas été réalisé sans la participation importante des banques centrales étrangères non seulement durant la phase de dépréciation du dollar, mais encore en 1987⁽⁹⁾, l'année 1989 semble cependant achever une période de relative accalmie monétaire qu'avaient ouverte les Accords du Louvre de février 1987 et que les conditions conjoncturelles étaient venues conforter. Le ballon d'oxygène qu'ont donné à l'économie la dépréciation du dollar durant deux années consécutives (1985 et 1986) et le contre choc-pétrolier de 1986 se sont conjugués de telle sorte que la croissance a pu être maintenue au-delà de ce que laissaient espérer les indicateurs de fin de cycle en 1986, sans que les dérapages inflationnistes qui caractérisent habituellement les fins de cycles se manifestent nettement avant le début de l'année 1989. Surplus de croissance et compétitivité renforcée ont permis que s'amorce une réduction progressive du déficit commercial américain, facilitée par l'allègement de la facture pétrolière en même temps que le déficit budgétaire commençait à se réduire. Les exigences des marchés financiers étaient dès lors satisfaites, d'autant que la prudence des autorités monétaires a laissé peu de place aux risques de défaillance : à l'exception du relâchement que la réaction au krach boursier à la fin de 1987, a occasionné, la prudence monétaire a été de règle depuis la signature des Accords du Louvre, précisément parce que la croissance économique des deux dernières années illustre clairement un rebond de fin de cycle, avec ses manifestations habituelles de saturation des capacités et les risques inflationnistes qui en découlent.

(9) Voir à ce sujet la chronique de conjoncture : « Dernière sortie avant l'inflation », *Revue de l'OFCE*, n° 27, avril 1989.

Les défaillances des Caisses d'épargne américaines et le plan de sauvetage de l'Administration

Les conditions macroéconomiques défavorables du début des années quatre-vingt combinées aux effets de la déréglementation financière et dans un second temps le contre-choc pétrolier sont à l'origine de la crise actuelle des Caisses d'épargne américaines. Elles ont d'abord pâti de la remontée brutale des taux d'intérêt de la fin de la décennie soixante-dix. Parce que leur activité principale consiste en des prêts au logement, donc à long terme et que ceux-ci étaient avant 1980 des prêts à taux fixes, elles n'ont pu compenser le renchérissement de leur financement. La réduction des risques encourus avec le développement des prêts hypothécaires à taux variables n'a pas suffi à améliorer leur situation par la suite. La récession économique de 1982 a entraîné un taux de défaillance important des remboursements et ultérieurement des renégociations massives des prêts consentis ont souvent abouti à des pertes pour les caisses d'épargne. Organisées au sein de chaque Etat, les institutions de collecte de l'épargne sont vulnérables parce que sensibles aux perturbations locales, ce qui a conduit à la faillite totale certains réseaux notamment ceux localisés dans l'Etat du Texas à la suite du contre-choc pétrolier de 1986 ou dans des régions agricoles victimes d'aléas climatiques.

La déréglementation financière réalisée au cours des années quatre-vingt a amplifié ces pertes à cause des erreurs de gestion qu'elle a provoquées. Au début des années quatre-vingt, subsistaient encore bon nombre des mesures de réglementation bancaires instituées au lendemain de la crise de 1929 et parfois antérieurement, notamment celles qui interdisaient aux réseaux d'épargne de dépasser le territoire d'un Etat, qui s'opposaient aux concentrations et limitaient les risques d'effondrement. Ainsi les Caisses d'épargne devaient-elles répondre à des principes de gestion stricts : il leur était interdit de rémunérer les dépôts à vue et la rémunération des autres dépôts était réglementée (principe de la réglementation «Q»). Le programme de déréglementation entamé au début des années quatre-vingt comportait la suppression de la réglementation «Q» et l'élargissement du champ d'intervention des organismes d'épargne aux crédits à la consommation et aux entreprises. Une concurrence éffrénée en a résulté, consistant à offrir les rémunérations les plus attractives afin de susciter des dépôts croissants, elle a souvent conduit à un endettement massif des institutions auprès du marché monétaire ; incapables de faire face ensuite à leurs engagements elles ont été conduites à la faillite. L'élargissement du champ d'intervention des Caisses d'épargne qui devait leur permettre de diversifier efficacement leurs activités a en fait multiplié les risques encourus par elles et amplifié leurs pertes. A l'heure actuelle environ 500 des 3 000 Caisses d'épargne américaines ayant 130 milliards de dépôts sont insolvables ou en passe de le devenir. La situation est chaque mois aggravée par la fuite de dépôts supplémentaires (dont le rythme mensuel a atteint 7 milliards en novembre dernier et 8 milliards en décembre).

Le plan de sauvetage annoncé en février dernier par le président Bush est la première action planifiée à moyen terme destinée à redresser la situation jusque-là traitée au coup par coup. L'incapacité du FSLIC (Federal Saving and Loan Insurance Corporation), organisme mutualiste d'assurance des dépôts des Caisses d'épargne, à faire face à l'ampleur du mal a nécessité à plusieurs reprises au cours des deux dernières

années, l'intervention de l'Etat fédéral sous forme d'achat d'obligations émises par le FSLIC afin d'accroître ses ressources, qui normalement doivent provenir de cotisations des caisses, en fonction du montant de leurs dépôts. Ce plan de sauvetage comporte plusieurs étapes. La première, consistant en une intervention immédiate auprès des caisses dont la situation est la plus grave, devrait être suivie de la mise en place d'un nouveau mode de fonctionnement et d'assurance. Pour ce faire des organismes financiers dépendant indirectement du Trésor ont été créés, parmi lesquels le FICO (Financing Corporation, fondé en 1987), chargé de la recapitalisation du fonds d'assurance des Caisses d'épargne, la REFCO (Resolution Fund Corporation) chargée de se procurer sur les marchés financiers les fonds destinés au financement des restructurations, enfin le SAIF (Saving Association Insurance Fund) qui viendrait remplacer l'actuel FSLIC. Le coût total de cette opération (environ 160 milliards de dollars selon l'Administration et 280 selon le CBO) ne sera pas supporté intégralement par l'Etat fédéral ; une partie des fonds nécessaires devant être obtenus par des ponctions sur les Caisses d'épargne excédentaires : selon les estimations de l'Administration la charge pour l'Etat atteindra 40 milliards en 1989 et 1990.

Sources : Congressional Budget Office, note de l'Ambassade de France aux Etats-Unis du 6 mars 1989 de Philippe Adhémar, et *Wall Street Journal*.

...au risque de surchauffe inflationniste

En l'absence d'une politique économique contra-cyclique et d'une ouverture sur l'extérieur importante qui aurait été susceptible de juguler les emballements de l'offre et de la demande nationales, les récessions économiques ont régulièrement ponctué la croissance américaine depuis la Seconde Guerre mondiale. La dernière de ces récessions, en 1982, a été suivie d'une reprise peu dynamique de l'activité jusqu'en 1986, puis d'un rebond sensible par la suite. Plus encore qu'en 1987 l'économie américaine a enregistré en 1988 une croissance particulièrement forte, d'autant plus exceptionnelle dans le cycle actuel que ces résultats ont été amputés des pertes conséquentes liées à la sécheresse de l'été 1988.

Les indicateurs sont toutefois nombreux qui permettent d'affirmer que le rebond de croissance connu depuis deux années ne se poursuivra vraisemblablement pas en 1989.

Le rebond de fin de cycle butte rapidement sur les contraintes de l'offre

Précisément parce qu'elle redémarrait sans récession préalable, l'économie américaine a rapidement mis en évidence des signes de saturation dont témoignent le taux de chômage et l'utilisation des capacités.

La saturation du marché du travail

Dès le mois d'avril 1988, tandis que les créations d'emplois dépassaient 300 000 personnes par mois, le chômage a diminué à 5,5 % de la population active, niveau considéré comme celui de plein-emploi de l'économie, c'est-à-dire le taux au-dessous duquel les pressions inflationnistes se révèlent⁽¹⁰⁾. Témoin incontestable de la dynamique des embauches dans le secteur tertiaire et de la reprise des créations d'emplois dans l'industrie manufacturière (tableau 6 et graphique 2), cette baisse du chômage était perçue comme révélatrice d'un niveau d'activité supérieur à ce que le potentiel de croissance américain autorisait. La pénurie de main-d'œuvre sur le marché du travail risquait donc d'entraîner une élévation rapide du niveau des salaires à l'embauche et une augmentation des heures supplémentaires travaillées, engageant par là-même un processus inflationniste rapide. Celui-ci n'a pas eu lieu.

6. Créations nettes d'emplois salariés

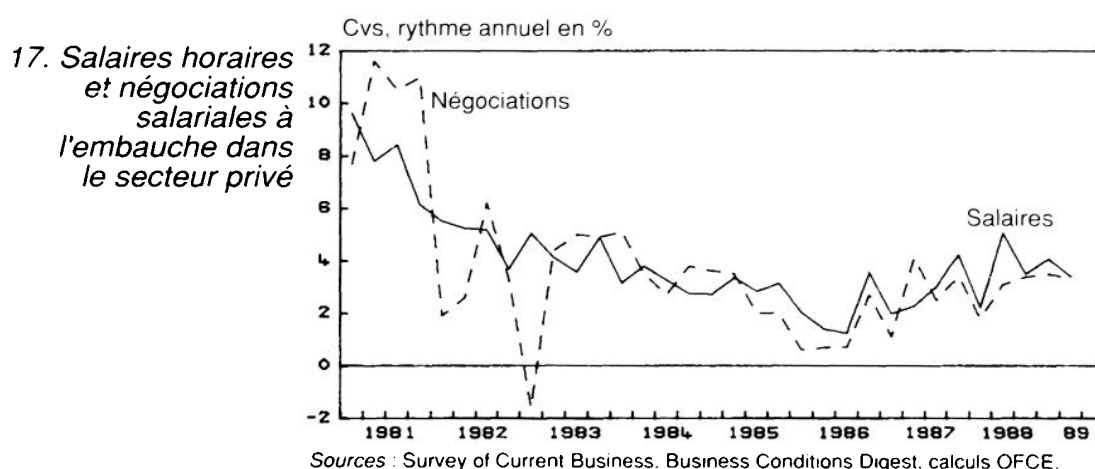
Moyennes mensuelles par semestre en milliers
(décembre à juin-juin à décembre)

	1987		1988		1989 1er trimestre
	S1	S2	S1	S2	
Ensemble de l'économie non agricole	126	321	343	264	295
Construction et mines	- 5	26	32	16	13
Manufacturier	- 34	61	33	33	20
Services	165	234	278	215	262
— dont commerce de détail	46	51	70	37	87

Source : Survey of Current Business, BEA.

(10) D'où l'appellation de NAIRU «*Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment*» taux calculé à partir du taux de croissance potentiel de l'activité. Pour plus de détail voir l'article «Salaires et sous-emploi aux Etats-Unis et au Royaume-Uni», *Revue de l'OFCE*, n° 25, octobre 1988.

Si l'on note un accroissement du rythme d'augmentation des salaires depuis la mi-1986, on ne voit pas une nette accélération au cours de l'année 1988. Les augmentations, quand elles ont eu lieu, comme c'est le cas au deuxième puis au dernier trimestre 1988, ont été erratiques, bien qu'assez généralisée à l'ensemble des activités, et ont été le plus souvent corrigées par l'évolution du trimestre suivant. En moyenne le taux d'accroissement des salaires horaires dans l'ensemble du secteur privé s'est stabilisé autour d'un rythme annuel légèrement supérieur à 3 % (3,2 % au premier trimestre 1989), encore nettement inférieur à celui de l'inflation. Les négociations salariales à l'embauche se sont de même stabilisées depuis le début de l'année 1987 et ne témoignent d'aucun emballement en 1988 (graphique 17).



L'équilibre sur le marché du travail est néanmoins resté tendu tout au long de l'année 1988 et au début 1989. Les créations d'emplois ont été, par mois, de 222 000 en moyenne de février à d'avril 1989⁽¹¹⁾ et le taux de chômage a atteint le seuil de 5 % en mars dernier. L'on ne peut attendre du taux de 5,2 % en mai qu'il modifie significativement la situation. Si elle devait perdurer ce ne serait pas sans risque à terme, encore que jusqu'à présent la perception du marché du travail qu'ont les ménages, la nature des emplois créés et le ralentissement important des gains de productivité aient permis l'absence de dérapage salarial.

Les enquêtes réalisées par le Conference Board auprès des ménages américains témoignent de deux faits intéressants. Le premier concerne leur opinion quant au caractère plus ou moins abondant du travail : parmi les personnes interrogées, le pourcentage jugeant que le «travail est abondant», reste à un niveau élevé, sans s'être significativement accru au cours de l'année 1988. C'est seulement à partir du mois de décembre et plus nettement encore au cours des mois suivants qu'ils ont perçu une amélioration, la période durant laquelle le taux de chômage baissait à nouveau atteignant 5,0 % en mars. Par ailleurs les anticipations en matière d'inflation n'ont pas décrit de craintes particulières au cours de cette période : les prévisions pour les douze mois à venir s'établissaient seulement à 4,7 % à la fin de 1988, au lieu de 4,5 %

à la fin de 1987 et n'étaient encore que de 4,9 % en mai. Les anticipations massives concernant une probable augmentation de taux d'intérêt (78,2 % des personnes interrogées en décembre 1988, au lieu de 58,5 % en décembre 1987) ont vraisemblablement affecté en baisse les perspectives de croissance dans l'esprit des ménages et par là renforcé leur préférence pour la stabilité de l'emploi, plutôt que pour l'augmentation des salaires.

Par ailleurs, les emplois créés dans les activités de services et le commerce de détail restent pour la plupart de petits emplois, s'adressant à une population jeune, peu qualifiée et peu informée des conditions du marché du travail. Cet élément, déjà souligné à maintes reprises, joue encore à l'heure actuelle. Ainsi le taux de chômage des jeunes de 16 à 19 ans, le plus élevé, a-t-il diminué rapidement au cours des années quatre-vingt (de 23 % en 1982 à 14 % à la fin de 1988) ⁽¹²⁾.

Enfin les gains de productivité ont été faibles au cours des deux dernières années, malgré le redressement opéré après 1986, et leur évolution a été particulièrement heurtée en 1988. Le coût unitaire du travail s'est, en conséquence, sensiblement alourdi au cours de l'année 1988, atteignant 6 % l'an au dernier trimestre, taux le plus élevé depuis 1982. Cela a dû peser sur les salaires accordés par les entreprises.

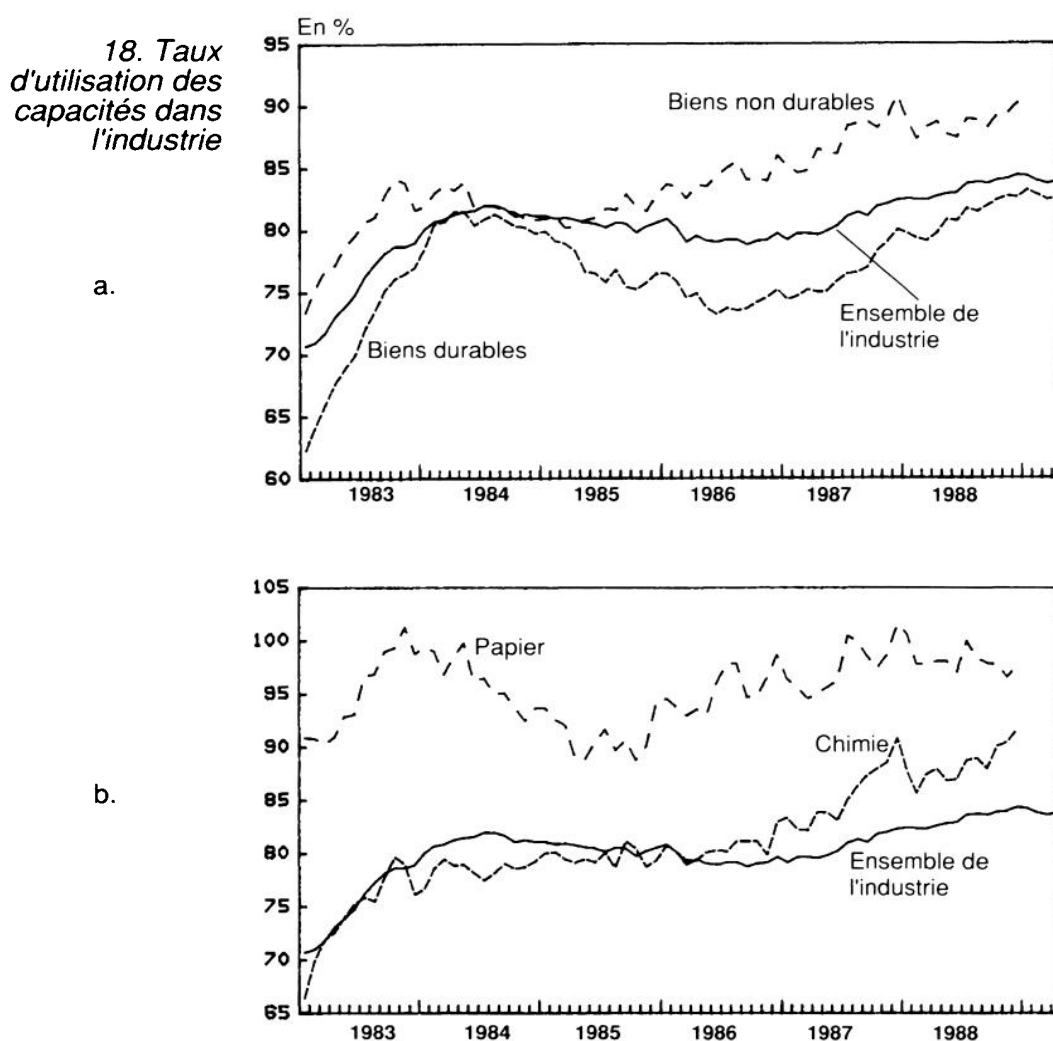
La saturation des capacités de production

Durant les premières années de reprise du cycle actuel le taux d'utilisation des capacités n'a guère excédé 80 %. Le redémarrage de l'activité, nous l'avons vu, a été lent, en partie à cause de la forte pénétration étrangère que la hausse du dollar avait jusqu'en 1985 occasionnée sur le marché intérieur. Dès la fin de l'année 1986 l'augmentation du taux d'utilisation des capacités a été rapide, car la production industrielle redémarrait vite, stimulée par une demande intérieure élevée en même temps que par une demande extérieure revigorée et réorientée vers les Etats-Unis du fait de la forte dépréciation du dollar. Au cours de l'année 1988 le taux d'utilisation dans l'industrie manufacturière approchait 85 %, niveau à haut risque inflationniste, si l'on en juge par la relation qu'a lié ce taux à celui de l'inflation au cours des précédents cycles (graphique 3), à quoi venait s'ajouter le danger que l'amélioration des exportations américaines se heurte à l'insuffisance des capacités de production.

Le manque de données détaillées et les différences de nomenclatures entre les statistiques de commerce extérieur et celles des capacités de production ne permettent pas de voir précisément dans quelle mesure l'augmentation des taux d'utilisation limite les exportations. On peut voir cependant que le secteur du papier et celui de la chimie qui, ont réalisé

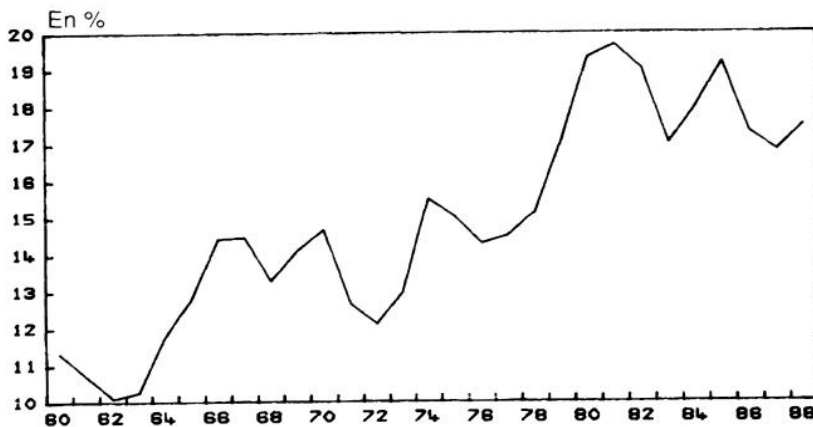
(12) Les mouvements démographiques qui affectent les Etats-Unis, déjà mentionnés dans la première partie, sont de grande ampleur et touchent particulièrement les catégories de jeunes adultes. A la suite du *baby-boom* des années d'après-guerre l'accroissement des naissances s'est fortement ralenti durant les années soixante. On retrouve cette évolution des naissances dans la baisse actuelle de la population active de la classe d'âge 16-19 ans (- 2 % l'an au cours de la décennie). Cela a contribué à la baisse du taux de chômage des jeunes.

cependant que le secteur du papier et celui de la chimie, qui ont réalisé d'importants efforts à l'exportation depuis 1985, ont des taux d'utilisation des capacités particulièrement élevés (proche de 100 % pour le premier et de 90 % pour le second) (graphique 18 a et 18 b). La part des ventes à l'étranger en pourcentage de la production atteignait en 1987 près de 12 % pour la chimie et plus de 6 % pour le papier-imprimerie, cette part est importante relativement à celles des autres activités et pourrait constituer de fait un stimulant non négligeable pour l'investissement si la demande extérieure continuait d'être favorable.



Source : Federal Reserve Bulletin.

Dans l'ensemble du secteur manufacturier, l'étroitesse des marges de capacités disponibles ne résulte pas d'une faiblesse de l'investissement. Celui-ci a été dynamique au cours des années récentes, contrairement à ce que l'on a observé dans l'ensemble de l'économie ; ainsi le taux d'investissement brut a été de 19 % en moyenne depuis le début des années quatre-vingt, au lieu de 17 durant la décennie soixante-dix (graphique 19). Mais, la dépréciation du capital existant ayant été grande, ces investissements n'ont permis d'accroître que lentement le stock de capital, donc les capacités réelles de production

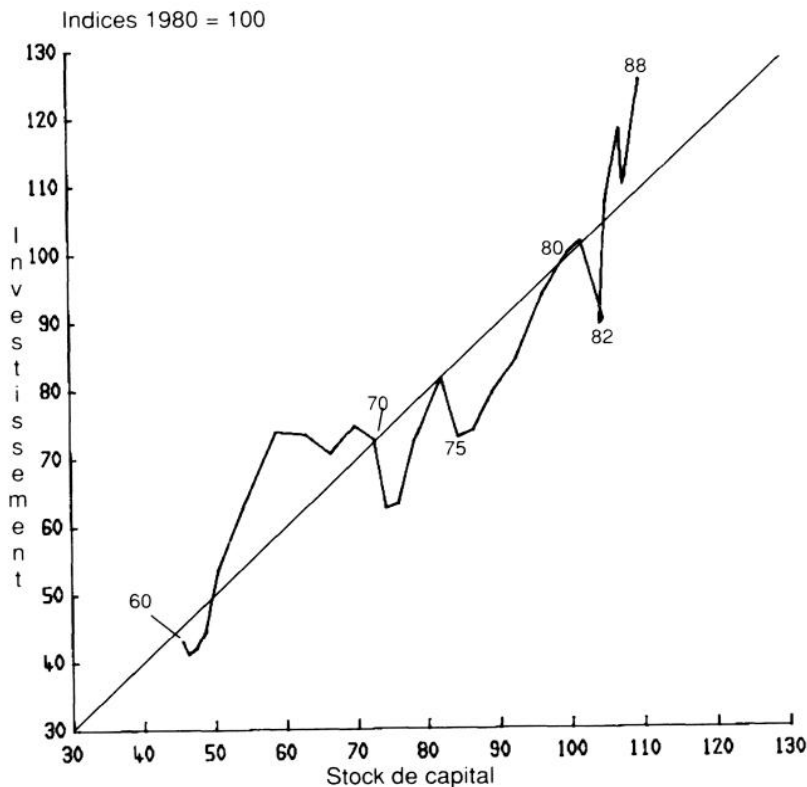


19. Taux d'investissement manufacturier *

* Formation brute du capital fixe en pourcent de la valeur ajoutée.

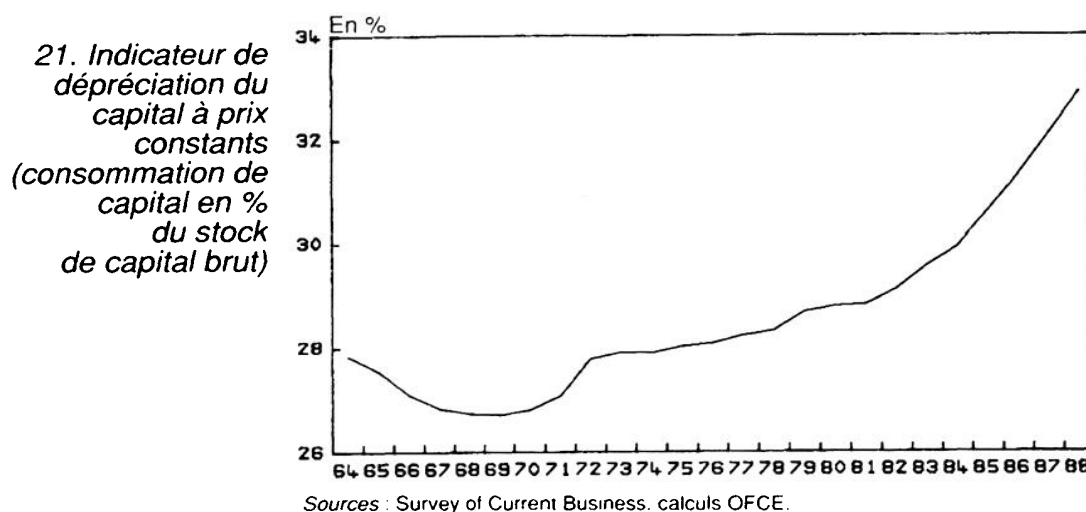
Sources : Survey of Current Business, calculs OFCE.

(graphiques 20, 21 et tableau 7). Les mises au rebut d'installations obsolètes et le renouvellement des équipements industriels ont cependant associé restructuration et modernisation dans plusieurs branches, améliorant sensiblement la productivité manufacturière (cf. infra tableau 8). Il semble par ailleurs que l'investissement des années récentes n'a pas été orienté en priorité vers l'extension de capacités, mais plutôt vers la rationalisation des processus de production ce que montre l'évolution



20. Investissement et stock de capital net à prix constants dans l'industrie manufacturière

Sources : Survey of Current Business, calculs OFCE.



7. Investissement, capacités et taux d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière

Variation annuelle en % sauf spécifié

	Moyenne 1984 à 1987	1988/ 1987
Investissement	6,4	12,4
Investissement/capital, en pourcentage	10,6	11,8
Taux de dépréciation, en pourcentage	9,6	9,9
Stock de capital net	1,1	1,9
Capacités disponibles	2,8	3,0
Production	3,0	5,9
Taux d'utilisation des capacités (*)	80,5-81,1	83,6

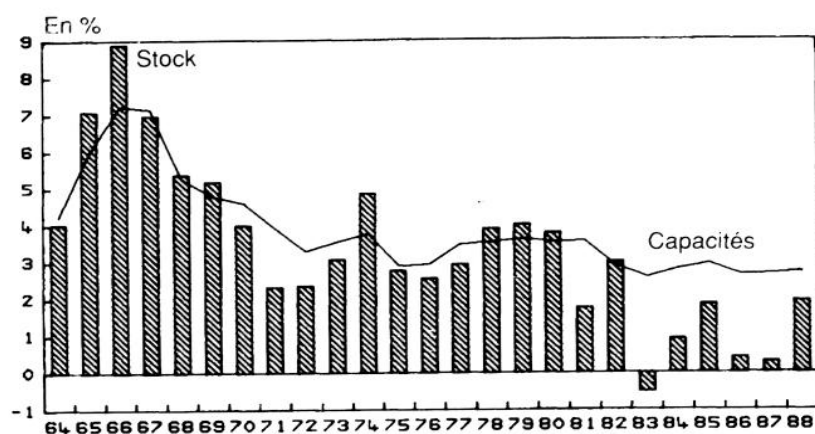
(*) En 1984, en 1987 et en 1988.

Sources : Federal Reserve Bank of New York, Department of Commerce, calculs et estimations OFCE.

simultanée au cours des années récentes du stock de capital net et des capacités de production (graphique 22). Les enquêtes réalisées auprès des entreprises le confirment en indiquant que les investissements de restructuration et modernisation ont absorbé depuis 1985 plus de 70 % des sommes investies⁽¹³⁾ au lieu de 50 % en moyenne de 1965 à 1979.

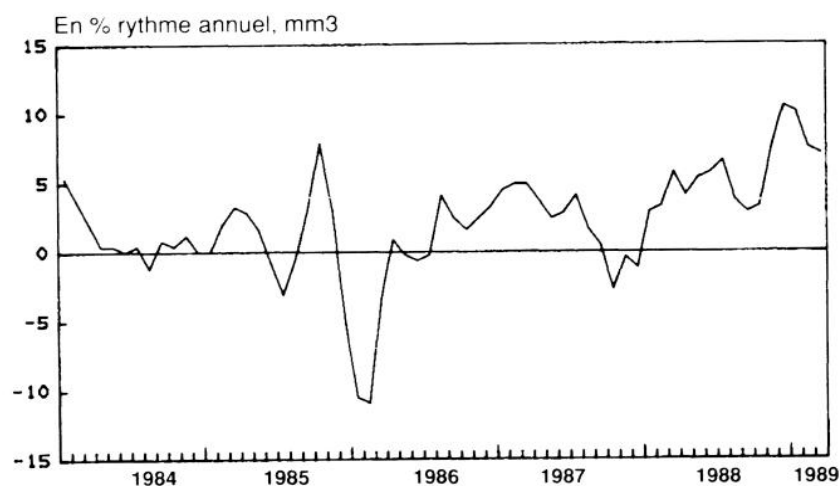
L'accélération des prix à la production a été modérée en 1988, puis brutale au début de l'année 1989 (graphique 23), mais elle ne s'explique pas seulement par l'augmentation du taux d'utilisation des capacités productives. Les fluctuations du prix du pétrole qui avaient ralenti la hausse des prix à la fin de l'année dernière, l'ont au contraire accentuée durant les premiers mois 1989.

(13) Les résultats de cette enquête *Mac Graw-Hill* ne sont disponibles que jusqu'en 1987.



Sources : Survey of Current Business. calculs OFCE.

22. Variations du stock net de capital à prix constants et des capacités de production dans l'industrie manufacturière



Sources : Survey of Current Business. calculs OFCE.

23. Evolution des prix à la production

...à l'origine d'une politique monétaire extrêmement prudente...

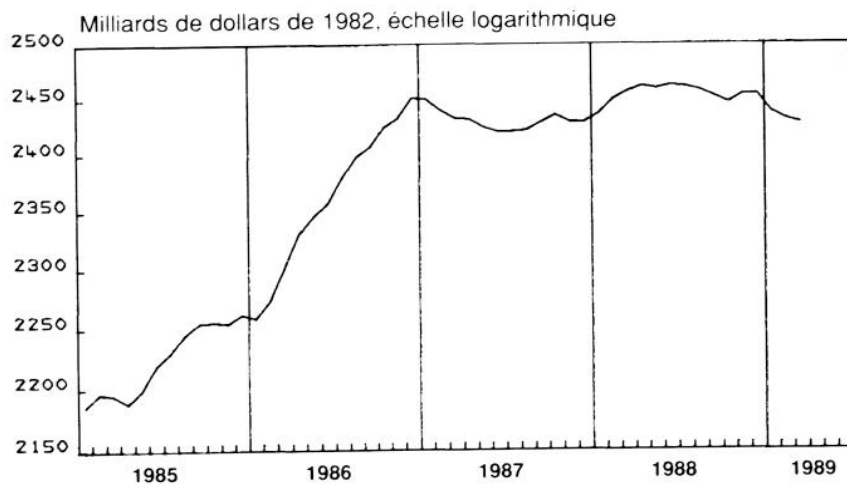
Les évolutions du taux de chômage et du taux d'utilisation des capacités ont dès le mois d'avril 1988 suscité des mises en garde régulières de la part des autorités monétaires et ouvert une période de restriction, qui s'est poursuivie tout au long de l'année 1988 et jusqu'au mois de mai 1989. Mais un certain scepticisme du Comité fédéral de l'Open Market (FOMC) quant à la vigueur effective de l'activité, puis sa conviction que la croissance allait se ralentir d'elle-même pendant la seconde moitié de l'année 1988, ont fait que le durcissement a eu lieu sans à coup brutal. Il a estimé que la croissance du PNB, de 3,4 %, au premier trimestre, se réduirait spontanément pour rejoindre la plage de 2,5 % correspondant au potentiel non inflationniste. Une politique monétaire rigoureuse, mais prudente pour ne pas casser l'activité, telle était formulée l'orientation du FOMC au début de 1988, il s'en est peu écarté depuis.

Pour resserrer la liquidité des banques, les taux des fonds fédéraux (*fed. funds*)⁽¹⁴⁾ ont été élevés d'un point entre le début d'avril et le début de juillet 1988. Au mois d'août : les conséquences de la sécheresse apparaissaient dangereuses pour l'évolution des prix, le taux de chômage était descendu à 5,4 %, et les résultats du commerce extérieur du mois qui venaient d'être connus, s'avéraient particulièrement mauvais (13,7 milliards de déficit en juin) ; le taux d'escompte fut relevé d'un demi-point de 6 à 6,5 %. Il est resté à ce niveau jusqu'en mars 1989. La pression sur les liquidités bancaires avait porté ses fruits : l'évolution de la masse monétaire, dont les objectifs de croissance avaient été fixés pour M2 et M3 (entre 4 et 8 %), était revenue à l'intérieur des fourchettes assignées. L'approche des échéances électorales était peu propice à une politique plus sévère. Les taux des fonds fédéraux sont demeurés quasiment stables jusqu'au mois de novembre et les conditions de liquidités furent assouplies. En décembre une accélération de la masse monétaire est interrompue par de nouvelles hausses de ces taux, qui dureront jusqu'en mars 1989.

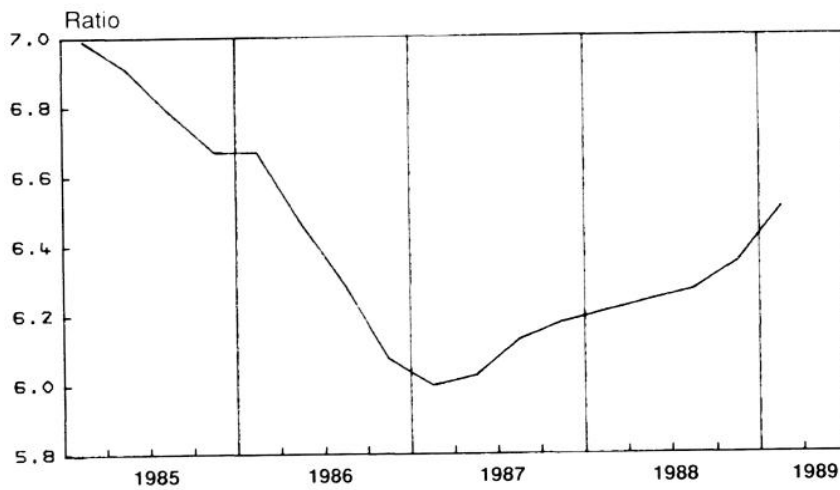
Malgré l'apparente prudence de la politique menée au cours de cette période et les pauses relativement longues dans le processus de durcissement, l'année 1988, a connu comme la précédente, de sensibles restrictions. L'économie progressait rapidement en termes réels, dépassant les objectifs du Federal Reserve Board et la croissance modérée du stock de monnaie conduisit à une diminution du taux de liquidité de l'économie pendant la seconde moitié de 1988 (graphiques 24, 25, 26). Au début de 1989 l'agrégat M2 exprimé en pourcent du revenu des ménages atteint son niveau le plus bas depuis 1983, la masse monétaire en termes réels ayant cessé de croître depuis deux ans. La contrainte imposée par le Federal Reserve Board par le jeu des réserves obligatoires des banques a provoqué une diminution de leurs «réserves libres» et un recours accru aux réserves empruntées auprès de la Banque centrale à un coût plus élevé.

En mars 1989 un nouveau pas a été franchi. L'annonce de la hausse des prix en janvier et février (1,0 % mensuel pour les prix de gros pendant ces deux mois, 0,6 % et 0,4 % pour les prix de détail) faisait craindre une aggravation de l'inflation ; les commandes de biens durables s'étaient accrues de 7,3 % en décembre et l'activité ne donnait aucun signe du ralentissement attendu. Le taux d'escompte fut en conséquence augmenté à 7 %, mais la remontée des fonds fédéraux sera arrêtée dès la fin du mois. Dans l'attente de nouveaux résultats la Réserve fédérale semblait devoir maintenir sa politique jusqu'à l'été.

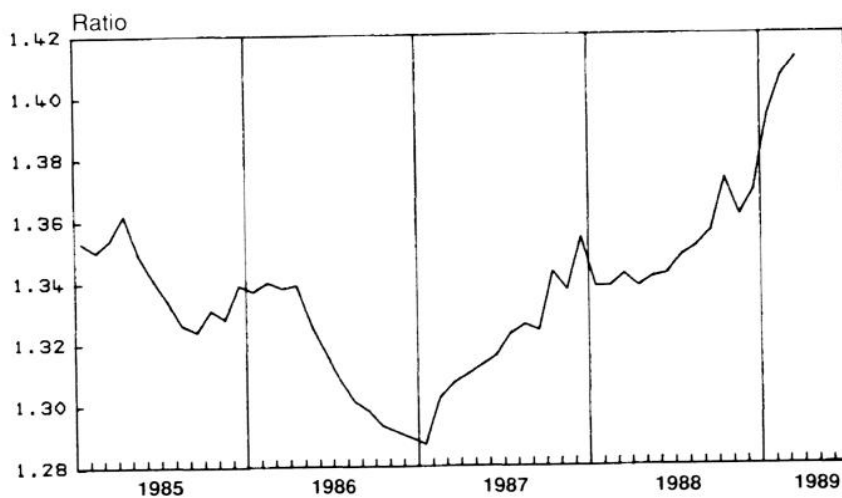
(14) Taux d'emprunts interbancaires au moyen duquel les banques ajustent leurs liquidités. Ce taux, dont les mouvements reflètent les orientations du Federal Reserve Board, commande la plupart des taux de court terme du marché.



24. Masse monétaire M2



25. Vitesse de circulation de M1 ⁽¹⁾



26. Vitesse de circulation de M2 ⁽²⁾

(1) Masse monétaire M1 rapportée au PNB.

(2) Masse monétaire M2 rapportée au revenu des ménages.

Source : Business Conditions Digest.

...jusqu'à la connaissance des premiers signes de ralentissement

Le relèvement du taux d'escompte de mars a été rapidement suivi de l'annonce d'indicateurs d'activité peu vigoureux ce qui a conforté le sentiment des autorités monétaires que les mauvais chiffres du début d'année n'étaient pas durablement inquiétant.

Il se confirme en effet que l'économie américaine a au cours des derniers mois amorcé un ralentissement durable.

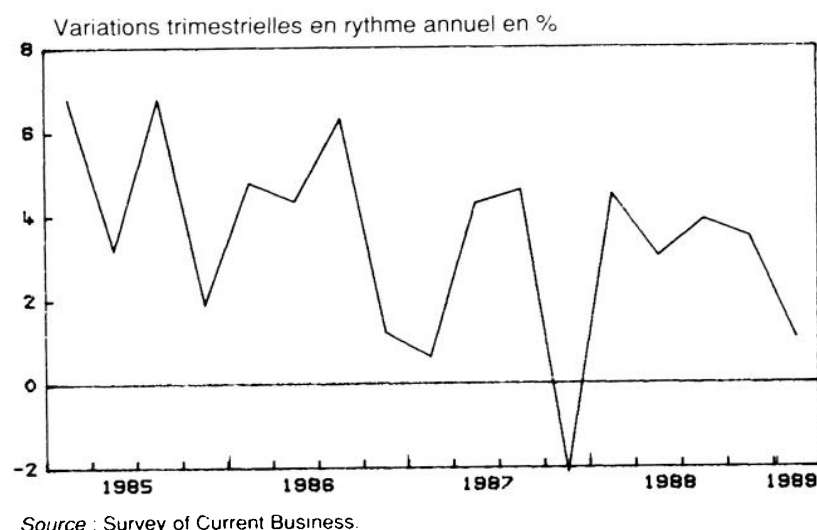
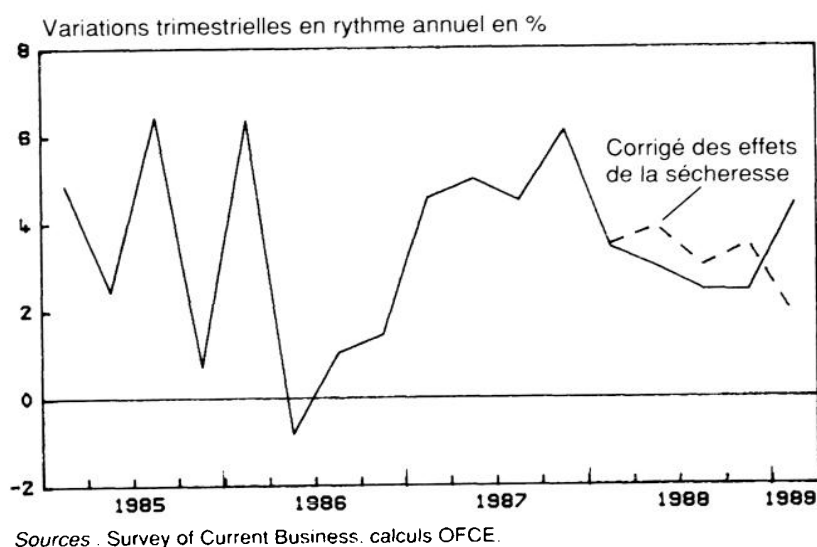
L'évolution des dépenses de consommation des ménages en est le premier signe. Elles se sont accrues à un rythme annuel de 1,1 % au premier trimestre 1989, après 3,5 % au cours du précédent. Les achats de biens durables, peu dynamiques depuis plusieurs trimestres déjà, ont baissé de 3,2 %, à cause d'une contraction de 13 % des achats d'automobiles. Les firmes automobiles faisaient dès lors état d'un gonflement important de leurs stocks et prévoyaient de réduire leur production. L'indice de la production industrielle marquait d'ailleurs un infléchissement dès le mois de février, ce qui entraînait une légère détente des taux d'utilisation des capacités. Enfin les créations d'emplois, encore suffisantes pour faire baisser le chômage, s'étaient sensiblement réduites.

Ces évolutions ont été confirmées par celle du produit intérieur brut. Une fois éliminées les déformations liées à la sécheresse de l'été dernier ⁽¹⁵⁾, la croissance s'établit à 1,8 % au premier trimestre 1989, résultat le plus faible depuis deux ans. Il apparaît d'ailleurs que ce ralentissement s'inscrit dans un mouvement de plus longue période, amorcé après le point haut du deuxième trimestre 1987, seulement contrarié par les résultats du dernier trimestre de cette même année (graphique 27).

De fait le rythme d'évolution des dépenses de consommation des ménages a depuis cinq trimestres tendance à baisser (graphique 28), mais la lenteur de cet ajustement et les contributions positives du commerce extérieur et de l'investissement (respectivement 0,7 et 1,2 point) ont permis que la croissance se soit néanmoins maintenue élevée jusqu'à la fin de l'année dernière. Les chiffres du premier trimestre 1989 montrent que cette situation ne durera pas.

Quand bien même les dépenses des ménages pourraient s'être redressées légèrement au second trimestre, il apparaît clairement que

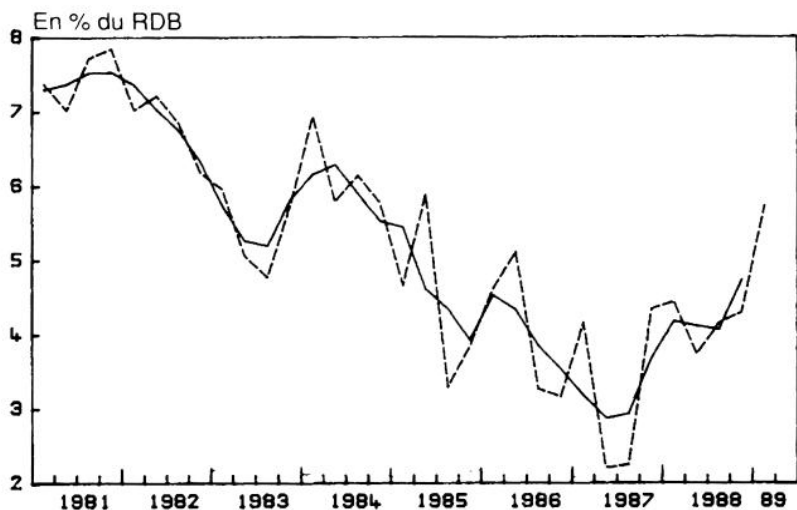
(15) Le Département du commerce américain ayant chiffré l'impact de la sécheresse, il a été possible de corriger de cet effet les chiffres du PNB en termes réels. Les pertes agricoles se sont réparties sur les trois derniers trimestres 1988, à raison de 9 milliards au deuxième, 5 au troisième et 10,5 au quatrième. L'ensemble de ces pertes abouti à un écart de 25 milliards (de 1982) au dernier trimestre. La production agricole devant être en mesure de redémarrer à un niveau normal cette année elle a été comptabilisée comme telle en 1989 ce qui explique la déformation des comptes au premier trimestre.



dans la phase actuelle du cycle de consommation elles continueront à se ralentir par la suite et que leur augmentation n'excédera pas 2 % sur l'ensemble de l'année (après 2,8 % en 1988). Il ne semble pas en revanche que dans le contexte actuel de la politique économique, un retournement brutal puisse survenir. Les perspectives d'achat de biens durables que décrivent les enquêtes auprès des consommateurs, de même que leurs perspectives relatives à la situation économique générale le confirment. Bien qu'en baisse depuis plusieurs mois déjà, les résultats de ces enquêtes demeurent à un niveau élevé, sans commune mesure avec ceux enregistrés à la veille des récessions passées. De plus le revenu réel disponible des ménages s'est accru à un rythme particulièrement soutenu au cours des dix-huit derniers mois. Les revenus du travail ont été conséquents, les revenus des dividendes et ceux des intérêts perçus par les ménages se sont accrus respectivement de 4,7 et 5 % en termes réels en 1988 et encore fortement au premier trimestre 1989 (5,7 et 14,7 % aux taux annuels). L'accroissement des actifs

producteurs de revenus, les bons résultats des entreprises et la remontée des taux d'intérêt en 1988 expliquent ces résultats. Ils ont permis que la remontée du taux d'épargne (graphique 29), nette depuis le milieu de l'année 1987, et accélérée au cours des derniers trimestres, (il a atteint 5,7 % du revenu disponible en début d'année, au lieu de 3 % à la mi-1987) n'ait pas sensiblement affecté la consommation. A moins d'une rupture nette dans le déroulement de la politique économique au cours des mois à venir il est probable que la consommation continuera à se ralentir, mais modérément.

29. Taux d'épargne des ménages américains, série trimestrielle et série lissée sur trois trimestres



Source : Survey of Current Business.

...La croissance américaine se ralentira progressivement

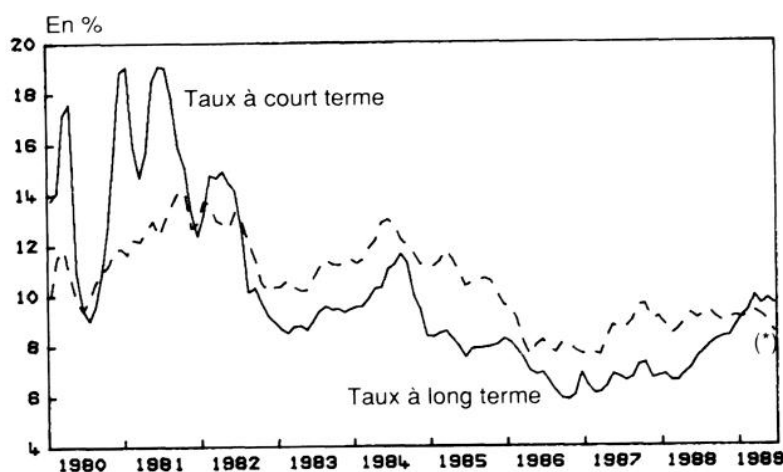
Dans la mesure où la politique économique tant monétaire que budgétaire, ne mettra pas de frein brutal à la croissance, les entreprises américaines profiteront encore de l'amélioration de leur compétitivité au sein d'un environnement mondial toujours porteur si bien que les Etats-Unis éviteront une récession.

La politique économique ne mettra pas de frein brutal à la croissance

Les taux d'intérêt à court terme, qui étaient en phase avec l'activité depuis le début de l'année 1988, ont au premier trimestre 1989 décroché de la production industrielle ; la vitesse de circulation de la monnaie

a connu une brusque remontée, le différentiel de taux avec la RFA et le Japon s'est aggravé. Ces évolutions ont contribué à l'appréciation du dollar durant le mois de mai et conduit à une légère détente monétaire, probablement passagère. Le Federal Reserve Board a réaffirmé sa volonté de maintenir une politique restrictive en 1989 ; elle le sera certainement, mais de manière modérée.

Les objectifs de croissance de la masse monétaire n'ont été que faiblement réduits pour 1989 du fait d'une conjoncture incertaine ⁽¹⁶⁾ et les conditions actuelles pourraient aller à l'encontre d'une augmentation importante des taux d'intérêt. La charge supplémentaire de la dette fédérale et des difficultés accrues des Caisses d'épargne qu'impliquerait une nouvelle remontée des taux compromettrait en effet sérieusement la résorption du déficit fédéral. L'administration pèsera donc de tout son poids pour éviter qu'elle n'ait lieu. De même les engagements internationaux des Etats-Unis concernant le plan Brady, relatif à la dette des pays en voie de développement, et d'autre part la stabilité du marché des changes sont de nature à dissuader les autorités monétaires d'un durcissement monétaire important. Le taux des fonds fédéraux, malgré la baisse récente engagée lors du mouvement d'appréciation du dollar, s'il venait à dépasser 10 % se stabiliserait à un niveau légèrement inférieur, proche de celui des mois récents (graphique 30). A partir de l'automne le ralentissement confirmé de l'économie et l'évolution stabilisée des prix devraient aboutir à une détente contrôlée des taux d'intérêt mais vraisemblablement lente parce que l'inflation serait encore supérieure à 6 % l'an.



30. Taux d'intérêt des fonds fédéraux et des bons du Trésor à 30 ans

(*) Juin 1989 : moyenne des trois premières semaines du mois.

Sources : Business Conditions Digest, actualisations Wall Street Journal.

(16) Un point pour M2 — de 3 à 7 % au lieu de 4 à 8 % — et d'un demi point pour M3 — de 3,5 à 7,5 % — en accord avec des prévisions de croissance du PNB nominal de 6,5 à 7,5 % et de prix de consommation et 4,5 à 5 %.

La structure par terme des taux d'intérêt pourrait se modifier au cours des prochains mois. L'inversion de la hiérarchie des taux depuis le début de l'année n'est pas précisément expliquée. S'il est vrai depuis que la Seconde Guerre mondiale les récessions économiques sont intervenues durant des périodes où les taux longs étaient inférieurs aux taux courts, cette hiérarchie anormale n'a pas toujours été annonciatrice d'une récession. L'inversion des taux semble résulter de la perception qu'ont les marchés de moindres risques inflationnistes à terme et de perspectives optimistes quant à la réduction future du déficit fédéral. Il est par conséquent probable, compte tenu des résultats attendus dans ces domaines que les taux de long terme se tendent progressivement au cours de l'été jusqu'à approcher le niveau des taux de court terme.

Par ailleurs la politique budgétaire ne freinera pas la croissance au cours des prochains trimestres. L'exercice fiscal 1988-1989 prendra fin en septembre et devrait se solder par un déficit important, d'environ 160 milliards de dollars malgré des conditions économiques exceptionnellement favorables. Le prochain budget, dont les causes ont été définies par l'accord bipartite évoqué plus haut ne comporte pas de mesures susceptibles de ralentir la croissance, exception faite de la stabilisation des dépenses militaires en termes nominaux dont l'impact sera faible. Il est probable qu'en revanche le budget 1991, qui n'est pas dans le champ de l'actuelle prévision, mais dont la présentation aura lieu en janvier 1990, procède à une augmentation de la fiscalité directe ou indirecte ⁽¹⁷⁾, dont l'effet d'annonce se ferait sentir dès l'année 1990.

Une compétitivité améliorée et un environnement international encore porteur permettront une lente résorption du déficit extérieur

L'amplitude des mouvements des taux de change du dollar au cours des années quatre-vingt a significativement modifié la compétitivité américaine et la place des Etats-Unis dans le commerce mondial ⁽¹⁸⁾. Entre 1979 et 1985 la forte appréciation du dollar avait provoqué une chute de 30 % de la part américaine des marchés mondiaux de produits manufacturés. Depuis lors, le taux de change est revenu à son niveau de 1979 en termes réels ⁽¹⁹⁾, la part de marché des Etats-Unis a entre le premier trimestre 1986 et le début de 1988 rejoint son niveau de 1980. A la fois cause et conséquence de ce rattrapage rapide, les entreprises américaines ont assaini leurs résultats, accru leurs inves-

(17) Cette dernière éventualité, qui pourrait être l'introduction d'une TVA., que de nombreux spécialistes considèrent comme l'unique moyen de résoudre les problèmes budgétaires actuels, ne fait pas l'unanimité, mais reste à l'étude.

(18) Voir Monique Fouet : « Stratégies industrielles et stratégies de change : le cas des Etats-Unis ». *Revue de l'OFCE* n° 26, janvier 1989.

(19) Calculé à partir des prix d'importations de produits manufacturés, voir Monique Fouet, *op. cit.*, page 26.

tissements, accéléré leur processus de modernisation et de rationalisation et amélioré leurs gains de productivité, sans recourir à des dégraissages massifs de personnel comme les autres pays occidentaux (tableau 8). Leurs exportations se sont accrues plus rapidement que la production nationale, si bien que le ratio d'effort à l'exportation, mesuré par le rapport de ces deux indicateurs, s'est sensiblement accru. Leurs gains sur leur propre marché ont cependant été moins rapides, le taux de pénétration des importations manufacturières sur le marché intérieur ayant continué de s'accroître rapidement jusqu'en 1987 avant de se stabiliser en 1988 (graphique 31). En 1989 les importations mondiales de produits manufacturés seront encore vigoureuses et la compétitivité dont bénéficient les Etats-Unis permettra sans doute aux entreprises américaines de répondre à la majeure partie de la demande qui leur sera adressée. Mais pour ce faire il faudra que leurs structures de production soient suffisantes, ce qui nécessitera des investissements de capacités supplémentaires. Les prévisions des entreprises actuellement disponibles font état de résultats encore encourageants pour 1989, les dépenses d'équipement prévues pour le premier semestre, peu affectées par le resserrement monétaire du fait de l'inversion des taux, étant en hausse de plus de 5 % par rapport au second semestre 1988. Il est néanmoins probable que les parts de marché subiront une légère dégradation compte tenu de l'évolution des prix relatifs observé et à venir. Elle effacerait une partie des gains exceptionnels consécutifs à la dépréciation du dollar de la fin 1987 (graphique 32) de sorte que les niveaux des parts de marché se rapprocheraient de leur tendance de moyen terme ²⁰⁾ quand bien même la préservation de marchés récemment acquis permettra qu'elles restent légèrement supérieures à cette tendance.

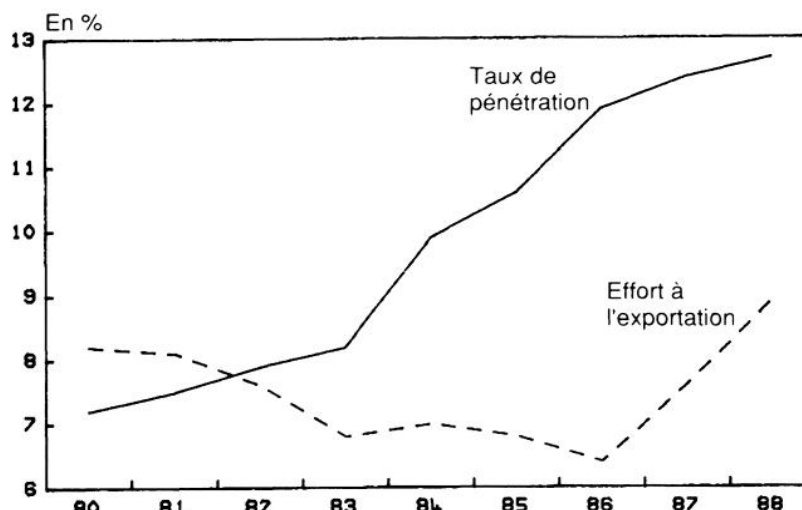
8. Productivité horaire, production et coûts unitaires comparés aux Etats-Unis, au Japon et en RFA. Industries manufacturières

Variation annuelle en %	1975 à 1980	1980 à 1985	1985 à 1987	1987 à 1988
Etats-Unis				
Productivité horaire	1,8	4,0	3,3	3,2
Production	4,0	3,4	3,3	6,0
Coût unitaire en dollar	7,3	1,8	- 0,4	1,0
Japon				
Productivité horaire	6,9	5,6	2,9	7,7
Production	7,5	7,4	2,0	9,5
Coût unitaire en dollar	6,1	- 2,0	28,7	6,7
RFA				
Productivité horaire	3,8	3,4	0,7	4,2
Production	3,2	0,6	0,7	4,1
Coût unitaire en dollar	10,8	- 7,3	32,3	1,4

Sources : *Monthly Labor Review*. US Department of Labor : actualisation 1988 OCDE-PIE et OFCE.

(20) Les mouvements d'adaptation des parts de marché américaines aux prix relatifs ont été décrits dans la chronique de conjoncture. «Le sursis», *Revue de l'OFCE* n° 21, octobre 1987.

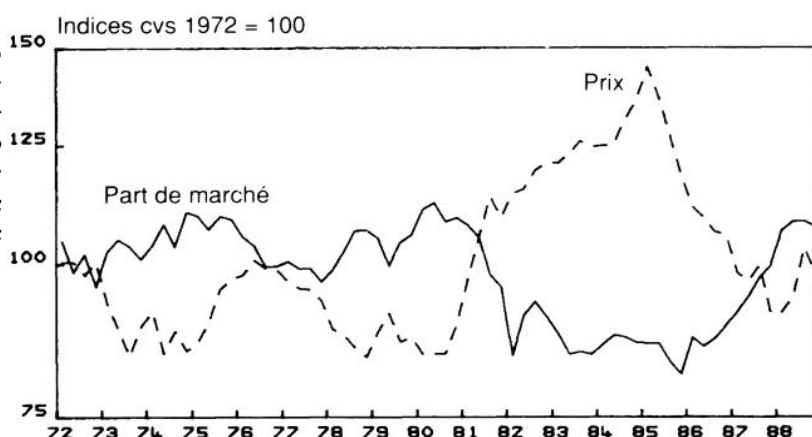
31. Taux de pénétration et effort à l'exportation à prix courants industrie manufacturière *



* Taux de pénétration du marché intérieur calculé par le rapport importations/production + importations - exportations. Effort à l'exportation : exportations/production.

Sources : Survey of Current Business, calculs OFCE.

32. Part de marché à prix constants et prix relatif des exportations de produits manufacturés américains



Prix relatifs : prix américains/prix des 7 principaux autres pays industrialisés en dollars.

Part de marché : exportations volume/demande mondiale.

Sources : nationales, OCDE.A, calculs OFCE.

Le ralentissement de l'activité fera que les importations augmentent moins rapidement qu'au cours des dernières années et la pénétration de l'économie se stabilisera. Les évolutions respectives des exportations et importations seront par conséquent propice à une poursuite de la baisse du déficit commercial, suffisante pour réduire le déficit courant, malgré l'alourdissement de la charge d'intérêt.

En définitive il semble que la croissance américaine progressera à un rythme encore proche de 3 % en 1989, puis de 2 l'année suivante. Au terme de ces deux années la situation serait sensiblement améliorée. Certes le déficit budgétaire n'aura pas atteint les niveaux requis par la loi Gramm Rudman, qui ne sera vraisemblablement plus en vigueur à cette date, mais il sera en tout état de cause, inférieur à 3 % du PNB. Le déficit de la balance courante pourrait aussi se réduire, jusqu'à 90 milliards à la fin de 1990 au lieu de 126 en moyenne en 1988.

Le taux de chômage, après avoir cessé de diminuer dès l'été de cette année, reprendra progressivement un mouvement ascendant, mais lent et de faible ampleur, de sorte qu'il atteindrait environ 6 à 6,5 % de la population active en 1990.

Le maintien de la croissance, même à un rythme ralenti, aura néanmoins comme conséquence un taux d'inflation durablement supérieur à celui connu au cours des années récentes, puisqu'encore de 5 % à la fin de l'année 1990. Peut-être est-ce là le prix à payer pour éviter que l'économie ne traverse une récession.

ANNEXE

Prévisions quantitatives

Equilibre de biens et services en volume (au prix de 1982)	Niveau en 1987 Unité milliards de dollars de 1982	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
		1987		1988		1989		1990		1987	1988	1989	1990
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	2 520.9	0.8	1.4	1.2	1.8	1.0	0.8	0.7	0.7	2.7	2.8	2.3	1.5
Consommation publique	780.2	0.2	2.0	- 1.0	0.6	1.2	- 0.3	0.6	0.4	2.6	0.3	1.4	0.6
FBCF totale	640.4	- 0.2	5.1	2.3	2.4	2.0	1.0	0.2	1.1	1.9	6.1	3.7	1.3
dont : Logement	195.2	- 0.7	- 2.8	- 1.5	2.4	0.5	- 1.9	- 2.0	1.3	0.1	- 1.7	0.7	- 2.
Productive	445.2	0.0	8.8	3.9	2.4	2.5	2.2	1.1	1.0	2.8	9.5	4.9	2.6
Exportations de biens et services	427.9	5.8	10.9	9.2	5.4	5.0	4.0	3.8	3.7	13.1	18.0	9.8	7.8
Importations de biens et services	556.7	0.8	8.1	2.4	4.3	2.5	1.8	0.9	1.0	7.9	8.7	5.6	2.3
Variations des stocks en milliards de dollars de 1982	34.4	28.8	40.1	50.7	34.3	39.0	38.0	31.0	28.0	34.4	42.5	38.5	29.5
PNB	3 847.0	1.9	2.5	2.0	1.3	1.6	0.9	0.8	1.0	3.4	3.9	2.7	1.8
Prix à la consommation		2.2	2.1	1.8	2.2	2.6	3.2	3.0	2.5	3.6	4.0	5.3	5.9
Solde courant en % du PNB		- 3.5	- 3.3	- 3.0	- 2.6	- 2.2	- 2.0	- 1.8	- 1.6	- 3.4	- 2.8	- 2.1	- 1.7

A l'exception des lignes «variations de stocks» et «Solde courant en % du PNB».

Sources : Survey of Current Business, BEA, prévisions OFCE.

Les ménages : des revenus à la consommation

Variations par rapport à la période précédente en pourcent

	1987		1988		1989		1990		1987	1988	1989	1990
	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Salaire apparent nominal (*) (Masse salariale/emplois en %)	2,3	2,6	1,8	2,7	2,7	3,0	2,9	2,7	4,6	4,5	5,7	5,9
Déflateur de la consommation	2,5	2,3	1,8	2,4	2,7	3,4	3,0	2,6	4,5	4,2	5,7	6,1
Emplois salariés (*)	1,3	1,6	2,1	1,7	1,6	0,8	0,5	0,6	2,6	3,7	2,8	1,1
Prix constants en %												
- Masse salariale	1,1	1,9	2,0	2,0	1,6	0,4	0,4	0,7	2,8	4,0	2,8	0,9
- Revenu avant transferts(**)	1,4	1,9	1,8	1,6	2,7	0,8	0,8	0,9	2,7	3,6	3,9	1,6
- Revenu avant impôt	1,2	1,6	1,6	1,4	2,6	0,9	0,9	0,9	2,5	3,1	3,7	1,8
- RDB	0,7	1,5	2,1	1,9	2,6	0,9	0,8	0,9	1,7	3,8	4,0	1,7
- Consommation	0,8	1,4	1,2	1,8	1,0	0,8	0,7	0,7	2,7	2,8	2,3	1,5
Taux d'épargne en % du RDB	3,2	3,3	4,1	4,2	5,7	5,8	6,0	6,1	3,2	4,2	5,8	6,1

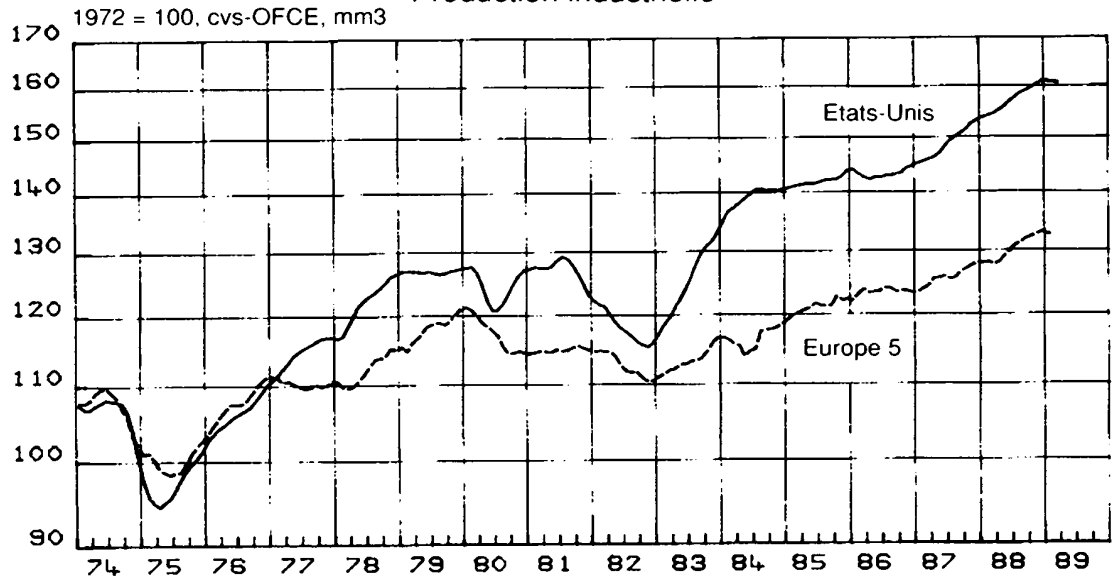
(*) Ensemble de l'économie non agricole.

(**) Revenus du travail et de la propriété, plus intérêts et dividendes reçus.

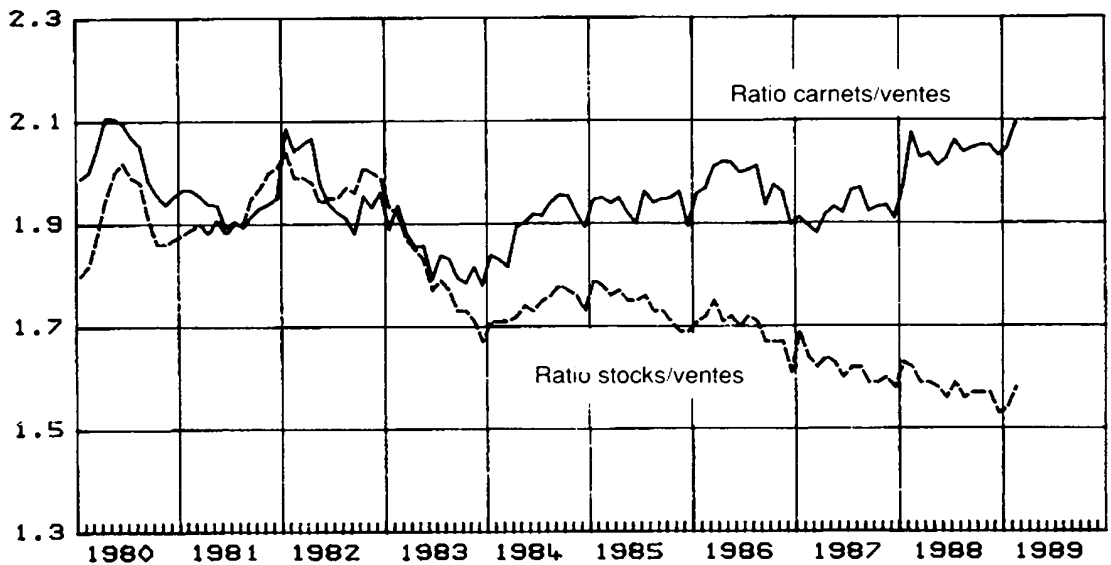
Sources : Survey of Current Business. BEA. prévisions OFCE.

Diagrammes

Production industrielle

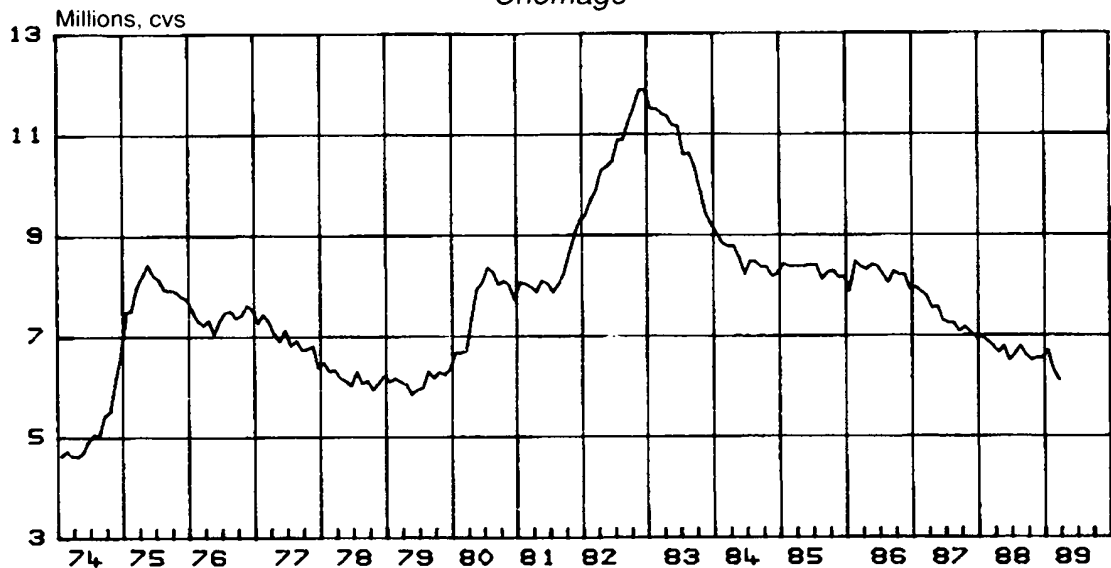


Carnets et stocks industriels *

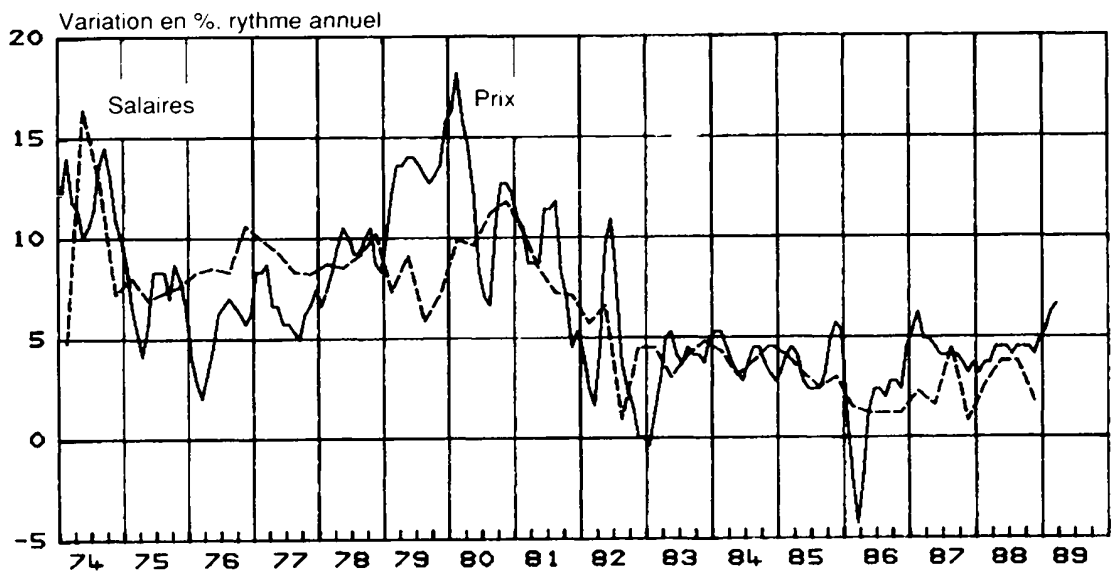


* Industries manufacturières hors commerce de détail

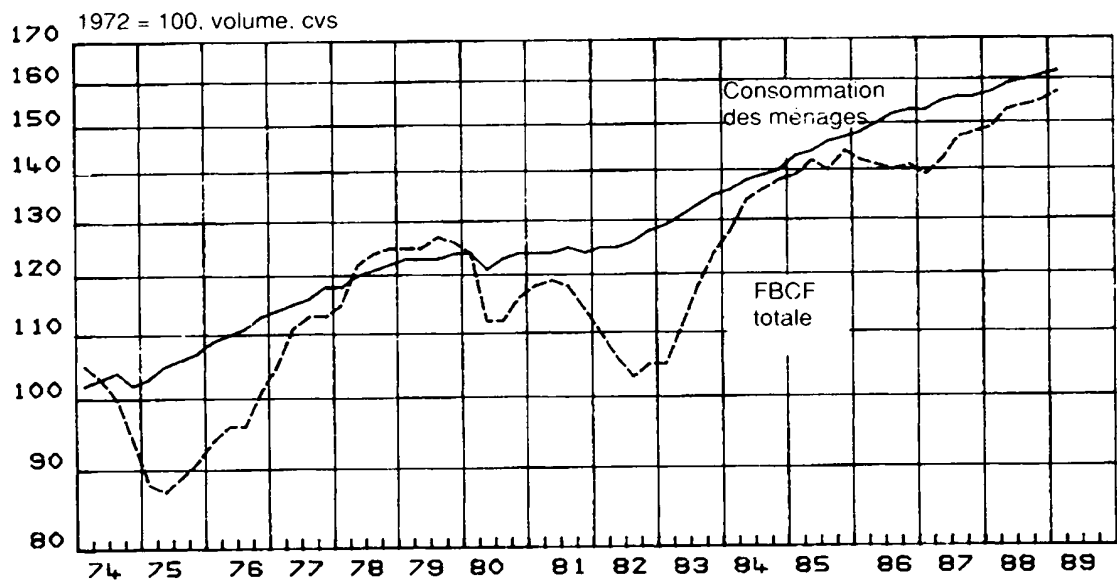
Chômage



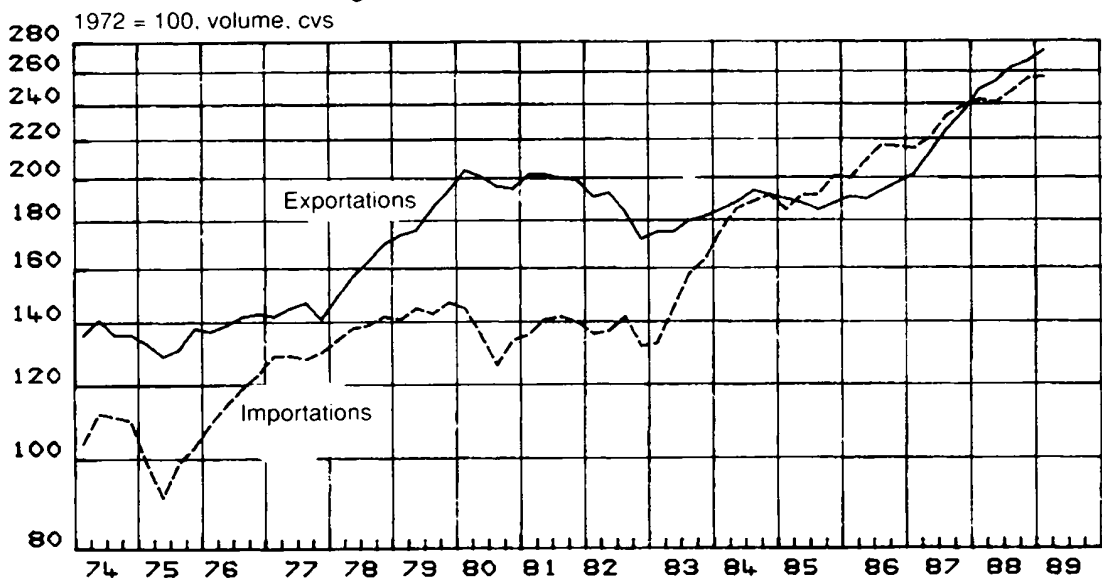
Prix et salaires



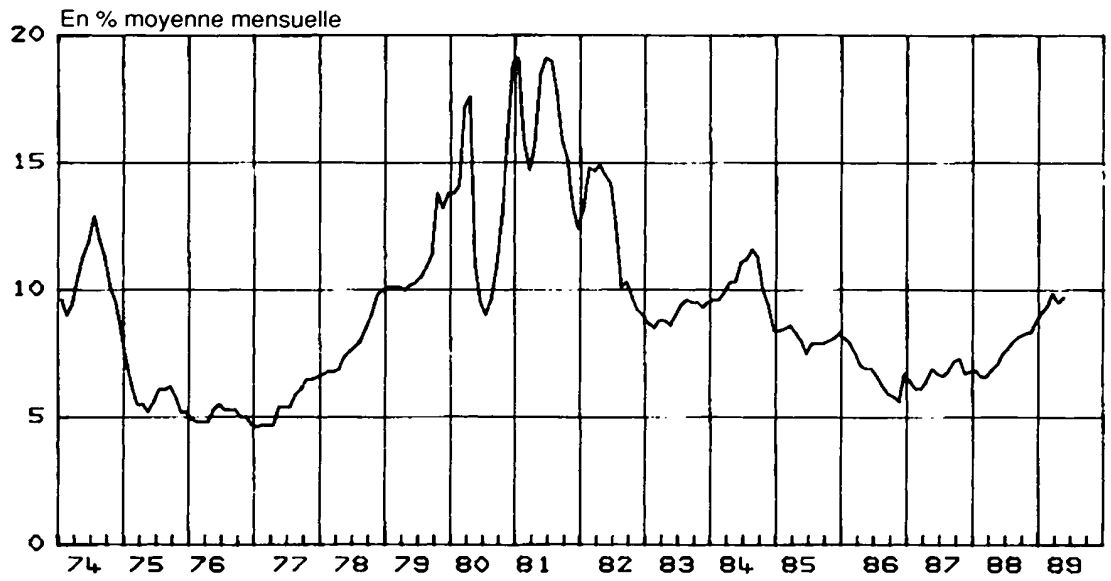
Consommation et investissement



Echanges extérieurs de biens et services



Taux d'intérêt au jour le jour



Cours du change du dollar

