

Les dilemmes de M. Bushakis

Jean Pisani-Ferry*

Quel que soit le résultat de la prochaine élection, le futur président devra s'attaquer au problème central de l'économie américaine des années à venir : partant d'une situation de plein emploi, comment résorber le déficit extérieur, sans relancer l'inflation ? Le solde des échanges a certes commencé à s'améliorer depuis la fin de 1987, mais la pénétration des produits étrangers se maintient et les effets de la baisse du dollar vont peu à peu s'épuiser. Résorber le déficit dans les cinq ans à venir en préservant la stabilité des prix impose l'adoption d'une politique budgétaire restrictive. Sont ici analysés, dans une optique de moyen terme, les paramètres qui commandent l'évolution des soldes extérieur et budgétaire, ainsi que celle des prix, afin d'estimer la marge de manœuvre du futur occupant de la Maison-Blanche.

L'économie américaine défie les Cassandre. Le diagnostic semblait acquis : pour résorber les déficits jumeaux des finances fédérales et du commerce extérieur, il fallait une vigoureuse correction de la politique budgétaire, et notamment un accroissement de la pression fiscale. Seul un tel programme était à même de réduire l'appel à l'épargne privée et de provoquer un ralentissement prolongé de la demande intérieure. A cette condition, seulement, les Etats-Unis pouvaient sans risque rejoindre un sentier de croissance équilibrée. A défaut de s'y résoudre, ils couraient, et nous faisaient courir, les risques les plus graves : un nouveau krach, une récession brutale, un « crash landing » du dollar, une grande inflation.

Or les Etats-Unis semblent prospérer en dépit des menaces. Le président Reagan s'est jusqu'au bout refusé à toute hausse significative des impôts, et le compromis conclu en novembre 1987 avec le Congrès a figé la politique budgétaire pour deux exercices. Mais sans qu'on comprenne bien comment, le déficit fédéral aura été, de 1986 à 1988, réduit de deux points de PNB. Le solde extérieur, dont on avait fini par

* Jean Pisani-Ferry est chef du département « Analyses macro-économiques » du CEPII.

désespérer, s'est sensiblement redressé, et la fermeté du dollar ne doit rien aux interventions des banques centrales. Robuste, la croissance est aussi particulièrement saine, puisque tirée par le commerce extérieur et l'investissement. Le plein emploi est assuré. L'inflation, cependant, donne quelques alarmes ; mais les indicateurs ne signalent pas de dérapage évident des prix et, sous la conduite de M. Greenspan, le Fed veille. Bref, cette économie que l'on vouait à l'austérité semble réussir à conjuguer ajustement et prospérité.

Faut-il pour autant réviser le diagnostic de moyen terme ? C'est sans doute à cette question que voudront en priorité répondre les conseillers économiques du prochain président. Celui-ci, en effet, visera certainement un second mandat. S'il lui apparaît nécessaire, pour pouvoir se prévaloir en 1992 d'une situation assainie, de proposer au Congrès une révision drastique du budget fédéral, tout invitera à ce qu'il le fasse dans les semaines qui suivront son investiture. S'il peut se contenter de rectifications à la marge, dans le fil de ce qui s'est fait jusqu'à présent, il est probable qu'il choisira cette option.

Le présent article a pour but de rassembler des éléments de jugement sur ce diagnostic à l'horizon 1992. Sont successivement examinés l'évolution du déficit extérieur, les risques de surchauffe inflationniste et les questions budgétaires. Sur chacun de ces points, on s'efforce de confronter l'évolution récente à des normes de moyen terme. Cette démarche débouche sur une évaluation des choix de politique économique de la prochaine Administration.

L'ajustement extérieur : au début du chemin

Depuis la fin 1986, l'ajustement extérieur est entamé. Depuis la fin 1987, les chiffres du commerce extérieur en témoignent sans ambiguïté. Il aura donc fallu deux ans, à compter de l'accord du Plaza, pour que la baisse du dollar exerce nettement ses effets rééquilibrants. Ce délai a surpris : ni les temps de réponse des volumes aux prix, habituellement longs, ni la vigueur de la demande intérieure, ni la succession de courbes en J, en raison du glissement quasi continu du dollar, ne suffisaient à expliquer que le déficit résiste si longtemps à l'amélioration de la compétitivité américaine (Hooper et Mann, 1987 ; CEPII, 1988). C'est pourquoi le pessimisme l'emportait il y a quelques mois encore, et qu'à l'automne 1987 les banques centrales devaient céder à la pression des marchés, qui jugeaient irréalistes les taux de change du Louvre. Puis le redressement s'est manifesté avec éclat, et en quelques mois, le dollar a gagné près de 10 % en termes effectifs, retrouvant presque son niveau de l'été 1987.

Ce redressement provient, pour l'essentiel, de la spectaculaire progression des exportations, et singulièrement des exportations de biens durables où se concentrent les pôles de compétitivité américains (tableau 1). Les importations, en revanche, ne

marquent qu'une modeste inflexion. La forte demande intérieure, le comportement de fixation des prix des offreurs étrangers, qui ont très généralement choisi de prélever sur leurs marges plutôt que de renoncer à leur implantation sur le plus grand marché du monde (Baldwin, 1988), et les habitudes prises au temps du dollar fort expliquent que la pénétration des produits étrangers continue de progresser. Les fluctuations du taux de change laissent donc une trace structurelle : l'économie américaine s'est ouverte¹, elle devient plus spécialisée. Mais aussi, la résistance des importations rend mécaniquement plus difficile le rétablissement de l'équilibre extérieur.

TABLEAU 1

L'ajustement extérieur

Glissements sur quatre trimestres, en rythme annuel

	85 : 2-86 : 2	86 : 2-87 : 2	87 : 2-88 : 2
Exportations (aux prix de 1982)			
Marchandises	+ 2,9	+ 13,2	+ 26,6
Biens durables	+ 4,6	+ 10,9	+ 32,9
Importations (aux prix de 1982)			
Marchandises	+ 11,1	+ 4,5	+ 7,0
Biens durables	+ 11,3	+ 5,2	+ 7,8
Termes de l'échange	+ 1,9	- 9,1	+ 0,9
Prix des importations de biens durables	+ 5,7	+ 3,8	+ 1,7

Source : comptabilité nationale.

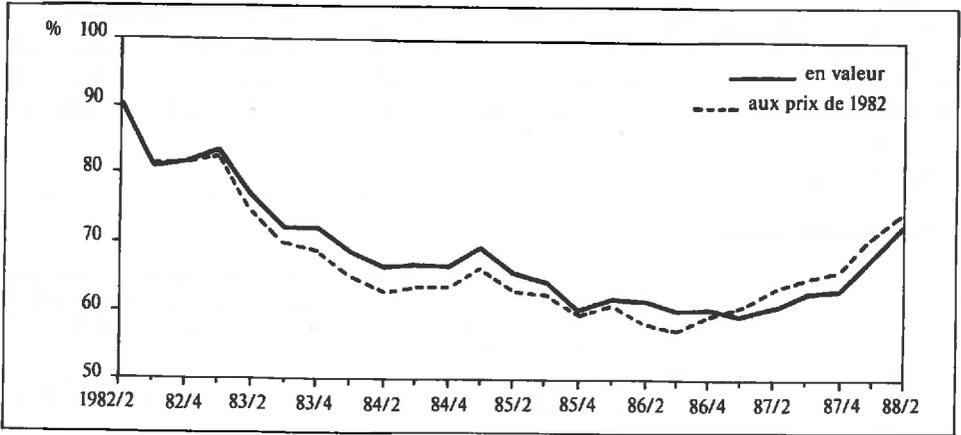
Pour vigoureux que soit cet ajustement, il n'a cependant conduit jusqu'à présent qu'à faire passer le taux de couverture des échanges de biens (en valeur) de 60 % à un peu moins de 73 % (graphique 1), situation toujours alarmante au regard des critères ordinaires. Les prévisions à court terme s'accordent à annoncer pour 1989 un maintien du déficit courant nettement supérieur à 100 milliards de dollars, sans doute voisin de 130 milliards (OCDE 1988, FMI 1988), et ni la hausse récente du dollar ni le dynamisme de la demande intérieure n'invitent à pronostiquer un rééquilibrage plus prononcé. Au-delà de 1989, les spécifications usuelles des équations de commerce extérieur conduisent à prévoir, avec l'épuisement des effets de la dépréciation du dollar, une dégradation progressive du solde courant en raison du déficit commercial acquis et de l'accumulation de dette extérieure². Dans une optique de moyen terme, une telle évolution ne peut être tenue pour acceptable. La confiance que les marchés témoignent depuis quelques mois à la monnaie américaine ne suffit pas, en effet, à garantir que soient réunies les conditions d'une évolution plausible : l'expérience récente enseigne que les taux de change observés peuvent impliquer une accumulation de dette extérieure peu vraisemblable (Krugman, 1985).

1. De 1979 à 1987, le taux d'ouverture mesuré par le rapport des importations au PNB est passé de 11,1 à 14,7 % (aux prix de 1982).

2. Telle est, notamment, la conclusion que Bryant et Holtham (1988) tirent d'une comparaison systématique des principaux modèles multinationaux existants.

GRAPHIQUE 1

Taux de couverture des échanges de biens

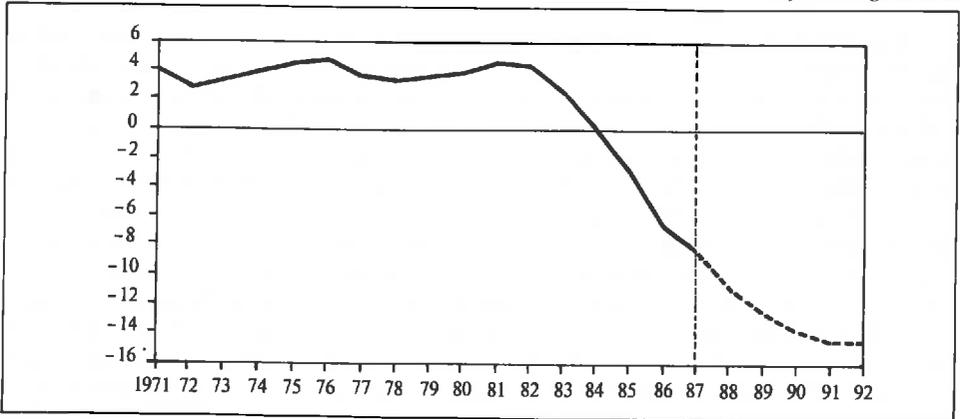


Source : comptabilité nationale.

GRAPHIQUE 2

Position extérieure nette en fin d'année

En pourcentage du PNB



Source : Département du Commerce, projections CEPIL.

La dette extérieure nette des Etats-Unis s'élevait fin 1987 à 368 milliards de dollars³, soit un peu plus de 8 % de leur PNB, alors que jusqu'au début des années quatre-vingt ils étaient créditeurs nets à hauteur de 4 % du PNB environ. Définir un

3. Chiffres du département du Commerce (position extérieure nette en fin d'année).

cheminement vraisemblable pour le rééquilibrage extérieur, c'est fixer une borne, ou une norme, à cet endettement. Une telle norme étant par nature entachée d'arbitraire, il convient d'en choisir une qui ne soit pas contraignante à l'excès.

Souvent retenu, le critère d'équilibre des transactions courantes correspond (aux ajustements statistiques et aux effets de valorisation près) à une stabilisation de la dette en termes nominaux. Il ne s'impose pas : le propre d'une économie mondiale financièrement intégrée est d'autoriser des déséquilibres des transactions courantes. C'est en termes de stocks que doivent être appréciées les limites au déficit extérieur. Or, pas plus que les contraintes de solvabilité, celles qui tiennent aux choix de portefeuille des agents du reste du monde ne conduisent à une norme aussi sévère. La solvabilité des Etats-Unis n'est pas en cause au niveau d'endettement actuel ; on peut par ailleurs raisonnablement supposer que, même en l'absence de différentiels de rendement, le souci de diversification conduira les détenteurs d'actifs des pays excédentaires à accroître leur portefeuille de titres en dollars (Brender, Gaye et Kessler, 1986).

Ni les contraintes de solvabilité ni les contraintes de portefeuille ne permettent cependant d'envisager une progression continue du ratio dette/PNB. A terme plus ou moins rapproché, ce ratio devra être stabilisé par un rééquilibrage intégral des échanges de biens et services non-facteurs. Les Etats-Unis enregistrent alors un déficit permanent de leurs transactions courantes dont le montant correspondra au service de la dette extérieure⁴.

A quelle échéance, et à quel niveau, les Etats-Unis devront-ils stabiliser leur dette extérieure ? Dans le cadre d'un scénario de politique économique, il est raisonnable de faire coïncider l'échéance avec l'éventuel renouvellement du mandat du prochain président à la fin de 1992. L'application de cette condition conduit à projeter une dette extérieure nette de 15 % du PNB environ (graphique 2), et le déficit permanent des transactions courantes serait alors de l'ordre d'un point de PNB⁵. Ce scénario impose un important effort de rééquilibrage : les Etats-Unis devraient en cinq ans intégralement résorber 3,5 points de PNB de déficit commercial alors que, jusqu'au début des années quatre-vingt, l'excédent des revenus de facteurs leur autorisait un déficit voisin d'un point de PNB. Pour y parvenir, il faudrait que chaque année le taux de croissance des exportations en valeur dépasse de 10 % celui des importations⁶. Or ceci n'est le cas, en glissement annuel, que depuis le premier trimestre 1988. L'ajustement n'en est donc qu'à ses débuts.

4. Ces conditions sont indépendantes du niveau d'endettement atteint si le taux d'intérêt réel est égal au taux de croissance, hypothèse généralement retenue pour ce genre d'exercice.

5. Sur la base des hypothèses de PNB et de taux d'intérêt retenues dans les projections à moyen terme du Congressional Budget Office, et pour une réduction régulière du déficit courant.

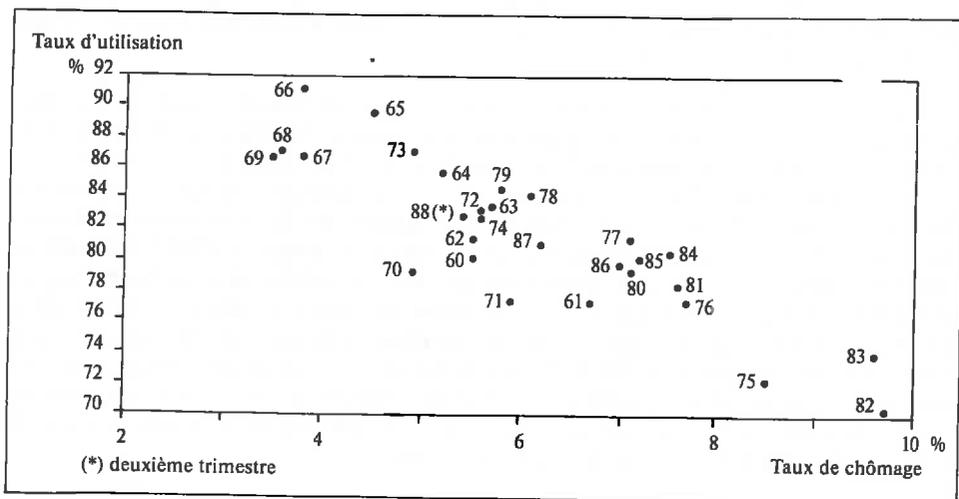
6. Sur la base des chiffres de 1987, la condition exacte s'écrit $x = 0,1 + 1,1 m$, où x et m sont les taux de croissance des exportations et des importations en valeur.

Le risque inflationniste : une contrainte de moyen terme

A l'aune des années soixante-dix, la conjoncture américaine est typiquement inflationniste. La monnaie s'est fortement dépréciée, les prix des produits de base se redressent après une longue atonie⁷, la demande intérieure progresse à vive allure, le chômage est faible, des tensions locales se font jour sur le marché du travail, et les capacités de production industrielle, sollicitées par la vigueur de la demande étrangère, sont près d'être saturées si l'on en juge par les taux d'utilisation. Tous les marchés, donc, sont orientés de la même manière (graphique 3). La Réserve fédérale est, de surcroît, prise dans un faisceau de contraintes. Limitée dans sa marge de manœuvre par le contexte pré-électoral, elle doit en outre piloter simultanément la demande intérieure et le taux de change. Privée du guide, ou du moins de la caution, que lui ont un temps fourni les agrégats monétaires, elle gère ces impératifs contradictoires au gré de son diagnostic conjoncturel à la manière du « fine tuning » discrétionnaire des années soixante.

GRAPHIQUE 3

La courbe d'Okun, 1960-1988



Sources : Réserve fédérale, département du travail.

Taux de chômage : taux de chômage civil.

Taux d'utilisation : taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière.

Surchauffe de l'économie réelle, politique budgétaire hors contrôle, politique monétaire trop accommodante face aux tensions sur les prix : voyons-nous se reproduire la combinaison qui, dans le passé, a conduit au dérapage inflationniste ? A en juger par les prix du PNB, la menace tarde à se concrétiser (graphique 4). Mais l'expérience passée enseigne que, dans ce pays, les tensions inflationnistes sont

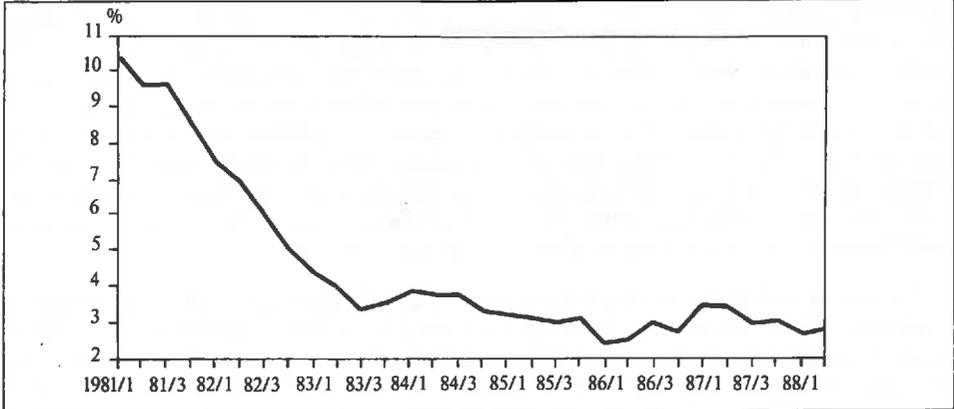
7. D'août 1987 à août 1988, l'indice The Economist des prix des produits de base en dollars a progressé de plus de 30 %.

lentes à se manifester, du fait notamment de la forte inertie des contrats salariaux. Il convient donc de prendre du recul par rapport aux indicateurs instantanés et d'examiner si la situation présente conduit, à terme plus ou moins rapproché, à une reprise de l'inflation.

GRAPHIQUE 4

Prix du PNB

Glissement sur 4 trimestres



Source : comptabilité nationale.

La tradition macro-économique américaine propose, pour en juger, un indicateur : le NAIRU, ou taux de chômage non-inflationniste. Imparfait, puisqu'il néglige le marché des produits au profit du seul marché du travail, cet indicateur est en outre fluctuant, puisqu'il est susceptible d'être affecté par les variables qui interviennent dans le comportement des partenaires de la négociation salariale, et par la composante importée de l'inflation. Il fournit cependant un point de départ pour l'analyse de moyen terme.

La plupart des évaluations récentes (Coe, 1985 ; Gordon, 1985 ; OCDE, 1986 ; CBO, 1988) situent aujourd'hui le NAIRU aux alentours de 6%. Les taux de chômage récemment observés (5,4 % au deuxième trimestre 1988) font donc, selon ce critère, courir un risque inflationniste. Certains éléments peuvent sans doute avoir contribué à une baisse du NAIRU, en particulier le caractère plus concurrentiel du marché des produits (du fait de la déréglementation et de l'accroissement de l'ouverture commerciale) et les changements intervenus dans les pratiques de négociation salariale. C'est ce que semblent indiquer les enquêtes sur les conventions collectives, qui, depuis plusieurs années, font état d'une exceptionnelle modération salariale dans le secteur syndiqué, et qui, pour la période récente, n'indiquent toujours pas d'accélération notable des hausses de rémunérations⁸. La modération

8. Sur ces différents points voir, dans ce même numéro, l'article d'Elizabeth Kremp et Jacques Mistral.

salariale est d'ailleurs, avec le contre-choc pétrolier, la raison principale de la sagesse des prix dans un contexte par ailleurs si propice à l'inflation.

Pour le moyen terme, toutefois, il serait dangereux de tabler sur un NAIRU sensiblement plus faible que ne l'indiquent les travaux récents : demande extérieure et dépréciation du dollar peuvent directement nourrir la hausse des prix et indirectement inciter les entreprises à des concessions salariales. L'économie américaine est sûrement au plein emploi, peut-être même au-delà. Elle ne dispose plus de ressources inemployées qui puissent autoriser une expansion durablement supérieure à la croissance potentielle. Or, face à une surchauffe inflationniste, la Réserve fédérale serait contrainte à réagir vigoureusement pour ne pas perdre la réputation acquise dans la désinflation du début des années quatre-vingt : concrètement, à prendre le risque de provoquer une récession plutôt que celui d'un dérapage des prix. Un ralentissement prolongé de l'expansion s'impose. Les projections du Congressional Budget Office qui envisagent une croissance moyenne de 2,6 % entre 1987 et 1993, conduisant à un taux de chômage de 5,8 % à l'année terminale, fournissent donc une référence plus fiable que celles de l'Administration, qui table sur une croissance supérieure à 3 % et un taux de chômage de 5,2 % en 1993.

Le risque inflationniste impose de la sorte une borne supérieure à la croissance. L'ajustement extérieur exige parallèlement qu'une fraction importante de l'accroissement du produit soit consacré à l'augmentation du surplus exportable. De ces deux contraintes résulte une limite à la progression de la demande intérieure : il ne faudrait pas qu'elle dépasse un rythme de croissance de 2 % l'an sur la période 1987-92⁹. Or elle s'est toujours située au-dessus de ce seuil au cours du présent cycle de croissance, et notamment depuis le début de l'ajustement extérieur (tableau 2).

TABLEAU 2

Contributions à la croissance

	<i>Glissements en rythme annuel, prix de 1982</i>		
	85 : 2-86 : 2	86 : 2-87 : 2	87 : 2-88 : 2
Demande intérieure hors stocks*	+ 4,0	+ 2,5	+ 2,9
Consommation privée	+ 2,9	+ 2,0	+ 1,5
Consommation publique	+ 1,2	+ 0,4	+ 0,1
FBCF	- 0,1	+ 0,1	+ 1,3
Commerce extérieur	- 1,1	+ 0,4	+ 0,9
Exportations	+ 0,1	+ 1,2	+ 2,1
Importations	- 1,2	- 0,8	- 1,1
PNB	+ 3,1	+ 3,0	+ 4,3

Source : comptabilité nationale.

* La contribution à la croissance de la demande intérieure est très proche de la croissance de cette variable elle-même.

Que l'investissement ait récemment remplacé la consommation comme moteur de la demande intérieure est rassurant, car cela favorise à terme la progression des exportations et une moindre tension sur les capacités de production. Dans un

9. Cette contrainte sera plus sévère si l'ajustement extérieur se fait par le canal d'une baisse des termes de l'échange.

premier temps, cependant, cela contribue à accroître la demande intérieure et à solliciter à l'excès la croissance : l'ajustement extérieur compromet la stabilité intérieure.

Le budget fédéral : un instrument plus qu'une contrainte

Depuis l'exercice 1987, l'orientation de la politique budgétaire est marquée par le souci du rééquilibrage. Après avoir dépassé 5 % du PNB de 1983 à 1986, le déficit fédéral a été en 1987 ramené à 150 milliards de dollars, soit 3,4 % du PNB (graphique 5). Si ce progrès spectaculaire est en partie dû à des recettes exceptionnelles¹⁰, l'année 1988 devrait confirmer un redressement, puisque le déficit devrait, selon les récentes évaluations du Congressional Budget Office (CBO), avoisiner 155 milliards de dollars¹¹. Compression des dépenses, accroissement des recettes, et brillante conjoncture, concourent à ce résultat.

Trois ordres de considérations peuvent être retenus pour apprécier le déficit budgétaire et son évolution souhaitable.

Les premières font référence à la solvabilité de l'Etat fédéral, telle que permettent par exemple de l'apprécier les ratios d'endettement traditionnels. On peut, en second lieu, examiner les conditions du financement du déficit public par l'épargne des autres secteurs intérieurs et celle du reste du monde. Enfin, le budget peut être envisagé comme instrument de politique économique. Chacune de ces approches peut conduire à définir des normes budgétaires, qui n'ont *a priori* pas de raison de coïncider. Elles vont être tour à tour examinées.

Les projections à moyen terme établies par le CBO sous hypothèse de législation constante indiquent que le déficit devrait continuer à diminuer progressivement (graphique 6). Bien qu'en deça de l'objectif fixé par la nouvelle loi Gramm-Rudman de septembre 1987, qui fixe à l'exercice 1993 le rétablissement de l'équilibre, l'évolution projetée n'est en elle-même pas alarmante. Elle devrait conduire à une baisse du ratio de dette publique nette en proportion du PNB et, s'il en est ainsi, les finances publiques américaines pourront, au début de la prochaine décennie, se comparer favorablement à celles de la plupart des pays industriels.

Trois réserves doivent cependant être faites. La première est que le déficit fédéral est désormais intégralement ce que les économistes américains ont coutume de nommer un déficit de plein emploi ; en d'autres termes, sa composante conjoncturelle est voisine de zéro (graphique 5). La seconde est que les projections à législation

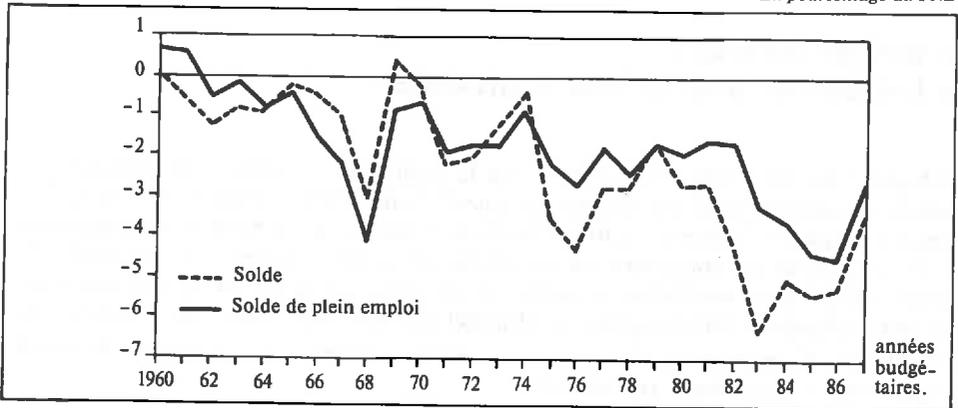
10. Selon les estimations du Congressional Budget Office, la moitié de la baisse du déficit entre les exercices 1987 et 1988 (71 milliards) est due à des facteurs exceptionnels, dont 22 milliards à des effets temporaires de la réforme fiscale de 1986 (qui, symétriquement, accroîtra de 10 milliards le déficit de 1988).

11. Prévisions CBO, août 1988.

GRAPHIQUE 5

Solde du budget fédéral

En pourcentage du PNB

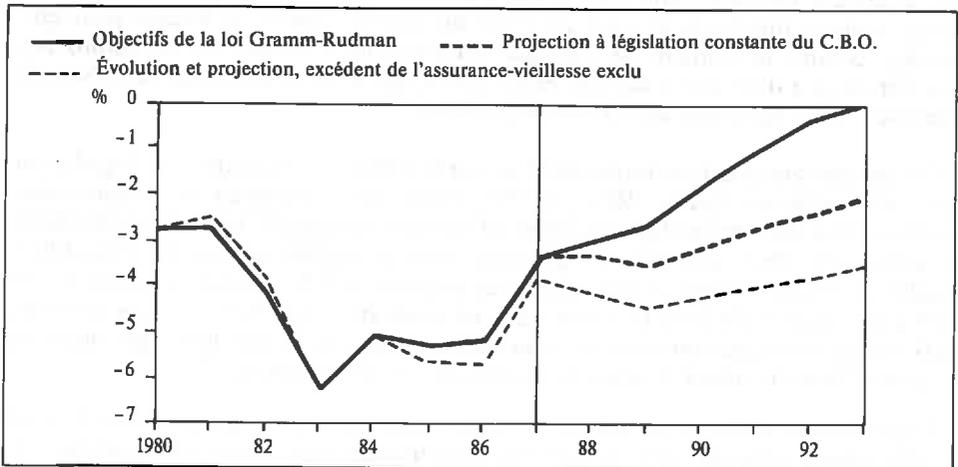


Source : Congressional Budget Office.

GRAPHIQUE 6

Projections du déficit fédéral

En pourcentage du PNB



Source : Congressional Budget Office (1988).

constante ignorent par nature les dépenses nouvelles auxquelles l'Etat fédéral va devoir faire face, ne serait-ce qu'en raison des sévères restrictions de ces dernières années, et des engagements pris par les candidats à la présidence. Elles sous-estiment donc le déficit potentiel. La troisième tient à l'imbrication, dans le budget fédéral, des comptes de l'Etat et de ceux de l'assurance-vieillesse (« Social Security »). Or ces

derniers vont présenter un excédent croissant : à la suite des difficultés de financement rencontrées en 1983, il a été décidé de substituer à un pur régime de répartition une gestion intertemporelle de la « Social Security » qui assure un équilibre global à l'horizon 2050, en finançant les déficits du siècle à venir par les excédents des prochaines décennies (Banque Morgan, 1988). Ces excédents devraient ainsi atteindre 1,5 points de PNB en 1993, et financer d'autant le déficit fédéral *stricto sensu* (graphique 6). L'Etat fédéral s'endette donc auprès de l'assurance-vieillesse, ce que masquent les statistiques agrégées.

Pour ces trois raisons, la situation des finances publiques est moins bonne que ne la laissent croire des projections décrivant une diminution spontanée du déficit. Il demeure qu'elle n'est pas, en elle-même, plus alarmante que celles des autres pays industriels. Ce n'est d'ailleurs pas au nom de considérations de solvabilité que le déficit fédéral est le plus souvent critiqué.

La faiblesse de l'épargne privée américaine fait peser une contrainte d'un second type. Au contraire du Japon, où un déficit public élevé a pu être financé sans appel à l'épargne extérieure, aux Etats-Unis l'apparition d'un fort déficit fédéral a eu pour corollaire le creusement du solde extérieur. C'est en ce sens que l'on a pu parler de « déficits jumeaux ». Cette logique, qui prévalait au début des années quatre-vingt, est aujourd'hui inversée : ce n'est plus le déficit public qui commande le déficit extérieur, mais la perspective d'une réduction de ce dernier qui appelle un rééquilibrage des finances fédérales. En son absence, le rééquilibrage extérieur aurait pour contrepartie l'éviction de la demande intérieure privée et, en particulier, de l'investissement.

Si ces enchaînements qualitatifs sont clairs, il est cependant difficile de déterminer si l'équilibre épargne-investissement interne nécessite une résorption totale du déficit fédéral, ou si les projections tendanciennes du CBO décrivent un cheminement *a priori* acceptable.

Le troisième motif de réduction du déficit tient à des considérations de politique économique. Pour l'éclairer, il est utile de faire brièvement retour sur les conditions macro-économiques particulières que connaît aujourd'hui l'économie américaine.

Le problème central de cette économie pour les prochaines années est, à partir d'une situation de plein emploi, de parvenir à résorber son déficit extérieur sans compromettre les acquis de la désinflation. Or le rôle de la politique économique est dans ce cas très différent de celui qu'on lui attribue d'ordinaire en régime de sous-emploi (encadré en page suivante) : si la politique monétaire se donne pour objectif de maintenir la stabilité des prix, toute stimulation budgétaire rend plus difficile le rééquilibrage externe, nécessite de ce fait une plus forte dépréciation du taux de change, et conduit en définitive les autorités monétaires à combattre l'inflation importée par une hausse du chômage¹². Le multiplicateur budgétaire est donc négatif. *A contrario*, une réduction du déficit public par la hausse des impôts ou la baisse des dépenses est expansionniste.

12. En d'autres termes, une dépréciation du change induit une hausse du NAIRU.

Stabilité des prix et rétablissement de l'équilibre extérieur en régime de plein emploi

Les conditions macro-économiques internes du rééquilibrage américain peuvent être illustrées dans le cadre d'un modèle simplifié :

$$(1) p = \theta e + \tau y$$

$$(2) b = x_0 - \mu d + \sigma(e-p)$$

$$(3) d = d_0 + ky - \alpha(e-p)$$

Toutes les variables sont écrites en écart par rapport à la situation de départ, supposée caractérisée par le plein emploi, la stabilité des prix et un déficit extérieur h_0 ; l'équation (1) décrit la formation du prix (p) comme résultant de l'écart (y) du PNB au PNB de plein emploi, et de la dépréciation du taux de change (e) ; l'équation (2) exprime le solde commercial en volume (b) en fonction de la demande extérieure exogène (x_0), de la demande intérieure (d), et de la compétitivité ($e-p$) ; l'équation (3) donne la relation entre la demande intérieure et le PNB, en tenant compte de l'effet sur le revenu réel d'une détérioration des termes de l'échange ; d_0 représente la composante exogène de la demande intérieure, notamment la demande publique.

On suppose que la politique économique se fixe pour objectif de résorber le déficit extérieur en valeur h_0 sans mettre en cause la stabilité des prix. Soit :

$$(A) p = 0$$

$$(B) b + p - e = -h_0$$

De (A) et (1), on tire immédiatement la condition (PP) de stabilité des prix, qui décrit un arbitrage entre taux de change et chômage ; en combinant (B) aux autres équations, on détermine de même la condition (EE) de résorption du déficit extérieur qui, elle, décrit une liaison positive entre le taux de change réel $\varepsilon = e-p$ et la croissance :

$$(PP) y = -(\theta\varepsilon/\tau)$$

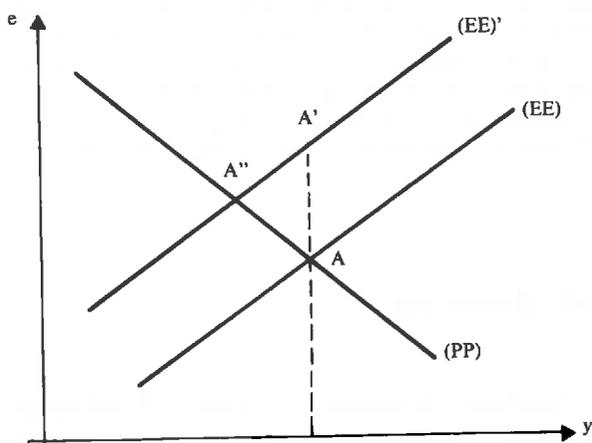
$$(EE) y = (\sigma + \mu\alpha - 1)\varepsilon/\mu k + (x_0 - \mu d_0 + h_0)/\mu k$$

Ces deux équations déterminent la combinaison de y et ε permettant le retour à l'équilibre extérieur dans la stabilité des prix, et les courbes correspondantes peuvent être tracées dans un diagramme (ε, y). Un accroissement de la demande intérieure d_0 déplace la courbe (EE) en (EE'). La détérioration du solde extérieur qui en résulte doit être compensée par une plus forte dépréciation de la monnaie (déplacement de l'équilibre de A en A'). Mais cette dépréciation accroît l'inflation importée ; celle-ci devant être combattue par le chômage, l'accroissement de demande intérieure a finalement un effet récessif (déplacement de l'équilibre de A' en A'').

Pour évaluer quelle peut être l'affectation des instruments de politique économique, le modèle peut être complété par une équation (4) de détermination du taux de change par la parité des taux d'intérêt (i est le taux d'intérêt national, i^* le taux d'intérêt étranger) ; l'équation de demande (3) est alors modifiée :

$$(4) e = -\pi(i - i^*)$$

$$(3') d = d_0 + ky - \alpha(e-p) - \beta(i-p)$$



On considère que les autorités disposent de deux instruments : la politique monétaire (i) et la politique budgétaire (d_0).

Une hausse du taux d'intérêt a des effets clairement désinflationnistes, puisqu'elle réduit simultanément l'inflation importée et l'inflation d'origine interne. En revanche, elle a des effets ambigus sur l'équilibre extérieur, puisqu'elle provoque simultanément une baisse de la demande intérieure et une appréciation du taux de change.

Les impératifs de politique économique sont ainsi limpides. La politique budgétaire doit accompagner la réduction progressive du déficit extérieur par une résorption programmée du déficit public, et la politique monétaire doit être affectée à la gestion à court terme de l'arbitrage inflation-croissance. Cette règle correspond à la situation macro-économique actuelle. Elle s'accorde, en outre, aux caractères des deux instruments : les années récentes ont amplement démontré que les lourdeurs de la décision parlementaire rendaient illusoire toute tentative de « fine tuning » par la voie budgétaire, et que ce rôle revenait naturellement aux autorités monétaires.

Les choix de M. Bushakis

En dépit d'une conjoncture favorable, l'ajustement de l'économie américaine nécessite donc une importante correction de la politique budgétaire. Rétablir l'équilibre des finances fédérales d'ici à l'exercice 1993, comme le demande la loi Gramm-Rudman, apparaît comme un objectif raisonnable. Trois questions se posent alors : une telle correction exige-t-elle une hausse des impôts ? Doit-elle être engagée dès l'installation du nouveau président ? Peut-elle permettre d'éviter une baisse du dollar ?

L'effort requis peut paraître modeste : il ne faut, à en croire les projections du CBO, que gagner quelque deux points de PNB. L'objectif ne sera cependant pas atteint par le jeu des expédients dont il a été fait large usage ces derniers temps, et l'on ne peut pas escompter que le rééquilibrage se fasse exclusivement par une compression des dépenses : les programmes sociaux sont pour la plupart indexés, et d'ailleurs plus que financés par les cotisations, les intérêts de la dette sont intouchables, et les projections du CBO tablent déjà sur une baisse des dépenses militaires en termes réels¹³. Quant aux dépenses civiles non indexées de l'Etat fédéral, elles ont déjà été amputées d'un cinquième au cours des deux mandats de M. Reagan ; or les deux candidats se sont prononcés pour un effort fédéral accru en matière d'éducation, ainsi que pour certaines améliorations des services sociaux. La conclusion s'impose donc : les impôts ne sont pas à la hauteur du niveau de dépenses fédérales que souhaitent les Américains.

L'urgence d'une correction de la politique budgétaire peut paraître faible : c'est seulement dans une optique de moyen terme qu'elle semble finalement s'imposer. Raisonner ainsi, c'est cependant oublier que les marchés ont déjà manifesté beaucoup d'égards pour les exigences du calendrier politique américain. Ils risqueraient, si l'irrésolution budgétaire se prolongeait, de perdre patience, et les taux à long terme pourraient alors connaître une hausse importante sous l'effet d'une détérioration des anticipations de moyen terme. On peut en outre envisager que la semonce vienne de

13. Selon les projections du CBO, la part des dépenses de défense dans le PNB devrait être ramenée à 5,3 % en 1993, soit au niveau l'année budgétaire 1981. Ce ratio, qui s'établissait à 9 % au début des années soixante, a atteint 6,5 % en 1986.

la Réserve fédérale qui, après plusieurs années de pilotage conjoncturel en solitaire, pourrait faire entendre son point de vue sur les exigences de la politique macro-économique. Le prochain président prendrait donc un risque en ne s'attaquant pas rapidement au problème du déficit fédéral.

Une politique budgétaire restrictive est un substitut à la dépréciation du dollar tant que la demande extérieure est suffisamment forte pour se substituer à la demande intérieure sans modification des prix relatifs, mais elle cesse de l'être lorsque la baisse de la demande publique fait passer l'économie en régime de sous-emploi. Il est clair que le déficit commercial peut être substantiellement réduit aux niveaux de taux de change actuels. La question est de savoir s'il peut être intégralement résorbé sans modification des parités. Dornbusch, Poterba et Summers, dans ce même numéro, répondent par la négative. De fait, le taux de change réel du dollar se situe en termes effectifs à un niveau proche de celui des années 1973-80, alors que nombre des transformations structurelles intervenues depuis lors tendent à déprécier la parité d'équilibre de la monnaie américaine. Mais que le dollar demeure surévalué ne retire rien à la nécessité d'une correction budgétaire.

Bibliographie

- Baldwin Richard (1988) : « Some Empirical Evidence on Hysteresis in Aggregate US Import Prices », *National Bureau of Economic Research Working Paper* n° 2483, janvier.
- Banque Morgan (1988) : « U.S. Social Security surpluses : pitfall or opportunity? », *World Financial Markets*, juillet.
- Brender Anton, Pierre Gaye et Véronique Kessler (1986) : *L'Après Dollar*. Economica, Paris
- Bryant Ralph. C. et Gerald Holtham (1988) : « The US External Deficit : Diagnosis, Prognosis and Cure in Bryant, Holtham et Hooper (eds), *External Deficits and The Dollar : the Pit and the Pendulum*, Brookings Institution, Washington.
- CEPII (1988) : « Le déficit commercial des Etats-Unis est-il en train de se réduire ? » *La lettre du CEPII* n° 69, février.
- Coe David T. (1985) : « Salaires nominaux, taux de chômage non-inflationniste et flexibilité des salaires », *Revue économique de l'OCDE* n° 5.
- Congressional Budget Office (1988) : *The Economic and Budget Outlook*, février.
- FMI (1988) : *World Economic Outlook*, avril.
- Gordon Robert J. (1985) : « Understanding Inflation in the 1980s », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1985 : 1.
- Hooper Peter et Catherine L. Mann (1987) : « The U.S. External Deficit : its Causes and Persistence », *International Finance Discussion Papers* n° 316, Federal Reserve System, Washington.
- Krugman Paul R. (1985) : « Is the Strong Dollar Sustainable ? » *NBER Working Paper* n° 1664.
- OCDE (1986) : *Perspectives économiques de l'OCDE*, décembre.
- OCDE (1988) : *Perspectives économiques de l'OCDE*, juin.