

## **LA NOUVELLE POLITIQUE BUDGÉTAIRE**

rapport de Michael Evans (\*)

La politique budgétaire proposée par le Président Reagan et récemment votée par le Congrès des Etats-Unis représente une rupture brutale avec les politiques suivies depuis les quinze dernières années. De 1966 à 1980, les changements intervenus dans le code des impôts ont été axés principalement sur la réduction de la charge fiscale pesant sur les Américains à faibles revenus et du taux d'épargne privée grâce à l'adoption d'amendements tels que les taxes fiscales sur les gains en capital et l'institution de ce que l'on a appelé « l'impôt minimum ».

Ces politiques ont abouti à une surchauffe systématique de l'économie et à une poussée dévastatrice du taux d'inflation, mais, après 1969, on utilisa rarement des politiques fiscales propres à contrer ces effets. En résultat, la réduction de l'inflation incombe essentiellement à la politique monétaire. Tandis que la restriction du crédit et la hausse des taux d'intérêt réduisaient la croissance réelle, ces deux facteurs eurent comme première conséquence de réduire l'investissement. Ainsi, la combinaison des politiques monétaires et fiscales menées depuis les quinze dernières années a consisté à transférer les ressources de l'investissement à la consommation.

---

(\*) Evans incorporated.

## La nécessité d'un changement de politique économique

Malheureusement, les résultats d'une telle politique n'étaient que trop aisément prévisibles. Le taux de croissance de l'économie, qui était en moyenne de 4 % depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale jusqu'en 1965, ralentit à 3 % pour la période se terminant en 1980. La croissance de la productivité qui progressait à un rythme annuel de 3 % baissa pour devenir presque nulle. La valeur du dollar fut réduite de moitié par rapport aux devises étrangères fortes ; enfin le taux d'inflation, qui s'était maintenu en moyenne légèrement en dessous de 2 % annuellement entre 1947 et 1966, bondit à un niveau qui dépassait 10 % au moment où M. Carter se préparait involontairement à quitter ses fonctions.

Presque tout le monde a admis que les politiques de banqueroute suivies dans le passé devaient être modifiées, comme le prouve le mandat stupéfiant donné à M. Reagan à l'élection de novembre 1980. Le succès du vote de ce qui reste une économie fiscale hautement controversée, procura des preuves supplémentaires du fait que l'électorat exigeait un changement radical. Malgré cela, le programme promulgué par l'Administration Reagan suscite encore le scepticisme d'un certain nombre d'observateurs qui non seulement se situent sur les deux ailes du Congrès mais aussi parmi des personnalités telles que le président du Conseil des administrateurs de la Banque de Réserve fédérale, M. Paul Volcker. Certes, la hausse record des taux d'intérêt au sein d'une économie donnant des signes de faiblesse, un taux d'inflation en baisse et une croissance virtuellement nulle de l'offre de crédit étroitement réglementée ont fait que de nombreux individus s'interrogent : la politique de resserrement monétaire va-t-elle continuer indéfiniment ?

Dans l'affirmative, les avantages attendus d'une réduction des impôts pourraient fort bien ne jamais se matérialiser. Certes, dans l'idéal, les politiques monétaires et fiscales devraient être coordonnées en direction des mêmes objectifs, c'est-à-dire d'un taux de croissance optimale et d'une inflation minimale. Depuis quinze ans toutefois, ces deux politiques ont généralement agi en sens contraire non par manque de coordination mais plutôt parce que le gouvernement fédéral avait à cautionner les mesures votées par le Congrès. A plusieurs reprises, le Congrès vota des programmes d'expansion qui étaient susceptibles d'augmenter sans aucun doute le taux d'inflation, puis ces lois étaient remises aux mains du gouvernement fédéral, dont le travail consista à compenser cette inflation.

Malheureusement, le seul moyen dont la politique monétaire dispose pour réduire le taux d'inflation est d'abord de réduire le taux de croissance ce qui implique une récession économique et une augmentation brutale du taux de chômage.

Ce Congrès ne peut s'y résoudre et c'est pourquoi il vote régulièrement des lois destinées à compenser la baisse de la croissance

réelle et de l'emploi. Le temps que ces politiques de resserrement monétaire appliquées par le gouvernement fédéral aient produit l'effet cherché, des programmes contraires ont déjà été mis en œuvre qui ont l'ultime effet de faire remonter une fois de plus le taux d'inflation. On peut juger l'effet de cette partie de « bras de fer » par le fait que dans chacune des six périodes de récession intervenues dans l'après-guerre avant 1980, le taux d'inflation atteint au maximum de chaque cycle de dépression était supérieur au maximum atteint durant le cycle précédent. Dans toute l'histoire économique des Etats-Unis, l'inflation a été un phénomène irréversible. Etant données ces réalités politiques, le chemin qui mène à la réduction de l'inflation en passant par la restriction monétaire porte en soi un germe de défaite car cette méthode fait davantage pression sur l'investissement que sur la consommation. En conséquence, la croissance de la capacité de production est fortement réduite.

L'argument de la présente communication est que la principale réalisation du nouveau programme Reagan est l'amélioration de la performance économique grâce à une hausse de la productivité, ce qui simultanément augmentera la croissance réelle et abaissera le taux d'inflation. Pourtant, certains croient que cela équivaut simplement à augmenter le taux d'investissement par rapport au PNB, en stimulant encore la formation de capital. Comme nous le démontrerons plus loin, une telle méthode serait en elle-même tout aussi inflationniste. Ce qui est nécessaire c'est une politique équilibrée de réduction d'impôt sur les affaires, de réduction de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et de réduction des dépenses. Pour le démontrer, nous examinerons d'abord quel a été précédemment l'effet produit par les réductions de la fiscalité des entreprises sur l'économie des Etats-Unis.

### **Les conséquences des réductions antérieures de la fiscalité des entreprises**

#### **Les mesures prises à partir de 1954**

La réduction progressive de la fiscalité des entreprises a démarré en 1954 avec l'introduction des méthodes d'amortissement accéléré et a comporté l'introduction d'un crédit d'impôt sur les investissements fixé à 7 %, et plus tard porté à 10 %, des réductions antérieures sur les durées d'amortissement et une baisse du taux d'imposition des sociétés de 52 à 46 %.

Trois principaux changements dans les taux d'imposition concernant l'investissement se sont produits au cours de la période d'après-guerre. Le premier eut lieu en 1954 lorsque la taxe sur les profits

exceptionnels créée durant la guerre de Corée fut abrogée et que des méthodes d'amortissement comptable accéléré furent introduites. Le second changement intervint dans la période 1962-1964 : le crédit d'impôt pour investissements fut institué pour la première fois, les durées d'amortissement furent réduites de 20 % et le taux marginal officiel d'imposition sur le revenu des sociétés fut réduit de 52 % à 48 %. Le troisième changement se produisit en 1971 : le crédit d'impôts fut remis en vigueur et les durées d'amortissements furent réduites de 20 % supplémentaires. Chaque fois, ces réductions fiscales furent suivies d'un « boum » des investissements qui se déclencha dès l'année suivante, ce qui peut se définir comme une augmentation des investissements fixes des entreprises d'au moins 10 % par an en valeur réelle ; ce phénomène se maintint pendant deux ans consécutifs. Certes, la combinaison résultant du crédit d'impôt sur investissement et d'un abaissement des taux d'imposition provoqua une dépense réelle en capital qui atteignit 20 % supplémentaires en 1965 : ce fut la seule occasion où cela se produisit depuis la fin de la guerre.

On pourrait à première vue mettre un point final à l'histoire, mais pourtant il serait raisonnable de se demander si les « boums » constatés dans l'investissement ont débouché sur des périodes continues de prospérité ou si ces boums ont accéléré les processus cycliques des affaires conduisant à une hausse de l'inflation et finalement à une nouvelle récession. Si telle est vraiment la situation constatée, il n'est pas simple à première vue de décider si ces méthodes étaient appropriées. L'objectif de fournir des stimulations plus importantes grâce aux réductions de taxes sur l'investissement devrait être d'améliorer le taux des investissements (1), et non pas de modifier seulement le calendrier et le rythme des décisions d'investissements en provoquant ainsi une orgie de dépenses en capital certaines années et la famine l'année suivante.

La mode est actuellement de critiquer ces motivations fiscales favorables à l'investissement, mais tel ne sera certainement pas notre propos ici.

### **Les conséquences de ces mesures**

Si l'on augmente la proportion de ressources disponibles pour la dépense en capital, la productivité augmente et, en conséquence, le taux réel de croissance s'élève tandis que le taux d'inflation diminue. Cependant, ces « boums » de l'investissement furent invariablement suivis d'une

---

(1) L'expression « taux d'investissements » signifie le montant global des investissements effectifs exprimé en pourcentage du revenu net disponible. De même, « le taux d'épargne » est la fraction du RND qui va à l'épargne. Le rapport est traduit par « taux de rémunération ». NDT.

hausse du taux d'inflation. Le « boum » de l'investissement survenu en 1955-1956 s'accompagna d'une hausse du taux d'inflation qui passa de 0 à plus de 3%. De même, le « boum » d'investissement de 1964-1965 se traduisit par une hausse du taux d'inflation qui passa de 1 à 4%. La dernière hausse fut la plus spectaculaire de toutes ; en effet, l'inflation qui était de 3% pour la période 1971-1972 atteignit presque 12% en 1974, chiffre jusque-là sans précédent (2).

Le lecteur attentif fera certainement observer, à ce point de notre exposé, que le taux de hausse de l'inflation des deux dernières périodes au moins était imputable à d'autres facteurs existants alors. Au milieu des années 1960, on attribua cette inflation à l'augmentation des dépenses de Défense provoquées par la guerre du Vietnam, tandis qu'en 1973-1974 l'inflation résultait d'un ensemble de facteurs extérieurs : la sévère surchauffe subie par l'économie au cours de la période de réglementation, les pénuries mondiales en denrées alimentaires et en matières premières et enfin la première crise de l'énergie.

Bien que le lecteur puisse penser que cela dément le caractère néfaste des « boums » d'investissements générateurs d'inflations ultérieures, en réalité ce que nous venons de dire ne fait que renforcer notre opinion personnelle à savoir que les incitations fiscales à l'investissement ne peuvent absolument pas être étudiées sans tenir compte du contexte global.

Les théories dépassées de Keynes affirment qu'une augmentation de l'investissement sera suivie d'une augmentation correspondante de l'épargne, qui de ce fait fournit les fonds nécessaires pour que le « boum » se maintienne indéfiniment. En réalité, on trouverait peu de postulats qui soient plus éloignés de la vérité. Bien que l'épargne doive être égale à l'investissement sur une base « ex post » par définition, cela n'implique en aucune façon qu'elle doit lui être égale sur une base « ex ante ». Pour parler plus précisément, les politiques fiscales suivies dans le passé, qui assuraient une augmentation de l'investissement « ex ante » en augmentant le taux de rémunération, ne firent absolument rien pour procurer aux épargnants un meilleur taux de rapport.

Au contraire, on pensait alors que les réductions fiscales doivent être « équilibrées », c'est-à-dire que si l'on accorde aux sociétés commerciales certaines stimulations supplémentaires à l'investissement, les consommateurs eux aussi ont droit à un supplément d'argent disponible pour leurs dépenses sous forme de réduction fiscale. Dans la mesure où l'économie ainsi réalisée du fait des réductions fiscales supplémentaires allait à l'épargne, cela assurait l'équilibre nécessaire à une aug-

---

(2) Ces taux d'inflation sont basés pour le déflateur sur l'indice des prix à la consommation, les variations sont identiques mais d'amplitude moindre.

mentation de dépenses en capital ; mais dans la mesure où les sommes ainsi économisées étaient dépensées en consommation, cela agissait contre l'augmentation « ex ante » nécessaire de l'épargne, engendrant ultérieurement des problèmes.

Si en outre les dépenses publiques augmentaient, le résultat final risquait fort d'être une hausse de l'inflation qui, comme nous l'avons vu, était alors combattue par une seule arme, la politique monétaire. En d'autres termes, au cours des quinze dernières années, la politique fiscale fut axée vers une augmentation de la demande globale, tandis qu'à la même époque on se contentait de palabrer à propos des véritables problèmes de demande globale. Les incitations étaient conçues de manière à augmenter simultanément la consommation et l'investissement, mais personne ne se souciait des problèmes d'épargne. Dans ces conditions, il est peu surprenant que des pressions inflationnistes aient surgi finalement après le déclin des « boums » d'investissement et qu'on ait appliqué un resserrement du crédit afin d'éteindre l'incendie. L'économie des Etats-Unis n'a pas toujours fonctionné de cette manière. Bien que le sujet de la présente communication soit l'étude de la politique monétaire et fiscale des quinze dernières années, il peut être intéressant de rappeler qu'entre 1947 et 1965, le taux d'inflation augmentait de moins de 2 % par an en dépit du fait qu'en 1956-1967 le pays avait connu une flambée d'inflation tandis que le taux de croissance dépassait 4 %. Bien que certaines personnes attribuent cela à un simple concours de circonstances favorables ou à une conséquence heureuse de la période d'expansion de l'après-guerre, ce fut la politique fiscale qui durant presque toute cette période a permis de maintenir une croissance équilibrée de la demande comme de l'offre. Les réductions fiscales décidées après-guerre (1948) s'accompagnaient d'une réduction substantielle des dépenses publiques, principalement dans le budget de la Défense. Les réductions et réformes fiscales de 1954 s'accompagnèrent également d'une réduction du budget de la Défense à la fin de la guerre de Corée, même si la décision obstinée d'Eisenhower (qui refusa de réduire l'impôt sur le revenu des personnes physiques tant que le budget ne serait pas en équilibre) aboutit finalement à augmenter l'inflation. Puisque les réductions fiscales sous Kennedy et Johnson visaient à avantager, de manière tout à fait disproportionnée, les contribuables des tranches supérieures de revenus, il en résulta que la plus grande partie des sommes économisées par les particuliers du fait des réductions d'impôts sur le revenu allèrent à l'épargne. Le problème ne souleva que peu de difficulté en 1964 par rapport à 1981, puisque la législation qui avait déjà été proposée par le parti démocrate fut votée à une époque où la majorité du Congrès était démocrate.

## L'instauration de déséquilibres entre l'offre et la demande globales

### La politique de Johnson

Après cela, cependant, l'équilibre de l'économie se détériora gravement. Ce fut le président Johnson qui pensa qu'il était capable de tout réaliser à la fois : réduire fortement les impôts, augmenter massivement les programmes d'assistance sociale (cette politique a reçu le nom de « Great Society ») et assurer en même temps le financement coûteux de la guerre du Vietnam. Suivant les doctrines de Keynes admises à l'époque, les dépenses publiques devaient être compensées par une augmentation d'impôts. Les experts économiques dans leur ensemble recommandèrent, dès 1966, d'augmenter les taux d'impôt sur le revenu, mais Johnson ne tenait pas à amorcer un resserrement fiscal, car agir ainsi aurait non seulement annulé une grande partie des avantages acquis par la réduction des impôts Kennedy-Johnson, mais encore cela eût fait apparaître au grand jour la vérité sur les coûts économiques engendrés par la guerre du Vietnam, sujet sur lequel le président s'efforçait de tromper le public. Ainsi, Johnson ne décida pas d'augmenter les impôts, mais il réagit avec vigueur. Il suspendit temporairement l'application du crédit d'impôt de 7 % sur les investissements et il réduisit également les possibilités d'amortissement accéléré qui revint de 200 % à 150 % pour l'amortissement linéaire. En outre, il resserra la politique monétaire. Ce fut la première fois que ce procédé était activement utilisé depuis la fin de la guerre.

Les réactions à court terme suscitées par ces politiques se produisirent dans la bonne direction : les investissements immobiliers, les nouvelles commandes, la production industrielle et les dépenses en capital diminuèrent bien que le taux de chômage restât virtuellement inchangé autour de 4 %. Le taux d'inflation subit également un recul temporaire en 1967 ; il revint de 3,4 % à 1,7 % dans les 6 premiers mois de l'année. A l'époque, il sembla que de telles méthodes pouvaient fonctionner et pendant quelque temps on crut que l'économie pourrait être harmonieusement gérée grâce à une politique de contrôle monétaire qui dispenserait de recourir à la procédure lourde et complexe de modifications du code des impôts.

Malheureusement, dans les faits la cure n'eut que des effets assez brefs. L'économie tout d'abord perdit l'équilibre puis réussit à se relever sur les genoux et vers le milieu de 1967 elle se portait aussi bien qu'au-paravant. Tandis que de nombreuses personnes applaudissaient à cette remontée, l'inflation elle, continuait à grimper. Finalement il devint évident que d'autres mesures correctives seraient nécessaires.

La surtaxe sur les revenus qui avait été rejetée en 1966 fut finalement votée au milieu de l'année 1968. Les taux d'imposition des revenus concernant les personnes physiques et ceux des sociétés furent relevés

de 10 %. A cette époque, on croyait qu'une augmentation des impôts allait ralentir l'inflation en réduisant les demandes des consommateurs. La croissance globale ne serait pas toutefois fortement ralentie puisque l'investissement serait relancé par l'abaissement des taux d'intérêt qui résulterait de la baisse du taux d'inflation et de l'excédent de recettes publiques provenant des augmentations fiscales.

Rarement une politique économique aura provoqué des retours de flamme si violents. Le taux d'inflation, qui était en moyenne de 4,1 % durant les quatre trimestres précédents, s'emballa dépassant même 5,5 % durant les quatre trimestres suivants. Pour les lecteurs qui penseraient que ces chiffres semblent anodins en comparaison de la situation économique actuelle, il faut rappeler qu'à la même époque l'objectif officiel pour l'inflation était fixé à 2 %.

Le taux d'intérêt préférentiel (prime rate) passa de 6 % à 8,5 % tandis que l'excédent budgétaire, loin de compenser l'étranglement du crédit, s'accompagnait de la seconde crise de crédit que l'on ait connue depuis la fin de la guerre. Tout cela se produisit parce que la consommation, au lieu de baisser par suite de la surcharge fiscale, augmenta jusqu'à des niveaux records. Le taux d'épargne des particuliers baissa de 7,9 % à 6,3 % au cours du trimestre même de la mise en application de la surtaxe fiscale.

Les effets résultant d'un taux d'inflation plus élevé, de la seconde crise du crédit en 1969, de la suspension du crédit d'impôt pour investissement décidée par Nixon, en avril de cette année-là, ainsi que d'une réduction aiguë dans le budget de Défense, suffirent à plonger l'économie dans la récession en 1969, la première que le pays ait connue depuis près de 10 ans. Pourtant même cette combinaison de « tour de vis fiscal » ne fut pas suffisante pour ramener le taux de l'inflation aux niveaux d'avant 1968. En outre, la question de savoir pourquoi la politique de surcharge fiscale échoua à ce point est restée sans réponse et aujourd'hui encore les économistes spécialistes de la demande, disciples de Keynes, restent perplexes.

### **Les causes de l'échec**

Il est essentiel de comprendre les motifs qui ont provoqué l'échec de la surcharge fiscale en 1968 si l'on veut comprendre pourquoi le plan Reagan de réductions massives des taux d'imposition permettra de stimuler l'épargne et de réduire l'inflation.

Cet épisode malheureux nous fournit un avertissement sérieux : si l'on veut assurer une expansion à l'économie sans déclencher une hausse du taux d'inflation, il faut que l'offre globale augmente aussi rapidement que la demande globale. Cette augmentation, à son tour, ne peut être atteinte sans que le stock de capital augmente à un taux suffisant



pour égaler l'offre et la demande globales, ce qui ne peut être obtenu que si le taux d'épargne « ex ante » est stimulé par une meilleure rémunération.

Assurément, il semble exister des preuves irréfutables que la surcharge fiscale était en elle-même inflationniste parce que paradoxalement elle encouragea la dépense des consommateurs plutôt qu'elle ne la freina. La théorie économique classique a toujours professé qu'une augmentation du taux d'intérêt décourage l'investissement parce que cela réduit le taux de rendement anticipé, tout en augmentant le taux d'épargne. Néanmoins, alors que les économistes sont capables de soutenir l'un des aspects de cette argumentation, ils pâlisent lorsqu'on leur demande de confirmer l'autre. L'investissement, soutient-on, dépend du taux de rendement mais l'épargne s'accumule indépendamment du taux auquel l'épargnant place ses économies. Puisque les individus, en particulier ceux qui appartiennent aux tranches supérieures de revenus, qui représentent le gros des apports personnels à l'épargne, réagissent aux changements du taux de rendement, il s'ensuit que toute politique qui s'appuie sur le postulat contraire donnera probablement des résultats qui contrediront directement le changement attendu.

Pour revenir plus précisément à l'exemple de 1968, la surcharge fiscale décidée cette année-là augmenta de 10 % tous les taux d'imposition sur les revenus, entre autres le taux plafond d'imposition sur les hautes tranches de revenu des personnes physiques qui passa de 70 % à 77 %.

En outre, la hausse de l'inflation eut pour effet de diminuer encore davantage le taux de rapport après impôt. Pour comprendre cela, nous donnons ci-dessous un exemple simple : au cours des années 60, le taux d'inflation de l'économie américaine était d'environ 2 % et le taux d'intérêt à long terme de 5 %. Le taux d'imposition marginal moyen de l'épargne était d'environ 50 % ; ce qui signifie que le taux de rémunération après impôt était de 2 % seulement ; auquel il faut encore soustraire les deux pour cent de perte de la valeur réelle de la monnaie.

Ainsi, le taux de rendement réel après impôt est de 0,5 % ; même si cela peut paraître peu excitant, c'est tout au moins positif. Considérons maintenant ce qui se produit lorsque le taux d'inflation grimpe à 4 %, tandis que le taux d'intérêt à long terme suit le mouvement jusqu'à 7 % et que le taux d'imposition marginal sur l'épargne s'élève à 55 %. Si l'on applique les mêmes modes de calculs que précédemment, le taux de rendement a maintenant diminué, il est de  $-0,85\%$ . On peut donc dire que l'inflation et l'augmentation des taux fiscaux ont au total converti un taux de rendement réel positif en taux négatif. C'est ce qui s'est produit durant la période 68-69 de hausse de l'inflation et de surcharge fiscale.

Comme conséquence de la surcharge fiscale et de la hausse de l'inflation, l'épargne individuelle et celle des sociétés ont diminué à un point tel que le taux global d'épargne nationale a diminué également

malgré l'excédent substantiel du gouvernement fédéral qui se montait à \$ 8,4 milliards pour l'année fiscale 1969. Le second resserrement du crédit à la différence de celui de 1966, conduisit à la récession en 1970. Une fois que la récession fut reconnue, la surcharge fiscale fut supprimée. Aussitôt la consommation baissa et le taux d'épargne revint à sa valeur précédente. L'inflation diminua elle aussi, bien que la plupart des économistes de l'époque aient attribué cette déflation aux effets de la récession plutôt qu'à celui d'une augmentation du taux de l'épargne.

L'expérience malheureuse de la surtaxation ne fut jamais renouvelée, mais les taux de pression fiscale continuèrent au cours des années 70 à augmenter malgré tout en raison de l'inflation régnante qui transférait les contribuables dans des tranches de revenus plus élevées. Bien que diverses mesures législatives aient été adoptées pour améliorer le régime fiscal des dépenses en capital durant les années 1970, elles restèrent faibles en comparaison de celles des années 1960 et leur effet fut annulé par les hausses massives du taux d'inflation. La combinaison du glissement de barème, des bonifications, des augmentations de déductions fiscales accordées aux contribuables des basses tranches ainsi que la hausse du taux d'inflation produisirent au total une réduction du taux d'épargne individuelle qui passa de 8 % en 1970, à moins de 6 % au cours de la période 1977-1978. Fait à souligner, la part du produit national brut absorbée par le secteur public augmenta, passant de 31,6 % en 1970 à 33,1 % en 1980, pendant que la part du déficit du budget fédéral doublait, passant de 1,2 % à 2,4 % du PNB et atteignait un quasi-record de \$ 62 milliards en 1980 (3).

Sous l'effet de cette réduction systématique des forces qui déterminent le taux d'épargne « ex ante », il est peu surprenant que l'inflation se soit aggravée durant la décennie 70 jusqu'au point où elle atteignit son maximum à 13,4 % en 1980. Tel est le déplorable record d'échecs que l'Administration Reagan espère effacer au cours des quatre années à venir.

### **La politique budgétaire de Ronald Reagan**

Grâce à un discours télévisé diffusé à la nation, et à l'afflux record des coups de téléphone du public, le programme Reagan est maintenant fermement en place, non seulement pour 1982, mais pour le reste de son premier mandat au moins. Les dépenses fédérales autres que la Défense doivent être réduites de 2 % par an en valeur réelle ; l'impôt sur les sociétés doit être réduit d'environ un tiers ; en outre, les taux d'impo-

---

(3) Tous ces chiffres budgétaires sont ceux des comptes de la Nation (USA).

sition sur le revenu des personnes physiques doivent être réduits de 25 % bien que le glissement de barème dû à l'inflation puisse en réduire l'effet. Mais ce glissement sera bientôt officiellement banni par l'introduction de l'indexation prévue dans un avenir proche.

Le problème d'une baisse dans les dépenses publiques a été obscurci dans certains milieux par la conviction que l'augmentation annoncée dans le budget de la Défense (18 % annuellement) allait en quelque sorte augmenter plutôt que diminuer la part du secteur public par rapport au montant du PNB. Autant que l'on puisse le dire, cette confusion provient d'une connaissance imparfaite de la part du budget de la Défense dans le budget fédéral et dans l'ensemble de l'économie. En 1980, les dépenses du budget de la Défense totalisaient \$ 132 milliards ce qui représentait 22 % des dépenses du budget fédéral total et 5 % du PNB.

Même une augmentation annuelle de 18 % intervenant sur les cinq années à venir ne porterait ce dernier pourcentage qu'à 6,5 %, pas davantage.

Dans l'intervalle, le ratio dépenses fédérales totales/PNB doit selon les projections baisser de 23 % en 1980 à 20 % en 1985. Lorsque nous observons que les dépenses budgétaires totales des Etats et des collectivités locales baisseront également en valeur réelle, on peut dire que le ratio « dépenses du secteur public total/PNB » diminuera, passant de 33,1 % à 29 % au cours de la même période. On prévoit que vers 1990 ce pourcentage aura diminué jusqu'à 27 %, ce qui le ramènerait au niveau des premières années 1960. Or, au début des années 60, les dépenses de Défense dépassaient 8 % du PNB total alors qu'en 1990 le taux prévu est de 7 %.

L'hiver 1981, le département de la Défense a demandé à cinq spécialistes en prévision économique de déterminer l'effet que l'augmentation du budget de la Défense prévue au cours des cinq prochaines années exercerait sur l'économie globale. Comme il était prévisible, les réponses ont varié suivant le montant de la réduction compensatrice que les auteurs ont retenu pour les dépenses budgétaires civiles. Même si aucune autre réduction n'était appliquée, le taux maximum d'inflation qui a été calculé dans ces différents modèles était cependant inférieur à 2 %. Avec les compensations appropriées, semblables à celles qui sont inscrites dans le budget Reagan, la hausse du taux d'inflation résultante était inférieure à 1 %. Ce fut le modèle de Wharton dirigé par Lawrence Klein, économiste considéré comme proche de l'aile libérale démocrate, qui a trouvé dans ses calculs l'un des effets inflationnistes les plus bas. Ainsi le spectre d'un budget de Défense plus lourd peut être en toute sécurité écarté comme dénué de fondement réel.

Si l'on veut que cette nouvelle politique économique soit efficace, il est essentiel qu'elle intègre trois des principaux éléments énumérés ci-dessus : les réductions de l'impôt sur les personnes physiques, les réductions de la fiscalité des entreprises et les réductions des dépenses

publiques. Le programme peut être comparé à un tabouret à trois pieds ; si l'un des pieds manque, le tabouret s'effondre. Bien que le stimulant qui vise à augmenter la dépense en capital soit assez clair dans le texte de loi, cette partie du programme sera éventuellement inflationniste, à moins que l'on augmente également le taux d'épargne « ex ante ».

### **L'impact de la politique fiscale sur l'épargne Individuelle**

Le programme Reagan prévoit très clairement cette obligation puisqu'il abaisse le taux des dépenses publiques par rapport au PNB et qu'il augmente le taux d'épargne des particuliers. Ce dernier taux est d'importance vitale, puisque le montant de l'épargne nette des particuliers représentent, dans l'économie américaine, approximativement le même volume que l'épargne nette des sociétés. Certains économistes ont tendance à concentrer leur attention sur l'épargne des sociétés et à ignorer l'épargne individuelle, ce qui est une grave erreur. C'est en effet la baisse constatée dans le taux de l'épargne individuelle, passant de 8% à environ 5% au cours des cinq dernières années, qui a réduit d'autant les chiffres nationaux d'épargne et d'investissement sous l'effet de l'inflation.

Assurément, la question de savoir si la réduction fiscale du programme Reagan va accroître le taux d'épargne individuelle et l'un des principaux problèmes du moment à propos duquel aucune majorité ne se dessine nettement.

Notre hypothèse de base est que le taux d'épargne personnelle dépend du taux de rendement accordé aux épargnants, lequel peut se définir comme le taux d'intérêt convenable réajusté pour tenir compte des impôts et de l'inflation.

Nous avons empiriquement adopté la définition suivante :

$$rr = i(1 - t) - Pe_{04}$$

dans laquelle :

$rr$  = le taux de rendement de l'épargne des particuliers

$i$  = le taux de rendement des obligations à long terme des sociétés (titres donnant le plus haut rendement)

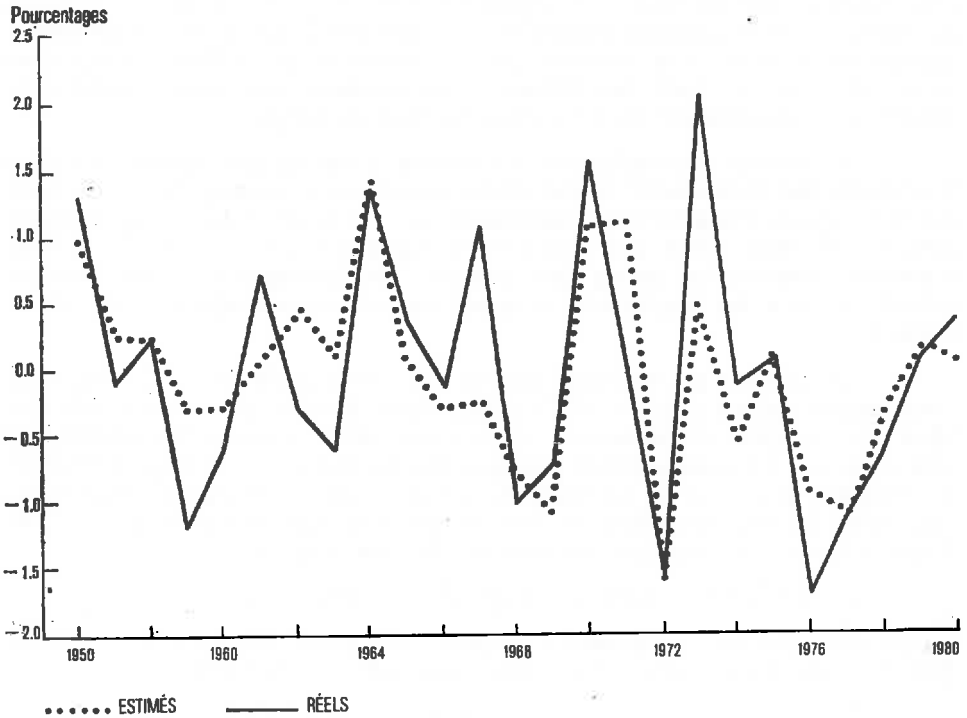
$t$  = taux moyen marginal d'imposition fiscale de l'épargne des particulier

$Pe_{04}$  = taux moyen d'inflation sur les 4 dernières années mesuré par le coefficient correcteur implicite de consommation (l'indice des prix à la consommation ne convient pas pour cette mesure car il accorde une importance excessive au coût d'achat et charges des logements).

Les deux principaux déterminants qui agissent sur les fluctuations annuelles du taux d'épargne privée sont :

- a) les changements de taux de rendement ;  
 b) les changements du taux moyen d'imposition fiscale du revenu des personnes physiques. La corrélation entre ces trois variables est représentée sur le graphique suivant (graphique 1).

**GRAPHIQUE 1 - Changements estimés du taux d'épargne**



L'équation de régression utilisée pour établir cette relation est :

$$Te = 0,12 + 0,83 rr - 0,73 Tmi$$

(3,4)      (4,3)

$$R^2 = 0,54 ; DW = 1,84 ; SER = 0,67$$

dans laquelle :

Te = taux d'épargne des particuliers (%)

rr = taux de rendement (défini comme ci-avant)

Tmi = taux moyen d'imposition ; l'impôt fédéral sur le Revenu fait la différence la plus importante.

Il est intéressant de noter que cette équation semble être vérifiée de manière plus significative depuis quelques années lorsque le taux d'inflation s'est accéléré et que les consommateurs ont senti sans doute plus fortement que leur capital s'érodait sous l'effet de l'inflation. En particulier cette fonction rend parfaitement compte de la chute du taux d'épargne qui est tombé de 8 % à environ 5 % depuis 5 ans.

L'élasticité de ce terme dans les fonctions de consommation indique qu'un changement d'un point (en pourcentage) dans le taux de rapport — par exemple un taux de 2 % passant à un taux de 3 % — entraînerait une modification du taux d'épargne de 1 % environ, ce qui — d'après le niveau du revenu global disponible en 1981 aux Etats-Unis — représente approximativement une somme de 17 milliards de dollars. Mais quel serait la variation dans les facteurs indépendants nécessaire pour provoquer ce changement de 1 % dans le taux d'épargne :

On pourrait normalement s'attendre à ce qu'une baisse du taux d'inflation soit finalement suivie d'une réduction correspondante du taux d'intérêt (nous reviendrons brièvement sur ce sujet à la fin du présent article), de telle sorte que dans notre équation, l'écart entre  $i$  et  $P_{0,t}$  resterait constant au cours des années. En conséquence, les changements du taux de rendement seraient surtout provoqués par les variations de  $t$ .

Afin d'avoir un meilleur aperçu de l'amplitude de ces variations, nous supposerons que  $i = 12\%$  (nous considérons que les valeurs élevées qui règnent actuellement dans l'économie américaine constituent une situation de déséquilibre) ; supposons en outre que le taux d'inflation du moment soit de 8 %. Le taux marginal moyen d'imposition fiscale sur l'épargne, tel que nous l'avons calculé est actuellement proche de 50 %. Il s'ensuit que le taux de rendement réel est négatif :

$$0,12 (0,5) - 0,08 = -0,02 \text{ (moins deux pour cent),}$$

ce qui explique assez clairement le désintérêt actuel vis-à-vis de l'épargne que l'on constate aujourd'hui dans l'économie américaine.

Une réduction d'impôt généralisée de 25 % équivaldrait, en première approximation à abaisser  $t$  à environ 37,5 %.

Le calcul est en fait légèrement plus complexe parce que le taux d'imposition maximum appliqué aux revenus salariaux professionnels ne dépassera pas 50 %. Etant donné que le gros de l'épargne privée est fourni par les individus à revenus élevés, cela tendrait à réduire le changement qui interviendra dans la valeur de  $t$ .

Toutefois, ceci est compensé par le fait que le taux maximum d'imposition sur les revenus autres que salariaux et professionnels diminuera de 70 % à 50 %, ce qui devrait augmenter le montant de l'épargne. Pourtant le principal effet de cette réduction sera, outre l'accroissement de l'épargne elle-même, de canaliser les ressources en capital jusque-là

dissimulées dans des investissements d'évasion fiscale vers des emplois de capitaux productifs. En définitive, nous estimons que le programme fiscal du Président Reagan réduira le taux marginal d'imposition de l'épargne de 50 % à environ 40 %. En conséquence, le changement qui suivra dans le taux de rendement sera approximativement d'environ 1,2 %. Cela augmentera le montant de l'épargne de 20 milliards de dollars pour le niveau 1981 de revenus disponibles et de 25 milliards de dollars par an lorsque la troisième phase de réduction fiscale sera mise en vigueur à la fin de l'année 1983.

L'augmentation annuelle de 25 milliards de dollars du montant global de l'épargne personnelle peut sembler faible lorsqu'on compare ce chiffre aux 100 milliards que les réductions d'impôts totaliseront lorsque les trois phases du programme fiscal seront en place et cela peut sembler insuffisant pour produire et faire face à la croissance des investissements qui doit être stimulée par les réductions d'impôts des entreprises. Cependant, cette augmentation de 25 milliards de l'épargne ne reflète que le montant du changement dû au taux de rendement ; nous devons en outre prendre en considération l'augmentation de l'épargne qui se produira sous l'effet des augmentations de revenus.

### **L'impact de la politique fiscale sur l'augmentation des revenus**

Le combat le plus acharné qui se déroula à propos de la loi fiscale est dû à la croyance chez les Démocrates que ce projet était spécialement conçu au profit des contribuables les plus fortunés, tandis que les partisans de Reagan considéraient que ce projet était une réduction d'impôts généralisée valable pour tous et donc le plus équitable pour cette raison.

Dans une certaine mesure les deux parties peuvent marquer des points, cela dépend de l'interprétation des statistiques. Le revenu familial moyen aux Etats-Unis s'élèvera approximativement à 25 000 dollars en 1981. Sous n'importe quel système fiscal progressif, il s'ensuit naturellement que la moitié de la population qui se situe dans les montants de revenus inférieurs à la moyenne paye beaucoup moins que la moitié du total des taxes ; aux Etats-Unis, elle paye environ 25 %. Il en découle logiquement que, puisque les individus se situant au-dessus du revenu moyen paient 75 % du total des taxes, ils recevront également 75 % du total des réductions de l'impôt. En outre, les contribuables dont le revenu dépasse 50 000 dollars contribuent pour 40 % environ du montant total payé par les personnes physiques.

C'est aussi un fait bien connu qu'en moyenne les gens qui disposent de revenus inférieurs au chiffre médian national n'économisent pas du tout. Bien qu'il soit toujours possible de trouver quelque individu ou famille exceptionnel qui avec un revenu de 15 000 dollars par an soit

capable d'épargner une proportion substantielle de ses revenus, l'épargne monétaire globale des individus se situant en dessous du revenu moyen est bon an, mal an, négative. Ce sont les individus dépassant le revenu moyen qui économisent plus de 100 % de l'épargne personnelle globale nette. Il s'ensuit donc logiquement que si l'objectif est d'accroître le montant de l'épargne, il faut que l'avantage essentiel des réductions d'impôts soit versé aux individus qui épargneraient dans tous les cas.

Suivant la régression exprimée dans la deuxième équation ci-dessus, on peut compter que 70 % de toute modification survenue dans l'impôt se reflète dans l'épargne au cours de la première année. Parce que les gens ont besoin d'un certain temps pour s'adapter à un changement dans leurs revenus, leur première réaction consiste à continuer à dépenser à peu près au même niveau, puis à ajuster progressivement leurs budgets de dépenses.

Certes, on pourrait objecter que la propension à économiser durant la première année doit être plus faible dans le cas présent puisqu'on sait que la réduction fiscale sera une mesure permanente. En fait, tel sera le cas parfois, mais non obligatoirement. En 1964, 88 % de l'économie représentée par les réductions de taxes Kennedy-Johnson furent consacrées à l'épargne durant la première année, bien que le public ait su que les réductions seraient permanentes. Assurément, ce taux de 70 % s'abaisse avec les années jusqu'à ce qu'à long terme le seul changement intervenu dans le taux d'épargne soit imputable aux modifications qui se seraient produits dans :

- a) le taux de rendement ;
- b) la distribution des revenus.

Nous avons déjà parlé du taux de rendement ; en ce qui concerne la distribution des revenus, nous estimons que le fait de faire bénéficier les tranches supérieures de revenus de la plus grande partie de l'économie fiscale va signifier qu'à long terme 15 % environ des sommes économisées par suite du régime fiscal iront à l'épargne comme conséquence de l'effet de revenu.

Si l'on ajoute l'effet du taux de rendement, nous atteignons 40 % du montant économisé sur les impôts qui seront à long terme épargnés par rapport à près de 100 % au cours de la première année. Même si l'on admet ces chiffres (on peut dire que ce sont les plus discutables des données présentées dans cet article), il est pourtant évident que dans le total des économies faites par les personnes physiques à la suite des réductions d'impôt, la part réellement épargnée diminue effectivement avec le temps. Cela ne pourrait-il aboutir à un retour de pressions inflationnistes, après un certain délai sans doute, mais constituant néanmoins une bombe à retardement pouvant éclater à long terme ?

Cette question a le mérite d'en soulever une autre : Pourquoi soulignons-nous que seule une méthode équilibrée peut aboutir à diminuer les taux d'inflation au cours des années 1980 ?



Si une certaine redistribution des ressources ne s'effectuait pas au détriment de la consommation vers l'épargne et à partir du secteur public en direction du secteur privé (ces transferts étant provoqués par les économies faites dans les dépenses publiques), la charge monétaire totale pourrait bien submerger l'économie juste comme ce fut le cas après les réductions d'impôts Kennedy-Johnson. Cependant puisque les réductions des dépenses semblent bien décidées, ce danger paraît notablement réduit sinon complètement écarté.

L'un des principaux aspects du programme de réduction d'impôts est que sa stratégie porte sur plusieurs années, ce qui réalise deux éléments très importants :

— en appliquant le système des phases progressives, un effet de stimulation fiscale, quel qu'il soit, peut se produire du fait d'un développement de la consommation sur trois ans, mais les chances de voir la demande globale excédentaire sont grandement réduites ;

— ce qui est encore plus important, cette stratégie triennale fait comprendre au secteur privé que pour la première fois depuis 1954 le gouvernement fédéral est en train de renoncer à la politique de « stop and go » qui durait depuis quinze ans (la liste complète est annexée dans l'appendice en fin d'article).

L'Administration Reagan est désormais légalement contrainte de s'engager dans un schéma de croissance stable et équilibrée pour au moins les trois ans à venir.

Non seulement, cela encouragera l'économie privée à se développer et à se diversifier mais cela encouragera aussi les individus à changer d'emploi ou même de métier, et à se lancer dans de nouveaux projets d'affaires, tout en étant certains que le Gouvernement ne coupera pas le courant de l'expansion juste au moment où ils se seront lancés.

Ne peut-on chercher plus directement à stimuler l'épargne privée ? Si l'objectif de réduction fiscale n'est pas de stimuler la consommation mais comme nous l'avons indiqué d'augmenter le taux de rémunération et, en conséquence, d'accroître l'épargne privée, pourquoi ne pas viser directement cet objectif ?

Au lieu de mettre en place une réduction fiscale largement conçue et généralisée qui pourrait avoir certains effets inflationnistes potentiels (dans le cas où les consommateurs décideraient cette fois de dépenser au lieu d'économiser) on aurait pu restructurer le code fiscal de manière à réserver les réductions d'impôt aux contribuables s'ils épargnaient davantage et dans ce cas seulement.

Nous n'entrerons pas dans une discussion sur les différents textes qui ont été considérés en vue de cet objectif mais leur principale disposition consistait à abaisser le taux de taxe effectivement appliqué aux

contribuables qui économisaient davantage ; cela était obtenu en diminuant le taux d'imposition des revenus perçus sous forme d'intérêt ou le dividende, ou encore en accordant un crédit d'impôt aux contribuables dont le taux d'épargne personnelle dépassait le niveau moyen de la tranche de revenus à laquelle ils appartiennent.

### **Les objectifs de la nouvelle législation fiscale**

Puisque nous discutons de ces problèmes, nous allons faire un retour en arrière pour examiner ce que nous voulons réaliser avec cette loi fiscale. Jusqu'à maintenant l'argument a été posé en affirmant que la croissance de l'offre globale doit être égale à la croissance de la demande globale afin d'éviter de faire monter le taux d'inflation. Tout ceci est bel et bon, mais garder un équilibre entre la demande et l'offre représente un moyen plutôt qu'un objectif. Le but final consiste à augmenter le niveau de vie grâce à une meilleure productivité et à une inflation réduite. Garder un équilibre entre l'offre et la demande est une condition nécessaire mais non suffisante pour réaliser ce but. Il existe en économie de multiples points d'équilibre ; une croissance annuelle de 3 % de productivité avec un taux d'inflation de 4 % est évidemment meilleure qu'une croissance de 2 % avec inflation de 6 %.

Jusqu'à maintenant le point central de notre discussion a concerné presque exclusivement l'augmentation du taux de croissance de la formation de capital, grâce à une augmentation ex ante du taux d'épargne ; il est évident que le but final ne peut être atteint si cela n'est pas réalisé. Cependant, on peut également augmenter le taux de croissance en augmentant l'effort au travail tandis que le taux de l'inflation peut être réduit si le taux des salaires augmente plus lentement.

A notre avis, la réduction des impôts sur le revenu des personnes physiques, mesure généralisée, remplira trois avantages importants :

- augmenter le taux d'épargne personnelle ;
- accroître l'effort au travail en réduisant le taux d'imposition marginal sur les salaires ;
- réduire le taux d'inflation en modérant les revendications de salaires.

Si l'on croit que les 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> avantages ne se réaliseront pas alors assurément, la méthode d'action à suivre serait d'orienter la réduction d'impôt exclusivement vers l'augmentation de l'épargne.

Si au contraire, on s'attend à ce que ces avantages atteignent une importance pratique significative, la supériorité de la méthode de réduction fiscale généralisée est claire. Une réduction fiscale orientée uniquement vers l'accroissement de l'épargne, quel que soit le soin que l'on apporte à sa conception n'aura par définition aucun impact

sur l'effort au travail ni sur les revendications de salaires. D'importantes recherches pratiques ont été consacrées à estimer le point 2, mais la quasi-totalité de ces travaux restait au niveau microéconomique.

Tandis que les estimations ont largement varié, les chiffres moyens indiquent une élasticité d'environ 0,2. Cette augmentation est due à plusieurs facteurs. Tout d'abord, le nombre des gens entrant dans la population active augmente. Deuxièmement, ceux qui sont déjà dans le monde du travail consacrent plus d'efforts à obtenir un emploi. Troisièmement, les salariés titulaires d'un emploi sont plus enclins à accepter des heures supplémentaires et moins enclins à s'absenter sans motif autorisé ou à prolonger irrégulièrement leurs vacances. Quatrièmement, les heures passées au travail seront vraisemblablement plus productives. Ce dernier point s'applique non seulement aux ouvriers travaillant à la chaîne ou aux cols blancs administratifs, mais aux cadres moyens qui trop souvent s'enlisent dans la routine, ce qui retarde les gains de productivité qui pourraient autrement être suscités par des méthodes innovatrices dans la gestion des affaires.

Ce point de vue se heurte fréquemment à l'hostilité des économistes qui prétendent que les salariés ne travailleront certainement pas davantage pour la simple raison que le programme de réduction d'impôts Reagan est en vigueur et que cela ne les motivera pas à accroître leur effort au travail si le glissement de tranches doit les faire passer dans des tranches imposables encore plus élevées. Cela me rappelle les arguments que nous avions l'habitude d'entendre voici quinze ou vingt ans à propos des changements de taux d'imposition sur la formation de capital. Il était trop facile de découvrir un cadre supérieur qui prétendait « qu'il ne prévoyait pas d'accroître les investissements de son entreprise dans certains projets, même si ces projets bénéficiaient désormais d'un crédit d'impôt ». Pourtant, il existait assez de projets à propos desquels le fait de bénéficier d'un crédit d'impôt ou d'un amortissement comptable accéléré était l'élément déterminant qui a conduit à un boum des investissements tandis que l'abrogation ultérieure de ces avantages fiscaux déclenchait une récession.

De même, personne ne pourrait affirmer raisonnablement que chaque salarié, en ce qui le concerne, ni même une minorité substantielle des travailleurs vont brusquement changer leurs méthodes de travail parce qu'une réduction fiscale a été instaurée. Pourtant ici encore, on peut dire que le nombre de travailleurs dont le comportement changera sera suffisant pour que cela exerce un effet macroéconomique tout à fait significatif. L'imposition marginale sur les salaires se tient à une moyenne de 30% habituellement, si bien qu'une baisse d'un quart du barème réduirait cette taxation de 7,5% environ. A la suite des estimations microéconomiques que nous avons vérifiées ensuite au niveau macroéconomique dans notre nouveau modèle de calcul de l'offre, cela augmenterait l'effort au travail finalement d'environ 1,5% par an. Puisque les coûts de main-d'œuvre représentent à peu près les deux tiers des

coûts (input) totaux de l'économie, le taux de croissance augmenterait d'environ 1% par an. La moitié de cet effet se refléterait dans les heures supplémentaires effectuées par la main-d'œuvre et l'autre moitié par une amélioration de la productivité. Bien qu'il ne s'agisse que d'un effet relativement modeste, cette augmentation exercerait cependant une répercussion marquée sur le taux de croissance global de l'économie des Etats-Unis au cours des années 80.

Le troisième effet important produit par une réduction généralisée des taxes se manifestera par une modération relative des augmentations de salaires. Avant d'examiner les faits concrets sur ce point, soulignons brièvement que dans l'économie américaine le changement intervenu dans les coûts unitaires de main-d'œuvre est resté inférieur à 1,7% du taux d'inflation pour toutes les années depuis 1957. Voilà une statistique plutôt surprenante lorsque nous considérons les chocs produits par la hausse de l'énergie, l'augmentation des prix alimentaires, le début et la fin des contrôles de salaires et des prix et toute une série d'autres facteurs extérieurs que l'on pense habituellement susceptibles d'influencer le niveau des prix.

Le fait d'avoir souligné l'existence de cette relation ne nous apprend virtuellement rien sur l'économie malgré tout, puisque le principal facteur qui détermine l'évolution du taux des salaires est l'effet à retardement des hausses de l'inflation. En d'autres termes, les prix augmentent parce que les salaires sont en hausse et les salaires augmentent parce que les prix augmentent. Si jamais nous voulons réduire le taux d'inflation, nous devons sortir de ce cercle vicieux. Un moyen de résoudre le dilemme est naturellement d'augmenter la productivité et cette méthode constituera assurément le moteur principal utilisé pour réduire l'inflation sous l'Administration Reagan. Il est évident qu'augmenter la productivité fait baisser les coûts unitaires de main-d'œuvre et les prix, ce qui finalement ralentit le taux de gain dans les augmentations de salaires. Toutefois, il est également clair que l'inflation pourrait baisser encore plus rapidement si les hausses des taux de salaires pouvaient être modérées par l'action de facteurs autres que les effets consécutifs à une baisse d'inflation. Les exigences essentielles émises par les salariés sont motivées par la tentative de s'aligner sur l'inflation, bien que cette tentative elle-même soit souvent imparfaitement réussie en raison de l'inflation des tranches d'imposition ; ce sujet constitue la première priorité dans les négociations collectives et c'est généralement le dernier point sur lequel on cède. Mais supposons que les salariés soient capables de compenser l'inflation parce qu'ils bénéficient d'une réduction de taxes sur leurs gains ; ce qui les intéresse c'est le montant du salaire net qu'ils ramènent à la maison.

Donc, il serait indifférent pour les salariés qu'une hausse de 10% de leur salaire net provienne d'une augmentation de salaire égale à ce montant, ou bien d'une augmentation (toujours de 10%) qui se décompose en 5% d'augmentation de salaire et 5% de réduction fiscale. Certaine-

ment cette dernière solution serait légèrement préférable puisque l'effet d'inflation des tranches d'imposition fiscale serait plus faible.

En réalité, le problème n'est pas si simple parce que un grand nombre de salaires sont régis par des conventions portant sur plusieurs années et que ces accords ne peuvent être réajustés au cours de l'année où la modification fiscale intervient. Cependant il est intéressant de noter que l'année 1964, au cours de laquelle la réduction d'impôts Kennedy-Johnson fut appliquée, fut la seule année dans laquelle la hausse des salaires n'atteignit que 2,7 % seulement ce qui représente le plus faible taux annuel de toute la période d'après-guerre. Plus tard, les hausses de taux des salaires restèrent à un niveau très moyen jusqu'en 1968 date de la surimposition fiscale. A cette date, ces hausses excédèrent 6 % pour la première fois depuis l'inflation aiguë qui s'était produite durant la guerre de Corée. Naturellement depuis les cinq dernières années, les augmentations du taux des salaires se sont intensifiées en raison de l'inflation prononcée et de ses effets sur les tranches d'imposition.

Nous en arrivons ainsi à la conclusion que le programme fiscal de Reagan peut, à la condition qu'il continue à être appliqué dans ses structures actuelles, augmenter la croissance de la productivité de 3 % par an vers le milieu des années 80 ; ce progrès augmenterait le taux de croissance réel à 4 %, tandis que le taux d'inflation serait réduit à 6 % en 1985 et à 4 % en 1990. Cependant, ces prévisions, qu'il faut bien considérer comme optimistes, dépendent essentiellement d'un problème dont nous n'avons pas encore discuté : l'assouplissement de la politique monétaire.

## **Le rôle de la politique monétaire dans l'économie de l'offre**

### **Rappels historiques**

Dans le passé, le système de Réserve fédérale a joué un rôle d'accommodement qui s'efforçait de répondre aux souhaits émis par le Président en exercice à l'époque. William McChesney Martin, qui a servi quatre présidents des Etats-Unis avec une égale distinction, pouvait dire à son départ en retraite qu'il n'avait jamais agi contre la volonté du président élu qu'il servait, même si ses pouvoirs lui permettaient de mener une politique monétaire indépendante. De même, Arthur Burns a augmenté l'offre de crédit jusqu'à un point qui atteignit des taux record au cours de l'élection 1972, mesure qui est considérée par beaucoup de gens comme ayant notablement contribué à déclencher le taux d'inflation à deux chiffres de 1974. Burns resserra alors le montant du crédit lorsqu'il devint clair que tel était le souhait du Président Ford et de son principal

conseiller économique Alan Greenspan. Sous l'Administration du Président Carter, G. William Miller agit seulement comme membre de l'équipe présidentielle lorsqu'il augmenta l'offre de crédit au cours d'une vaine tentative pour réduire la hausse du taux d'intérêt au moment où la date de l'élection 1980 approchait. Dans ce cas-là, la tentative échoua à mesure que l'inflation s'accélérait et William Miller paya ses erreurs par la défaite cuisante de son parti aux élections. Cependant, même lorsque la plupart des économistes comprenaient clairement que la route suivie par la Réserve fédérale aboutirait à détériorer encore davantage l'ensemble des conditions économiques, le gouverneur de la Réserve fédérale continuait à suivre les souhaits du Président.

Avec M. Volcker toutefois, il semble que nous abordions une situation entièrement différente. Le Président Carter fut virtuellement obligé de le nommer à ce poste sous la pression des milieux bancaires internationaux, après qu'il l'eut publiquement évincé l'année précédente. Ce fut peut-être pour ce motif que M. Volcker décida par vengeance de manifester son indépendance. Il augmenta le taux des fonds fédéraux jusqu'au niveau encore sans précédent de 15 % durant l'hiver de 1979, et lorsque cela fut insuffisant il poussa ce taux à 20 % en avril 1980, puis encore en décembre 1980 et à nouveau en juillet 1981. Son passage à la banque occasionna également une brève période de contrôle de crédit au printemps dernier, qui provoqua une chute record de 25 % dans l'économie, tandis que la croissance de la masse monétaire au sens étroit restait inférieure à 1 % pour les sept premiers mois de cette année. En résultat, l'écart entre les taux d'intérêt et l'inflation, particulièrement en ce qui concerne les taux à court terme, a atteint un maximum de plus de 10 %, comparé à une moyenne historique à long terme qui était d'environ 1 %. Cette hausse sans précédent des taux d'intérêt a porté un grave préjudice à la construction immobilière et a réduit le taux de croissance du PNB réel qui chuta de 4 % à 2 %.

Personne ou à peu près ne contredit le fait qu'une politique consistant à restreindre en permanence les disponibilités monétaires aboutirait finalement à réduire l'inflation, à condition que cette politique soit rigoureusement poursuivie durant un certain nombre d'années. Resserrer la monnaie a déjà réussi à remonter la valeur du dollar, ce qui réduit le coût des marchandises importées et celui des produits nationaux de substitution ; ces mesures ont également réduit fortement les prix de la construction immobilière. Ces améliorations aboutiront finalement à réduire les augmentations de salaires, ce qui ramènera le cycle familial de la baisse des prix qui suit la baisse du coût unitaire de la main-d'œuvre. Toutefois à notre avis, cette façon de procéder n'offre guère d'autre avantage que celui de réduire l'inflation. En particulier, la croissance de la productivité serait sévèrement freinée, parce que l'arme à double tranchant que représente le contrôle monétaire produit toujours une baisse de l'investissement. Quant à la consommation, elle n'en subit que marginalement la répercussion, excepté dans le cas où l'on instaure un contrôle draconien du crédit. Il est clair que M. Reagan a choisi de maintenir une

forte croissance pour réduire l'inflation et c'est précisément ce choix qui a stupéfié les marchés financiers et qui combiné avec la politique de la Banque fédérale, a poussé la hausse des taux d'intérêt à des niveaux encore jamais atteints.

### **Les choix de Ronald Reagan**

Au moment où cet article est écrit, on observe dans les milieux financiers des Etats-Unis une majorité d'opinion écrasante pour prédire que le plan de Reagan ne réussira pas et qu'il laissera finalement le pays, en fin de mandat, dans un état d'inflation accrue plutôt qu'avec un taux de croissance réelle amélioré. C'est la raison pour laquelle les marchés financiers réagissent si vivement chaque fois que les indicateurs économiques révèlent qu'une force même modeste se manifeste en profondeur dans l'économie générale. Une baisse du taux de chômage ou une amélioration des carnets de commandes précipite une importante liquidation d'actions et d'obligations sur les marchés boursiers. L'arrière-pensée dissimulée sous ce comportement machiavélique est que le renforcement de l'économie obligera M. Volcker à serrer la vis de l'expansion monétaire d'un tour supplémentaire ce qui provoquera une hausse des taux d'intérêt jusqu'à un nouveau record.

Le poète Pope pensait peut-être aux économistes lorsqu'il parlait des « fous qui courent là où les anges osent à peine marcher », particulièrement lorsque cela s'applique aux prévisions sur les taux d'intérêt. Le fait de rédiger le présent article à une date très en avance sur la date prévue pour sa présentation ajoute encore au risque habituel dans ce genre de prévisions. Pourtant, nous croyons fermement que M. Volcker jouera le jeu dans le plan de Reagan, que, au cours des trois prochaines années, les taux d'intérêt reviendront à un rapport historiquement normal avec le taux d'inflation et que les relations existant entre l'épargne et l'investissement ne seront pas perturbées par une politique monétaire exagérément restrictive de la part de la Banque fédérale. Bien que cela ne se produise pas d'un jour à l'autre, nous espérons que vers la fin de 1983 les taux d'intérêt à court terme seront revenus à une fourchette de 8 à 9 % tandis que les intérêts à long terme se situeront entre 10 et 11 %.

Bien que tout ce que M. Volcker a accompli jusqu'à présent semble axé dans une direction qui laisse prévoir plusieurs années de restrictions monétaires ; tout cela peut être attribué à l'ère « pré-Reagan », avant que la nouvelle politique fiscale Reagan n'ait été votée.

En d'autres termes, avant le mois d'août l'Administration Reagan et l'ensemble du pays étaient occupés à lutter contre l'héritage laissé par l'Administration Carter, c'est-à-dire une économie où la consommation était élevée et la productivité faible. Puisqu'aucune des nouvelles

réductions d'impôts et de dépenses publiques n'avait encore été votée, il était évidemment nécessaire de combattre le désastre inflationniste avec le seul outil disponible qui est spécifiquement une politique de resserrement monétaire. Cependant, aujourd'hui que le Plan de Reagan a été adopté par le Congrès, les données du jeu sont totalement différentes. Puisque désormais les plans sont en place pour réduire la consommation et augmenter l'épargne, l'investissement et la productivité en appliquant des réductions de dépenses publiques et une baisse des impôts optima, il est aujourd'hui superflu de recourir à une politique de restriction monétaire. Certes, on ne peut pas attendre de M. Volcker qu'il change son fusil d'épaule en pleine action et la masse monétaire devra nécessairement être encore gardée sous contrôle pour le moment, mais M. Volcker pourra désormais s'orienter vers un assouplissement progressif sans avoir à se soucier de voir resurgir le spectre de l'inflation future. Dans le cas où il ne choisirait pas de modifier sa politique dans ce sens, n'oublions pas que le Président Reagan possède des facultés de persuasion certaines et qu'avec une série de manœuvres bien orchestrées il n'aura guère de difficultés à convaincre M. Volcker de se rallier à sa politique présidentielle de baisse des taux d'intérêt.

Il est vrai que sur ce dernier point nous en sommes réduits aux conjectures qui se basent sur certaines déductions raisonnables tirées des précédents historiques et du caractère des personnalités en cause, plutôt que sur les recherches concrètes d'où ont été tirées les autres conclusions exposées dans le présent article. L'idée générale que nous voulons démontrer ici reste claire cependant : le succès du plan Reagan dépend dans une large mesure de la manière dont il canaliser les ressources en les détournant de la consommation pour les reporter sur l'épargne et l'investissement. Ce transfert doit puiser principalement dans le secteur de la consommation ; une augmentation de l'épargne des entreprises ne suffit pas à elle seule pour fournir les capitaux nécessaires à l'expansion. Peu de consommateurs investiront directement, ils devront s'adresser à des intermédiaires financiers pour canaliser ces fonds disponibles vers l'achat le plus rentable de biens de capitaux. Si les marchés financiers sont freinés par des politiques monétaires inconsidérément restrictives et par des taux d'intérêt trop élevés, l'inflation continuera de baisser, mais ce sera au prix d'une chute prononcée du taux de croissance et d'une diminution de la productivité. Cependant, nous croyons fermement que la Banque fédérale relâchera certainement sa rigidité actuelle et qu'elle instaurera un climat propice au fonctionnement efficace des marchés de capitaux, même si l'opposition majoritaire actuelle de Wall Street ne partage pas ce point de vue.

\*\*

Le programme fiscal de Reagan représente un volte-face complet par rapport aux politiques fiscales qui ont été suivies depuis les quinze dernières années. Ces politiques ont encouragé la consommation privée



et publique au détriment de l'investissement, tandis que le programme de Reagan est axé sur le renversement de ces tendances. Les incitations fiscales accordées à l'économie aboutiront à une augmentation ex ante du taux d'investissement ; l'augmentation ex ante du taux d'épargne qui est un facteur critique pour le succès final de son programme sera assurée par les réductions fiscales portant sur le revenu des personnes physiques ; cette détaxation augmentera la rémunération de l'épargne privée ; cela augmentera également le transfert des ressources à partir du secteur public vers le secteur privé au moyen d'une baisse qui se produira dans le ratio dépenses publiques/PNB. En outre, la réduction du taux d'imposition des personnes physiques favorisera l'effort de travail, ce qui en conséquence augmentera la productivité de la main-d'œuvre et réduira les revendications de salaires parce que le salaire net du travailleur sera augmenté du fait de la réduction d'impôt. A condition que la politique monétaire ne torpille pas ce plan en contrôlant d'une manière excessive le développement du crédit (ce qui hausserait les taux d'intérêt), le plan de Reagan devrait aboutir à restaurer un taux de croissance réelle de 4 % et faire remonter la productivité à 3 % vers le milieu des années 80, tandis que le taux d'inflation devrait être ramené à 6 % vers 1985 pour descendre finalement jusqu'à 4 % en 1990.

## APPENDICE

### Les changements de politique monétaire et fiscale aux Etats-Unis depuis les quinze dernières années

1965	Expansion	Seconde phase de la réduction fiscale Kennedy-Johnson.
1966	Restriction	Suspension temporaire de l'application du crédit d'impôt pour investissement ; réduction temporaire de 200 % à 150 % de la méthode d'amortissement comptable linéaire ; premier resserrement du crédit.
1967	Expansion	Annulation des mesures ci-dessus et adoption de mesures contraires.
1968	Restriction	Surtaxation égale à 10 % en matière d'impôt sur le revenu.
1969	Restriction	Suspension temporaire du crédit d'impôt pour investissement ; second resserrement du crédit ; augmentation du taux fiscal sur les gains en capital.
1970	Expansion	Assouplissement du crédit ; abrogation de la surtaxation en matière d'impôt sur le revenu.
1971	Expansion	Remise en vigueur du crédit d'impôt pour investissement ; 20 % de réduction de la durée des amortissements comptables ; réduction des taxes indirectes.
1972	Expansion	20 % d'augmentation dans les prestations de sécurité sociale.

1974	Restriction	Troisième resserrement du crédit.
1975	Expansion	Assouplissement du crédit ; abattement fiscal global de 8 milliards de dollars ; augmentation du crédit d'impôt sur investissement porté à 10 %.
1976	Restriction	La « réforme » fiscale relève la taxation sur les gains en capital, les taxes foncières et sur les donations et introduit la notion d'impôt minimum.
1977	Expansion	Crédit d'impôt sur les emplois ; augmentation des subventions publiques applicables aux emplois du secteur privé.
1979	Expansion	Réduction du taux d'imposition fiscale sur les gains en capital ; indexation partielle des taux d'imposition fiscale pour un an ; réduction du taux d'imposition du revenu des sociétés qui passe de 48 % à 46 %.
1979	Restriction	Quatrième resserrement du crédit.
1980	Restriction	Taxe sur les « bénéfices exceptionnels » (dus aux circonstances imprévues) ; contrôles du crédit (mis en vigueur au mois de mars mais supprimés dès le mois de juillet).
1981	Expansion	Réduction de 25 % du taux d'imposition sur le revenu des personnes physiques à répartir sur trois ans ; réduction de 50 % de la durée d'amortissement comptable applicable à la plupart des actifs à l'exception des propriétés immobilières.