

LA TENTATION DU COURT TERME

L'inclination naturelle de tout gouvernement est de considérer surtout le proche avenir. Les échéances électorales l'y incitent. Et si, comme la pratique s'en est instaurée, il se tourne vers les économètres pour leur demander avis sur ses projets, ceux-ci sont capables, sauf événements extérieurs imprévus, de mesurer les conséquences de telle ou telle action gouvernementale sur les flux de consommation ou d'investissement à échéance de six à dix-huit mois. Mais ils ne le peuvent guère au-delà, faute d'avoir réussi à intégrer dans leurs modèles les transferts de patrimoine, les mutations des structures productives et les changements de mentalité qui seraient induits par les actions envisagées.

Et pourtant la prospérité d'une nation résultant pour une large part de ce qui a été accompli au cours de décennies précédentes, toute politique économique doit être appréciée non seulement sur une durée d'une année, mais aussi de cinq, dix ou vingt ans. Bien que ses effets à long terme ne puissent être calculés, il est possible de les discerner à la lumière de raisonnements éprouvés au creuset de l'histoire. Des quasi-certitudes apparaissent, qu'il est toujours utile de rappeler, quand bien même leur énoncé serait banal, car c'est contribuer à prémunir gouvernants et opinions publiques contre la tentation du court terme.

Les dangers d'un déficit du budget...

Lorsqu'un ralentissement conjoncturel de l'activité économique réduit les rentrées fiscales, un déficit budgétaire est inévitable. Augmenter les impôts ou diminuer les dépenses publiques serait alors enfoncer davantage l'économie dans la récession. Mieux vaut même, à condition d'être assuré que les capacités de production disponibles permettront de répondre aussitôt de façon concurrentielle à une augmentation de la consommation et de l'investissement, accroître volontairement le déficit pour relancer l'économie. Bientôt il se résorbera de lui-même et les équipements réalisés grâce à lui constitueront un atout durable pour l'économie.

Au contraire lorsque l'appareil productif est incapable de faire face convenablement à une demande accrue, un déficit pratiqué pour procurer aux habitants d'un pays des satisfactions immédiates par des dégrèvements fiscaux ou des dépenses publiques tendra naturellement à se perpétuer et à s'aggraver. Les ponctions publiques sur le marché financier évinceront les entreprises qui auraient besoin d'emprunter pour se développer. Elles porteront les taux d'intérêt à un niveau élevé, qui fera obstacle aux investissements. Produc-

tion et emploi seront durablement compromis. L'accumulation de dettes nouvelles imposera au budget des charges d'intérêt plus lourdes d'année en année, ce qui aggravera encore le déficit. Si on ne réagit pas assez rapidement pour sortir de ce cercle vicieux par une réduction prudente, mais résolue, des dépenses de l'État et par une majoration de ceux des impôts qui freinent le moins l'activité, la seule issue sera une forte inflation, qui, en spoliant les créanciers, allégera le poids réel de la dette publique.

... et de la balance des paiements courants

Toute politique d'accroissement de la demande intérieure tend à gonfler les importations et freiner les exportations. Un déficit de la balance des paiements courants n'est point inquiétant si l'on est sûr que les emprunts extérieurs servent à des investissements qui, plus tard, permettront de produire des biens ou des services exportables ou substituables à des importations d'une valeur supérieure au montant des intérêts dus. Mais si, comme il arrive trop souvent, ces emprunts financent des consommations ou des équipements non productifs, le déficit extérieur ira s'aggravant. Un jour viendra où les prêteurs se déroberont ou exigeront des intérêts usuraires. Ce jour-là, pour dégager les excédents indispensables au service de la dette, le niveau de vie devra baisser, d'autant plus qu'on aura attendu davantage pour apporter remède aux imprudences passées.

Les dévaluations, redoutables échappatoires

Modifier le taux de change de la monnaie nationale est un moyen de politique économique fréquemment utilisé depuis soixante-douze ans que les monnaies ne sont plus constituées de pièces d'or. Une dévaluation est parfois nécessaire pour ne pas ruiner les œuvres vives de l'économie ; mais on doit éviter d'y recourir quand elle n'est pas inéluctable.

Certes toute dépréciation de la monnaie procure certaines facilités aux entreprises exportatrices et à celles exposées à la concurrence d'importations. Mais, quoi qu'on fasse, elle engendre tôt ou tard une hausse des prix intérieurs et des salaires nominaux qui en fait perdre les avantages. Croit-on qu'il suffit alors de dévaluer à nouveau, puis de répéter

ation chaque fois qu'il le faut pour replacer l'économie dans une situation compétitive? C'est méconnaître que de telles mesures vicient les mentalités et détériorent les structures productives. Les chefs d'entreprises aux prises avec la concurrence étrangère, au lieu de rechercher le maintien de leurs profits dans une gestion rigoureuse et des progrès techniques, s'installent dans l'impérialisme s'ils pensent que finalement un ajustement monétaire leur vaudra un nouveau provisoire de compétitivité. A ce jeu, pour leur porter une aide éphémère, les dévaluations doivent être plus en plus fréquentes, et un jour vient où les hausses répétées des coûts sont d'une rapidité telle qu'elles annulent presque aussitôt les avantages escomptés. On a permis aux entreprises de survivre bien que condamnées par les spécialisations internationales nouvelles résultant des progrès des transports et de la diffusion mondiale des techniques plus modernes. On s'aperçoit ensuite, mais trop tard, que les structures industrielles ne se sont pas adaptées aux exigences d'un monde nouveau. Le réveil est alors douloureux, tant sont grands les efforts nécessaires pour adapter équipements et gestions, habitudes de pensée et formation des hommes à des exigences et des disciplines trop longtemps méconnues.

Les taux d'intérêt, fragiles régulateurs

Une banque centrale peut agir sur les taux d'intérêt à court terme et même à long terme. Parfois elle les relève pour combattre une baisse du cours de sa monnaie sur le marché des changes ou pour freiner des activités spéculatives; mais plus souvent elle les abaisse ou les empêche de remonter. Une politique d'« argent à bon marché » a le mérite d'accroître la demande lorsque celle-ci est insuffisante pour assurer le plein emploi des hommes et des machines. Elle présente aussi l'avantage, en réduisant les coûts financiers des entreprises, d'alléger leurs prix de revient et, par là, de leur permettre soit d'accroître leur autofinancement, soit de vendre moins cher. Mais à jouer ce jeu trop longtemps, on fait que l'intérêt réel devient minime, voire négatif.

Certains pensent que le volume de l'épargne financière est indépendant de sa rémunération. Il est vrai que la volonté d'épargner beaucoup résulte surtout d'habitudes sociales qui ne se modifient que lentement. D'où l'idée, appuyée sur divers tests économétriques, que les taux d'intérêt sont sans influence sur le montant des capitaux offerts en prêts par les ménages aux entreprises.

Cela ne peut être vrai indéfiniment. De plus en plus nombreux sont à la longue les individus qui finissent par prendre conscience que, leurs épargnes prêtées se volatilissant peu à peu, ils auraient été plus avisés d'acquérir des biens réels ou de s'octroyer des satisfactions supplémentaires en consommant la totalité de leurs revenus. Alors, les quantités de capitaux offerts s'amenuisent, les taux d'intérêt s'élèvent, tant et si bien que les entreprises renoncent à emprunter pour investir. Ayant trop voulu recourir au levier de l'investissement que constituaient des taux d'intérêt excessivement bas, on a détérioré un circuit financier essentiel à une bonne croissance. Et il faudra ensuite longtemps pour que les prêteurs, cessant de craindre d'être frustrés, l'alimentent à nouveau.

La modération des revenus, condition d'un bien-être futur

Le souci de la paix sociale et le désir de popularité incitent les gouvernants à majorer les traitements des fonctionnaires, à élever le salaire minimum, à inviter les chefs d'entreprise à se montrer généreux. C'est bel et bon si cela coïncide avec

de forts accroissements de production ouverts des débouchés sans lesquels des capacités de production seraient sous-utilisées.

Mais freiner la hausse des salaires pour réduire leur part dans la valeur ajoutée peut être nécessaire pour qu'il soit possible plus tard de produire davantage. C'est le cas actuellement où la croissance de productions compétitives implique le remplacement d'innombrables machines et où la création de nouveaux produits ne saurait être suffisamment stimulée par une augmentation de la demande de biens de consommation. Le financement des équipements et des innovations ne peut être assuré substantiellement par le marché dans un système social où, les risques de l'existence étant couverts et les retraites financées par répartition entre les actifs, l'épargne financière des individus est et restera relativement faible. Seul l'autofinancement des entreprises peut y pourvoir. Et seuls des capitaux propres peuvent être valablement engagés dans des opérations comportant des risques d'autant plus grands que les mutations technologiques sont plus rapides et l'environnement international plus incertain.

Quand des pressions syndicales ou autres font que les salaires s'élèvent trop, le déclin n'apparaît qu'à terme, car la plupart des entreprises peuvent survivre, avec parfois une apparence de santé, pendant plusieurs années, quand bien même elles n'opèrent plus d'amortissements et qu'elles renoncent à améliorer leurs équipements ou ne le font qu'en s'endettant lourdement. Mais cela a nécessairement une fin. Un moment vient où l'on s'aperçoit qu'on s'est laissé aller à manger son blé en herbe.

Or l'État peut contribuer à la modération des hausses de salaires. D'abord par l'exemple des rémunérations fixées par lui, ensuite par des conseils adressés aux partenaires sociaux, enfin en avertissant que si des hausses de salaire inconsidérées compromettent l'équilibre des entreprises, ni leurs chefs pour éviter la faillite, ni leurs salariés pour éviter le chômage ne pourront compter sur des subventions de l'État ni espérer en une dévaluation leur permettant d'élever leurs prix.

L'inflation, mal pernicieux

Les imprudences de politique économique dues à une myopie qui dispense de se préoccuper du long terme ont presque toutes une conséquence commune : l'inflation. Elle est d'autant plus pernicieuse qu'elle est d'abord un mal euphorique pour certains. Elle allège le poids des dettes et permet d'élever les salaires nominaux. Dispensatrice de richesses aux chanceux, de droits illusoirement à d'autres, elle est parfois un stimulant provisoire de l'activité. Mais elle fait que la rationalité économique cède le pas au jeu et à la spéculation. Une prospérité factice dissimule des gaspillages de ressources. Tôt ou tard, par les désordres qu'elle engendre, l'inflation conduit à la stagnation du produit national, puis à sa baisse, avec un chômage accru. Quand un gouvernement a enfin le courage d'engager l'économie dans une désinflation nécessaire à la reprise d'une croissance durable, de pénibles ajustements doivent s'opérer. Alors seulement on aperçoit le coût des illusions et des lâchetés antérieures.

La politique économique n'est pas un art facile. Pour conduire un pays sur un sentier de croissance régulière, il ne suffit pas d'être attentif aux obstacles proches qui risquent de faire trébucher. Il faut aussi porter son regard vers des objectifs lointains et savoir que tout écart de la route qui doit y conduire sera retardateur et qu'il rendra tôt ou tard, nécessaires de pénibles remises en ordre.

LE PARTAGE DE LA VALEUR AJOUTÉE EN EUROPE

Depuis le début des années soixante-dix, les variations de prix relatifs ont été à la fois fréquentes et d'une ampleur inhabituelle. Or l'évolution des prix relatifs reflète les changements structurels qui affectent l'économie et a pour conséquence de modifier le partage de la valeur ajoutée. Elle constitue l'un des déterminants des variations de la part des salaires dans le revenu national. Les deux chocs pétroliers s'étaient accompagnés d'une forte augmentation du prix relatif de la consommation par rapport à celui de la valeur ajoutée⁽¹⁾, ce qui avait fortement contribué à l'augmentation subséquente de la part salariale. Il se peut ainsi que la baisse de cette dernière, qui depuis 1980 semble être un phénomène général en Europe, se trouve accentuée par l'effet conjugué de la chute du prix du pétrole et du cours du dollar. La part salariale étant un indicateur de la profitabilité des entreprises, on s'attachera ici à en retracer l'évolution et à en analyser les déterminants, dans une optique comparative tant entre pays qu'entre secteurs. Cet article ne prétend ni fournir une véritable explication, ni tirer de conclusions de politique économique : les faits en eux-mêmes sont suffisamment intéressants pour être décrits et organisés.

Une tendance récente à la baisse de la part salariale

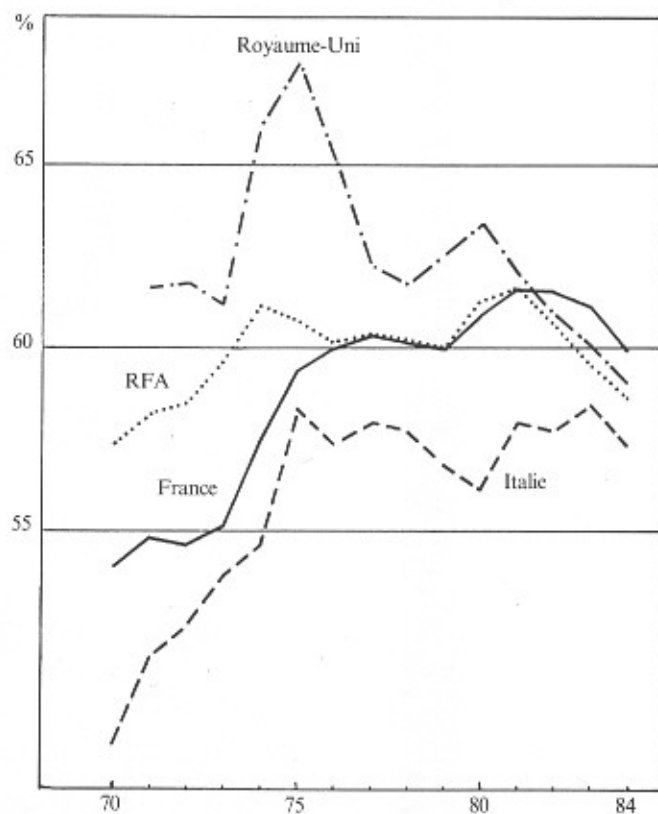
Les graphiques 1 et 2 présentent les évolutions de la part salariale, rapport de la rémunération des salariés y compris la totalité des cotisations sociales à la valeur ajoutée brute⁽²⁾, dans l'ensemble de l'économie et dans l'industrie⁽³⁾, pour les quatre grands pays européens (France, Italie, R.F.A. et Royaume-Uni). Dans tous ces pays, la part salariale de l'industrie excède celle de l'ensemble de l'économie, ce qui est essentiellement dû à des taux de salarisation plus élevés dans l'industrie⁽⁴⁾. Par ailleurs, les fluctuations de la première sont plus marquées.

La part salariale industrielle — plus significative que celle de l'ensemble de l'économie — présente un pic en 1975 dans tous les pays. Après deux années consécutives de baisse les évolutions diffèrent. En France la part salariale se stabilise, tandis qu'elle poursuit sa chute en Italie jusqu'en 1980. La tendance est au contraire à la hausse en RFA et au Royaume-

Uni. Depuis le pic du second choc pétrolier, l'orientation est partout fortement à la baisse, sauf en Italie où le retournement ne se produit qu'en 1984. En fin de période les niveaux sont voisins de ce qu'ils étaient en 1970 ; seule la part salariale industrielle allemande demeure sensiblement plus élevée.

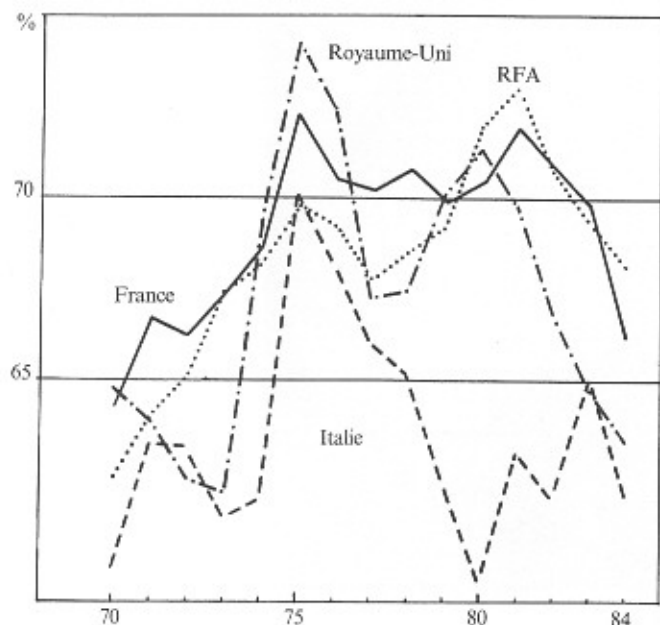
Pour l'ensemble de l'économie on constate aussi dans tous les pays une croissance de la part salariale au début des années soixante-dix, dès avant le premier choc pétrolier. Mais au cours des années 1975-1984, la tendance est relativement stable en France, en Italie et en RFA ; elle n'est franchement décroissante qu'au Royaume-Uni. Ces évolutions peuvent être nuancées, sans être remises en cause, par la considération des variations des taux de salarisation : ceux-ci connaissent une augmentation au début des années soixante-dix en France et en Italie, une augmentation régulière sur toute la période en RFA et une baisse au Royaume-Uni ces dernières années.

2. Part salariale dans la valeur ajoutée brute, Ensemble de l'économie - France, Italie, R.F.A., R.U. ; 1970-1984



Sources : France : INSEE ; Italie, R.F.A., R.U. : OSCE.

1. Part salariale dans la valeur ajoutée brute, Industrie - France, Italie, R.F.A., R.U. ; 1970-1984

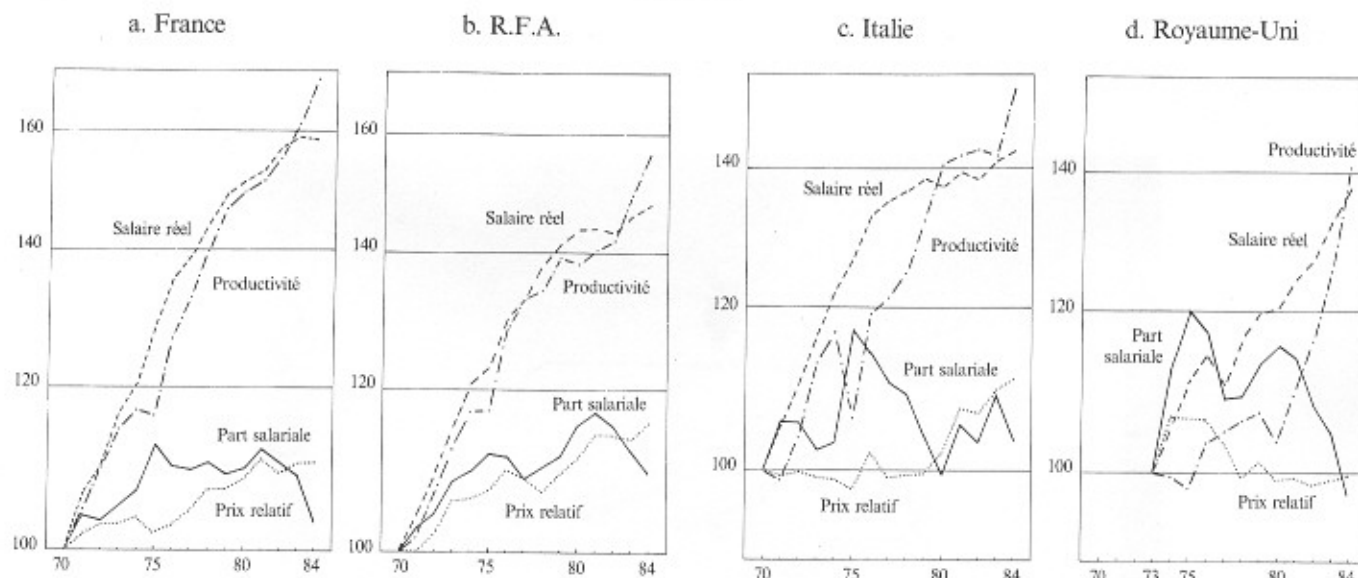


Sources : France : INSEE ; Italie, R.F.A., R.U. : OSCE.

Productivité, salaire réel, prix relatifs : une décomposition de la part salariale

Les variations de la part salariale peuvent se décomposer en trois éléments : la progression du salaire réel (incluant l'ensemble des cotisations sociales et calculé en référence à l'indice des prix à la consommation), celle de la productivité apparente du travail et celle du prix relatif de la valeur ajoutée par rapport à celui de la consommation⁽⁵⁾. Leurs évolutions pour l'industrie dans les quatre pays considérés sont retracées dans les graphiques 3 (a, b, c, d).

3. Décomposition de la part salariale dans l'industrie.
1970-1984.



Note : Échelle logarithmique.

Les quatre variables sont en indice 1970 = 100, sauf Royaume-Uni 1973 = 100. Le prix relatif tracé ici est défini par le rapport des prix à la consommation

Sources : France : INSEE ; Italie, R.F.A., R.U. : OSCE.

au prix de la valeur ajoutée. Par conséquent, une hausse de cet indice correspond à une baisse du prix relatif de la valeur ajoutée et tend à accroître la part salariale.

En France la part salariale augmente sensiblement jusqu'en 1975 en raison d'une hausse du salaire réel plus forte que celle de la productivité et d'une baisse du prix relatif de la valeur ajoutée industrielle. De 1976 à 1980 la quasi-stabilité de la part salariale résulte de deux effets contraires : la productivité augmente alors à un rythme plus soutenu que le salaire réel, mais dans le même temps le prix à la consommation continue de progresser plus rapidement que le prix de valeur ajoutée. En 1981 l'augmentation de la part salariale est imputable à une hausse rapide du prix de la consommation. Enfin la légère hausse puis la baisse du salaire réel depuis 1982, alliées à de forts gains de productivité, conduisent à une inflexion marquée de la part salariale ces dernières années.

En RFA le profil général de la part salariale est essentiellement déterminé par celui du prix relatif de la valeur ajoutée jusqu'en 1981, alors que les retournements correspondent à des variations brutales du différentiel productivité - salaire réel. Depuis 1982 au contraire, c'est la croissance spectaculaire de la productivité qui provoque la baisse de la part salariale.

Dans l'industrie italienne, pendant la première moitié des années soixante-dix, les variations de la part salariale sont essentiellement dues à des fluctuations violentes de la productivité. La forte baisse de celle-ci en 1975 induit une hausse brutale de la part salariale. Par la suite l'inflexion du rythme de progression du salaire réel, ainsi que la croissance rapide et régulière de la productivité ramènent en 1980 la part salariale à son niveau de 1970. Alors que l'effet prix relatif ne jouait qu'un rôle mineur dans les années soixante-dix, il est à l'origine de la croissance de la part salariale au début des années quatre-vingts. En 1984 il est plus que compensé par des gains de productivité exceptionnels.

Au Royaume-Uni la forte hausse de la part salariale constatée en 1974 et 1975 provient d'une explosion des salaires, d'un déclin de la productivité et d'une baisse du prix relatif de la valeur ajoutée industrielle. De 1976 à 1978, en dépit d'une faible croissance de la productivité, la part salariale diminue en raison du rattrapage du prix de la valeur ajoutée et de la modération du salaire réel. Depuis 1978, ce dernier a connu une progression rapide, mais la croissance très soutenue de la productivité à partir de 1981 a fait chuter la part salariale.

(1) L'indice du prix de la valeur ajoutée est le rapport entre la valeur ajoutée dans l'ensemble de l'économie ou dans la branche considérée aux prix courants de chaque année et cette même valeur ajoutée calculée aux prix de l'année de base. L'indice du prix de la consommation est pareillement le rapport entre la valeur de la consommation aux prix courants de chaque année et la valeur de cette même consommation calculée aux prix de l'année de base.

(2) La valeur ajoutée brute totale de l'économie est obtenue en retranchant du PIB aux prix du marché la TVA sur les produits et les impôts nets liés à l'importation.

(3) Dans cette étude, l'industrie recouvre l'industrie manufacturière et l'extraction de minerais.

(4) La proportion de salariés dans l'emploi agricole est généralement faible.

(5) La part salariale WS est définie par le rapport de la rémunération des salariés R sur la valeur ajoutée brute nominale VA ($WS = R/VA$). La rémunération totale est le produit du salaire nominal W par l'emploi salarié E, la valeur ajoutée se décompose en prix P et en volume Q : $WS = (W.E)/(P.Q)$. En introduisant l'indice des prix de la consommation PC, on obtient la décomposition :

$$WS = (W/PC) \cdot (PC/P) \cdot (E/Q)$$

soit $WS = w/(p \cdot \pi)$, où w est le salaire réel, p le prix relatif de la valeur ajoutée et π la productivité apparente du travail.

(6) L'inflexion consécutive au second choc pétrolier n'est toutefois intervenue qu'en 1981 pour l'Italie.

Au-delà de certaines particularités propres à chacun des pays, l'analyse précédente permet de dégager deux aspects communs aux quatre économies européennes. En premier lieu le prix de la valeur ajoutée industrielle a augmenté moins vite que le prix à la consommation. Seule l'appréciation réelle de la livre à partir de 1980 compense cette évolution au Royaume-Uni. Cet effet de prix a tendance à relever la part salariale industrielle en moyenne pendant les années soixante-dix ; il est au contraire modéré, voire inexistant, dans la période récente.

Le second aspect concerne la disparité des évolutions de la productivité apparente du travail et du salaire réel. Dans les années soixante-dix, ce dernier a progressé rapidement et régulièrement partout. En revanche, la productivité a augmenté plus faiblement en moyenne et a connu des variations importantes à l'occasion des fluctuations conjoncturelles de l'économie : en 1975 et 1980, années de récession, la productivité s'infléchit nettement⁽⁶⁾. Le cycle de productivité est particulièrement sensible au Royaume-Uni et en Italie. Les années récentes sont caractérisées par une croissance plus modérée des salaires dans la plupart des pays et par de forts gains de productivité. Une telle observation ne témoigne pas nécessairement de l'apparition

de nouvelles techniques plus efficaces : outre l'effet de rattrapage consécutif à la dernière récession, ces gains correspondent à des destructions massives des activités les moins productives.

Des évolutions sectorielles contrastées

Les évolutions agrégées qui viennent d'être décrites recourent en réalité des disparités sectorielles importantes. Ainsi, au sein de l'industrie française, les parts salariales des grandes branches d'activité (biens intermédiaires, biens d'équipement et biens de consommation) diffèrent-elles, tant en niveau qu'en variation (graphique 4).

Au début des années soixante-dix, la part salariale est inférieure à la moyenne de l'industrie dans le secteur des biens intermédiaires, supérieure dans le secteur des biens d'équipement et plus encore dans celui des biens de consommation. Le premier choc pétrolier accentue la dispersion et depuis lors les divergences vont croissant.

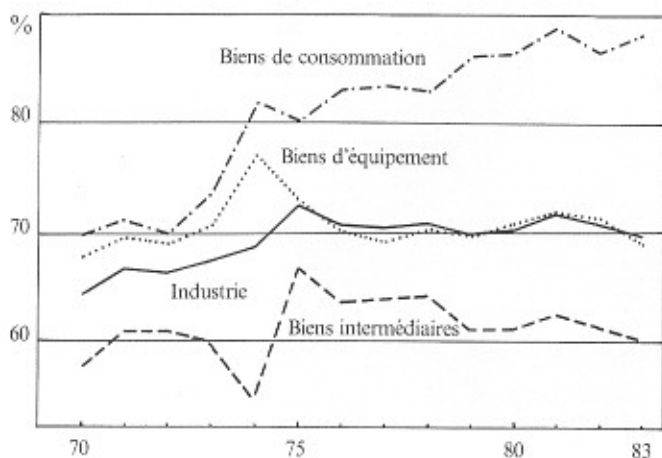
Cette hiérarchie et ces évolutions des parts salariales par branche sont spécifiques à la France. Dans les trois autres pays la part salariale est plus élevée dans le secteur des biens d'équipement, et plus faible dans celui des biens de consommation. Par ailleurs, si le choc pétrolier a aussi entraîné des variations marquées à l'étranger, les divergences intersectorielles sont plus faibles qu'en France.

Dans le cas de la France les évolutions distinctes dans chaque branche proviennent en partie de progressions différenciées de la productivité apparente du travail. Alors que les salaires réels croissent dans toute l'économie à des rythmes comparables – un peu plus rapidement que la moyenne dans le secteur des biens de consommation, un peu moins dans celui des biens d'équipement – la productivité augmente beaucoup plus vite dans l'industrie que dans le reste de l'économie et au sein de l'industrie beaucoup plus vite dans le secteur des biens d'équipement.

Ces évolutions du différentiel salaire réel - productivité n'expliquent pas la divergence tendancielle entre les parts salariales dans les secteurs des biens de consommation et des biens intermédiaires. Cette divergence est due au fait que les prix des biens intermédiaires ont augmenté beaucoup plus rapidement que les autres prix industriels durant les quinze dernières années (graphique 5).

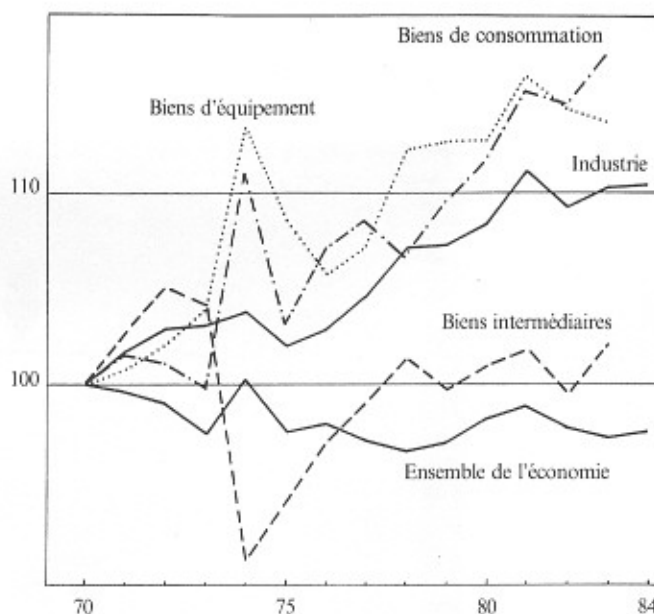
Le premier choc pétrolier a suscité un profond bouleversement des prix relatifs. La hausse des prix des produits importés

4. Parts salariales dans les branches industrielles France, 1970-1983



Source : INSEE.

5. Prix relatifs des valeurs ajoutées des branches France, 1970-1984



Note : Voir graphique 3.

Source : INSEE.

s'est immédiatement répercutée sur l'indice des prix à la consommation et s'est traduite par une baisse brutale des prix relatifs de la valeur ajoutée des secteurs des biens d'équipement et des biens de consommation. Le prix relatif de la valeur ajoutée de l'ensemble de l'industrie a varié dans le même sens, mais bien plus modérément en raison de la très forte augmentation des prix dans le secteur des biens intermédiaires. Le choc pétrolier a en effet correspondu à une hausse générale des prix des matières premières importées. Les producteurs nationaux de matières premières en ont profité pour augmenter leur prix de valeur ajoutée. En outre, du fait des retards de répercussion, cette hausse s'est transmise d'abord sur les secteurs amonts avant de se diffuser dans l'ensemble de l'industrie. Ceci explique l'évolution relative des prix des branches en 1975 et 1976. Par la suite, ce sont les prix relatifs des biens de consommation et d'équipement qui chutent fortement. Cette baisse renforce les effets du différentiel salaire réel - productivité sur l'évolution de la part salariale dans le secteur des biens de consommation, et les compense dans le secteur des biens d'équipement.

Les mouvements de prix ont été d'autant plus prononcés en 1974 que les différents secteurs étaient proches du plein emploi. Au contraire, le second choc pétrolier n'a pas donné lieu à des bouleversements de prix relatifs d'ampleur comparable. D'une part en effet, les prix des matières premières non énergétiques ont beaucoup moins augmenté qu'en 1973-1974. D'autre part, les mécanismes d'indexation des prix de production ont d'autant moins joué en 1980 que l'économie se trouvait en situation de sous-emploi massif.

En tendance le prix de la valeur ajoutée industrielle s'élève beaucoup plus lentement que celui du reste de l'économie. Du fait de la concurrence internationale, les prix dans l'industrie sont largement déterminés par les évolutions mondiales, alors que leur fixation est plus discrétionnaire dans le secteur abrité. L'augmentation tendancielle du prix relatif dans le secteur abrité a ainsi facilité la résolution des conflits concernant le partage du revenu. Au contraire, dans l'industrie, la baisse subie du prix relatif tend à les exacerber. On conçoit dès lors que la baisse récente du salaire réel soit plus marquée dans l'industrie que dans l'ensemble de l'économie.

Département des études de l'OFCE

L'ÉCLECTISME MONÉTAIRE DU JAPON

L'appréciation récente du yen face au dollar (24 % entre le 22 septembre et le 21 février) affectera le volume des exportations japonaises. Toutefois les gains de termes de l'échange dus à cette appréciation et à la baisse du prix du pétrole⁽¹⁾ pourraient porter l'excédent commercial à près de 80 milliards de dollars (56 milliards en 1985). Un relais par la consommation et l'investissement s'avère donc nécessaire, d'autant que les critiques américaines se font de plus en plus virulentes.

A cet égard la politique monétaire ne semble guère être un instrument efficace. Son champ d'action se réduit car, en raison des entrées massives de capitaux qu'un tel excédent risque de provoquer, le respect de l'objectif de croissance de la masse monétaire nécessitera un ralentissement des crédits à l'économie.

Simultanément une libération progressive des taux d'intérêt intérieurs s'ajoute à l'interdépendance entre les taux intérieurs et étrangers pour rendre difficile le contrôle monétaire. Une baisse des taux d'intérêt japonais n'est guère possible si elle est réalisée indépendamment des États-Unis.

Le système monétaire et financier s'est adapté aux contraintes économiques

Jusqu'au premier choc pétrolier, le système financier était étroitement contrôlé par les Pouvoirs publics⁽²⁾. L'intermédiation prédominait. L'épargne des ménages, recueillie pour sa plus grande partie sous forme de dépôts à terme dans les banques ou à la Poste, était ensuite dirigée vers les entreprises. Celles-ci n'ont guère cherché à diversifier leurs sources de financement, car la politique tendant à maintenir de bas taux d'intérêt dans les banques ne les y incitait pas. Cela d'autant plus que leur marge d'autofinancement était faible. Les marchés interbancaires étaient actifs à cause des besoins de liquidités des grandes banques, qui venaient s'y refinancer. Au contraire le marché libre, représenté à l'époque par le marché *Gensaki*⁽³⁾, restait sous-développé, en raison de la faiblesse du volume de titres négociés.

A partir de 1975 les modalités de la croissance japonaise se transformèrent. L'investissement se contracta. Les entreprises eurent moins recours aux crédits bancaires et elles se désendettèrent. Une politique budgétaire de soutien à l'activité fut mise en œuvre. De massives émissions d'obligations à long terme (10 ans) eurent lieu afin de couvrir le déficit budgétaire. Elles furent souscrites, sous la pression de la Banque du Japon, par des syndicats de banques. D'autre part le commerce extérieur devint le moteur de la croissance. Les forts excédents de la balance des paiements courants apparus de 1975 à 1978 et depuis 1980 rendirent les pressions étrangères plus vives en faveur d'une libéralisation des mouvements de capitaux avec l'étranger et de l'internationalisation du yen.

Ces changements structurels ont modifié le paysage financier japonais. La désintermédiation s'est accentuée. Les émissions d'obligations à l'étranger par les sociétés japonaises ayant été libéralisées, elles se sont très vite substituées à l'endettement bancaire. L'achat massif d'obligations d'État par les banques commerciales a réduit la capacité de ces dernières à répondre aux besoins de crédits des entreprises, tandis que les taux sur les marchés libres, continuellement positifs en termes réels de 1975 à 1985, sont apparus pour les prêteurs beaucoup plus attractifs que les taux réglementés des dépôts bancaires. En outre de nombreux déposants ont pu solder sans perte de pouvoir d'achat leurs dépôts bancaires à terme de moins de deux ans et approvisionner leurs comptes à plus long terme dans les banques de gestion de patrimoine ou à la Poste, où les coûts de retraits anticipés sont faibles⁽⁴⁾.

La dégradation de la situation des banques a amené les Pouvoirs publics à relâcher quelques-unes des contraintes pesant

sur elles. A partir de 1979 les banques commerciales ont été autorisées à émettre des certificats de dépôt d'un montant minimal de 500 millions de yen, abaissé en janvier 1984 à 300 millions. Bien que les taux des dépôts soient encore sujets à contrôle, les banques commerciales ont ouvert des comptes à des taux voisins de ceux du marché monétaire⁽⁵⁾. Les banques de gestion de patrimoine et les banques de crédit à moyen et long terme ont elles aussi pu offrir des rémunérations sur leurs dépôts proches des taux du marché (comptes *Big* et *Wide*). Face à la réticence des grandes banques à absorber les obligations d'État, le gouvernement a été amené à réviser ses pratiques d'émissions afin de les rendre plus attractives. En avril 1981 les Pouvoirs publics ont abaissé de un an à cent jours la période de détention minimale imposée aux banques avant un possible reversement sur le marché secondaire, et en avril 1983 les banques ont été autorisées à offrir directement des obligations d'État à long terme nouvellement émises.

Un examen rapide du bilan des entreprises confirme les faits précédemment décrits. L'endettement bancaire, qui représentait près de 85 % des sources de financement des entreprises en 1970, en dépasse à peine 55 % en 1984, au profit d'émissions d'actions et d'obligations. L'origine des fonds, qui était domestique à raison de 99 % en 1970, provient désormais de plus en plus de l'étranger (plus de 25 % en 1984). L'actif du bilan des entreprises témoigne de l'effet de la libéralisation du système financier. Les placements nouveaux en actifs à taux d'intérêt réglementés se sont réduits de 65 % des placements totaux en 1970 à 8 % en 1984. Dans le même temps ceux consistant en actifs libellés en monnaies étrangères, quasi inexistantes en 1970, ont atteint 35 % en 1984 (cf. graphique).

Ces modifications ont eu d'importantes répercussions sur la conduite de la politique monétaire. Dans les contreparties de la masse monétaire le déclin de la composante « concours à l'économie » a réduit l'efficacité de la politique monétaire fondée sur une politique du crédit. L'accroissement du déficit budgétaire et l'ampleur des fluctuations des créances sur l'étranger ont nécessité un contrôle global de l'évolution de la masse monétaire. Par ailleurs les grandes banques, sur lesquelles pesait le plus fortement le contrôle monétaire, ont vu leur rôle s'amincir.

Les banques doivent apprendre à vivre avec la déréglementation

Face à la déréglementation en cours, les banques ont modifié leur politique de gestion et redéployé leurs activités. L'introduction de certificats du marché monétaire et l'abaissement du plafond des certificats de dépôt — à quoi s'est ajoutée depuis le 1^{er} octobre 1985 la libéralisation des dépôts à terme d'un milliard de yen au moins — ont permis aux banques de se procurer des liquidités. Certes les banques ont à craindre des coûts supplémentaires au fur et à mesure de la déréglementation des taux sur les dépôts, mais elles peuvent espérer une stabilisation de leur passif.

(1) L'énergie représentait en 1985 près de 45 % des importations totales.

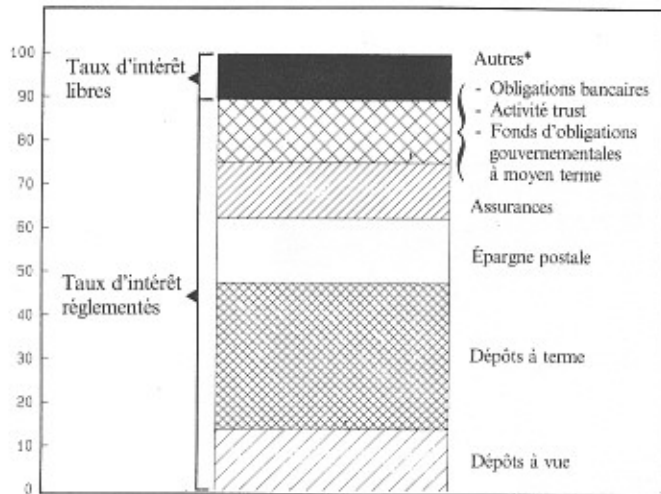
(2) Cf. Philippe Sigogne et Thierry Schwob, « Le Japon à l'âge mûr », Revue de l'OFCE, juillet 1985.

(3) Le marché *Gensaki* est un marché sur lequel on vend (achète) des obligations à long terme avec la promesse d'un rachat (vente) à un prix et une date fixée au préalable.

(4) Pour un compte postal à 10 ans, un particulier peut liquider son compte avant échéance à un coût faible voire nul si ce retrait a lieu 6 mois après le dépôt.

(5) Par exemple : un dépôt à 2 ans, où le taux d'intérêt est déterminé par une moyenne pondérée des rendements d'obligations à 10 ans à raison de 60 % et du taux des dépôts bancaires à 2 ans à raison de 40 %.

1. Structure des placements par les agents non financiers



Source : Banque du Japon

* Dans la partie à taux d'intérêt libres, on trouve les certificats de dépôt, les transactions sur le marché de l'argent au jour le jour, d'escompte des effets de commerce et *Gensaki*, ainsi que les dépôts en monnaies étrangères (admis en avril 1978 jusqu'à 3 millions de yen et totalement déréglementés en décembre 1980) et les dépôts des non-résidents en yen (libéralisés en mars 1985). Dans les dépôts à terme, une partie est à taux d'intérêt libres : les certificats de marché monétaire (créés en avril 1985) et les dépôts à terme de plus de 1 milliard de yen (libéralisés en octobre 1985).

La rémunération de services jadis fournis gratuitement leur procurera des ressources et la diversification de leurs activités des économies d'échelle. A cet égard, les « *city banks* » semblent être les plus dynamiques. Leur activité internationale leur procure déjà 20 à 30 % de leurs profits. Leur part des prêts à long terme s'accroît (39 % à la fin de 1984). Grâce à leur recherche active de nouveaux clients, elles octroient déjà près de 45 % des prêts aux PME (20 % en 1975).

Les taux d'intérêt sont placés au centre de la politique monétaire

Face à ces évolutions les autorités monétaires ont décidé dès 1975 de contrôler l'offre de monnaie et en 1978 de publier des projections trimestrielles de progression de la masse monétaire M2 (M2 + certificats de dépôt à partir de 1979). Grâce à quoi les fluctuations de la masse monétaire sont beaucoup moins amples qu'auparavant et la tendance est à la décélération (de 15 % d'augmentation en 1975 à 7-8 % en 1985).

Les mécanismes de transmission de la politique monétaire se sont diversifiés sous l'effet récent de la libération progressive des taux d'intérêt. Aux voies traditionnelles qui consistaient pour la Banque du Japon à influencer sur l'octroi des crédits des institutions financières privées en agissant sur leur coût de refinancement et à en renforcer l'effet par des mesures d'encadrement du crédit (*window guidance*) viennent se greffer deux autres canaux de transmission de la politique monétaire.

1) Avec l'existence de marchés concurrents à taux d'intérêt libres, toute hausse des taux d'intérêt sur ces marchés accentue la désintermédiation, car les institutions financières bancaires restreignent d'elles-mêmes leurs prêts en raison de la contraction du volume et de l'accroissement du coût de leur passif, notamment sous la forme de certificats de dépôt et de certificats de marché monétaire.

2) L'extension des relations financières des ménages et des entreprises aux marchés à taux d'intérêt libres permet au taux

de ce marché d'être un bon indicateur du coût d'opportunité de la dépense des agents économiques, par le calcul d'un taux d'actualisation (6). Ainsi la poursuite de la déréglementation des taux sur les prêts et les dépôts rendra la transmission de la politique monétaire encore plus efficace.

La difficile conciliation des objectifs internes et externes

L'ouverture de l'économie japonaise et l'internationalisation du yen ont rendu plus étroits les liens entre les taux d'intérêt sur les marchés interbancaires domestiques, sur les marchés libres domestiques (certificats de dépôt et *Gensaki*) et sur le marché de l'euroyen.

Au fur et à mesure de l'intégration des économies, les mouvements de change initiés par des variations de taux d'intérêt ont un effet de plus en plus important sur les dépenses des ménages et des entreprises. Une baisse des taux d'intérêt tend à déprécier le taux de change et affecter par là les termes de l'échange. Et pourtant malgré la baisse récente des taux d'intérêt, le yen s'est très fortement apprécié. Cela n'est possible qu'en raison de l'insuffisance des sorties de capitaux pour compenser l'excédent courant de la balance des paiements.

L'interdépendance entre les taux courts nationaux et le taux à court terme de l'euroyen affaiblit la capacité de la Banque du Japon à modifier discrétionnairement les taux, et cela d'autant plus que le marché interbancaire se rétrécit. Toutefois la mise en place d'un marché des bons du Trésor devrait permettre aux autorités monétaires nipponnes d'influencer plus directement les taux courts des marchés.

Une récente étude de la Banque du Japon insiste sur l'importance actuelle des rendements des titres américains dans la formation des taux longs au Japon. Par contre les anticipations de variation des taux courts domestiques et l'équilibre offre-demande sur le marché obligataire ne semblent guère jouer de rôle dans la formation actuelle des taux longs.

Le gouvernement japonais voudrait agir sur la croissance et le taux de change par le moyen des taux d'intérêt. Mais en fait ceux-ci, dans les circonstances actuelles, ne peuvent guère réussir tout à la fois à réduire les surplus d'épargne et les excédents commerciaux. En effet un relâchement de la politique monétaire affaiblirait le yen et accroîtrait à terme la compétitivité japonaise, ce qui raviverait les tendances protectionnistes à l'étranger, tandis que son resserrement renforcerait la tendance à l'appréciation de la monnaie japonaise, qui pourrait se révéler difficile à maîtriser.

La marge de manœuvre apparaît plus large du côté budgétaire. Déjà en octobre 1985 un programme de relance économique de 3 000 milliards de yen a été mis en place. L'investissement public, surtout en logement, a été stimulé, mais il est à craindre que la consommation et les importations ne bénéficient que peu de ces mesures de relance.

Aller plus loin dans ce domaine serait possible, d'autant mieux que la part des consommation et investissement public dans le produit national brut n'est que de 19 % au Japon, au lieu de 24 % en RFA et 26 % au Royaume-Uni.

La réalisation de projets conjoints entre les secteurs privé et public, combinée avec la création de sociétés publiques qui se financeraient par des émissions d'obligations exemptées de l'impôt, pourrait stimuler l'investissement. Il en serait de même d'une réduction de l'impôt sur les sociétés. D'autre part un allègement de l'impôt sur le revenu et un régime fiscal moins favorable à l'épargne (la marge de manœuvre pour les dépôts à la Poste est relativement grande) contribueraient à redonner vigueur à la consommation.

(6) Cf. Philippe Sigogne, « Taux d'intérêt et croissance à long et à court terme », Revue de l'OFCE, janvier 1986.

FRANCE

Les prix à la consommation n'ont augmenté que de 0,1 % en décembre et entre 0 et 0,1 % en janvier, soit 4,2 % en glissement en un an. Au cours du quatrième trimestre 1985 le **taux de salaire horaire ouvrier** n'a augmenté que de 0,9 %, contre 0,6 % pour les prix de détail. Il a crû en glissement annuel de 5,2 % (au lieu de 6,3 % en 1984), soit de 0,5 % en termes réels (au lieu de - 0,3 % en 1984). Ce gain de pouvoir d'achat ne saurait être interprété comme un échec de la politique de désindexation des salaires sur les prix. Les salaires sont en effet indexés sur une hausse anticipée des prix ; or la hausse de 1985 avait été surestimée à la fin de 1984.

Le nombre de chômeurs s'est accru de 2,3 % en janvier, après la baisse de 1,5 % en décembre (cvs). Une surestimation des flux de sorties en décembre semble avoir été corrigée en janvier ; de janvier 1984 à janvier 1985 le chômage recule de 1,9 %. Le ralentissement de la baisse des effectifs se confirme : - 0,2 % pour l'ensemble des secteurs marchands non agricoles au quatrième trimestre, comme au troisième, soit - 0,6 % pour l'ensemble de l'année (après - 1,8 % en 1984). Une croissance de l'emploi dans le tertiaire et un arrêt de la dégradation dans le BTP compensent la poursuite d'une baisse des effectifs industriels au rythme de 0,6 à 0,7 % par trimestre au cours des neuf premiers mois. Celle-ci pourrait même s'être accélérée en fin d'année. La reprise de l'activité industrielle : + 2 % en glissement de la fin 1984 à la fin 1985 (malgré un mauvais indice en décembre), permet donc de dégager des gains de productivité substantiels.

Notre balance commerciale a été excédentaire en janvier de + 3,5 milliards. L'excédent agro-alimentaire (3,6 milliards) s'est accru. Le déficit énergétique s'est fortement contracté (- 11,2 milliards contre - 14,3 en moyenne au trimestre précédent) grâce à la baisse du cours du dollar et probablement à celle des volumes importés. Trop récent, le fort recul du prix du baril n'y a encore eu qu'un faible rôle. L'excédent industriel (9 milliards, contre 7,5 en moyenne par mois l'an passé) a aussi contribué à cette amélioration ; nos exportations manufacturières ont progressé, à l'inverse des mois précédents.

Le recul du prix de nos exportations de produits manufacturés au cours des deux derniers trimestres 1985 (respectivement - 0,1 % et environ - 2 %) n'a pas été dû à une baisse des prix de production (+ 1,1 % et environ + 0,7 %). Les exportateurs français ont été, depuis la mi-1985, contraints de réduire leurs marges avec l'appréciation du

franc, ce que confirme la dernière enquête de l'INSEE sur la concurrence étrangère. La réduction de l'écart entre nos prix de vente et ceux des concurrents étrangers sur les marchés extérieurs n'a toutefois pas été suffisante pour bien résister à une concurrence qui s'intensifie.

Nos réserves de change ont baissé de 52,3 milliards en décembre 1985 (soit 12,2 %) et de 44,8 depuis décembre 1984. Cela traduit surtout la baisse des cours de l'or (- 18,2 %) et du dollar (- 20,4 %). Parmi ces réserves nos avoirs en devises se sont accrus de 6,8 milliards (+ 6,2 %) en douze mois, malgré une moins-value de 9,8 milliards due à l'appréciation du franc et le remboursement anticipé de 1,65 milliard de dollars, soit 22 % de la dette extérieure de l'État. La tendance à l'accroissement de nos réserves n'est donc pas mise en cause. Elle reste fondée sur la poursuite d'entrée de capitaux et sur le rétablissement de la balance courante, qui a été excédentaire de 2,8 milliards en 1985 (après un déficit de 6,6 en 1984).

En 1985 les entreprises du secteur concurrentiel ont fortement accru leur appel au marché financier. Les émissions d'actions (65 milliards) ont progressé de 40 %, celles d'obligations (25,3 milliards) presque doublé. Leur part des 316 milliards des émissions obligataires (contre 250 en 1984) s'élève ainsi de 5,5 à 8 %. Depuis le 18 décembre 1985 les entreprises peuvent aussi émettre des billets de trésorerie, de dix jours à six mois. Leur encours atteindrait déjà 12 milliards à la mi-février, avec un taux d'intérêt légèrement inférieur à celui du marché. Vu le montant minimum (5 millions), ces émissions ne concernent que les grandes entreprises, qui pourraient réduire leurs autres demandes de crédit ou même leurs émissions longues.

ÉTRANGER

Les cours du dollar avaient culminé le 15 mars 1985 à 3,41 DM, 10,39 francs et 261 yens. Jusqu'au 20 septembre la dépréciation avait été plus rapide vis-à-vis des monnaies européennes (2,88 DM et 8,80 francs) que du yen (242). Le lundi 23 septembre les cours régressaient à 2,70 DM, 8,25 francs et 230 yens. Au 21 février ils ne sont plus que de 2,32 DM, 7,12 francs et 183 yens.

Le cours au comptant du pétrole de la mer du Nord (brut), qui avait atteint son point maximum en novembre 1980 à 41,5 dollars le baril et qui était encore à 30,4 dollars en novembre 1985, s'est effondré, passant en dix semaines de 24,5 dollars le 11 décembre 1985 à 16,6 dollars le 19 février 1986. La décision

prise le 9 décembre 1985 par les pays de l'OPEP réunis à Genève de défendre leur part du marché mondial (tombée à moins de 30 % en novembre 1985, si l'on exclut la production des pays à économie planifiée) est à l'origine de cette chute.

Aux États-Unis les résultats de janvier prolongent l'optimisme suscité par ceux du mois de décembre. Le chômage s'est de nouveau contracté et ne touche plus que 6,7 % de la population active. Le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière, en hausse de près de 1 point sur trois mois, atteint 80,6 %. La production industrielle a progressé de 0,3 %, après 0,7 % en décembre, et les prix à la production se sont contractés de 0,7 %, alors qu'ils avaient augmenté de 0,5 %. Néanmoins les ventes au détail ne se sont élevées que de 0,1 %, seules les ventes d'automobiles ayant empêché un recul.

En RFA le PNB s'est accru de 0,3 % au quatrième trimestre, soit 2,3 % en 1985. Cette croissance a été principalement assurée par l'investissement productif (+ 4,6 %), tandis que la consommation privée ne progressait que légèrement (0,1 %) après la forte hausse du troisième trimestre. En raison de l'appréciation du Deutschmark les exportations ont cessé d'être dynamiques. Elles ont baissé de 2,8 % au cours du quatrième trimestre. Les derniers indicateurs soulignent un ralentissement de la production industrielle imputable à un net repli des commandes en provenance de l'étranger.

Au Royaume-Uni les objectifs de réduction de la pression fiscale, fortement remis en cause par la chute du prix du pétrole, pourraient être à nouveau envisagés dans le prochain budget de mars 1986 pour deux raisons. Malgré les pressions saoudiennes, la production pétrolière du Royaume-Uni s'est accrue en janvier de plus de 11 %. Des rentrées saisonnières d'impôts ont permis une amélioration inattendue du solde budgétaire qui dégage un excédent de 4,5 milliards en janvier et rendent à nouveau crédible la prévision initiale d'un déficit de 7,5 milliards pour l'année fiscale.

Le chômage reste élevé au Canada, où son taux atteint encore 9,8 % en janvier, contre 10 % en décembre 1985, tandis que l'inflation s'accroît. Pour lutter contre les tensions inflationnistes et soutenir le taux de change, qui se déprécie vis-à-vis du dollar américain et donc plus massivement encore vis-à-vis de l'ensemble des monnaies, la Banque centrale a de nouveau augmenté le taux d'escompte au début de février, le portant à 11,47 %.

Rédaction :
Département des diagnostics de l'OFCE

L'Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE) de la Fondation Nationale des Sciences Politiques est chargé, sous la présidence de Jean-Marcel JEANNENEY, d'étudier, en toute indépendance, la conjoncture de l'économie française et son environnement extérieur.

Il publie une revue en janvier, avril, juillet et octobre et une lettre mensuelle le quatrième mercredi du mois, qui portent le même titre « Observations et Diagnostics Économiques » et sont édités par les Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques.

Dans la revue et la lettre les idées émises le sont librement par les économistes de l'OFCE. Elles peuvent s'opposer, le pluralisme des opinions étant un des principes de l'OFCE.

Tarif d'abonnement 1986		Lettre 10 n°/an	Revue 4 n°/an	Revue et Lettre
Les demandes d'abonnement doivent être adressées à : OFCE 69, quai d'Orsay 75007 Paris avec un chèque bancaire ou postal à l'ordre de FNSP-OFCE-Publications	Tarif normal (institutions/entreprises)	140 F	260 F	350 F
	Tarif réduit (particuliers)	70 F	170 F	210 F
	Prix du numéro	15 F	70 F	