Théories et pratiques du déficit public

Henri Sterdyniak,
Adjoint au Directeur du Département d'Econométrie de l'OFCE

Depuis 1974, la quasi-totalité des pays occidentaux connaissent de forts déficits publics, ceux de la France étant des plus modérés. Ces déficits peuvent-ils être attribués à une évolution incontrôlée des dépenses publiques, sont-ils la conséquence automatique du ralentissement de l'activité économique, ou proviennent-ils d'une volonté de régulation macroéconomique ?

La première partie de l'article montre qu'un certain déficit public est souhaitable en situation de croissance ralentie, de chômage, de contrainte extérieure. Il s'agit d'un côté de soutenir la demande car la demande émanant des entreprises se réduit fortement ; de l'autre, de gérer l'offre : le déficit public (plutôt que la hausse des charges des entreprises) peut favoriser la compétitivité et l'investissement donc augmenter la production possible à déficit extérieur donné.

La seconde partie présente le problème du financement du déficit. L'impact différencié du financement monétaire et obligataire dépend à la fois du type de regulation monétaire en œuvre et de l'impact de l'émission d'obligations sur la demande de monnaie. On montre que le souci des pouvoirs publics de respecter une contrainte de masse monétaire peut induire des politiques déstabilisatrices. Mais, les pouvoirs publics disposent de suffisamment d'instruments de politique économique pour déconnecter la politique monétaire de la politique budgétaire et de son type de financement. Le taux d'intérêt peut être géré en fonction du taux de change désiré, tandis que dans la mesure où les ménages souhaitent épargner et conserver leurs actifs financiers sous forme monétaire, pour limiter l'endettement bancaire des entreprises, il peut être utile que les administrations participent nettement à la création monétaire.

Je me propose ici de faire le point sur les théories du déficit public. Deux discours s'opposent à ce sujet : l'un, que nous appellerons keynésien, stipule que le déficit public est l'instrument le plus approprié pour gérer le niveau de la demande globale : les autorités doivent accepter un déficit public spontané en période de dépression (c'est le rôle de stabilisateur automatique du budget) et même l'accentuer (c'est le rôle du budget contracyclique). L'autre voit dans le déficit public le responsable de l'inflation, de la hausse des taux d'intérêt (et donc de la baisse

Tableau 1 : Solde des administrations en % du PIB

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Etats-Unis	0,4	– 0,1	0,3	– 0,1	– 1,6	– 0,1	1,1
Japon	n.d.	n.d.	0,2 *	– 0,2 *	0,3 *	0,5 *	0,6 *
Canada	– 1,3	0,1	0,4	0,7	0,2	0,7	2,4
Allemagne	1,0	0,7	– 0,6	– 0,2	– 1,4	– 0,8	1,1
Royaume-Uni	– 2,8	– 1,1	– 2,0	– 0,0	– 1,0	– 0,5	– 0,6
Italie	– 1,2	– 0,8	– 3,8	– 3,8	– 2,2	– 2,8	– 3,1
Belgique	– 1,9	– 0,6	– 1,4	– 0,8	– 1,0	– 2,1	– 1,6
Pays-Bas	– 1,5	– 0,8	– 0,9	– 1,3	– 0,5	– 0,9	– 0,5
France	– 0,1	0,7	0,7	0,6	0,0	– 0,8	0,9

* Estimations – *Source* : OCDE

de l'investissement), du déficit extérieur. Il s'agira donc de confronter ces deux approches, en particulier dans la période de croissance ralentie que les économies occidentales connaissent depuis 1974.

On peut constater que depuis la crise de 1974 (tableau 1), le creusement du déficit public est un phénomène commun à la quasi-totalité des grands pays industrialisés. Il convient, cependant, de distinguer selon les pays : la France, avant 1974, connaît un net excédent[1] ; son déficit reste modéré jusqu'en 1980 ; les Etats-Unis n'ont pas eu de forts déficits publics sur la période. Le Japon et la RFA, dont les finances publiques étaient excédentaires avant la crise, connaissent de forts déficits publics depuis. Des pays ont constamment un fort déficit (Pays-Bas, Grande-Bretagne). Pour d'autres, le déficit prend des proportions considérables (Belgique, Italie). Aucun lien a priori ne peut être dressé entre le niveau du déficit public et le niveau du déficit extérieur (tableau 2) : la RFA et le Japon ont de forts déficits publics mais un commerce extérieur équilibré. Le lien avec l'inflation est aussi fragile : il suffit de comparer le cas de la RFA et de la France. Le cas du Japon est également curieux : l'inflation est forte en 1974 (24,5 %), année d'excédent budgétaire. Elle ralentit quand le déficit budgétaire se creuse.

Le tableau 3 permet d'étudier de façon plus précise la situation de la France. La première colonne donne le solde effectif ; la seconde le solde de croissance régulière ; les colonnes trois et quatre permettent de

(1) Dans l'ensemble de l'article, on discutera du déficit public en agrégeant Etat, collectivités locales et organismes de Sécurité Sociale. Dans le cas de la France, avant 1974, c'est surtout le budget de ces derniers qui étaient excédentaires.

1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
– 0,7	– 1,0	0,1	1,1	0,4	– 3,5	– 1,5	– 0,3	0,6	0,5	– 1,2
1,8	1,3	0,1	0,7	0,4	– 2,8	– 2,9	– 3,8	– 5,9	– 4,3	– 4,2
0,9	0,1	0,1	1,0	1,9	– 2,4	– 1,7	– 2,4	– 3,0	– 1,8	– 2,0
0,3	– 0,2	– 0,5	1,2	– 1,4	– 5,8	– 3,6	– 2,4	– 2,7	– 3,0	– 3,4
2,5	1,4	– 1,8	– 3,5	– 3,8	– 4,9	– 5,0	– 3,4	– 4,3	– 3,3	– 3,5
– 3,5	– 5,2	– 7,5	– 8,5	– 8,1	– 11,7	– 9,0	– 8,0	– 9,8	– 9,5	– 7,8
– 1,1	– 2,1	– 3,4	– 2,5	– 1,5	– 3,8	– 4,5	– 4,7	– 5,1	– 5,9	– 8,1
– 0,8	– 0,5	– 0,0	1,1	– 0,1	– 2,7	– 2,4	– 1,8	– 2,6	– 3,7	– 4,0
0,9	0,7	0,8	0,9	0,6	– 2,3	– 0,5	– 0,8	– 1,7	– 0,6	0,1

Tableau 2 :

Quelques agrégats macroéconomiques
(Moyenne annuelle en % de 1975 à 1980)

	Solde des administrations/PIB	Solde extérieur/ PIB	Taux de croissance du PIB	Taux d'inflation
Etats-Unis	– 0,9	0,1	2,8	9,0
Japon	– 4,0	0,3	4,6	9,2
Canada	– 2,2	– 2,1	2,7	9,3
Allemagne	– 3,5	0,3	2,6	4,4
Royaume-Uni	– 4,1	– 0,2	1,3	15,9
Italie	– 9,3	0,2	2,6	16,7
Belgique	– 5,4	– 2,0	2,0	9,3
Pays-Bas	– 2,9	0,4	1,9	6,7
France	– 1,0	– 0,5	2,8	10,7

Source : OCDE.

Tableau 3 :

Le solde des administrations en France

(En % du PIB)

	Solde effectif	Solde de croissance régulière	Variation spontanée	Variation provoquée	Solde extérieur
1970	0,9	0,6			– 0,0
1971	0,7	0,4	–	– 0,2	0,4
1972	0,8	0,4	0,1	—	0,4
1973	0,9	0,4	0,1	—	– 0,2
1974	0,6	0,0	0,1	– 0,4	– 2,4
1975	– 2,3	– 0,5	– 2,4	– 0,5	– 0,1
1976	– 0,5	1,1	0,1	1,6	– 1,6
1977	– 0,8	0,8	—	– 0,3	– 0,8
1978	– 1,7	0,2	– 0,3	– 0,6	0,5
1979	– 0,6	1,0	0,5	0,8	– 0,1
1980	0,1	2,0	– 0,3	1,0	– 1,4
1981	– 2,1	1,1	– 1,3	– 0,9	– 1,5

Le solde de croissance régulière est obtenu en calculant ce qu'auraient été les recettes et les dépenses des Administrations si l'évolution de la production avait été régulière : les dépenses sont corrigées de la hausse des allocations-chômage ; les recettes des pertes dues aux baisses de la production (qui jouent sur les rentrées de TVA, de cotisations sociales, etc.). La différence de ces dépenses et de ces recettes théoriques donne le solde de croissance régulière (2e colonne) ; la troisième colonne donne la part dans l'évolution du déficit de ce qui est dû à l'impact automatique des fluctuations conjoncturelles ; la quatrième colonne, de ce qui est dû à des mesures discrétionnaires (par exemple, hausse de taux de TVA ou de cotisations, subventions, etc.).

décomposer la variation entre variation spontanée et provoquée ; la cinquième donne pour comparaison le solde extérieur. Deux points semblent nets : jusqu'en 1980, l'objectif d'équilibre budgétaire a été maintenu. La chute de production de 1975 provoque une hausse spontanée du déficit, mais dès 1976, des mesures de redressement permettent de se rapprocher de l'équilibre ; la politique redevient expansionniste en 1978, mais la barre est redressée en 1979 et 1980. En 1981, l'aggravation du déficit s'explique moitié par des causes spontanées, moitié par des mesures nouvelles. La corrélation déficit extérieur/déficit des administrations n'est pas nette (voir 1974-1975, 1978 ou 1980). En fait, on peut distinguer trois cas de figure : la hausse des dépenses privées provoque simultanément une hausse du déficit extérieur et une baisse

spontanée du déficit des administrations ; la hausse des dépenses publiques provoque une hausse des deux déficits ; un choc extérieur (ex. : une chute des exportations) provoque un déficit extérieur et une dépression qui tend à induire un déficit des administrations. Ni la corrélation, ni la causalité ne vont de soi, de façon générale.

Pour discuter de la problématique du déficit des administrations, il est commode d'introduire une typologie qui permet de classer les sources de déficit. On parlera de *déficit autonome* quand le déficit ne provient pas d'une décision d'ordre macroéconomique, mais est la conséquence d'une mesure spécifique et microéconomique. Par exemple, l'Etat décide, pour des raisons sociales, l'augmentation des retraites mais il n'augmente pas les cotisations. On parlera de *déficit spontané* quand le déficit est provoqué par l'évolution de l'activité économique. On parlera de *déficit de régulation* quand son origine est la volonté du gouvernement de l'utiliser à des fins macroéconomiques.

Certes, cette distinction ne va pas de soi concrètement mais elle est utile à des fins descriptives et normatives. On peut en effet proposer comme principe qu'il convient d'éviter des déficits autonomes et plus généralement que la politique économique doit éviter que des mesures spécifiques aient des impacts macroéconomiques, qui seront le plus souvent pervers. C'est la thèse que je me propose de défendre et d'illustrer dans cet article. L'Etat doit différencier son rôle de répartition et son rôle de régulation : si la société civile décide d'augmenter les retraites ou de consacrer plus à la maladie, la contrepartie normale doit être de la financer par des prélèvements sur les ménages, ce qui revient à en annuler l'impact macroéconomique. Il ne faudrait ni accepter un déficit extérieur plus fort, ni augmenter les charges des entreprises ; le niveau optimal du déficit extérieur et des charges des entreprises dépend d'autres considérations.

La première partie de l'article discute du déficit public optimal, en particulier en situation de croissance lente, de chômage, de contrainte extérieure. Le problème est d'abord considéré dans l'optique de la gestion de la demande ; puis dans celle de l'offre : quel impact peut avoir la politique budgétaire sur la compétitivité, donc sur la contrainte extérieure ; sur le profit des entreprises, donc sur leurs investissements.

La seconde partie présente le problème du financement du déficit. Quelles différences d'impact entre le financement monétaire et le financement obligataire ? Le déficit des administrations peut-il gêner la politique monétaire, notamment quand elle s'exprime par une norme de croissance de la masse monétaire ?

Le déficit budgétaire en croissance lente

Contrainte extérieure et contrainte classique

Je cherche ici à tirer les implications de l'idée keynésienne simple que le déficit public doit être utilisé pour gérer la demande. Le niveau optimal du déficit public dépend, donc, du niveau optimal de la demande. A priori, deux contraintes alternatives peuvent définir celle-ci.

La première fait référence à la *contrainte extérieure :* chaque pays est soumis à la nécessité d'équilibrer ou de ne pas trop déséquilibrer sa balance des paiements. Supposons, dans un premier temps, que la politique économique ne puisse ni améliorer la compétitivité, ni élargir les capacités de production, la contrainte s'écrit :

$$mY = m_x X + eY$$

où m est la propension à importer, Y le niveau de la production nationale, e est le déficit extérieur acceptable (exprimé en ratio au PIB), X la demande mondiale et, m_x la part de la France dans la demande mondiale.

Le taux de croissance maximum compatible avec la stabilité du déficit extérieur est déterminé par la croissance de nos marchés extérieurs, l'évolution de notre part de marchés et de notre propension à importer. Dans une situation d'atonie de la demande mondiale, une faible croissance est inéluctable.

$$\dot{Y} = \dot{X} + \dot{m}_x - \dot{m}$$

En niveau, il existe un arbitrage entre le niveau de la production et le déficit extérieur accepté. En s'inspirant des résultats des modèles macroéconomiques, on peut chiffrer approximativement cet arbitrage (qui, en toute rigueur, dépend du type de relance et du délai considéré) : un déficit extérieur supplémentaire de 1 % du PIB (soit, en 1982, de 30 milliards) permettrait (en prenant m = 0,5), 60 milliards de production supplémentaire, soit 2 %. (C'est-à-dire, à terme, 260 000 emplois de plus et 130 000 chômeurs de moins).

En élargissant la vision, on peut dire que le prélèvement pétrolier a plongé les économies occidentales dans une crise de caractère keynésien. D'abord, elle a transféré des revenus vers des agents à faible propension à dépenser, mais surtout elle a incité un certain nombre de pays, qui répugnaient à avoir un déficit extérieur ou voulaient lutter contre l'inflation, à restreindre leur demande interne par des politiques monétaires et budgétaires ; ce qui a aggravé encore le poids de la contrainte extérieure sur les autres nations. La solution keynésienne type, à savoir un soutien compensateur massif de la demande, à l'échelon mondial, apparaît impossible : le système monétaire international, sous la forme actuelle des changes flexibles accepte difficilement que coexistent simultanément des pays ayant une balance commerciale fortement excédentaire à côté de pays ayant de forts déficits. Les capitaux spéculatifs fuient les pays très déficitaires et engendrent des mouvements désor-

donnés des taux de change. Au niveau mondial, les créanciers ne semblent pas prêts à accepter que certains pays soient structurellement déficitaires bien qu'ils acceptent au niveau national que des agents enregistrent continuellement des déficits parce que d'autres veulent épargner. Une relance mondiale suppose que les pays industrialisés acceptent de s'endetter structurellement (ou qu'ils permettent aux PVD de le faire) à un niveau plus élevé que ce n'est réalisé. Elle nécessite aussi que les pays créanciers, c'est-à-dire les pays producteurs de pétrole, acceptent de détenir des actifs financiers bien que ceux-ci soient, en règle générale, beaucoup moins rémunérateurs que la simple conservation des actifs réels (c'est-à-dire le pétrole), contre lesquels ils les échangent. L'accumulation de créances par certains pays, de dettes par d'autres, apparaît donc avoir des limites qui semblent atteintes actuellement. Au niveau mondial, la production apparaît ainsi limitée par la volonté de certains pays de s'endetter ; l'acceptation par d'autres de détenir des créances sur des pays endettés par définition donc peu sûrs ; la capacité du système financier mondial à gérer cet ensemble d'endettement.

Discutons maintenant la seconde contrainte, que l'on peut appeler la *contrainte classique*. Elle consiste à dire qu'il existe un niveau unique de la production qui permette de stabiliser le taux d'inflation : celui qui correspond au taux de chômage naturel. De façon plus précise, écrivons que les salaires (w) sont indexés sur les prix (p), ont une croissance autonome (w_0), et que le taux de chômage infléchit leur progression.

$$\dot{w} = \dot{p} - kU + w_0$$

La stabilité du rythme d'inflation correspond à une évolution du salaire réel égal à la croissance de la productivité du travail (Π), soit :

$$w_0 - kU = \Pi \rightarrow U = \frac{w_0 - \Pi}{k}$$

L'histoire est maintenant racontable de manière fort différente : la hausse du prix de l'énergie rend nécessaire une baisse du salaire réel ; si les travailleurs ne l'acceptent pas, dans un système où le salaire est parfaitement indexé sur les prix, cela ne peut être acquis que par une hausse temporaire du taux de chômage au-dessus du taux de chômage naturel ; dans la mesure, de plus, où le ralentissement de la croissance se traduit par une baisse du rythme de croissance de la productivité du travail, le taux de chômage naturel lui-même augmente. Enfin, une politique d'action sur la demande n'a pas d'impact sur la production.

Il ne convient pas, à mon avis, d'attacher trop d'importance à cette approche, qui n'est valable en tout état de cause, que pour un très lointain long terme. L'expérience, empirique ou économétrique, montre que la production réagit à court-moyen terme à la demande, et que l'impact sur l'évolution des prix des écarts au taux de chômage naturel est extrêmement faible et lent. Le schéma keynésien, où la production réagit à la demande et où l'évolution des prix est peu sensible aux fluctuations de la demande, apparaît bien adapté pour la discussion de la régulation à court-moyen terme dans la période actuelle.

Déficit public et gestion de la demande

Un schéma simpliste permet de discuter l'évolution du solde budgétaire quand l'Etat se donne pour objectif de gérer la demande afin de stabiliser le déficit extérieur. Limitons la distinction investissement-consommation au seul investissement productif. L'équilibre comptable de l'épargne et de l'investissement fournit la relation entre le déficit extérieur, le déficit public, l'épargne et l'investissement :

Investissement productif = Epargne financière des ménages + Epargne des entreprises + Déficit extérieur − Déficit public.

Désignons par s le taux d'épargne financière des ménages et α le ratio revenu des ménages/PIB. On a alors :

$$\frac{\text{Epargne financière des ménages}}{\text{PIB}} = s.\alpha$$

Si, à moyen terme, le taux de croissance de la production est g, le capital doit croître au même rythme. Soit δ le taux de dépréciation du capital et k le rapport capital-produit, le taux d'investissement est alors :

$$\frac{\text{Investissement}}{\text{PIB}} = k\,(g + \delta)$$

Désignons enfin par β et e le rapport de l'épargne des entreprises et du déficit extérieur à la PIB. De l'équilibre comptable précédent, on déduit :

$$\frac{\text{Déficit public}}{\text{PIB}} = s\alpha + \beta + e - k\,(g + \delta)$$

Ainsi est déterminé le montant du déficit public nécessaire pour atteindre l'objectif fixé pour le déficit extérieur. Il dépend principalement de cinq facteurs :

— Le ralentissement de la croissance freine les besoins en capital, donc la propension à investir. Si δ = 8 % (ce qui correspond à une durée de vie moyenne du capital de 11,5 années) et que le rapport capital/produit soit de 1,2, un taux de croissance de 5,5 % nécessite que 16,2 % du PIB soit investi. Si le taux de croissance du PIB baisse à 3 %, ce taux passe à 13,2 % du PIB. L'examen des données françaises (tableau 4) montre bien que l'on a assisté à un phénomène de ce genre : la diminution de la part de l'investissement dans le PIB ne semble pas excessive par rapport à un ralentissement de la croissance. Il apparaît donc un excédent potentiel de l'épargne sur l'investissement de l'ordre de 3 points du PIB. Y a-t-il des facteurs spontanés qui ont joué pour résorber cet excédent ?

— Le taux d'épargne financière des ménages aurait pu diminuer. En fait, il n'en fut rien. Ce taux s'est maintenu aux alentours de 5 % de 1970 à 1974. Depuis, il s'est plutôt situé à des niveaux supérieurs. Il n'a

Tableau 4 : Dépenses et revenus des agents en France

(En %)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Solde extérieur/PIB (e)	– 0,0	0,4	0,4	– 0,2	– 2,4	– 0,1	– 1,6	– 0,8	0,5	– 0,1	– 1,4	– 1,5
Ménages												
— Revenu[1]/PIB (α)	69,2	70,0	69,8	69,5	71,8	74,1	72,1	72,4	72,9	71,5	71,3	73,8
— Taux d'épargne financière (s)	5,4	5,3	5,0	5,0	5,2	7,7	5,3	6,0	7,2	5,1	4,0	5,0
— Dépenses[1]/PIB	65,5	66,3	66,3	66,1	68,0	68,4	68,3	68,1	67,7	67,9	68,4	70,1
Entreprises												
— FBCF productive + variat. stocks[2]/PIB	16,4	15,4	15,7	16,4	16,5	12,7	14,7	14,1	13,2	13,6	14,2	12,0
— Besoin finan./PIB	4,7	4,0	3,9	5,1	6,9	3,7	4,9	4,7	3,4	3,6	5,1	4,5
— Epargne/PIB (β)	11,2	10,7	10,9	10,4	8,7	8,2	9,0	8,6	9,1	9,4	8,5	6,9
Institutions de crédit assurances												
— Capacité de financement[3]/PIB	0,0	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	– 0,1	0,4	0,4	0,5	0,8	1,4
Administrations												
— Dépenses/PIB	17,4	17,3	16,9	16,5	17,1	18,3	18,0	17,9	17,9	17,8	18,1	18,7
— Revenus/PIB	18,3	18,0	17,7	17,4	17,7	16,0	17,5	17,1	16,2	17,2	18,0	16,6
— Solde[3]/PIB	0,9	0,7	0,8	0,9	0,6	– 2,3	– 0,5	– 0,8	– 1,7	– 0,6	0,1	– 2,1
Taux de croissance du PIB	5,8	5,4	5,9	5,4	3,2	0,2	5,2	3,1	3,8	3,3	1,1	0,2
Taux de croissance du pouvoir d'achat du revenu des ménages	7,5	6,6	6,0	6,4	3,3	4,8	2,8	3,4	5,2	1,7	– 0,1	2,7

(1) Hors FFCEI (2) Y compris FFCEI et crédit-bail (3) Hors transfert du Fonds de Stabilisation des Changes.

été nettement en dessous qu'en 1980, année où les ménages ont compensé, en épargnant moins, la stagnation de leurs revenus. De nombreux facteurs ont joué dans des sens contraires : la croissance du chômage tend à augmenter l'épargne de précaution ; la hausse du rythme d'inflation nécessite une augmentation de l'épargne si les ménages veulent maintenir le pouvoir d'achat de leurs liquidités ; par contre, le ralentissement de la croissance du pouvoir d'achat des ménages tend à diminuer l'épargne ; à court terme, les ménages maintiennent leur consommation (voir l'année 1980) ; à moyen terme, si l'épargne a pour but de constituer un patrimoine proportionnel au revenu, le ralentissement de la croissance du revenu réel rend moins nécessaire l'épargne. Cela a, sans doute, joué en partie pour l'investissement-logement ; mais la baisse de ce dernier ne semble pas avoir eu d'effet sur l'épargne financière.

Dans la situation que je décris, le déficit des administrations est une fonction croissante du taux d'épargne des ménages. Si ceux-ci épargnent plus, en contrepartie, l'Etat doit augmenter son déficit pour maintenir l'activité.

— Par contre, le niveau requis du déficit est une fonction décroissante de la part des ménages dans le PIB. Lorsque la part des entreprises diminue au profit de celle des ménages, la propension à dépenser le PIB se trouve accrue. L'examen des données françaises montre une évolution de ce type : si on compare la période 1980/1977 à la période 1974/1970, on constate que la part des ménages dans le PIB augmente de 2,4 points tandis que la part des entreprises diminue de 1,9 points. Grâce à cela, la baisse des dépenses des entreprises a pu être compensée par une hausse des dépenses des ménages. On peut, de plus, remarquer que ce transfert correspond du côté des entreprises à la hausse des cotisations employeurs (dont la part dans le PIB est passée de 7 % à 8,9 %) ; du côté des ménages, à la hausse des prestations sociales nettes des cotisations salariés (dont la part est passée de 14,1 % à 17,4 %). Il est donc difficile de discriminer entre deux explications de la baisse de la part des profits :

• Si les entreprises fixent leurs prix en fonction de leurs besoins d'investissement, elles ont abaissé leur niveau de profit souhaité en fonction de la baisse de celui-ci.

• Les entreprises n'ont pas réussi à répercuter dans leurs prix une hausse des salaires excessifs aggravée par la hausse des cotisations sociales. De fin 1973 à fin 1981, le pouvoir d'achat du salaire a augmenté de 28,3 %. La productivité du travail a crû de 33,1 %. Cependant, du fait de la hausse du prix de l'énergie, le prix moyen des importations a plus augmenté que celui de la production française. Comptablement, cela a entraîné que le prix du PIB a baissé de 6,8 % par rapport au prix à la consommation, qui comporte des produits importés et sur lequel sont indexés les salaires : cela tend à augmenter la part des salaires dans la valeur ajoutée. Si celle-ci était demeurée constante, le salaire réel n'aurait augmenté que de 24,6 %. Mais, à cet écart de 2,9 %, s'ajoute 4,2 % provoqué par la hausse des cotisations sociales employeurs : la part de la masse salariale dans la valeur ajoutée des entreprises a augmenté de 7,2 % (passant de 69 % à 74 %). La responsabilité de la

politique économique est, dans ce domaine, plus grande que celle de l'évolution spontanée des salaires.

— Accepter un déficit extérieur plus grand nécessite d'accroître le déficit public. Si le déficit public est un déficit de régulation, la liaison causale est donc : arbitrage déficit extérieur/niveau de la production → déficit public nécessaire.

— Enfin, le montant du déficit nécessaire dépend de la structure des recettes et des dépenses publiques. Conformément au principe, dégagé par Mundell, d'affectation des instruments de la politique économique à l'objectif qu'ils touchent le plus directement, il convient d'augmenter les dépenses nettes à fort impact sur la demande et de freiner ceux à fort impact sur le déficit public. Pour augmenter la croissance à faible coût budgétaire, il faut augmenter les dépenses des administrations en biens ou les prestations sociales (qui sont en quasi totalité dépensées). Pour diminuer le déficit à faible impact sur la croissance, il faut augmenter les impôts portant sur les patrimoines ou les tranches élevées de revenus (ce qui frappe principalement l'épargne).

En conclusion, le ralentissement durable de la croissance peut rendre nécessaire un déficit public permanent[2] à arbitrage donné déficit extérieur/niveau de la production. Toutefois, on ne peut dire si ce déficit de régulation est supérieur ou non au déficit spontané, qui tend à apparaître en période de ralentissement de l'activité. Le lien déficit public/déficit extérieur est extrêmement variable selon les périodes et les pays puisqu'il dépend des propensions à dépenser et des revenus des agents privés. Dans le cas de la France, toutefois, l'activité n'a pas tant été soutenue par un déficit public permanent que par un accroissement de la part des ménages dans le PIB, réalisée en grande partie à travers le jeu des transferts sociaux et au détriment des entreprises. Cela pose la question des rapports entre le déficit public, le profit et la compétitivité des entreprises.

Déficit public et gestion de l'offre

Je n'ai, jusqu'à présent, considéré le déficit public que comme contrepartie à des mesures ayant un impact direct sur la demande (dépenses publiques ou transfert au profit des ménages). Je me propose ici de l'examiner en tant qu'alternative à la hausse des charges des entreprises.

Le problème de l'impact de la taxation indirecte est une question délicate et controversée. Il convient, en effet, de tenir compte des possibilités de répercussion et de substitution. Avant de discuter du montant global des charges pesant sur les entreprises, je voudrais cependant faire quelques remarques sur leur nature et leurs structures.

(2) L'article est centré sur la régulation à court-moyen terme et ne traite pas du problème de l'accumulation de la dette publique. Celle-ci ne peut être discutée qu'en liaison avec le désir des ménages de détenir des actifs financiers et l'endettement des entreprises. Cela sera fait dans un prochain article de la revue.

Un premier point à prendre en considération est la dynamique du salaire nominal en France. De nombreuses analyses économétriques convergent pour dire que les salaires bruts en France sont totalement et assez rapidement indexés sur les prix à la consommation et qu'ils ne sont sensibles, ni aux variations du taux de cotisations employeurs, ni à celles du taux de cotisations employés. Cela permet d'écrire que les cotisations salariés sont une taxe sur les travailleurs, tandis que les cotisations employeurs sont, à court-moyen terme, du moins, une taxe sur les entreprises. Mais, qu'en est-il de la Taxe sur la Valeur Ajoutée ? Je montre, dans l'annexe (3), que dans un système où les salaires sont parfaitement indexés, il n'y a pas de différence macroéconomique entre TVA et cotisations sociales employeurs, sauf, à court terme où la première nuit moins à la compétitivité que la seconde. La TVA doit donc également être comptée parmi les taxes sur les entreprises. Il n'y a rien à gagner, sinon transitoirement, à une baisse des cotisations sociales employeurs compensée par une hausse de la TVA.

Le second point porte sur l'assiette des taxes. Toute taxe a des effets de deux types : de façon générale, une hausse des charges des entreprises se traduit par une hausse de leurs prix, et une baisse de leurs profits, mais de façon spécifique, elle va tendre à décourager l'emploi des facteurs taxés. En faisant abstraction des taxes qui frappent un produit déterminé (tabac, produits pétroliers) et en nous plaçant au niveau macroéconomique, il convient de distinguer les impôts selon le facteur de production spécifiquement touché, c'est-à-dire le travail ou le capital. Si un impôt frappe particulièrement le travail, il va, d'une part encourager les entreprises à employer des techniques de production utilisant plus de capital et économisant le travail, d'autre part inciter les consommateurs à acheter plutôt des biens à fort contenu en capital (dont le prix relatif baisse). L'importance de l'impact du coût relatif des facteurs sur le choix des techniques de production, c'est-à-dire sur l'investissement et l'emploi, reste controversé. S'il est sensible, ce n'est plus seulement le montant des charges qui compte, mais également leur structure ; on est conduit à préconiser, qu'en période de sous-emploi du travail, l'Etat cherche à alléger le coût du travail en diminuant de façon préférentielle les cotisations employeurs ou la TVA (qui augmente le coût relatif du travail puisqu'elle ne pèse pas sur l'investissement).

Intéressons-nous maintenant au montant total des charges, du point de vue de la compétitivité, de l'inflation, du profit. La répercussion de la hausse des charges en hausse de prix et baisse du profit va dépendre de la situation de compétitivité, de la dynamique prix/salaires, de la politique de change. Plaçons-nous dans un cas extrême mais suggestif. Supposons que nous sommes un petit pays fortement soumis à la concurrence internationale : pour chaque produit, il existe un prix international que les entreprises nationales ne peuvent influencer. Supposons que l'on augmente les charges des entreprises en maintenant le change fixe, une partie des entreprises va voir ses coûts de production devenir supérieurs au prix de vente et devra fermer : l'emploi rentable diminue à court terme. Pour les autres, la hausse de leurs coûts se traduit par

(3) Voir en fin d'article.

une baisse de leur profit, donc de leurs investissements ; cela entraîne, à moyen terme, une baisse des capacités de production rentables.

Le niveau des charges pesant sur les entreprises est donc un instrument pour influencer deux variables macroéconomiques essentielles et doit être géré dans ce but :

— C'est un des déterminants de la compétitivité. Comme le montre l'annexe le niveau de la compétitivité est déterminé par le taux de salaire réel, les charges sur les entreprises, le taux de profit requis. A court terme, certes, un pays peut améliorer sa compétitivité en modifiant la parité de sa monnaie, mais l'impact n'est que transitoire et disparaît quand la hausse des prix à la consommation se reflète dans celle des salaires, et que celle des consommations intermédiaires se reflète dans les prix. Au contraire, la baisse des taxes (ou du salaire réel) permet une amélioration durable de la compétitivité.

Supposons que les importations diminuent de α %, quand la compétitivité s'améliore de 1 %, et augmentent de ε % quand la protection augmente de 1 % ; les exportations augmentent de β % quand la compétitivité s'améliore de 1 % et baissent de η % quand la production augmente de 1 % ; une amélioration de 1 % de la compétitivité permet, à balance commerciale inchangée, une hausse de $\frac{\alpha + \beta - 1}{\varepsilon + \eta}$ % du niveau de la production. Dans le cas de la France (prenons $\alpha = 0{,}9$; $\varepsilon = 1{,}5$; $\beta = 1{,}6$; $\eta = 0{,}3$), la hausse permise est de 0,8 %.

Pour réduire le chômage de 1 million, la production devrait croître d'environ 10 % ; cela nécessite une amélioration de 12,5 % de la compétitivité.

Même si les pouvoirs publics ne réussissent pas à faire diminuer le taux de salaire réel, grâce au niveau des taxes, ils peuvent gérer l'arbitrage chômage/terme de l'échange. On peut choisir entre pratiquer des prix élevés et avoir un chômage important, et accepter de vendre à plus bas prix et avoir un niveau de chômage plus faible.

— Le niveau des charges définit aussi le niveau de profit des entreprises. Dans cette optique, une hausse des charges ne peut se comprendre que par des arguments liés à la relation profit/investissement. Partons d'une situation donnée, où existe une relation structurelle entre l'investissement réalisé par les entreprises et leur profit. Si les pouvoirs publics jugent le montant et l'orientation de l'investissement satisfaisant, ils doivent se garder de la perturber par des mesures fiscales dont la motivation serait, par exemple, une hausse des dépenses sociales. La hausse de l'imposition du profit ne se comprend que si l'Etat juge l'investissement excessif ou mal orienté, ou le profit gaspillé. Ecartons la première hypothèse, qui n'est guère de saison. Reprenons notre schéma de la page 72 : le taux d'investissement nécessaire est :

$$\frac{\text{Investissement}}{\text{PIB}} = k\,(g + \delta)$$

Supposons qu'un franc de profit supplémentaire induise u franc d'investissement nécessaire (dans l'industrie, par exemple) et v franc d'investissement superflu.

On doit avoir : $u\beta = k(g + \delta)$

Le déficit public rapporté au PIB devient :

$$\frac{\text{Déficit}}{\text{PIB}} = s\alpha + e + \frac{1 - v - u}{u} k(g + \delta)$$

Deux problèmes peuvent apparaître :

— v apparaît grand par rapport à u. Le système est source de gaspillage : pour assurer l'investissement nécessaire, il faut des profits importants dont une part se perd en investissements non nécessaires. L'Etat peut avoir alors la tentation d'instituer un système plus efficace : prélever une partie des profits, assurer par des subventions directes ou par le crédit l'investissement productif.

— u et v sont faibles ; leur somme est inférieure à 1. Il n'y a plus de gaspillage réel mais le profit nécessaire à la croissance du capital est grand, ce qui implique un fort déficit de l'Etat. Le problème est ici de choisir d'assurer la croissance du capital par un profit élevé ou en impulsant la fourniture du crédit par les banques, avec un profit faible mais un u élevé.

Dans les deux cas, il y a un choix à faire entre une politique favorisant les profits des entreprises et une prise en charge de l'investissement directement par l'Etat (subventions) ou indirectement (crédit)[4], dans un système de profits faibles.

La première solution est certes source de gaspillage ; la seconde ne peut être rejetée catégoriquement dans certains cas particuliers mais fondamentalement, la première me semble la seule viable : l'Etat et les banques n'ont pas la capacité de se substituer aux entreprises pour décider des investissements nécessaires ; c'est une illusion de croire qu'ils seront mieux placés qu'elles. La hausse des charges des entreprises ne peut être compensée par des procédures discrétionnaires et bureaucratiques d'octrois de crédits ou de subventions. Il faut assurer aux entreprises le moyen de vivre normalement de leurs ventes et non de charité.

Pour conclure, le niveau et la structure des charges pesant sur les entreprises doivent être gérés en fonction de considérations de *régulation* macroéconomique, c'est-à-dire en tenant compte des variables qu'elles influencent directement. Dans le passé, elles ont trop souvent été gérées selon *des considérations comptables budgétaires ou institutionnelles* où le souci de préserver l'équilibre de l'Etat ou de la Sécurité Sociale l'emportait sur celui de la compétitivité. Une politique plus hardie de déficit public, plutôt que l'augmentation des charges des entreprises aurait eu un impact favorable sur l'inflation, la compétitivité, l'investissement, donc sur le niveau d'emploi possible à déficit extérieur donné :

(4) Les deux solutions — crédit ou subvention — sont proches macroéconomiquement mais peuvent avoir des impacts très différents sur le montant du déficit de l'Etat, ce qui illustre le caractère souvent trompeur de cette notion.

c'est sans doute la leçon qu'il faut retirer de l'exemple des forts déficits publics japonais. Trois considérations simples devraient guider la gestion des impôts sur les entreprises : en période de chômage, il faut diminuer le coût relatif du travail, donc préférer les mesures incitatives à l'emploi plutôt que celles incitant à des techniques de production capitalistiques, donc éviter les hausses de TVA et de cotisations employeurs. Il faut gérer le montant global des charges en tenant compte de l'arbitrage chômage/terme de l'échange. Il faut gérer l'imposition des profits en tenant compte de l'impact désiré sur l'investissement.

Du financement du déficit public

Financement monétaire, financement obligataire

Considérons maintenant comme acquis l'apparition d'un déficit public. Quel est l'impact de son mode de financement ?

Pour certains, un déficit public financé par moyen monétaire est inflationniste ; un déficit financé par moyen obligataire ne l'est pas puisqu'il est financé par de l'épargne stable, mais précisément en détournant cette épargne de l'investissement productif, il provoque la hausse des taux d'intérêt et freine la croissance du capital. Ce point de vue me semble erroné, sous sa forme simpliste.

La hausse du déficit budgétaire a des effets propres : favorables (hausse de la production) et défavorables (hausse du déficit extérieur plutôt que de l'inflation). Mais, de plus, selon son mode de financement et la politique monétaire en œuvre, elle va s'accompagner d'une augmentation ou d'une réduction de l'offre de crédit (nous verrons d'ailleurs que cela n'a rien d'automatique). L'effet expansionniste sera donc renforcé ou atténué. Toutefois, cette constatation ne nous dit rien a priori sur le partage de la hausse résultante de la demande en hausse de la production, déficit extérieur, inflation. Dans la mesure où le financement monétaire provoque une baisse du taux d'intérêt, il est plus expansionniste que le financement obligataire mais cela peut se faire avec les mêmes ratios croissance de la production/inflation, croissance de la production/déficit. A-t-on des raisons de penser que le financement obligataire est plus inflationniste que le financement monétaire ? Trois réponses différentes peuvent être données à cette question :

— Au premier ordre, *les deux types de financement ont le même caractère inflationniste.* Certes, dans l'absolu le financement monétaire provoque plus d'inflation, mais uniquement parce qu'il est plus expansionniste. L'inflation par unité de production supplémentaire est la même.

— *En changes fixes, le financement monétaire est moins inflationniste que le financement obligataire.* Le financement monétaire se traduit, pour un même niveau de production, par un taux d'intérêt plus bas, or on peut penser qu'à court terme l'augmentation du taux d'intérêt est

inflationniste. Les études concernant les prix retiennent généralement l'un au moins des trois éléments suivants :

• elles incluent les charges financières dans les coûts unitaires qui servent de base à la détermination des prix ;

• les entreprises cherchent à obtenir un certain taux d'autofinancement (rapport entre profit et investissement) qui est fonction croissante de l'écart entre le taux d'intérêt (représentant le coût de l'endettement) et le taux de profit anticipé ;

• elles cherchent à obtenir un ratio d'endettement (c'est-à-dire un rapport endettement/capital) qui est fonction croissante du taux de profit anticipé et décroissante du taux d'intérêt réel anticipé.

Dans chacun des cas, une politique de taux d'intérêt élevé sera plus inflationniste à court terme en incitant les entreprises à augmenter les prix pour répercuter les charges financières, augmenter leur autofinancement ou réduire leur endettement. Un résultat inverse serait obtenu si, en période de politique restrictive, les entreprises réussissaient à freiner les hausses de salaires. Mais cela n'apparaît guère empiriquement.

— *En changes flexibles, le financement monétaire est plus inflationniste que le financement obligataire.* La théorie de la détermination du taux de change par les comportements patrimoniaux des agents privés et la fonction de réaction de la banque centrale amène à écrire que le taux de change est une fonction décroissante du taux d'inflation, croissante du taux d'intérêt et du solde de la balance commerciale. L'évolution des prix dépend de l'évolution du change. A production constante, plus bas sera le taux d'intérêt, plus bas sera le taux de change, plus forte sera l'inflation. Le financement monétaire est donc plus inflationniste en changes flexibles que le financement obligataire puisqu'il correspond à un taux d'intérêt plus bas et que, empiriquement, l'effet des variations du change sur les prix est supérieur à l'impact des charges d'intérêt.

Certains pensent que, en plus de ces effets qui transitent par le taux d'intérêt, un financement obligataire aurait des vertus spécifiques. Cependant, l'expérience ne montre pas que les émissions obligataires de l'Etat modifient le taux d'épargne des ménages ; il apparaît, au contraire, qu'elles diminuent les émissions des autres agents ou, le plus souvent, qu'elles incitent les ménages à détenir des titres plutôt que de la monnaie, sans impact sur leur comportement de dépenses. Est-il important pour la stabilité macroéconomique que l'épargne des ménages se trouve sous forme de titres plutôt que de monnaie ? Je ne le crois pas. Dans un système financier moderne, il est normal qu'il existe des organismes spécialisés qui fournissent aux épargnants le type d'actif qu'ils souhaitent (c'est-à-dire liquides et sans risques) et ont la compétence pour sélectionner les entreprises à qui faire crédit. Au contraire, la finance directe demande aux ménages de prendre des risques, de parier sur l'évolution des taux d'intérêts, etc..., choses qui peuvent ne pas les intéresser. L'extension de la finance directe est donc coûteuse pour les entreprises (taux d'intérêt élevé) ou pour l'Etat (incitations fiscales). Le souci de favoriser la finance directe aboutit à gêner l'activité normale des banques (interdiction de rémunérer convenablement les dépôts à terme). On voit mal pourquoi les pouvoirs publics devraient favoriser un type de financement

au détriment de l'autre. Le fait que les ménages détiennent principalement leurs actifs financiers sous forme de monnaie plutôt que de titres, leur permet de stabiliser leur consommation quand leur revenu fluctue. En sens inverse, en cas d'anticipations inflationnistes, ils peuvent, sans coût, augmenter leurs achats alors que s'ils ne détenaient que des titres, ils devraient les vendre, ce qui augmenterait les taux d'intérêt et stabiliserait l'économie. Toutefois, cet argument n'est valable que pour comparer des économies à structures financières totalement différentes. Dans la situation de l'économie française, où les titres ne représentent guère que 15 % de la monnaie détenue et sont principalement détenus par des ménages aisés, il est illusoire de croire qu'une augmentation des titres détenus par les ménages puisse modifier leur comportement de consommation.

Modes de financement et régulation monétaire

Analysons, donc, l'impact différencié d'un déficit financé par moyen monétaire ou par moyen obligataire. Une double distinction est alors nécessaire :

— Appelons « *régulation monétaire* », le type de politique monétaire que pratiquent les autorités : contrôle des taux d'intérêt, de la masse monétaire, etc. Celle-ci va définir le lien entre la politique budgétaire et l'offre de crédit.

— Considérons, ainsi que le font couramment les analystes du système monétaire français, que le marché des obligations peut être décrit ainsi : le taux n'a pas d'autonomie par rapport au taux du crédit (il est dicté par les anticipations sur ce taux). A ce taux, les ménages décident du montant de leurs achats ; les administrations gèrent le marché, font passer leurs émissions en priorité et les entreprises émettent pour le résidu. On peut alors distinguer deux types d'émissions publiques : celles que nous appellerons *émissions ordinaires* : la demande globale d'obligations n'est pas modifiée ; les entreprises sont évincées [5] ; et *les émissions extraordinaires* : l'Etat accorde des conditions plus favorables, de sorte que les ménages augmentent leur demande de titres (au détriment de la demande de monnaie) ; les entreprises ne sont pas évincées.

Distinguons cinq types de régulation monétaire :

— Dans la première, les autorités contrôlent directement le *taux d'intérêt du crédit* et réalisent ainsi une indépendance totale entre politique monétaire et budgétaire : ils compensent, par l'ensemble de leurs instruments (taux de réserves obligatoires, taux du marché monétaire) toute modification ex-ante de la situation de trésorerie des banques. La modalité initiale du financement du déficit public n'importe pas alors. Dans le cas du financement obligataire extraordinaire, la masse monétaire

(5) Certes, les entreprises interviennent relativement peu sur le marché obligataire (tableau 7), mais les banques y empruntent pour reprêter en dehors de l'encadrement du crédit et le raisonnement n'est pas modifié si ce sont leurs émissions qui sont affectées. Par contre, si l'éviction se fait au détriment des correspondants directs du Trésor, l'opération est blanche.

est ex-post plus basse que dans les autres cas, mais cela n'a aucune conséquence sur le niveau d'activité.

— La seconde correspond à la pratique traditionnelle française : les autorités contrôlent le *taux du marché monétaire* (qui représente le coût de refinançement pour les banques). Le financement obligataire ordinaire se traduit par une éviction des entreprises du marché obligataire. Celles-ci se retournent vers les banques qui leur fournissent plus de crédit, ce qui nécessite qu'elles augmentent le montant de leur refinancement auprès de la Banque de France : elles n'acceptent de le faire qu'en augmentant le taux du crédit. Un déficit financé par emprunt obligataire ordinaire est donc moins expansionniste qu'un déficit financé monétairement : cependant, la hausse du taux d'intérêt reste faible ainsi que son impact sur l'activité. Dans le cas d'émission extraordinaire, les entreprises ne sont pas évincées, la demande de crédit ne varie pas, mais les banques doivent se refinancer du montant des pertes provoquées par la souscription de l'emprunt au moyen de dépôts bancaires : le résultat est donc intermédiaire.

C'est dans ce type de régulation que se pose le problème de l'*interdépendance des contreparties*. En opposition à la thèse anglo-saxonne traditionnelle du multiplicateur monétaire, selon laquelle une création monétaire du Trésor aboutissait ex-post à une offre de monnaie multiple de la création initiale, certains auteurs français ont soutenu que, du fait de la stabilité de la demande de monnaie, la création monétaire du Trésor ne modifie pas la masse monétaire mais diminue les autres contreparties (crédit aux entreprises ou réserves de change). Il convient, en fait de distinguer selon la cause de la création monétaire.

Si la création monétaire finance des dépenses en biens, il n'y a pas interdépendance mais multiplicateur keynésien : l'équilibre de la production s'établit au niveau qui égalise épargne et investissement, ou ce qui est équivalent, offre et demande de monnaie.

Si la création monétaire finance des transferts, il peut se faire, surtout à court terme, que les agents bénéficiaires se désendettent au lieu de dépenser plus. Il y a alors interdépendance. C'est ce genre de phènomène que l'on observe à très court terme, par exemple quand les entreprises paient l'impôt sur les sociétés.

Dans le cas où le Trésor émet un emprunt, il en profite pour diminuer son endettement monétaire. Si les entreprises ont été évincées du marché obligataire, elles augmentent leur demande de crédit. Il y a interdépendance à très court terme, mais comme cela s'accompagne d'une hausse du taux d'intérêt, à moyen terme, la masse monétaire baisse légèrement.

— La troisième correspondrait au cas fictif où l'Etat maintiendrait *la masse monétaire* fixe en jouant sur le taux du marché monétaire. Ce type de politique n'a jamais été réellement poursuivi en France. On ne sait guère si elle est réalisable. Il s'agit en effet d'évaluer quel est l'impact d'une hausse du taux d'intérêt sur la demande de monnaie. Cet impact dépend fortement de la définition retenue de la masse monétaire et de certaines modalités institutionnelles. Supposons, en effet, que l'Etat augmente le taux du marché monétaire ; cela va se répercuter sur la

gamme des taux induisant des effets redistributifs de portefeuille. L'effet sur la masse monétaire sera grand si celle-ci comporte beaucoup d'actifs non rémunérés ou dont la rémunération varie peu avec le taux d'intérêt tandis que les actifs « non monétaires » voient leur rémunération croître.

Mais, supposons que dans la masse monétaire figurent des actifs rémunérés au taux du marché monétaire, l'impact peut être positif. Théoriquement, l'impact sur la production dépend des élasticités respectives de la demande privée et de la monnaie au taux d'intérêt. En fait, on voit que le résultat est difficilement prévisible. Si le financement obligataire déplace la demande de monnaie, il devient le plus expansionniste.

— La quatrième correspond au cas où *l'encadrement du crédit* mord effectivement. En cas de financement monétaire, l'impact a priori sur la demande de crédit des entreprises est douteux : la relance augmente le profit des entreprises mais aussi leur besoin d'investissement. Empiriquement, il apparaît légèrement positif. L'encadrement du crédit freine, donc, légèrement la relance. En cas d'emprunt extraordinaire, la situation est a priori similaire. En cas d'emprunt ordinaire, les entreprises évincées du marché obligataire ne peuvent se reporter sur le marché du crédit : théoriquement, elles doivent diminuer leurs dépenses du montant même des dépenses publiques : il n'y aurait aucun effet favorable sur la production. En fait, ce durcissement de l'encadrement du crédit induit une certaine baisse de leurs liquidités, la hausse du taux d'intérêt attire les épargnants ; donc un léger effet expansionniste subsiste.

— La cinquième correspond au cas où les autorités contrôlent *la masse monétaire par encadrement du crédit*. L'effet expansionniste final dépend des élasticités respectives de la dépense privée et de la demande de monnaie à l'encadrement du crédit. Partons du cas du financement monétaire, la contrepartie « trésor » de la masse monétaire augmente, donc les autorités diminuent d'autant le crédit autorisé : les entreprises doivent diminuer d'autant leurs dépenses, sauf si elles réussissent à diminuer leurs liquidités ou si la hausse du taux d'intérêt, induite par la tension sur le marché du crédit, incite les ménages à acheter des obligations aux entreprises. La situation est similaire dans le cas du financement obligataire ordinaire. Par contre, dans le cas de financement obligataire extraordinaire, l'encadrement n'est pas renforcé : c'est donc le cas le plus expansionniste.

Le tableau 5 évalue l'impact relatif des mesures de relance selon le type de financement et de régulation. Dans le fonctionnement normal du système monétaire français, le déficit public a un effet expansionniste, qui dépend peu de son mode de financement. Par contre, il a principalement pour conséquence de diminuer les dépenses privées, et en particulier, celles des entreprises, s'il évince les entreprises du marché obligataire (en période d'encadrement du crédit) ou en période de contrôle de la masse monétaire. Mais l'évaluation de cette éviction est très fragile car elle repose sur l'évolution de la demande de monnaie qui est très instable.

Supposons, qu'au début de chaque année, les pouvoirs publics choisissent parmi les couples (niveau de la production, déficit extérieur) possibles, un couple objectif. Ils lui associent un objectif en termes de masse

Tableau 5 :
Impact relatif du déficit public sur l'activité selon le type de financement

	Financement monétaire	Financement obligataire ordinaire	Financement obligataire extraordinaire
Taux d'intérêt fixe	100	100	100
Fonctionnement normal	105	95	98
Contrôle de la masse monétaire par le taux d'intérêt	20	20	120
Encadrement du crédit	90	20	98
Contrôle de la masse monétaire par encadrement du crédit.	20	20	120

Ce tableau s'inspire de variantes réalisées avec les modèles macroéconomiques DEFI et METRIC.

monétaire et de déficit public. Un déficit public supplémentaire peut advenir dans trois cas de figures :

— *Un déficit autonome*

Pour une raison spécifique, les dépenses sont plus fortes que prévu. Pour ne pas remettre en cause les objectifs macroéconomiques, il convient alors d'augmenter les recettes publiques. Si l'Etat en est incapable, il lui reste la ressource de faire jouer l'effet d'éviction, mais cela revient à faire financer les dépenses publiques par la baisse des investissements des entreprises.

— *Un déficit de relance*

Au cours de l'année, les pouvoirs publics décident de modifier leurs objectifs macroéconomiques et choisissent plus de croissance. Cela implique, soit de renoncer à l'objectif de masse monétaire, soit d'avoir recours à du financement obligataire extraordinaire, qui permet de masquer l'impact monétaire de la relance.

— *Un déficit de régulation*

Au cours de l'année, la demande privée se révèle plus faible que prévu. Cela induit mécaniquement un plus grand déficit des administrations (stabilisation automatique). Si les pouvoirs publics maintiennent leurs objectifs de croissance, ils doivent soutenir l'activité. Si c'est la demande interne qui baisse, il est toujours possible de réaliser le couple croissance/déficit extérieur ; si c'est la demande externe qui baisse, il faut choisir entre l'objectif de croissance et celui de déficit extérieur. L'objectif de

masse monétaire peut être maintenu : la baisse de la demande de crédit (si c'est l'investissement qui chute) ou de la composante « or et devises » (si c'est la demande externe) fait que la création monétaire du Trésor ne fera que prendre la place de la création monétaire privée. C'est ce troisième cas que nous avons principalement vécu en France depuis 1975.

De la norme de croissance de la masse monétaire

La discussion du financement du déficit public a amené la question de l'impact sur la masse monétaire, question importante si les autorités se fixent un objectif de croissance de la masse monétaire. Mais, cet objectif est-il approprié ?

Il me semble que si l'on compare les propriétés stabilisatrices d'une politique de masse monétaire et d'une gestion du taux d'intérêt en fonction du taux d'inflation, du taux de croissance de la production et d'objectifs de change, la seconde tactique apparaît préférable :

— Dans un système financier moderne, où les détenteurs d'actifs financiers ont le choix entre de nombreux types de placements avec des combinaisons différentes de rentabilité, de risque, de liquidité, la distinction monnaie/actif non monétaire devient floue : aucune définition ne s'impose clairement sur le plan purement économique. Lorsque les pouvoirs publics prétendent contrôler un agrégat défini réglementairement qu'ils nomment « masse monétaire », l'évolution de celui-ci peut refléter plus des innovations financières, impulsées par les banques qui cherchent à tourner le contrôle, que la rigueur de la politique monétaire. En France, par exemple, la réglementation de l'encadrement du crédit permet aux banques de distribuer du crédit hors encadrement sur leurs ressources obligataires. Cela les a incitées dans la période récente à accroître fortement leurs émissions d'obligations (tableau 7). Lorsqu'une banque réussit à convaincre un client d'acheter des obligations, il y a une baisse ex-ante de la masse monétaire mais le crédit bancaire peut augmenter.

— De façon générale, la demande de monnaie peut fluctuer pour des raisons purement financières, parce que les agents privés procèdent à des réallocations de portefeuille : par exemple, à la suite d'un déplafonnement des livrets de caisse d'épargne, d'émissions d'emprunts rémunérateurs par l'Etat ou les banques, de modifications de la législation de rémunération des actifs financiers, de mesures encourageant l'épargne en actions, etc. Si on prétend contrôler la masse monétaire, une baisse ex-ante de la demande de monnaie, même purement financière, entraîne un effet expansionniste malheureux. On introduit donc un élément déstabilisant dans l'économie.

— La rigueur de la politique monétaire dépend de son impact sur les dépenses et non sur la masse monétaire, qui n'est qu'un objectif intermédiaire. Or, les mesures incitant à des réallocations de portefeuille peuvent influencer fortement la masse monétaire et faiblement les dépenses. La masse monétaire n'est donc pas un indicateur fiable.

— Si, en moyenne, une demande de monnaie plus forte signifie une demande de biens plus forte, le contrôle de la masse monétaire est stabilisateur. Mais, il est clair que l'on observe plutôt la corrélation inverse : si les ménages épargnent plus, la demande de monnaie augmente tandis que la demande de biens diminue.

— Comme les réserves de change font partie des contreparties de la masse monétaire, il est souvent écrit qu'on aboutit au résultat paradoxal que plus les réserves de changes sont basses, plus l'objectif en terme de masse monétaire est facile à atteindre. Il convient, en fait, de relativiser ce point de vue. Distinguons 4 cas où les réserves de changes baissent :

- Les entreprises investissent en achetant à l'étranger. Le crédit augmente comme les réserves diminuent. Il n'y a pas d'impact sur la masse monétaire.
- Les ménages achètent plus à l'étranger en diminuant leur détention de monnaie. La masse monétaire baisse comme les réserves.
- Par suite d'anticipations défavorables au franc, les étrangers diminuent leurs avoirs en francs. La masse monétaire baisse comme les réserves.
- Pour la même raison, les entreprises s'endettent plus en francs et moins en devises étrangères. Il n'y a pas d'impact sur la masse monétaire : le crédit croît comme les réserves diminuent.

On peut donc conclure en disant que, sur nos quatre cas de figures, le choix de contrôler la masse monétaire n'est pas pertinent : dans deux des cas, même, il induirait une politique plus laxiste quand une politique plus rigoureuse serait nécessaire.

— Le contrôle de la masse monétaire revient à fixer a priori une contrainte sur les arbitrages possibles entre inflation et croissance que détermine l'élasticité spécifique de la demande de monnaie retenue. Or, la fonction d'utilité de la Nation peut être fort différente. Le fait de devoir atteindre un objectif en début d'année peut nécessiter une politique extrêmement restrictive, si au cours de l'année, un choc imprévu intervient.

En France, depuis 1977, les autorités monétaires fixent un objectif de croissance de la masse monétaire portant sur le glissement d'un 31 décembre à l'autre de M 2 (c'est-à-dire de l'ensemble des dépôts bancaires, des dépôts au CCP, des billets) (voir tableau 6). Il est difficile d'apprécier si l'objectif a été atteint. Ex-post, le résultat a souvent été supérieur à l'objectif. Toutefois, ces chiffres sont fragiles car ils reposent sur les données d'un seul jour d'observation, qui peut être perturbé fortement. Pour le voir, le tableau comporte les glissements recalculés en remplaçant le montant du 31 décembre par la moyenne 30 novembre/ 31 janvier. Sur la base des chiffres du 31 décembre, l'objectif a été atteint en 1978 et 1980 ; le dépassement a été de 1 à 2 points en 1977 et 1981, a dépassé 3 points en 1979. Pour les chiffres corrigés, l'objectif est atteint en 1977 et 1980 ; l'écart se situe entre 1 et 2 points pour 1978, 1979 et 1981. Cependant, le ralentissement semble net : 12,4 % de moyenne entre 1977 et 1981 contre 16,4 % de 1971 à 1976. Comme je viens de l'exposer, ces résultats doivent être interprétés avec prudence

Tableau 6 :

Evolution de la masse monétaire

(En %)

	M_2		PIB en valeur	M_F glissement corrigé *
	Glissement (corrigé *)	Objectif		
1971	17,8		11,4	15,8
1972	18,6		12,6	15,8
1973	15,0		13,6	13,9
1974	15,9		14,1	13,2
1975	18,2		12,7	18,2
1976	12,8		15,3	14,1
1977	13,9 (12,8)	12,5	11,9	13,6
1978	12,2 (13,9)	12	13,4	14,9
1979	14,4 (12,5)	11	14,1	13,4
1980	9,8 (11,2)	11	12,8	12,0
1981	11,4 (11,8)	10	11,7	12,4
Moyenne 1971-1976	16,4		13,3	15,2
Moyenne 1977-1981	12,4	11,3	12,8	13,3

* A partir de 1977, moyenne du 30 novembre et du 31 janvier.

Tableau 7 :

Répartition des émissions brutes d'obligations

	Montants en milliards de francs				
	1977	1978	1979	1980	1981
Services publics	8,6	14,6	17,7	25,5	23,4
Secteur industriel et commercial	15,6	9,3	10,3	14	14
• Emissions réalisées directement	(5,6)	(1,2)	(2,7)	(1,7)	(3,2)
• Emissions réalisées par intermédiation	(10)	(8,1)	(7,6)	(12,3)	(10,8)
Institutions financières	14,3	13,7	16,4	35,9	39,2
Administration	12,6	19,3	20,3	35,2	29,8
• Etat	(8)	(13,5)	(15)	(31)	(25)
• Collectivités locales	(4,6)	(5,8)	(5,3)	(4,2)	(4,8)
Etranger	0,3	0,9	0,8	1,1	0,5
Total	51,4	57,8	65,5	111,7	106,9

Source : Rapport annuel COB pour 1981.

puisque sur la période, il serait nécessaire de distinguer la part de la baisse ex-ante de la demande de monnaie et l'impact du caractère restrictif de la politique monétaire.

A titre expérimental, j'ai calculé un agrégat, M_F, qui n'a pas certains défauts de M_2 : il regroupe les dépôts en francs[6] de M_2 ; les dépôts dans les caisses d'épargne[7] et les obligations françaises détenues par les ménages. Ainsi que le montre le tableau 6, il évolue plus régulièrement que M_2 : son ralentissement après 1977 est moins net.

L'objectif de masse monétaire a, cependant, un certain effet d'annonce. Encore que cet effet ne se maintienne que si l'objectif est effectivement atteint chaque année, ce qui peut poser problème, comme nous venons de le voir.

Si l'on souhaite conserver un objectif en terme d'agrégat, deux stratégies sont concevables : la première consiste à chercher l'agrégat le meilleur, dont la demande soit la plus stable et la moins manipulable. On prendra alors l'ensemble du crédit interne (à l'économie comme à l'Etat, obtenu sous forme obligataire ou de crédit bancaire). L'impact d'une politique monétaire restrictive sur cet agrégat représentera essentiellement, soit une baisse de la demande de biens, soit une hausse de l'endettement à l'étranger, les effets de simple redistribution interne de portefeuille ayant été réduits au minimum. Cet agrégat étant faiblement sensible au taux d'intérêt, atteindre l'objectif suppose une politique monétaire effectivement restrictive. Toutefois, il n'échappe pas à deux des objections précédentes : il donne des indications fiables si le choc provient d'une hausse de l'investissement, mais pas s'il provient d'une hausse de la consommation ; il introduit une contrainte forte et incontrôlable, a priori, sur la politique économique. L'autre stratégie consiste à avoir conscience du caractère publicitaire de cet objectif et à chercher au contraire un indicateur manipulable, donc restreint, pour faire jouer l'effet d'annonce, à faible coût en terme de contrainte sur la politique monétaire.

Politique monétaire et politique budgétaire

Les pouvoirs publics disposent de suffisamment d'instruments de politique économique pour déconnecter la politique monétaire de la politique budgétaire et de son type de financement : taux de réserves obligatoires, taux sur le marché monétaire, encadrement du crédit. Le choix du financement monétaire ou obligataire peut donc se faire à partir de considérations propres au marché obligataire français. Celui-ci est limité par les capacités d'absorption des ménages. Dans la mesure où les emprunts du Trésor évincent les emprunts des entreprises privées et que l'on souhaite fournir aux entreprises une source de financement

(6) Un autre problème de M_2 est qu'il comporte les dépôts en devises des clients non-résidents. Or, ces dépôts, relativement importants, n'ont rien à faire avec l'économie française et varient comptablement quand le change fluctue.

(7) Les dépôts en caisse d'épargne n'ont aucune raison logique d'être exclus de la masse monétaire : pour les détenteurs, ils ont les mêmes caractéristiques que les dépôts bancaires. Leur exclusion ne s'explique que par des raisons historiques et institutionnelles.

stable à long terme, il est souhaitable que l'Etat utilise le financement monétaire. Deux points diminuent, cependant, la force de l'argument : les entreprises privées ne se financent que très marginalement sur le marché obligataire ; les emprunts du Trésor s'ajoutent et ne se substituent pas aux autres.

La déconnection de la politique monétaire et de la politique budgétaire permet de manier le taux d'intérêt en fonction de l'objectif qu'il influence le plus directement, c'est-à-dire l'équilibre externe. La règle d'affectation de Mundell indique que, de l'ensemble des politiques économiques qui correspondent au même niveau de production, ce sont celles qui associent une politique budgétaire expansionniste et un fort taux d'intérêt qui assurent le change le plus élevé, donc le moins d'inflation. Aussi, une politique de taux d'intérêt élevé semble inévitable, dans les circonstances actuelles. Cela a un avantage si cela incite les entreprises à économiser le capital et à freiner la substitution capital/travail qui a sans doute été excessive ces dernières années. Mais, cela pose avec encore plus d'acuité le problème du soutien de l'investissement que nous avons discuté page 78. Dans ce domaine, aussi, une politique de crédit bonifié pour l'investissement productif se heurte aux problèmes de contrôle et de bureaucratisation de la vie économique.

Conclusion

En période de croissance ralentie, le déficit public tend à se creuser, souvent de façon incontrôlée. Cela ne doit pas empêcher de voir qu'un certain déficit est sans doute nécessaire.

Lorsque la nation a effectué un arbitrage entre niveau de la production et niveau du déficit extérieur, un déficit public peut être nécessaire pour soutenir la demande car la demande émanant des entreprises a tendance à être basse.

Pour augmenter la production possible, à déficit extérieur donné, il faut baisser le taux de change réel. Le déficit public peut y contribuer en diminuant (ou en évitant d'augmenter les charges des entreprises). En ce sens, il peut permettre de limiter l'inflation.

Pour soutenir l'investissement, surtout si les taux d'intérêt doivent être élevés pour le soutien du taux de change, deux types de politique sont concevables : permettre aux entreprises de faire des profits suffisants ; compter principalement sur les subventions et le crédit. Si on choisit la première, la contrepartie est l'acceptation d'un déficit public plus fort.

Enfin, le choix entre le financement obligataire et monétaire du déficit public a peu d'importance si les pouvoirs publics n'ont pas le fétichisme de la masse monétaire. Dans une économie où les ménages souhaitent épargner et conserver leurs actifs sous forme monétaire, pour limiter l'endettement bancaire des entreprises, il est nécessaire que le Trésor participe à la création monétaire.

Annexe

TVA et cotisations sociales employeurs

Je suppose ici que le salaire réel (l) est garanti par des mécanismes d'indexation. Le salaire (w) dépend des prix à la consommation (p_c) par :

$$w = l p_c$$

Les prix intérieurs sont une pondération des prix étrangers en France (p^*) et du prix de production en France (p). Les prix à la consommation comportent un taux de TVA, t, qui pèse identiquement sur les produits français et les produits étrangers. Les biens d'investissement ne supportent pas de TVA.

$$p_c = (1 + t)\, p^{\alpha} p^{*\,1-\alpha}$$
$$p_k = p^{\alpha} p^{*\,1-\alpha}$$

Le prix de production dépend du coût salarial par unité produite (compte tenu du taux de cotisation sociale, c) et du taux de profit sur le capital (Π). Soit :

$$p = [(1 + c)w]^{\gamma}\, [(1 + \Pi) p_k]^{1-\gamma}$$

A moyen terme, le niveau des prix vaut :

$$p = p^* \left[(1 + c)^{\gamma} (1 + t)^{\gamma} l^{\gamma} (1 + \Pi)^{1-\gamma} \right]^{\frac{1}{1-\alpha}}$$

Il varie de la même façon à la suite d'une hausse des cotisations employeurs ou de la TVA. Il en va de même pour la compétitivité $\left(\frac{p}{p^*}\right)$.

Dans le court terme, supposons que les salariés n'aient eu le temps d'ajuster leurs salaires que de λ de la hausse des prix et les entrepreneurs leurs prix de μ de la hausse des charges.

$$\frac{dw}{w} = \lambda \frac{dp_c}{p_c} ; \quad \frac{dp_c}{p_c} = \frac{\Delta t}{1 + t} + \alpha \frac{dp}{p} ;$$

$$\frac{dp}{p} = \mu\gamma \left(\frac{dc}{1 + c} + \frac{dw}{w} \right) + \mu (1 - \gamma)\, \alpha \frac{dp}{p}$$

$$\rightarrow \frac{dp}{p} = \frac{\mu\gamma \dfrac{dc}{1 + c} + \lambda\mu\gamma \dfrac{dt}{1 + t}}{1 - \mu\gamma\alpha}$$

La hausse des prix de production est plus faible dans le cas d'une hausse des cotisations employeurs.

L'idée selon laquelle la TVA ne pèserait pas sur la compétitivité (car elle est remboursée à l'exportation et porte également sur les produits importés) est erronée car elle ne tient pas compte du fait que la hausse de la TVA entraîne une hausse des prix à la consommation, qui se répercute dans les salaires.