Pour 1986, la politique budgétaire se caractérise par la poursuite de l'effort de modération appliqué simultanément aux recettes et aux dépenses. Ces dernières augmentent en effet à un rythme inférieur, de plus de deux points, à celui du PIB en valeur, même après prise en compte du collectif budgétaire. En conséquence, le déficit prévu se stabilise autour de 3,3 % du PIB en valeur.

La modération de la croissance des recettes fiscales provient en particulier, et c'est là un fait nouveau, du freinage des impôts locaux grâce au coefficient correcteur introduit dans la revalorisation des bases imposables, pour prendre en compte le ralentissement de l'inflation en 1985. Par contre, l'impôt sur le bénéfice des sociétés traduit, par sa forte croissance, l'amélioration des résultats des entreprises en 1985.

Les prestations sociales croissent à un rythme supérieur d'environ 1,2 point à celui des cotisations : en l'absence de relèvement des taux, ces dernières enregistrent en effet la progression très modérée de la masse salariale.

Depuis le réajustement des parités au sein du SME, les taux d'intérêt réels français et allemands se sont rejoints, nos taux nominaux restant supérieurs aux leurs d'environ 3 points. Une poursuite de la baisse pourrait être compromise, dans un contexte de levée de notre contrôle des changes, par d'éventuelles tensions sur les taux américains et allemands.

La progression de la masse monétaire au sens de M3 est très nettement freinée dans la mesure où la croissance de la contrepartie extérieure ne compense pas le ralentissement de l'évolution du crédit aux entreprises. Par ailleurs, 1986 est une année importante de transition de la politique monétaire qui doit substituer au début de 1987 une politique d'open market au contrôle quantitatif du crédit.

1. La politique budgétaire et les finances sociales

- *Les recettes fiscales*

La Loi de Finances Initiale pour 1986 contient peu de dispositions nouvelles en matière de fiscalité. Néanmoins, elles tendent toutes à modérer la croissance de la charge fiscale. Le collectif budgétaire du printemps annonce des mesures plus importantes (réduction de l'impôt sur les sociétés, suppression de l'impôt sur les grandes fortunes, modifications de la fiscalité sur les valeurs mobilières), mais la plupart n'entreront en vigueur qu'à compter de 1987. Pour l'exercice 1986, il n'introduit que des relèvements modérés des prélèvements sur les ménages (tabac, droits de timbre).

Pour la **fiscalité directe des ménages,** la Loi de Finances Initiale de 1986 instaure un allègement uniforme de 3 % de l'Impôt sur le revenu, qui s'applique dès le versement du premier acompte. Cette mesure devrait entraîner une baisse des recettes de 6 MdF. Par contre, compte tenu des premiers résultats connus sur 1986, on peut s'attendre à ce que joue encore cette année l'effet, déjà constaté en 1985, de l'accélération des contrôles fiscaux, qui augmente sensiblement le rendement prévisible de l'impôt. Au total, l'Impôt sur le revenu pourrait progresser de 1 % en 1986, l'essentiel étant acquis au premier semestre, période de rentrée des redressements fiscaux, alors que l'étalement de l'allègement contribuerait à stabiliser la progression en fin d'année.

Dans le cas des impôts directs locaux, le ralentissement devrait être beaucoup plus marqué (6 % en moyenne annuelle pour 1986 contre 13,7 % en 1985). Ce mouvement s'explique principalement par le changement apporté à la méthode d'indexation des bases imposables. En période de désinflation, l'actualisation forfaitaire annuelle, fondée sur les évolutions du marché locatif retardées de deux ans, conduisait à accélérer la progression de l'imposition par rapport à celle des reve-

nus, à taux inchangés. Désormais, elle est complétée par l'introduction d'un coefficient correcteur qui s'appuie sur l'évolution de l'année précédente. Pour cette année, il engrange donc les progrès de la désinflation de 1985. Ainsi, l'ensemble des **impôts directs pesant sur les ménages** progresserait de 2,7 % en 1986, contre 5,4 % en 1985 et 12,1 % en 1984. La **pression fiscale directe** sur les ménages (masse des impôts directs payés par les ménages rapportée au revenu disponible brut avant impôts) diminuerait, passant de 9,0 % en 1985 à 8,9 % en 1986.

Le ralentissement, très fort en 1985, de la progression des **impôts à la production** se poursuivrait modérément en 1986, peu de mesures nouvelles étant introduites.

En particulier, pour la **taxe professionnelle,** à la reconduction des mesures 1985 ne s'ajoute que l'introduction, comme pour les impôts directs locaux, d'un coefficient corrigeant l'actualisation de la base imposable, de manière à enregistrer les progrès de la désinflation récente.

Pour les **impôts sur les produits,** les diverses taxes sur l'énergie, regroupées depuis 1985 dans la TIPP, augmenteraient beaucoup moins vite qu'en 1985 (9 % en moyenne annuelle contre 24,4 % en 1985). Seule l'indexation des tarifs contribuerait à augmenter la fiscalité pétrolière, contrairement à l'année passée où à l'effet des majorations s'était ajouté celui, massif, de l'intégration de la taxe au profit de la CNE (Caisse Nationale de l'Energie).

Au total, les **impôts à la production** payés par les SQS-EI devraient croître de 6,4 % en moyenne annuelle pour 1986 contre 9,2 % en 1985 et 15,4 % en 1984 ; leur part dans la valeur ajoutée passant de 8,3 % en 1985 (9,6 % pour les SQS) à 8,2 % en 1986 (9,4 % pour les SQS).

Par contre, l'**impôt sur le bénéfice des sociétés** payé par les SQS devrait progresser plus rapidement cette année (18 % en moyenne annuelle contre 14,5 % en 1985). La poursuite de l'amélioration des résultats des entreprises est à l'origine de ce mouvement. Compte tenu de cette évolution et du mode de recouvrement de cet impôt (paiement du solde au premier semestre), sa croissance serait plus forte sur la première partie de l'année.

Enfin, la progression du rendement de la **TVA** se ralentirait (3,1 % en moyenne annuelle sur 1986 contre 8,7 % en 1985). Les produits pétroliers constituant une part importante de la consommation intermédiaire des entreprises et supportant des taux non déductibles plus élevés que la moyenne, la baisse de leurs prix entraîne mécaniquement une diminution importante des recouvrements de cette taxe.

Principaux impôts reçus par les administrations publiques — Evolution en %

1984	1985						1986			
MA	85.I	85.II	GAt	MA	*Part % 85*		86.I	86.II	GAt	MA
7,5	4,2	6,1	9,3	8,7	*36,2*	TVA	-0,9	2,1	2,3	3,1
10,7	4,4	-13,0	-14,9	2,0	*18,9*	Impôts sur le revenu	8,9	-0,7	8,1	1,0
18,7	10,0	3,5	15,8	15,2	*15,6*	Impôts sur les produits	2,4	5,2	4,9	6,9
4,3	5,6	- 0,8	13,6	10,0	*6,9*	Impôts sur les sociétés	15,3	0,7	15,5	15,2

• *Les dépenses budgétaires*

La **Loi de Finances Initiale** (LFI) pour 1986 s'est inscrite dans la perspective récente visant à ralentir la progression des dépenses. Elle prévoyait pour ces dernières une croissance de 3,6 %, bien inférieure à celle prévue, au moment de la rédaction du projet de loi, du PIB en valeur. Le **collectif budgétaire** accroît les dépenses (+ 11 MdF en solde net dépenses supplémentaires - économies par rapport à la LFI), tout en instituant des suppléments de recettes à hauteur suffisante pour, au total, alléger le déficit prévu dans la LFI (réduction de 1,4 MdF qui le porterait à 143 MdF, soit 3,3 % du PIB).

Les évolutions modérées de la LFI reposaient sur un ralentissement important de la croissance de certaines dépenses. Ainsi en était-il de la **charge de la dette** (5,6 % hors les intérêts au titre de l'emprunt obligatoire) qui devrait enregistrer la baisse des taux d'intérêt. Les dépenses relatives aux **interventions publiques** se stabilisaient, les **dépenses en capital** se réduisaient de 5,7 % (surtout les crédits du Ministère de l'Industrie), alors que les **dépenses en personnel** fixaient une progression de la masse salariale limitée à la stricte évolution normative des prix en moyenne annuelle (3,2 %). Les **économies discrétionnaires** inscrites dans le collectif accentuent ces tendances : absence d'augmentation générale des rémunérations jusqu'à la fin 1986, et donc des prestations afférentes (2,3 MdF), réduction des dépenses d'intervention (3,4 MdF), d'investissement (1,4 MdF). Parmi les **dépenses nouvelles**, ce sont principalement les mesures concernant le Plan en faveur de l'emploi des jeunes (4 MdF) passant par un allègement des cotisations sociales à la charge des employeurs qui sont susceptibles d'avoir un effet sur les mouvements conjoncturels1/. Les autres dépenses supplémentaires correspondant davantage à la mise à niveau de dotations nécessaires aux mesures déjà engagées.

• *Les finances sociales*

En l'absence, jusqu'à ce jour, de modification des différents taux et en intégrant les relèvements du plafond de la sécurité sociale de janvier (+ 1,8 %) et de juillet (+2,8 %), la masse des **cotisations sociales effectives** 2/ reçues par les administrations publiques devrait progresser, en moyenne annuelle, de 4,3 % en 1986 contre 7,6 % en 1985, prolongeant ainsi le rythme de ralentissement des années récentes.

La masse des **cotisations employeurs et salariés** progresserait quant à elle de 4,1 %, évolution identique à celle de la masse salariale brute (4,1 %). Le fort ralentissement du rythme de croissance des **cotisations employeurs** (3,6 % en moyenne annuelle pour 1986 contre 8 % en 1985) expliquerait ce mouvement en nette rupture avec la tendance des années récentes. Il aurait cependant un caractère essentiellement mécanique, dans le mesure où la fin de l'effet des mesures de trésorerie 1985 jouerait pour 1 point de croissance. Néanmoins, hors l'impact de la croissance de la masse salariale, l'effet du relèvement du plafond de la sécurité sociale qui croît, cette année encore, plus vite que le taux de salaire moyen (5,1 % contre 4 %) n'expliquerait que 0,2 % de croissance, de même que l'effet en année pleine du relèvement des cotisations chômage de novembre 1985.

1/ Les simulations sur l'impact macroéconomique des mesures discrétionnaires du collectif budgétaire, réalisées à l'aide du modèle METRIC, montrent qu'elles devraient avoir peu d'effet en 1986 (le léger ralentissement de l'activité entraîné par les économies, non compensé par l'effet des mesures nouvelles, risquerait d'affecter quelque peu les gains à attendre sur l'emploi de la mise en place du plan pour les jeunes).

2/ On ne tient pas compte ici des mesures récemment décidées en matière de cotisations vieillesse.

Les **cotisations salariés,** pour leur part, continueraient de progresser plus vite que la masse salariale brute (5,2 % en moyenne annuelle). Ceci s'explique par le relèvement du plafond de la sécurité sociale et, pour une part relativement plus importante que dans le cas des cotisations employeurs, par l'effet en année pleine des hausses des cotisations chômage de juillet et novembre 1985.

En définitive, hors l'effet amortisseur des mesures de trésorerie, ces cotisations continueraient de croître un peu plus vite que la masse salariale brute.

Cotisations sociales reçues par les administrations publiques — Evolution en %

1984	1985						1986			
MA	85.I	85.II	GAt	MA	*Part % 85*		86.I	86.II	GAt	MA
7,7	4,2	2,4	6,3	8,0	*65,2*	Employeurs	1,8	1,2	3,1	3,6
16,0	1,6	5,3	7,3	6,8	*27,8*	Salariés	1,2	2,7	3,6	5,2
11,9	1,6	6,1	15,7	6,9	*7,0*	Non salariés	3,3	1,5	-1,7	7,1
10,2	**3,3**	**3,5**	**7,3**	**7,6**	***100,0***	**Total**	**1,7**	**1,6**	**2,9**	**4,3**
7,0	2,5	2,9	5,6	5,1		Masse salariale brute	2,2	0,8	2,7	4,1

Le ralentissement de la croissance des **prestations** versées par les administrations de sécurité sociale devrait sensiblement s'infléchir en 1986 (5,5 % en moyenne annuelle contre 8,1 % en 1985 et 9,7 % en 1984). Néanmoins, et pour la deuxième année consécutive, elles progresseraient plus vite que les cotisations (l'écart serait d'environ 1,2 point), ce qui contribuerait à la dégradation des comptes de l'ensemble des administrations de sécurité sociale.

2. Le contexte monétaire et financier

• *La politique des taux d'intérêt*

En 1985, l'écart entre les **taux d'intérêt réels** français et étrangers s'était sensiblement creusé, particulièrement vis à vis de l'Allemagne. Aujourd'hui, après la dévaluation d'avril et la baisse des **taux d'intérêt nominaux** à court terme qui s'en est suivie en France, cet écart s'est annulé. La perspective d'une baisse ultérieure paraît plus incertaine, tant en France qu'à l'étranger.

Contraints jusqu'au 6 avril, date du réajustement des parités au sein du SME, les **taux d'intérêt nominaux** ont depuis lors baissé d'environ 1 point. Le taux d'intervention de la Banque de France a été ramené de 8 1/4 à 7 en quatre étapes entre le 14 avril et le 15 juin, entraînant un repli à peu près équivalent des taux du marché monétaire. Le taux de base bancaire, quant à lui, est revenu de 10,60 à 9,60.

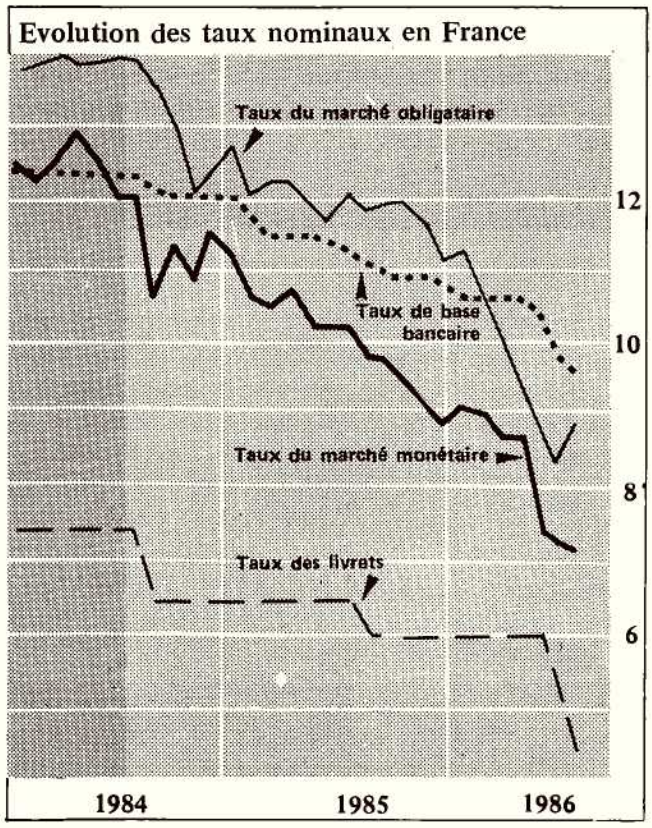
Ce mouvement n'a rétabli que partiellement la hiérarchie des taux (positions relatives, écarts) observée jusqu'à fin 1985. La chute de 3 points des rendements sur le **marché obligataire** au premier trimestre avait amené les taux à long terme au niveau des taux à court terme (et même en-dessous pour les emprunts d'Etat) ; elle traduisait surtout l'anticipation d'une dévaluation du franc, et d'une forte baisse des taux à court terme qui devait en résulter. Par son caractère brutal, elle a contribué à fragiliser le marché obligataire.

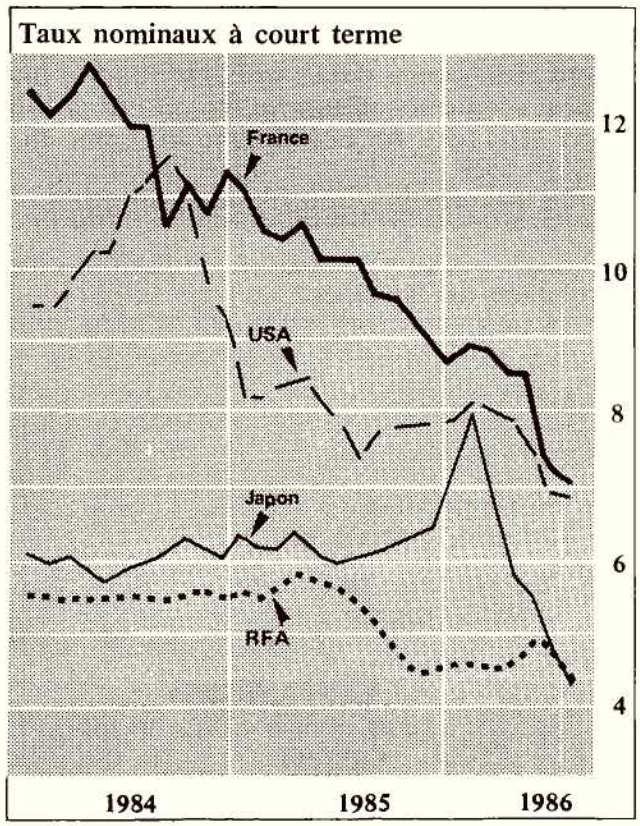
Désormais, comme en attestent les soubresauts observés à plusieurs reprises sur le MATIF (marché à terme d'instruments financiers), les perspectives de baisse des taux sont plus incertaines. Le creusement, voisin d'un demi point, de cet écart depuis la mi-mai est d'ailleurs imputable à un léger redressement des taux à long terme, ceux de court terme jouant un rôle de butoir.

Compte tenu du rythme de décélération de la croissance des prix, ces baisses laissent subsister des **taux d'intérêt réels** stables situés entre 5 et 6 % (marché monétaire et obligataire) ou un peu inférieur à 7 % (TBB).

Cette inertie à la baisse affecte principalement les investissements non financiers des entreprises. En revanche, la concurrence que se livrent les banques pour accroître leurs emplois s'est traduite par des réductions substantielles (parfois supérieures à 5 points dans le cas du crédit à la consommation) du coût des crédits aux ménages 1/.

Décidée le 15 mai, la réduction de 1,5 point des principaux **taux créditeurs réglementés** 2/ (livrets, épargne-logement) est en partie destinée à rétablir une échelle des rémunérations plus conforme à la normale. Les ressources rémunérées à taux réglementés représentant environ un tiers de l'ensemble des ressources bancaires, cette baisse devrait en outre favoriser une nouvelle réduction des taux débiteurs, et en particulier des taux de base bancaire.





1/ La poursuite de cette baisse devrait être favorisée par celle du taux de l'usure qui passe de 23,5 % au 1er janvier 1986 à 17,5 % au 1er juillet (les rendements sur le marché obligataire lui servent de base de calcul).

2/ A la même date, a été annoncée une réduction des taux débiteurs réglementés au logement, collectivités locales, entreprises, s'inscrivant entre 0,5 et 1 point.

Cependant, les perspectives de baisse du taux du marché monétaire paraissent plus incertaines au second semestre : les taux réels français et allemands sont désormais à parité, l'écart sur les taux nominaux restant proche de 3 points ; la marge de baisse autonome en France apparaissant d'autant plus limitée qu'une légère tension sur les taux s'est fait jour en Allemagne et aux Etats-Unis depuis la mi-mai. Qui plus est, si la levée du dispositif de contrôle des changes n'a pas d'incidence dans l'immédiat (le franc se maintient à son plafond dans le SME), elle ne peut que renforcer les autorités dans leur attitude de prudence.

• *L'objectif monétaire et le financement de l'économie*

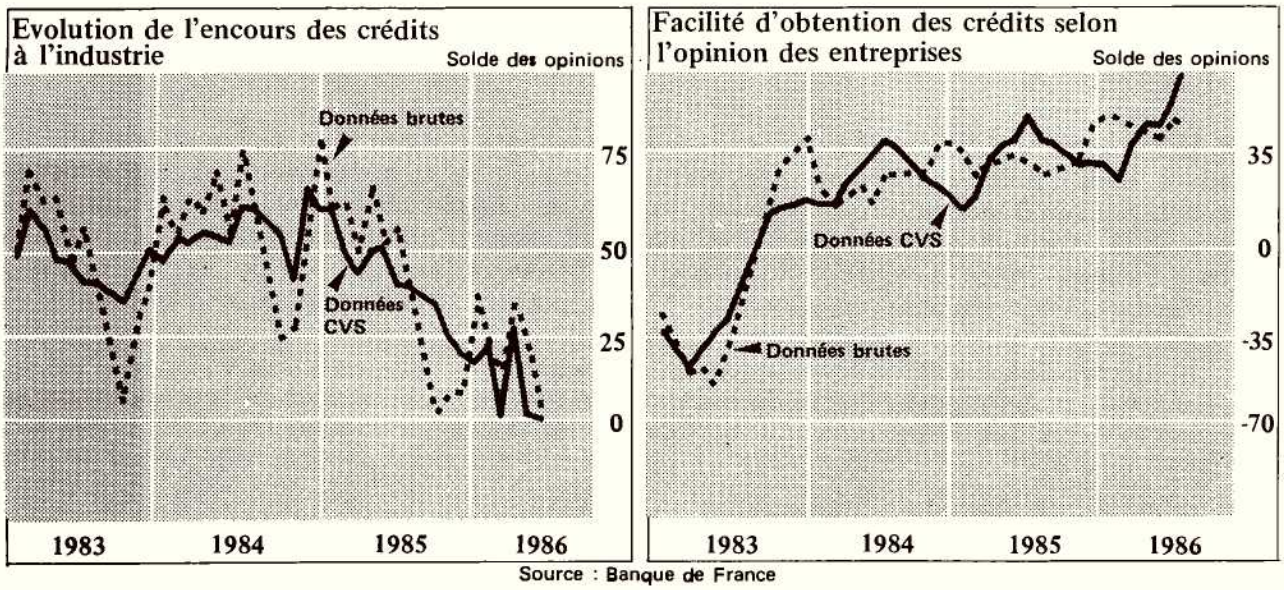
Le rythme de croissance de la **masse monétaire M3** (nouvel agrégat en vigueur depuis le début de 1986) a poursuivi au cours des quatre premiers mois de 1986 la décélération amorcée au deuxième trimestre 1985. Selon les données provisoires, la progression annuelle, calculée sur la base des moyennes trimestrielles centrées sur mars, s'établit à 5,3 %, ce qui la rapproche de l'objectif qui a été fixé entre 3 et 5 % pour 1986. Elle est d'ailleurs sensiblement inférieure au résultat enregistré à la fin de 1985 (6,8 %).

L'essentiel de ce mouvement s'explique par le fléchissement des placements à échéance (dépôts à terme et bons) compris dans **M3-M2,** toujours concurrencés par les OPCVM (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières) de court terme mais aussi par les titres négociables non monétaires. Par contre, le développement des moyens de paiement **M1** et des placements à vue (livrets) compris dans **M2-M1** ne s'est pas ralenti. Enfin, les liquidités incluses dans le nouvel agrégat **L** ont fortement progressé, en raison de la croissance soutenue de l'encours des plans d'épargne-logement et de la montée en régime des nouveaux titres négociables (billets de trésorerie et bons du trésor négociables).

Evolutions des liquidités

	Encours à fin avril 1986 (données brutes) milliards de F	Variations en %	
		1985	avril 1985 à avril 1986
M1 Moyens de paiements (billets, dépôts à vue)	**1266**	**6,1**	**6,5**
M2 Disponibilités monétaires = M1 + Epargne sur livrets	**2453**	**5,7**	**6,2**
M3 Masse monétaire = M2 + Placements à échéance (dépôts à terme, bons non négociables, certificats de dépôts)	**3108**	**5,5**	**4,5**
M3 - M2	*655*	*4,8*	*-1,3*
L = Ensemble des liquidités	**3401**	**6,9**	**6,6**
L - M3	*293*	*27,6*	*34,1*
dont :			
- Bons du Trésor non négociables	*16*	*10,0*	*30,0*
- Billets de Trésorerie	*18*	*NS*	*NS*
- Epargne contractuelle	*259*	*27,0*	*25,6*

Source : Banque de France
NS : Non significatif



Source : Banque de France

Les fluctuations de la **création monétaire** 1/ du début 1986, liées aux opérations avec l'extérieur, ont reflété les mouvements de capitaux de sens contraire avant et après le réajustement des parités du SME du 6 avril. Modérément restrictif en mars du fait des anticipations à la dévaluation du franc, l'impact a été fortement expansif en avril en raison d'un afflux massif de capitaux étrangers. Au total, l'incidence est très nettement positive, et l'écart de rémunération en faveur du franc français (3 points par rapport au DM en particulier) continue d'attirer des placements à court terme sur notre monnaie. Pour l'année, dans l'hypothèse la plus probable, où les mesures d'assouplissement du contrôle des changes n'auraient qu'une incidence marginale, la variation de la **contrepartie extérieure** pourrait approcher 50 MdF.

Pour que soit respecté l'objectif de croissance monétaire, cet impact, plus fort que prévu, de la contribution extérieure implique un freinage de la croissance du **crédit interne.** Or, ce dernier semble s'opérer spontanément. Le rythme annuel de progression du crédit interne, supérieur à 10 % en fin 1985 se situe aujourd'hui autour de 5 %. Ceci s'explique par la stabilisation du financement monétaire du Trésor Public, mais surtout par le ralentissement important de la croissance des **créances sur l'économie.** Selon les enquêtes, la demande de crédit des entreprises, notamment celle des groupes ayant accès au marché des billets de Trésorerie, se situe à un niveau très bas et les efforts des banques en direction des ménages ne compensent que très partiellement la contraction de leurs concours aux sociétés.

• *Le développement du marché des titres négociables et le marché financier*

En apparence, le développement des **nouveaux titres négociables** est susceptible de faciliter le respect de l'objectif monétaire dans la mesure où ils viennent en partie se substituer à des placements compris dans M3 (seuls les certificats de dépôts sont inclus dans cet agrégat). Mais dans L ne sont pris en compte que les seuls titres détenus par les agents non financiers. Pour mesurer l'importance croissante dans les transactions de ces instruments, il convient de considérer l'encours total, comprenant ceux détenus par les institutions financières. Selon les dernières indications fournies par TGF (Techniques de Gestion Financière), il représenterait 158 MdF à fin mai 1986, contre 44 MdF à fin janvier, se répartissant

1/ Depuis janvier 1986, les statistiques portant sur les contreparties de la masse monétaire sont publiées avec un décalage de plusieurs mois par rapport aux agrégats.

en 105 MdF de **Bons du Trésor négociables,** 29 MdF de **Certificats de dépôts,** 23 MdF de **Billets de Trésorerie** et 1 MdF de **Bons des IFS** (Institutions Financières Spécialisées).

Cette croissance donne une mesure des importantes mutations aujourd'hui à l'oeuvre dans la sphère financière. Mais elle recouvre pour l'essentiel des effets de substitution (l'encours des Bons du Trésor non négociables détenus par les banques aurait diminué de plus de 50 MdF entre décembre 1985 et mai 1986). Ces transferts sont eux-mêmes caractéristiques d'une phase de transition de la politique monétaire, devant aboutir au début de 1987 à substituer au contrôle quantitatif du crédit une politique d'open market où la Banque Centrale, par ses interventions sur le marché des titres négociables et le maniement des réserves obligatoires des banques, pourra jouer sur toute la gamme des taux d'intérêt. C'est dans cette perspective que les autorités ont décidé le 15 mai d'harmoniser progressivement la durée des Billets de Trésorerie et des Certificats de dépôts, durée qui s'inscrira à terme entre 10 jours et 2 ans (celle des Bons du Trésor négociables allant de 10 jours à 7 ans)1/.

Le développement du marché des titres négociables et l'harmonisation des échéances et des rémunérations constituent des préalables nécessaires à l'instauration d'une politique d'open market. Cette diversification de l'éventail des actifs financiers substituables offerts à tous les agents économiques efface progressivement la distinction entre marchés du court et du long terme. Aussi ce mouvement demeure-t-il sous le contrôle des autorités monétaires, car il peut, à court terme, troubler l'équilibre du marché financier.

Au cours des cinq premiers mois de 1986, les **émissions obligataires** ont représenté 200 MdF, soit un montant supérieur de 60 MdF à celui enregistré au cours de la même période de 1985. En prélevant la moitié de ce total, l'Etat a pris une large avance sur son programme de collecte.

Si le marché financier a bénéficié d'une orientation très favorable jusqu'à la mi-avril, divers facteurs ont par la suite contribué à une inversion de cette tendance. Le point de retournement a correspondu à l'annonce d'un durcissement du régime fiscal des OPCVM de court terme (projet ensuite amendé et différé), qui a provoqué un mouvement éphémère de retrait et de hausse des taux 2/. Cette annonce n'aurait toutefois guère eu d'incidence si elle n'était intervenue dans un contexte d'inversion de l'échelle des rémunérations, entre mi-mars et mi-mai, et d'anticipations plus incertaines d'évolution des taux d'intérêt (cf. infra), qui ont réduit la demande de titres à taux fixes ou même incité des investisseurs à réaliser des plus-values générées au cours de la phase de baisse des taux quasi ininterrompue depuis 1984. En outre, un arbitrage s'est opéré au profit des titres à court terme négociables (Bons du Trésor négociables principalement mais aussi Certificats de dépôts). Enfin, la réglementation libérant la rémunération des Bons et des dépôts à terme bancaires, en vigueur depuis le 15 mai, constitue un retour à un régime proche de celui en vigueur avant août 1981, dont la suppression avait justement contribué à l'essor des OPCVM de court terme, et au-delà, du marché financier.

Au total, en dépit de l'avance considérable prise en début d'année, le montant des **émissions obligataires** ne devrait pas dépasser l'estimation initiale de 330 MdF.

1/ Le montant minimum de ces titres est de 5 millions de F.

2/ La croissance de l'actif net des SICAV de court terme en mai (+ 15 MdF) paraît liée à la réduction des taux administrés. Ceci concerne les SICAV donnant la priorité à la régularité d'évolution de leur valeur liquidative et qui contribuent ainsi au développement des nouveaux titres négociables.

Comme tous les pays importateurs de pétrole, la France a bénéficié en début d'année d'une forte baisse du coût de ses achats énergétiques. Cette baisse serait suivie d'une reprise modérée au second semestre. La décélération des coûts induite au premier semestre ne s'est semble-t-il pas traduite par une décélération comparable des prix de production. Cet écart entre prix et coûts est particulièrement sensible dans les branches industrielles. Il se réduirait au second semestre mais cette évolution traduirait plus la remontée des coûts qu'une décélération des prix.

Le taux de salaire moyen connaîtrait une décélération sensible puisqu'il progresserait de 3,6 % en glissement cette année contre 5,9 % l'an dernier. Cette évolution repose sur l'hypothèse que le taux de salaire, dans le secteur privé, ne connaîtrait que peu de hausse du pouvoir d'achat sur les trois derniers trimestres de l'année.

La hausse des prix de détail atteindrait 2,8 % en glissement sur l'année. Les évolutions récentes des prix montrent une relative résistance à la baisse des prix des produits industriels. Compte tenu de la hausse des prix de l'énergie au second semestre et malgré la concentration des hausses de tarifs publics au deuxième trimestre, l'indice des prix de détail évoluerait plus rapidement sur la deuxième moitié de l'année que sur la première. Dans l'hypothèse où les prix de l'énergie importée se maintiendraient à leur niveau actuel la hausse des prix de détail ne serait plus que de 2,4 %.

1. Le taux de salaire

Au premier trimestre 1986, le taux de salaire horaire ouvrier a progressé de 0,9 % en glissement. Mesuré aux dates de l'enquête du Ministère du Travail[1/], le pouvoir d'achat du taux de salaire a enregistré ainsi une progression continue en glissement depuis le deuxième trimestre 1985.

Taux de salaire %

1985					1986					
85.I	85.II	GA	MA		86.1	86.2	86.3	86.4	GA	MA
2,9	2,3	5,3	5,9	Taux de salaire ouvrier[1/]	0,9	1,1	0,9	1,0	3,9	4,4
3,3	0,9	4,2	5,8	Prix de détail[2/]	0,4	0,9	1,0	0,7	3,0	2,7
-0,4	1,4	1,1	0,1	Pouvoir d'achat du TSH[3/]	0,4	0,2	-0,1	0,3	0,8	1,7
3,2	2,8	5,9	6,3	Taux de salaire moyen[4/]	1,2	0,5	1,0	0,9	3,6	4,4
2,7	2,2	4,5	5,3	Prix de la consommation[5/]	0,1	0,5	1,1	0,9	2,7	2,5
0,4	0,7	1,4	0,7	Pouvoir d'achat du TS moyen[6/]	1,1	0,1	-0,2	0,1	1,0	1,9

1/ Source Ministère du travail - Enquête ACEMO - glissements bruts
2/ Glissements décalés d'un mois (janvier/avril...) voir note en bas de page
3/ Glissements bruts
4/ Source comptes trimestriels, moyennes, CVS. Ce taux de salaire inclut les évolutions salariales des grandes entreprises nationales, non couvertes par l'enquête ACEMO
5/ Source comptes trimestriels
6/ Après déflation par l'indice des prix à la consommation des comptes trimestriels

1/ Dans l'enquête lancée par le Ministère du Travail (enquête "ACEMO") les entreprises donnent un salaire mensuel de base par catégorie professionnelle au premier jour du trimestre en cours. On fait donc l'hypothèse que le mois de référence est lui-même le mois en cours et non le mois précédent.

Depuis 1983, une norme incitative de progression des salaires fondée sur une anticipation de la hausse des prix, est annoncée. Cet objectif de prix a été souvent dépassé (9,6 % contre 8 % en 1983, 7,5 % contre 5 % en 1984) sauf en 1985 où la baisse du dollar en fin d'année a ajusté la réalité à cet objectif (4,7 % contre 4,5 %). Même si les effets d'annonce provoqués par la norme ont certainement permis de peser sur les négociations salariales, il semble bien qu'il existe toujours une relation à court terme entre l'évolution constatée des prix et celle des salaires.

Un outil de prévision du taux de salaire

Dans le but, notamment, de construire un modèle simple de prévision du taux de salaire, plusieurs ajustement économétriques ont été testés sur la période 1970-1985[1/]. Ils se fondent sur une indexation partielle sur les glissements des prix de détail décalés d'un trimestre et sur les évolutions du SMIC. Une variable de tension sur le marché du travail (taux de chômage des hommes de 25 à 49 ans) a été également introduite ainsi qu'une variable indicatrice, à partir de janvier 1983, pour représenter les effets de la politique de désindexation.

Dans une équation estimée sur la période 1977-1985, l'introduction de la constante représentative des effets de la politique de désindexation annule pratiquement les effets du taux de chômage introduit parallèlement. La relative substituabilité entre ces deux variables pourrait s'interpréter comme le fait que la politique de désindexation puise en partie son efficacité dans le niveau du chômage.

On peut à l'aide d'un de ces modèle retrouver la prévision faite ici du taux de salaire :

Glissements trimestriels %

	86.2	86.3	86.4
Taux de salaire ouvrier prévu	**1,1**	**0,9**	**1,0**
Effet prix de détail	0,22	0,50	0,55
Effet SMIC	0,49	0	0
Effet taux de chômage	-0,25	-0,26	-0,27
Constante	0,67	0,67	0,67

1/ ils sont présentés en détail dans le numéro de mai d'Economie et Statistique.

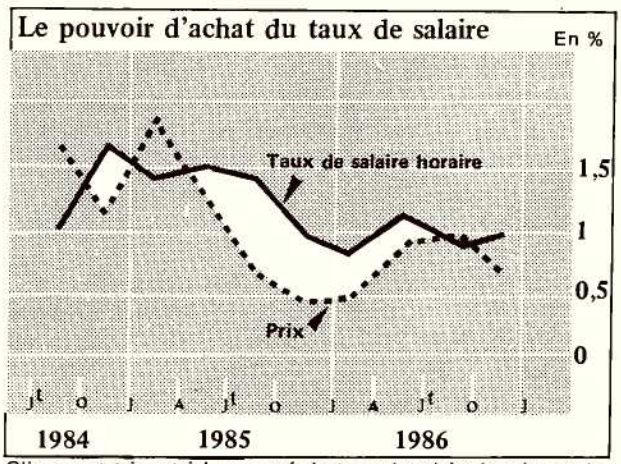
Une relation économétrique simple (cf encadré) entre l'évolution du taux de salaire ouvrier, l'indice des prix de détail retardé d'un trimestre et le SMIC reste ainsi toujours valable si on distingue deux périodes, l'une antérieure à janvier 1983, l'autre couvrant les années récentes, c'est-à-dire prenant en compte la période dite de "désindexation". En fait tout se passe comme si l'écart d'un demi-point qui séparait les glissements trimestriels de salaires des glissements de prix dans la période antérieure à 1983 était maintenant annulé : les évolutions de salaires ne semblent plus dégager de gain systématique de pouvoir d'achat. Outre la politique de désindexation, la période récente a été marquée par une augmentation du chômage et par de nouvelles modalités de négociations salariales. En particulier le rythme d'inflation imposait souvent, dans la première période, trois ou quatre augmentations en cours d'année en partie

du fait des modalités de relèvement du SMIC. Aujourd'hui l'action des clauses conventionnelles déclenchant des révisions infra-annuelles de salaires se fait plus rare. En 1985, le calendrier des accords de salaires ne comportait en général que deux augmentations. Les résultats connus au 1er mai 1986 sur les négociations salariales font apparaître une légère baisse du nombre des accords de branche signés par rapport à la même période l'an dernier[1/]. Plusieurs facteurs contribuent à l'explication de cette baisse parmi lesquels on peut citer la modération de la baisse des prix du second semestre 1985 qui aurait permis de retarder les négociations de rattrapage sur l'année 1985. Au total sur 45 accords (ou recommandations patronales) nationaux, 20 n'enregistrent qu'une date de relèvement des rémunérations, 21 en prévoient deux, 3 seulement en prévoient trois.

L'ensemble de ces considérations permet d'attribuer à une décélération plus rapide que prévue des prix l'évolution positive du pouvoir d'achat sur les trois derniers trimestres connus[2/]. En prolongeant la relation obtenue sur la période de prévision (cf graphique) on retient un gain assez faible de pouvoir d'achat sur les trois derniers trimestres 1986. Au total, sur l'ensemble de l'année 1986, on aboutirait à un glissement de 3,9 % du taux de salaire ouvrier. Ce résultat peut sembler élevé compte tenu de l'objectif de prix pour 1986 qui a été progressivement révisé à la baisse pour atteindre 2,3 %. Cet écart d'environ 1,6 % doit être cependant comparé à ceux de 1984 (2,5 %) ou même 1985 (0,8 %).

Il faut également tenir compte de la revalorisation du SMIC des mois de juin et juillet qui contribue à peser sur le taux de salaire d'ensemble du deuxième trimestre 1986. C'est ce qui explique l'augmentation de 1,1 % de ce dernier malgré la très faible hausse des prix de détail au premier trimestre. En effet, le SMIC a été augmenté de 2,1 % au 1er juin 1986 au titre du déclenchement du seuil de 2 % d'augmentation des prix. Il a été revalorisé de 1,2 % au 1er juillet du fait du réajustement automatique sur la moitié de l'augmentation du pouvoir d'achat du taux de salaire ouvrier entre avril 1985 et avril 1986 et de la remise à niveau sur les prix du dernier mois connu (mai).

Dans la fonction publique et les entreprises du secteur public à statut[3/], il a été annoncé, après le réaménagement monétaire d'avril, qu'aucune revalorisation générale des rémunérations n'interviendrait sur l'année 1986. Rappelons qu'une mesure de rattrapage est intervenue en février dans le cadre de la clause de sauvegarde de l'année 1985[4/]. Elle a consisté en l'attribution de deux points uniformes rétroactivement à compter du 1er janvier 1985. Cette mesure, à laquelle il faut ajouter l'effet de reclassement catégoriel des instituteurs et un GVT forfaitaire à 0,5 %, ne permet plus d'augmentation en 1986 compte tenu de l'objectif de prix.



Glissement trimestriel comparé du taux de salaire horaire et des prix. (La partie blanche représente les périodes de gain de pouvoir d'achat).

1/ Cependant le nombre des accords d'entreprises est plus élevé que l'année dernière

2/ Autrement dit : les gains ou les pertes de pouvoir d'achat ne sont déterminés que par les modifications importantes de la vitesse de l'évolution des prix. En période de décélération rapide, ce qui est le cas de la période allant du 3ème trimestre 1985 au 1er trimestre 1986, on accumule des gains de pouvoir d'achat.

3/ EDF-GDF, RATP, Charbonnage

4/ Ce rattrapage est compté, dans les comptes nationaux trimestriels, au premier trimestre 1986. Ceci explique le mouvement contrasté des salaires versés par les administrations et les entreprises du secteur public au premier semestre 1986.

2. Les prix de production

Evalués au niveau de l'ensemble des entreprises non financières, c'est-à-dire y compris les branches de l'énergie et de l'agriculture, on constate une décélération nette des prix de production au premier semestre puisqu'ils diminuent en glissement.

Dans un contexte de baisse brutale des prix de l'énergie importée, l'analyse des évolutions de prix d'ensemble est bien insuffisante. En effet, la diffusion de la baisse des coûts de l'énergie importée est plus ou moins rapide suivant le poids des charges liées à l'énergie dans chaque branche et de la hiérarchie des filières de production. La branche de l'énergie, et plus particulièrement celle des produits pétroliers, semble avoir procédé à une répercussion à peu près complète de la baisse des coûts des achats. Le prix à la production de cette branche baisse de 10,6 % cet hiver.

Par contre, dans les branches manufacturières, la hausse des prix de production reste anormalement élevée au premier semestre. Si on constate un ralentissement entre le deuxième trimestre et le premier (0,1 % après 0,4 %), les relations économétriques (cf encadré en fin de chapitre) montrent, au vu des comportements passés et des évolutions des coûts de production, qu'une baisse plus importante aurait dû être constatée. Il semble donc que les entreprises industrielles n'aient répercuté que partiellement la baisse des coûts qu'elles ont enregistrée.

Un retour sur l'année 1974 qui a suivi le premier choc pétrolier montre que les évolutions à l'intérieur des branches manufacturières, peuvent être extrêmement différenciées à la suite d'une augmentation du prix du pétrole. Ainsi en 1974, les glissements de prix de production ont été de 32,8 % pour les biens intermédiaires mais seulement de 15,6 % pour les biens de consommation. A l'inverse, en 1986, on constaterait donc une baisse plus rapide des prix à la production dans les biens intermédiaires que dans les biens de consommation. C'est ce qui explique un écart inhabituel sur la période récente entre le glissement annuel des prix de production des entreprises manufacturières (1,1 %) et celui des prix à la consommation de produits manufacturés (3,7 %).

La remontée des prix de l'énergie à partir du deuxième semestre interrompt le mouvement de baisse des coûts unitaires et limite les effets de diffusion des baisses du premier semestre.

Sur l'ensemble de l'année, la décélération des prix de production des produits manufacturés serait de 3,2 % en moyenne mais de 2,2 % seulement en glissement.

Coûts unitaires et prix de production — Evolutions en %

1985					1986					
85.I	85.II	GAt	MA		86.1	86.2	86.3	86.4	GAt	MA
2,8	1,4	3,9	4,9	Prix de production (toutes entreprises)	-0,3	0,0	0,7	0,8	1,2	1,2
2,7	-0,7	0,8	3,2	Coût des consommations interm.	-3,3	-1,7	0,5	1,5	-3,0	-4,4
2,7	0,7	3,3	4,2	Coût salarial unitaire	1,2	-0,4	0,1	0,6	1,5	1,8
2,3	1,5	3,3	4,7	Prix de production (entreprises manufacturières)	0,4	0,1	0,3	0,3	1,1	1,5
2,2	0,2	1,3	3,9	Coût des consommations interm.	-1,5	-0,5	0,3	0,6	-1,0	-1,7
2,5	-1,1	0,9	2,1	Coût salarial unitaire[1/]	0,8	-0,3	0	0	0,5	0,4

1/ hors cotisations sociales employeurs

3. Les prix de détail

Malgré les bons résultats globaux, l'évolution récente des prix peut laisser craindre encore des tendances inflationnistes persistantes.

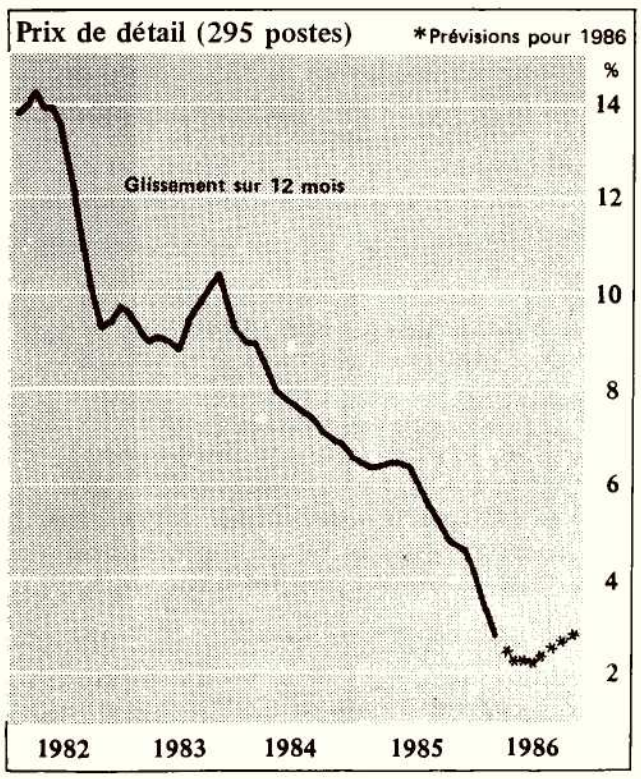
En effet, si l'évolution de l'indice d'ensemble parait marquer une nette décélération par rapport aux évolutions constatées l'an dernier à la même époque (0,7 % depuis le début de l'année contre 3,0 % entre décembre et mai 1985), ce ralentissement est surtout imputable aux produits énergétiques dont le prix baisse de 13,3 % en un an.

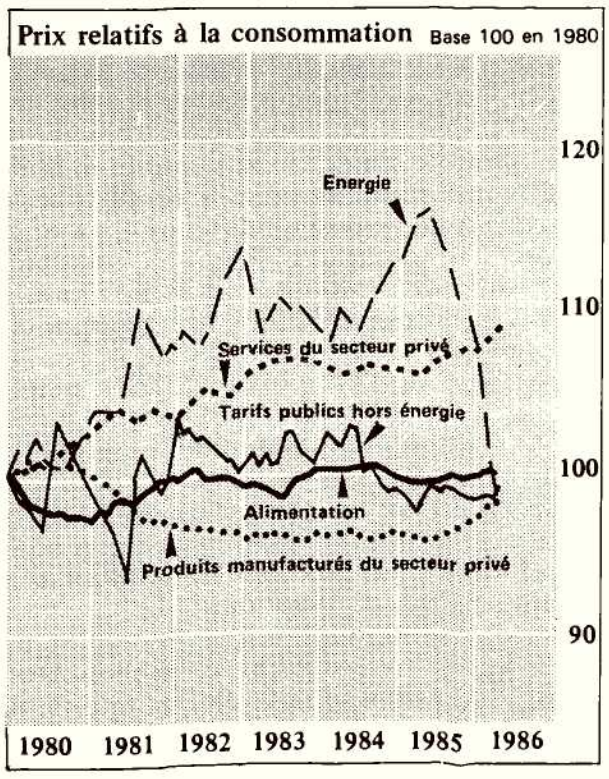
Hors énergie, le rythme de hausse des prix est encore de 4,2 % en un an en mai, contre 5,7 % il y a un an. La décélération des prix autres qu'énergétiques est modérée : pour le moment la baisse du prix de l'énergie importée, qui remonte à la fin du printemps 1985, ne se diffuse que peu aux autres secteurs.

Les prix alimentaires connaissent une très faible progression : + 0,8 % au cours des six derniers mois. Cette tendance résulte d'une abondance de la plupart des productions (fruits et légumes, viandes, oeufs, produits laitiers) et de la poursuite de la baisse des cours des matières premières importées.

En revanche, les prix des produits industriels ne décélèrent que modérément malgré la baisse importante des coûts de production liée à la chute des prix des consommations intermédiaires en produits énergétiques et la faible progression des coûts salariaux. Leur croissance en valeur relative par rapport à l'évolution de l'indice d'ensemble est particulièrement forte depuis la baisse des prix de l'énergie.

Le prix des services privés a enregistré au mois de mai une décélération sensible par rapport à sa progression à la même époque en 1985 (- 2,2 %). Ce résultat est un peu faussé car les prix des services privés avaient connu en mai de l'année dernière une reprise momentanée. Sur les six derniers mois connus le prix des services a progressé de 2,2 %.





Les loyers, malgré le ralentissement de la croissance de l'indice du coût de la construction (3,2 % en un an) ne décélèrent que très peu : de 6,6 % l'an en mai 1985 à 5,7 % en mai 1986.

Les tarifs publics hors énergie, en revanche, ont temporairement modéré la croissance de l'indice d'ensemble, ayant enregistré une quasi-stabilité d'août à mars. Mais une concentration de hausses - SNCF, RATP, tabacs - affectera lourdement le second trimestre (+ 4,2 % environ).

L'analyse détaillée des évolutions récentes ne pousse guère à l'optimisme sur la deuxième moitié de l'année, compte tenu en particulier de la hausse des prix de l'énergie importée prévue au second semestre. Plusieurs autres facteurs vont également dans ce sens :

- du côté des matières premières alimentaires, on s'attend à une stabilisation des cours sur la deuxième moitié de l'année, c'est-à-dire à un arrêt

Les relations économétriques impliqueraient

L'économétrie est un outil parmi d'autres en matière de prévision. Les résultats qu'impliquent les relations doivent être confrontées avec les informations tirées des enquêtes ou provenant d'une analyse fine du domaine qu'on cherche à prévoir. L'avantage de l'outil est d'indiquer, sur la base de l'observation du passé et de la théorie économique, les évolutions qu'on peut attendre dans le futur si les agents conservent leur comportement moyen du passé.

Il est important alors de relever qu'une utilisation stricte de relations économétriques conduirait à des évolutions des prix à la production nettement plus basses que celles retenues dans cette note

Ainsi, dans l'industrie (y compris les industries agro-alimentaires), tous les facteurs explicatifs du prix à la consommation vont dans le sens de baisses marquées de ce prix au premier semestre de 1986, alors que les informations disponibles, qui sont assez fiables en ce qui concerne le premier trimestre, indiquent une évolution positive, même si elle est très faible. Les coûts salariaux unitaires ralentissent, les prix industriels à l'importation baissent sensiblement au premier trimestre, les tensions dans l'utilisation des capacités productives s'allègent d'après les enquêtes de conjoncture, sans doute en conséquence du flux soutenu de l'investissement dans certaines branches industrielles au cours des deux ans passés. Enfin et surtout, les coûts enregistrent la baisse du prix dans l'énergie au premier semestre 1986, qui d'après l'économétrie, se répercute en moyenne et avec certains délais pour 25 % dans les prix à la production. Au total, à suivre la norme habituelle de répercussion des coûts, les prix de l'industrie devraient baisser de 1,6 % au premier semestre.

On a fait l'hypothèse, dans cette note, que l'évolution des prix de production de l'industrie revient en ligne avec ses déterminants habituels à partir du troisième trimestre. L'allègement des coûts énergétiques des entreprises serait donc pleinement absorbé à l'horizon conjoncturel, en hausse des résultats d'exploitation.

Le schéma est le même pour les prix à la production des services (incluant les transports, le BTP et les services marchands rendus aux entreprises et aux ménages). L'écart entre l'évolution prévue ici (et partiellement observée), et ce qu'implique le mode habituel d'indexation atteint son maximum entre les deuxième et troisième trimestre 1986, le retard d'un trimestre par rapport aux prix industriels tenant à une répercussion en moyenne plus lente des variations du prix de l'énergie.

A la différence des prix à la production l'économétrie va à l'appui de la prévision faite pour les prix de détail. Si l'on retient en effet les hypothèses faites dans cette note en matière de prix agricoles, de prix importés, de prix de l'énergie et que l'on suppose que les prix au stade de la production enregistrent le gonflement du taux de marge, que mettent en

de la baisse, et à une hausse des cours du café à l'automne prochain. Les prix agricoles à la production deviendraient d'autre part moins favorables que dans la première partie de l'année du fait d'un retournement de l'offre (viande, fruits et légumes) et de la hausse des prix liée aux démantèlement des montants compensatoires français ;

- les marges sont libérées dans leur grande majorité au stade de la distribution depuis avril ; de même les marges à l'importation sont désormais libres alors que lors des dévaluations précédentes, elles avaient été bloquées en valeur absolue ou en valeur relative. Des libérations de prix au stade du détail se poursuivront pour les produits industriels ainsi que dans les industries agro-alimentaires ;
- des hausses de prix sont déjà programmées sur le second semestre - produits pharmaceutiques remboursables + 2 %, automobiles + 2 % à 2,5 % - ou saisonnières(habillement-textile).

une évolution des prix moins forte

évidence les relations, le glissement annuel de 2,7 % (sur une base trimestrielle) est à peine supérieure à l'indexation normale (2,5 %). Malgré la progressive libération des marges commerciales, le comportement de prix au stade du détail ne semble pas être un frein à la désinflation.

Il est, enfin, intéressant de donner l'ordre de grandeur de l'écart que l'on observe entre les évaluations observées et prévues des prix de détail et les résultats que donne l'équation de prix de détail lorsqu'on y intègre non pas les évolutions observées et prévues des prix de la production industrielle, des prix de production des services et des taux de salaires mais ceux eux-mêmes issus des équations qui les déterminent : le glissement des prix à la consommation serait alors sur l'ensemble de l'année de - 0,2 % soit un écart de 2,9 points par rapport aux prévisions de cette note.

Comparaison des prévisions retenues dans la note de Conjoncture (a) et des projections économétriques (b)

	1985	1986				
	GAt	1	2	3	4	GAt
1/ Prix à la production de l'industrie*						
(a)	3,3	0,4	0,1	0,3	0,3	1,1
(b)	3,2	-1,1	-0,5	-	0,6	-1,0
dont : contribution						
. *des coûts salariaux*	*1,0*	*0,1*	*-0,2*	-	-	
. *des coûts énergétiques*	-	*-2,4*	*-2,0*	*0,1*	*0,9*	
Ecart (a) - (b)	0,1	1,5	0,6	0,3	-0,3	2,1
2/ Prix à la production des services						
(a)	4,7	1,2	1,1	1,1	0,8	4,2
(b)	4,4	0,8	0,3	-	0,8	1,9
Ecart (a) - (b)	0,3	0,4	0,7	1,1	-	2,2
Prix de détail						
(a)	4,8	0,1	0,7	0,9	1,0	2,7
(b)	4,6	0,1	0,1	1,3	1,0	2,5
Ecart (a) - (b)	0,2	-	0,6	-0,4	-	0,2

***y compris IAA**

Prix de détail (295 postes)						glissements %		
1984	1985				Pond	1986		
GAm	84.I	84.II	GAm		86	86.I	86.II	GAm
6,1	3,0	1,6	4,7	Alimentation	25	0,9	1,6	2,5
6,7	2,7	2,5	5,3	Produits industriels du secteur privé	33	2,3	1,7	4,0
6,4	3,9	2,0	5,9	Services privés	16	2,6	1,8	4,4
10,3	5,5	-4,3	0,9	Energie	10	-9,0	3,8	-5,5
5,2	3,4	0,6	4,0	Tarifs publics	4	4,4	0	4,4
7,0	3,6	2,7	6,4	Loyer-eau	7	3,0	2,4	5,5
3,4	3,0	0,4	3,5	Santé	5	2,0	0,2	2,2
6,7	**3,4**	**1,3**	**4,7**	**Ensemble**	**100**	**1,0**	**1,8**	**2,8**
5,7	2,8	1,7	4,6	Ensemble hors énergie	90	2,1	1,6	3,7

La prévision que nous retenons n'intègre pas d'effet de libération des prix des services privés qui resteront sous contrôle jusqu'à la fin de l'année : leur libération doit en effet s'accompagner de nouvelles lois concernant la concurrence dont l'élaboration requiert des délais.

Pour les produits industriels les risques de dérapage liés à la dérèglementation sont faibles du fait du caractère concurrentiel de ces secteurs et de la conjonction de la baisse des coûts de production et de l'amélioration de la situation des entreprises industrielles. La prévision des prix des produits industriels du secteur privé est, néanmoins, particulièrement difficile. Ils devraient normalement enregistrer la baisse de leurs coûts, mais les évolutions récentes incitent à la prudence. On a, au total, retenu une décélération au second semestre de 0,5 % en glissement par rapport au premier semestre soit environ des hausses de 0,3 % par mois alors que sur les premiers mois connus les hausses sont supérieures à 0,4 % en moyenne avec même une légère accélération en mars et en avril (0,5 % respectivement), période déjà postérieure à une forte baisse des coûts de l'énergie importée.

Au total, l'indice d'ensemble augmenterait de 2,8 % de décembre 1985 à décembre 1986 ce qui constitue une décélération de 1,9 point par rapport à l'année précédente (4,7 %). Si on retenait contrairement à l'optique de cette note, une hypothèse de stabilité des cours du pétrole au second semestre, le glissement annuel serait diminué d'environ 0,4 point.

V - La production et les résultats des entreprises

A l'automne 1985, puis à l'hiver 1986, la production des branches manufacturières s'est révélée médiocre. Pourtant la demande intérieure est restée très dynamique sur cette période. La baisse de la demande étrangère, un fort contenu en importations de la demande intérieure et un réajustement à la baisse des stocks en sont l'explication. Au deuxième trimestre ce mouvement des stocks devrait s'inverser et, après un mois de février marqué par les intempéries, la reprise technique de la production assurerait la croissance. La décélération de la consommation des ménages au second semestre serait compensé par le dynamisme retrouvé de nos exportations industrielles. Une croissance modérée (0,5 % par trimestre) prévaudra ainsi jusqu'à la fin de l'année.

Le produit intérieur brut marchand évoluerait de 2,3 % en moyenne annuelle, mais son rythme annuel de croissance au second semestre serait de l'ordre de 2 % seulement.

L'amélioration des résultats des entreprises est massive en début d'année, le ralentissement des coûts de production précédant celui des prix de production. Les autres charges des entreprises évolueraient très modérément dans l'ensemble. Cette amélioration toucherait désormais les petites entreprises et les entrepreneurs individuels, notamment dans les secteurs du commerce, des services et du BTP.

Ce sont ces entreprises qui, prenant le relais des grandes unités de l'industrie concurrentielle, assureraient une remontée de 3 % de l'investissement.

1. La production

La croissance du produit intérieur brut marchand cette année devrait être de 2,3 % en moyenne annuelle et de 2,0 % en glissement contre 1,3 % et 2,2 % respectivement en 1985. Après un premier trimestre de croissance modérée (0,2 %) due en partie aux intempéries de février qui ont, semble-t-il, fortement affecté les branches des matériaux de construction, du BTP et des transports, on assisterait au second trimestre à une croissance plus soutenue (0,8 %).

A partir de l'été, le produit intérieur brut marchand devrait évoluer au rythme de 0,5 % par trimestre. A l'exception de la branche de l'agriculture, où l'on s'attend à une stagnation de la production en volume cette année avec un profil en décroissance sur les trois derniers trimestres, les autres branches connaîtraient des évolutions positives sur la deuxième partie de l'année.

- *L'industrie manufacturière*

L'activité industrielle a reculé durant le dernier trimestre 1985 et le premier trimestre 1986. Pourtant la demande intérieure hors stocks est restée soutenue aussi bien à l'automne dernier que cet hiver : la consommation des ménages est restée un élément actif de la demande avec un glissement de 2,9 % au cours de ce semestre tandis que la formation brute de capital fixe a augmenté de 3,4 %. Trois raisons expliquent ce décalage : les exportations ont diminué, une partie importante de la hausse de la consommation des ménages du premier trimestre est due à des achats de radio-télévision dont le contenu en importations est élevé et enfin la demande intérieure a d'abord été satisfaite en puisant sur les stocks, ceux-ci étant considérés comme excessifs en tout début d'année.

Au deuxième trimestre, la production industrielle devrait connaître un certain rattrapage. L'indice de la production industrielle du mois d'avril en est d'ores et déjà le témoin (+ 3,3 %, hors BTP et énergie, par rapport à la moyenne du premier trimestre), bien que cette évolution retrace plutôt le retour à un niveau normal après la baisse très forte du mois de février. Les éléments de

Produits manufacturés : équilibre ressources-emploi résumé

taux de croissance en % (volume aux prix de l'année 1970)

1985							1986					
85.1	85.2	85.3	85.4	GAt	MA		86.1	86.2	86.3	86.4	GAt	MA
-1,6	1,8	1,5	-0,3	1,5	0,4	Production effective	-0,2	0,6	0,5	0,5	1,4	1,7
0,4	0,7	6,1	-1,7	5,4	6,4	Importations	-0,2	3,7	0,8	0,8	5,1	5,0
0,5	0,2	0,4	-1,3	-0,2	1,4	Exportations	-1,0	-0,5	2,5	2,5	3,5	-0,2
2,0	0,8	1,5	1,5	6,0	2,8	Consommation des ménages	1,4	2,1	-0,8	0,5	3,2	4,8
1,5	0,7	5,5	0,3	8,1	6,2	FBCF totale	3,1	-0,4	0,9	0,4	4,1	6,5
						dont :						
1,5	0,4	6,0	-0,5	7,4	5,2	Entreprises	3,3	0,0	0,6	0,3	4,3	6,4
0,0	0,7	2,9	1,7	5,4		Variation de stocks (milliards de francs 1970)	0,9	2,9	2,4	1,5	7,7	
0,2	**1,2**	**2,1**	**0,5**	**4,1**	**2,3**	**Demande intérieure hors stocks**	**0,8**	**1,1**	**0,2**	**0,5**	**2,6**	**3,6**

commerce extérieur disponibles sur ce trimestre ainsi que les enquêtes de conjoncture les plus récentes tendent à modérer l'indication donnée par l'IPI. En effet les exportations sont orientées à la baisse et la forte consommation des ménages (+ 2,1 %) a un contenu élevé en importations. Au total, compte-tenu d'un mouvement de reconstitution des stocks qui toucherait tous les produits, la production de l'industrie manufacturière progresserait de 0,6 %.

Au second semestre, la progression de la demande intérieure hors stocks est beaucoup plus modérée qu'en début d'année. Hors biens d'équipement ménager et hors automobile, la consommation des ménages devrait évoluer à un rythme d'environ 0,3 % par trimestre. La forte reprise de la formation brute de capital fixe s'essouflerait également sur cette période. Seules, à la faveur de la reprise attendue de nos partenaires commerciaux européens, les exportations seraient dynamiques. La production des branches manufacturières ne connaîtrait donc qu'une évolution modérée, de l'ordre de 0,5 % par trimestre.

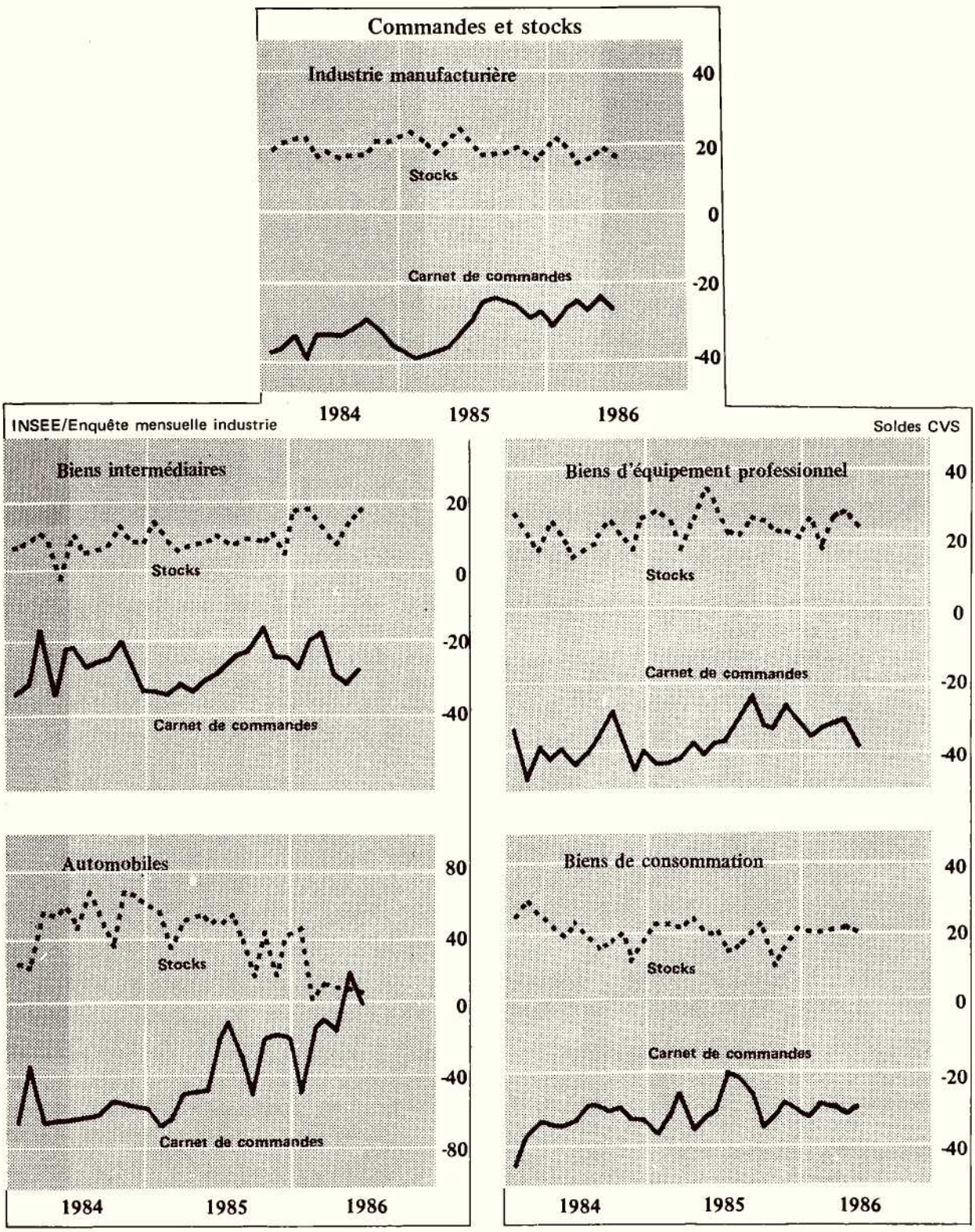
Même si l'augmentation en moyenne annuelle (1,7 %) est supérieure à celle des deux dernières années, on n'observerait donc pas d'accélération de la croissance en 1986. Le glissement prévu au second semestre 1986 est ainsi inférieur à celui observé à la fin de l'année 1985.

La branche de l'automobile a connu deux années particulièrement sombres : la production a baissé successivement de 4,4 % en 1984 et de 2,0 % en 1985. Les perspectives de cette branche semblent maintenant s'améliorer. La consommation de véhicules neufs par les ménages se porte bien depuis le début de l'année et les dernières statistiques d'immatriculation montrent un regain des achats de véhicules neufs français. Les immatriculations de véhicules utilitaires ont connu une poussée importante au premier trimestre et les statistiques du mois d'avril laissent présager que ce niveau élevé sera au moins maintenu au second trimestre. L'enquête de conjoncture du mois de juin signale également une augmentation de la demande. Le fait que les stocks de produits finis soient inférieurs à la normale permet aussi de prévoir une augmentation de la production.

La branche des biens intermédiaires qui avait enregistré de fortes exportations en 1984 à la suite notamment d'une compétitivité accrue grâce à la hausse du dollar, a connu en 1985 une année moins porteuse. Sa production s'est nettement repliée fin 1985 et elle a été touchée début 1986, dans les matériaux de construction surtout, par les intempéries de février.

L'activité au deuxième trimestre devrait connaître une croissance, permettant de reconstituer les stocks de produits finis dont le niveau était jugé insuffisant par les industriels. Le retournement de la demande étrangère à partir du troisième trimestre et la reprise de l'activité interne inter-industrielle devrait assurer une progression modérée jusqu'à la fin de l'année.

La branche des biens de consommation avait profité en 1985 de la reprise de la consommation des ménages. Elle a accusé en début d'année un repli parallèle à la consommation particulièrement dans le textile.



Au deuxième trimestre la production de l'ensemble de la branche devrait croître modérément notamment en raison du retournement au mois de mai de la consommation de textile. Cette évolution positive se poursuivrait cet été selon les enquêtes de conjoncture.

Il est possible cependant que compte-tenu de la décélération de la consommation des ménages au second semestre, le rythme de cette croissance soit moins élevé sur le second semestre que sur le deuxième trimestre.

Les biens d'équipement professionnel

Si la branche de la construction navale, aéronautique et armement a connu une production en baisse en 1985, les branches de la construction mécanique et du matériel électronique professionnel ont enregistré une progression liée à la reprise de l'investissement intérieur et ceci malgré un tassement en cours d'année des exportations. Le caractère tardif des statistiques de livraisons dans la branche de la construction mécanique ne permet pas de se former un jugement arrêté sur le premier trimestre. Les enquêtes de conjoncture semblent indiquer une stabilité de la production au premier semestre et cet été. La demande étrangère continue quant à elle de s'effriter.

- ***L'activité du bâtiment et des travaux publics***

Après les aléas climatiques qui ont affecté le mois de février, l'activité des entreprises de bâtiment a connu un certain rattrapage. Ainsi, après la forte amélioration constatée dans les réponses des entrepreneurs aux enquêtes de conjoncture sur l'année 1985, on constate une stabilisation des opinions recensées en avril au niveau de la fin 1985. D'autre part, les entrepreneurs attendent une légère amélioration de leur activité au cours des prochains mois particulièrement pour le gros oeuvre : en effet la construction de bâtiments neufs (autres que logements) progresse nettement selon les statistiques de mises en chantier par rapport à l'année précédente (8,5 %).

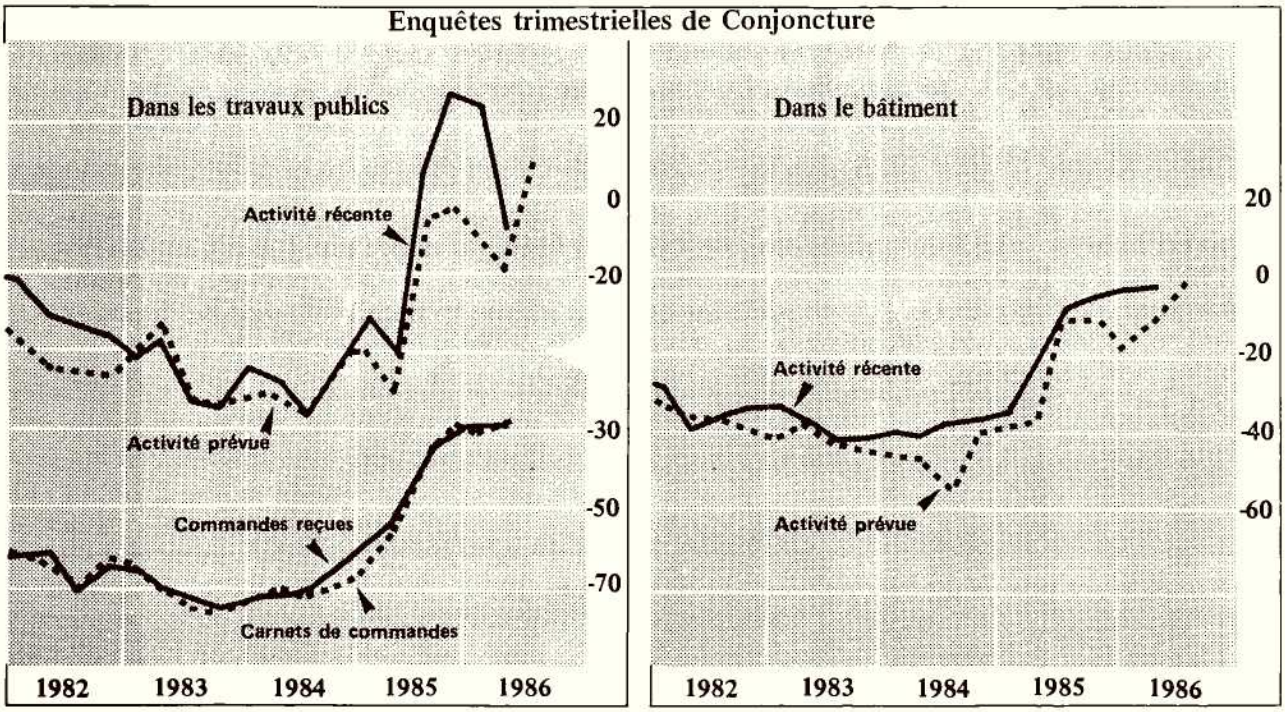
Cet optimisme relatif des entrepreneurs doit être tempéré par les statistiques de mises en chantier de logements qui, au premier trimestre, sont en deçà du niveau du premier trimestre 1985. Si le nombre des logements autorisés croît légèrement au premier trimestre 1986 (+ 2 %), la fin de l'année 1985 avait été marquée par un net fléchissement qui ne permet pas d'envisager une amélioration du nombre des mises en chantier en 1986. Celles-ci s'étaient stabilisées à 295.000 en 1985.

Les mesures récentes (concernant l'abrogation de la loi Quillot et l'extinction progressive de la loi de 1948 avec l'élaboration d'une nouvelle législation des loyers, l'augmentation des incitations fiscales pour les investisseurs locatifs et les nouveaux accédants à la propriété) ne produiront pas d'effets sur l'évolution attendue de la production de cette branche en terme de comptabilité nationale cette année.

Au total la production de logements neufs, devrait, cette année encore, connaître un recul en moyenne annuelle.

En ce qui concerne les travaux d'entretien, l'activité s'est un peu ralentie en début d'année, mais les entrepreneurs prévoient, comme l'année dernière, une progression sur le second trimestre due au rattrapage après les intempéries de février. Après la croissance enregistrée dans ce secteur en 1985, une stabilisation apparaît probable en 1986.

Dans le secteur des travaux publics, l'année 1985 avait été relativement bonne. Les réponses des chefs d'entreprises aux enquêtes de conjoncture l'attes-



tent,y compris par une nette remontée de la tendance prévue des effectifs. Au premier trimestre de cette année, les entrepreneurs ont jugé leur activité nettement moins bien orientée que précédemment. On peut certainement expliquer en partie ce regain de pessimisme par les intempéries de février. Cette explication est corroborée par les prévisions des chefs d'entreprises qui annoncent une reprise au second trimestre.

L'activité sur la fin de l'année est encore incertaine : la stabilisation des carnets à leur niveau de la fin de l'année dernière laisse cependant présager un certain tassement.

• *La production agricole*

La prévision en matière de production agricole est, bien entendu, très aléatoire à cette date de l'année. A la lumière des informations actuellement disponibles (superficies cultivées, rendements, tendances de la production animale), la production agricole se stabiliserait au niveau de l'année précédente.

La récolte de céréales serait légèrement inférieure à celle de l'an dernier. D'une part, la sécheresse de la fin 1985 a entraîné une mauvaise implantation des céréales d'automne. D'autre part, les rendements sont estimés légèrement inférieurs à ceux de l'année précédente (57 q/ha contre 61 q/h pour le blé). Toutefois ils restent supérieurs à la moyenne des cinq dernières années (56 q/ha). Les superficies cultivées se stabilisent pour le blé tendre et l'orge mais progressent très fortement pour le blé dur.

Après plusieurs années de forte croissance, la production d'oléagineux ne progresserait plus en 1986. Conséquence directe de la très forte chute des prix intervenue l'an passé, les superficies consacrées aux pommes de terre diminuent de 10 %.

Globalement la production animale serait stable en 1986, mais les évolutions différeraient selon les produits : léger recul pour le bétail, progression pour la production avicole et laitière.

La production de vins de qualité dépasserait son niveau de 1985. Par contre

les livraisons enregistreraient un fort recul (la mise sur le marché d'importants stocks de vins de champagne avait provoqué une augmentation des livraisons l'an dernier tandis que la production avait baissé).

2. Les résultats des entreprises

Le mouvement de reconstitution des profits des entreprises, qui avait suivi la politique de rigueur salariale en 1983 et 1984, s'accélère à partir de la mi-1985 quand la baisse du dollar engendre une réduction du prix des consommations intermédiaires (- 1 % en glissement sur le second semestre). Au premier semestre 1986, la baisse du prix du pétrole se combinant à celle du dollar, l'effet sur les coûts des consommations intermédiaires est encore plus marqué (- 5 % en glissement).

Coûts unitaires et prix de production (entreprises non financières) — Evolutions en %

1984	1985				Part en % en 1985		1986			
MA	85.I	85.II	GAt	MA			86.I	86.II	GAt	MA
4,8	2,7	0,7	3,3	4,2	*34,2*	Coût salarial	1,4	0,2	1,5	1,8
7,3	2,7	-0,7	0,8	3,2	*56,7*	Consommation intermédiaire	-4,2	0,4	-3,0	-4,4
13,8	2,7	4,9	9,2	7,6	*5,1*	Impôts liés à la production	-0,6	5,0	1,2	4,3
10,4	2,1	0,4	2,5	4,2	*4,0*	Frais financiers	2,4	1,6	4,0	3,4
6,8	**2,7**	**0,0**	**2,1**	**3,8**	*100*	**Coût total**	**-1,8**	**0,6**	**-1,0**	**-1,5**
7,0	2,8	1,4	3,9	4,9		Prix de production	-0,1	1,1	1,2	1,2

Si le mouvement qui affecte les coûts des consommations intermédiaires est le plus important, il faut noter que les entreprises bénéficient également de la modération de la hausse de leurs autres charges courantes. Le coût salarial unitaire ne progresse ainsi en moyenne annuelle que de 1,8 % soit une décélération de 2,4 points par rapport à l'an dernier : à la poursuite du mouvement de freinage du taux de salaire se rajoute une faible augmentation des cotisations sociales versées par les employeurs et la poursuite de gains de productivité (2,3 % après 2,8 % en 1985). Le coût des impôts sur la production est également fortement freiné (cf. chapitre politique budgétaire).

Au total, les entrepreneurs ne répercutant qu'en partie cette baisse des coûts de production sur leurs prix (cf. chapitre sur les prix), il s'ensuit une

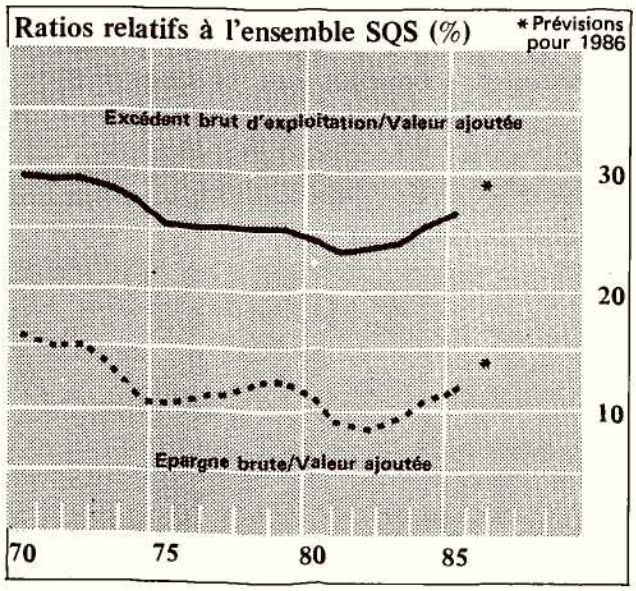
Les résultats des entreprises

1984	1985				1986		
MA	84.I	84.II	MA		86.I	86.II	MA
37,9	38,0	39,2	38,6	EBE/VA des entreprises	40,4	40,8	40,6
25,7	*26,0*	*27,9*	*26,9*	*dont : SQS*	*29,3*	*29,8*	*29,5*
11,5	11,3	13,2	12,2	Epargne/VA des SQS	14,6	15,1	14,8
-1,5	-0,7	1,0	-0,5	Pouvoir d'achat. de l'EBE des ET 1/	3,9	1,0	4,9

1/ taux de croissance semestriel

accélération de l'amélioration des marges : le taux de marge des sociétés (excédent brut d'exploitation sur valeur ajoutée) se situerait à 29,5 % en moyenne annuelle et retrouverait ainsi un niveau sensiblement égal à celui qu'il connaissait avant le premier choc pétrolier. Ce mouvement serait essentiellement acquis au premier semestre de l'année ; le retournement à la hausse du prix du baril au second semestre inversant le ciseau entre prix et coûts, le redressement des marges connaîtrait alors une pause. Il se stabiliserait au second semestre légèrement au-dessus du haut niveau atteint au premier semestre.

Malgré la hausse importante de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (+ 18 % en moyenne annuelle, en raison de l'amélioration des résultats des entreprises en 1985), un mouvement d'ampleur comparable affecte le ratio épargne sur valeur ajoutée qui gagne 2,4 points au premier semestre et se situe en moyenne annuelle à peine au-dessous de 15 %.



L'amélioration globale des résultats des entreprises est-elle partagée par tous les secteurs ?

Les informations actuellement disponibles ne poussent guère à prévoir un retournement de la tendance des **revenus agricoles** (faible hausse des prix de production, stabilisation prévue de la production en volume, peu de répercussion encore des baisses de prix du pétrole sur celui des engrais). Par contre les entrepreneurs individuels des secteurs du **commerce** et des **services** devraient profiter des baisses des coûts de l'énergie. Au total, on aboutirait à une croissance de l'excédent brut d'exploitation de l'ensemble des entrepreneurs individuels de 7,6 %, soit un gain de pouvoir d'achat de 5 % après les baisses de 1,5 % en 1984 et 0,5 % en 1985.

Coûts unitaires et prix de production

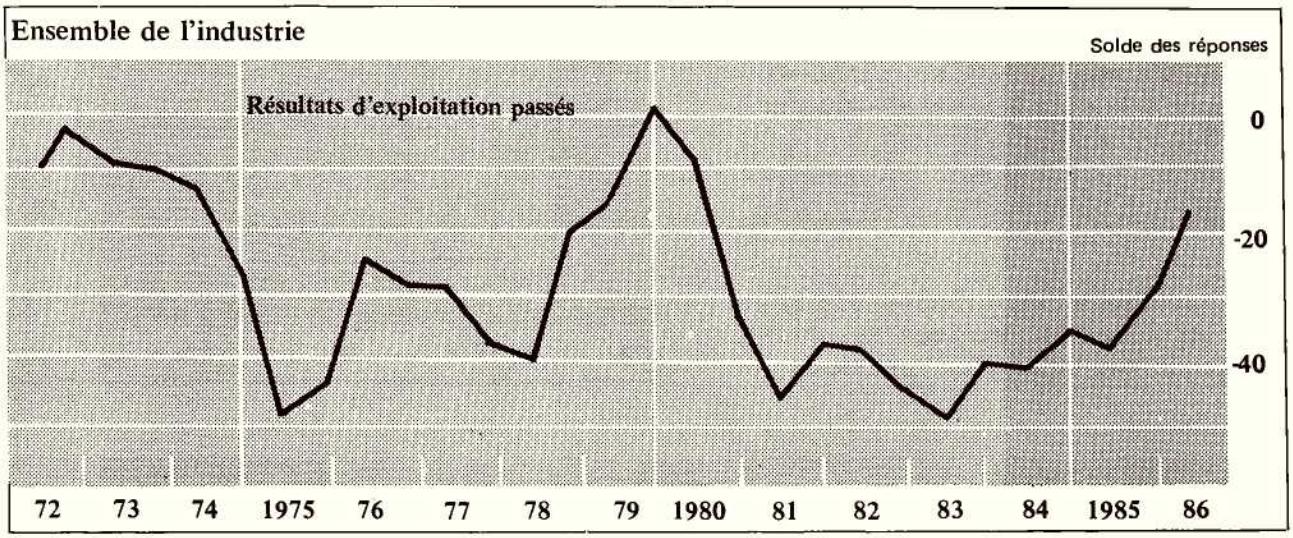
Evolutions en %

1984	1985					1986			
MA	85.I	85.II	GA	MA		86.I	86.II	GA	MA
					Manufacturés				
7,8	2,3	1,5	3,3	4,7	Prix de production	0,5	0,5	1,1	1,5
7,2	2,7	-0,2	1,2	3,4	Coût d'exploitation[1/]	-1,1	0,2	-0,6	-1,1
					BTP et Services				
7,2	2,5	2,5	5,0	5,5	Prix de production	2,3	1,8	3,9	4,5
6,4	2,6	1,6	3,9	4,7	Coût d'exploitation[1/]	0,1	0,7	0,6	1,2

1/ Le coût d'exploitation contient le coût des consommations intermédiaires et des salaires bruts. Il ne reflète ni le coût des cotisations sociales employeurs, ni le coût des impôts à la production.

Au regard des indications partielles que fournissent les comptes trimestriels sur les évolutions par secteur d'activité, on constaterait cette année la diffusion aux secteurs des **services et du BTP** de l'amélioration des taux de marge qui était surtout sensible l'an dernier dans l'industrie manufacturière. Cette analyse fragile (elle repose sur la comparaison de l'évolution des prix et des coûts d'exploitation par secteur) est néanmoins corroborée par les dernières enquêtes de conjoncture. Ainsi, dans le **bâtiment**, après plusieurs années de stabilité les difficultés de trésorerie se réduisent sensiblement. Dans le **commerce de détail** et, à un moindre degré dans le **commerce de gros**, les trésoreries s'améliorent également.

Dans l'**industrie concurrentielle**, les résultats d'exploitation ne sont sensiblement redressés depuis la mi-1985 selon l'enquête de trésorerie de mai (si de plus, on corrigeait d'une certaine saisonnalité qui apparaît depuis 1983, le redressement apparaît encore plus fort).



Interrogés à cette même enquête de conjoncture, les industriels ne sont plus que 14 % à citer la hausse des charges pour expliquer leurs difficultés de trésorerie alors que celle-ci était mentionnée par plus de la moitié des industriels au cours de la période 75-83. La rigidité des prix de vente est également moins souvent invoquée qu'en 1985.

Cependant, contrairement aux résultats donnés par les comptes trimestriels prévisionnels attachés à cette note, l'enquête de conjoncture situe les soldes d'opinion à un niveau plus bas que ceux de la période 1979-1980. Plusieurs éléments d'explication ont déjà été donnés dans les notes de conjoncture récentes.

Ainsi le jugement mitigé des industriels pourrait provenir du fait que leurs réponses seraient fondées en partie sur la rentabilité de leurs capitaux propres qui ne se serait pas accru aussi vite que dans la période passée, l'effet de "levier" ne jouant plus.

A cet argument on peut ajouter deux autres explications : les comptes trimestriels ne distinguent pas les résultats des grandes entreprises nationales de ceux des autres sociétés. Or depuis 1983, les comptes des grandes entreprises nationales se sont améliorés beaucoup plus vite que ceux des autres sociétés. Le ratio EBE/valeur ajoutée a gagné, depuis 1982, environ 10 points pour les grandes entreprises nationales contre 2 points seulement pour les autres sociétés. Comme les grandes entreprises nationales ne sont pas dans le champ de

l'enquête de conjoncture, ceci relativise les écarts constatés sur les niveaux. D'autre part, il est certain que les entreprises répondent à l'enquête en se basant sur des résultats en termes de comptes d'entreprises c'est-à-dire y compris appréciation sur stock. En comptabilité nationale, l'appréciation des stocks est considérée comme un élément de compte de patrimoine et ne figure donc pas dans les flux des comptes d'agents. Or les fluctuations de l'appréciation

sur stocks entraînent des écarts considérables sur les évolutions des taux de marge suivant qu'on les inclut ou non. Ainsi l'amélioration des comptes des entreprises y compris appréciation sur stocks est beaucoup plus forte en 1979 que hors appréciation sur stocks. Inversement elle est beaucoup moins forte depuis 1983. Ceci s'explique par le fait que la première période est marquée par une accélération des prix, au contraire de la seconde où on a assisté à une décélération. Cet écart de mesure devrait être encore plus élevé en 1986 où l'on assiste à des baisses de prix qui peuvent engendrer des appréciations négatives (notamment dans le secteur du raffinage).

3. Les investissements

La diffusion de l'amélioration des résultats des entreprises des secteurs industriels vers le commerce et les services permet de prévoir une reprise marquée de l'investissement dans ces deux derniers secteurs.

Plusieurs indicateurs récents convergent en effet pour témoigner de cette évolution : les ventes d'équipement de bureaux par le commerce de gros sont nettement plus soutenues qu'en 1985, les immatriculations de petits véhicules utilitaires (qui sont en grande partie destinés au secteur tertiaire) sont fortes depuis le début de cette année. Enfin les détaillants interrogés à l'enquête de conjoncture de mai sont beaucoup plus nombreux à prévoir des investissements en 1986.

Ces informations nous amènent à corriger à la hausse la prévision que nous avons faite au mois de mai (2 % pour l'investissement global). La croissance de l'investissement des entreprises, évaluée aux prix de l'année précédente, devrait se situer autour de 3 %[1/].

Pour l'agriculture, les prévisions de revenu sont pessimistes. La baisse des immatriculations de tracteurs durant les quatre premiers mois de l'année est très sensible. L'investissement des agriculteurs ne devrait donc pas se retourner cette année.

Dans les comptes présentés dans cette note, la croissance de l'investissement, supérieure de 1 point à celle de l'année 1985, résulterait plus d'un effet d'acquis, la vague d'investissement qui a débuté au milieu de l'année 1985 s'essouflant à partir du deuxième trimestre 1986. Plusieurs indications permettent de confirmer cette prévision : ainsi la stabilité, à un haut niveau cependant, des ventes de biens d'équipement dans l'enquête de conjoncture dans le commerce de gros, les prévisions pessimistes des industriels du secteur des biens d'équipement quant à leur production au troisième trimestre vont dans ce sens. La poursuite, contrairement à l'hypothèse de cette note, de la baisse du prix du pétrole pourrait cependant, par ses effets sur les résultats des entreprises et la demande des ménages, remettre en question ces évolutions de fin d'année.

[1/] Ce chiffre est compatible avec le tableau de la vue d'ensemble où la FBCF des SQS-EI évolue à 5,3 %. En effet ce dernier chiffre est calculé aux prix de l'année 1970. L'écart entre les deux évaluations (prix 1970 et prix 1984) est de 2,3 % en 1985. Nous extrapolons un écart de même ampleur cette année.

Investissement des entreprises par secteur 1/ %

	Pondération 85	84/83*	85/84**	86/85
Hors logement	91,6	- 2,6	2,2	3,2
GEN	18,8	- 9,2	- 1,1	- 2
Autres SQS-EI	72,8	- 0,9	3,1	4,5
dont : Agriculture	*6,7*	*-11,8*	*- 4,0*	*- 3*
Industrie	*34,7*	*7,7*	*10,8*	*5*
BTP	*3,5*	*- 5,6*	*- 0,3*	*2*
Commerce et services ..	*27,9*	*- 5,7*	*- 3,3*	*6*
Logement	8,4	- 6,4	- 1,0	0
Total	**100**	**- 2,9**	**1,9**	**2,9**

* chiffres du compte semi définitif 1984

** chiffres du compte provisoire 1985.

1/ évaluations aux prix de l'année précédente

Dans les grandes entreprises nationales, l'investissement continue de se réduire avec l'achèvement de l'essentiel du programme électro-nucléaire. Les grands investissements prévus (TGV atlantique, plan câble) ne seraient réalisés que grâce à un redéploiement d'investissements qui globalement resteraient stables.

Dans le BTP, la moindre dégradation de l'activité en 1985 et l'amélioration des résultats des entreprises peuvent augurer un léger mieux. Les quelques résultats des enquêtes de conjoncture sur ce point vont dans ce sens.

Enfin dans l'industrie concurrentielle, après près de 20 % de croissance en deux ans, le rythme d'augmentation de la FBCF se ralentirait un peu. Selon l'enquête investissement de mars, il s'établirait à 5 %. Les quelques éléments dont nous disposons sur l'enquête de juin confirment ce résultat. Au sein de ce secteur, les petites entreprises prennent le relais des grandes. Ainsi l'investissement des premières croîtrait de 16 % tandis que celui des dernières marquerait une pause après deux années de progression soutenue. L'investissement se réduirait même légèrement dans le secteur public. Les disparités sont également importantes entre secteurs : si les entreprises de la branche des biens d'équipement professionnel prévoient d'accroître sensiblement leurs investissements pour la deuxième année consécutive, dans les biens intermédiaires la forte vague d'investissement de 1984-1985 (plus de 30 % de hausse en deux ans) semble retomber en 1986. De même, dans l'automobile l'important effort de l'année dernière s'interrompt. Enfin, dans les biens de consommation et les industries agro-alimentaires, la FBCF ne croîtra que modérément en 1986.

Pour l'ensemble des entreprises, le taux d'investissement se stabiliserait cette année à un niveau bas en regard des évolutions de longue période. En particulier il reste nettement inférieur, à celui qu'on a connu lors de la dernière vague importante d'investissement en 1980. Dans les branches manufacturières, par contre, le taux d'investissement et le niveau même de la FBCF est en 1985 supérieur à celui de 1980 grâce à la reprise de 1984 et 1985. En 1986, cette tendance se poursuivra, bien qu'atténuée.

Il n'en reste pas moins que cet investissement est essentiellement de productivité. Les enquêtes de conjoncture le confirment tout autant que la structure par produits de la FBCF sur l'année 1985. La progression de 4,4 % de cette dernière cette année s'explique en effet pour la moitié par des achats de matériel de bureau et d'informatique qui sont typiquement des investissements de productivité.

Pour les raisons qui ont été soulignées dans la note de mai (intérêts réels supérieurs au taux de rentabilité du capital) mais qui sont maintenant légèrement atténuées et parce que les perspectives de croissance de la demande intérieure et extérieure ne sont pas encore suffisamment fortes, les entreprises semblent toujours préférer restructurer leurs bilans et privilégier les placements financiers.

Le taux d'autofinancement des entreprises atteindrait un niveau exceptionnel (90 %) et le besoin de financement des entreprises se réduirait d'environ 50 MdF. Ces mouvements sont confirmés par l'enquête de la Banque de France sur la trésorerie, l'épargne et le crédit qui suggère une baisse exceptionnelle des encours de crédits à l'industrie début 1986 (voir chapitre politique monétaire).