

I - L'environnement international

En 1985 l'environnement extérieur de la France sera moins favorable que l'an passé. Le premier trimestre a été relativement médiocre dans les grands pays : le PIB a stagné aux États-Unis et au Japon et a même reculé en RFA.

Dans la plupart des pays industriels, la demande interne reste toutefois soutenue et devrait permettre la poursuite de la croissance à un rythme modéré. L'assainissement financier opéré dans les pays en développement rend désormais possible une certaine reprise de leurs importations. En

revanche l'évolution des recettes pétrolières des pays de l'OPEP les condamne à réduire leur demande. L'activité mondiale resterait cependant suffisamment soutenue pour assurer une progression de 5 % de la demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France (contre 7,8 % en 1984).

Le processus de désinflation marque le pas. Cependant, l'économie mondiale paraît pour l'instant à l'abri d'une reprise de l'inflation compte tenu de la prudence des politiques économiques.

1. La situation conjoncturelle de nos partenaires commerciaux

1.1. Les États-Unis

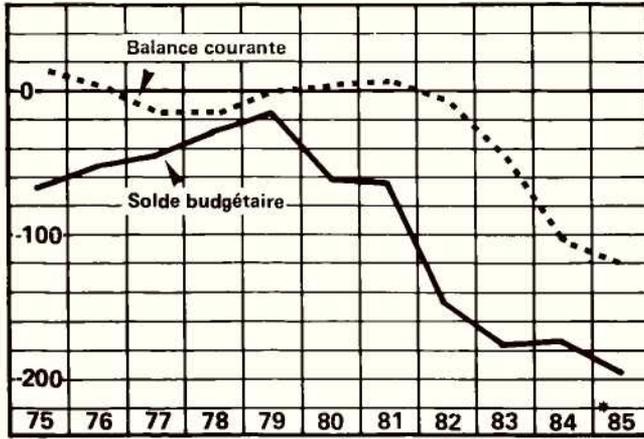
Sensible depuis le milieu de 1984, le ralentissement de la croissance américaine se confirme sur la première partie de 1985. La quasi stagnation du PNB au premier trimestre (+ 0,1 %) n'est que médiocrement compensée par une croissance provisoirement évaluée à 0,8 % au deuxième. La demande intérieure reste toutefois soutenue. Si l'investissement en logement et la consommation des administrations ont stagné au premier trimestre, le mouvement de stockage s'est légèrement accéléré et la consommation des ménages, comme la FBCF productive, se sont accrues d'environ 1 %. En avril et mai les dépenses de consommation des ménages continuent à progresser notamment pour les achats d'automobiles, mais ce dynamisme de la demande profite pour une large part à l'étranger.

En 1984 les importations américaines ont progressé de 24,4 % en valeur et de 27,0 % en volume. Après un repli en fin d'année, elles enregistrent un nouvel accroissement de 7 % en volume au premier trimestre 1985. En revanche les exportations dont la croissance a été plus modeste en 1984 (+ 4,7 % en volume) régressent d'environ 2 % en volume au premier trimestre et le déficit commercial en valeur s'est encore creusé en avril et mai.

Malgré le ralentissement de l'activité, les États-Unis ont donc continué de tirer l'économie mondiale en début d'année en aggravant leur déficit extérieur.

Sur la suite de 1985 la demande interne devrait croître modérément. Le pouvoir d'achat du salaire horaire est orienté négativement depuis la mi-1984, mais la croissance des effectifs continue d'assurer la progression du revenu disponible. Le nombre des emplois civils s'est accru de 0,8 % au premier trimestre après + 4,1 % en 1984. Dans ces conditions la consommation pourrait progresser d'environ 3 % en 1985.

L'investissement productif devrait également bien se comporter. Les intentions de.



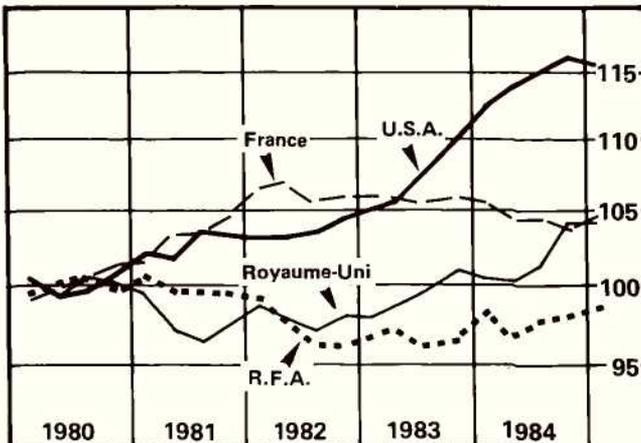
Etats-Unis : solde budgétaire et solde des paiements courants

Source : B.C.D.
 * Prévisions
 Milliards de dollars courants

dépenses déclarées aux enquêtes par les industriels correspondent à une augmentation en volume de 6 % en 1985 après 15 % en 1984. Bien que ces derniers mois les prises de commandes enregistrées par les industries de biens d'équipement marquent un retrait par rapport au point haut observé en février, elles se maintiennent au dessus de leur niveau moyen de 1984. Par ailleurs la progression des contrats de construction pour des locaux industriels et commerciaux depuis trois mois laisse prévoir une accélération de la FBCF en bâtiment. On observe également sur les premiers mois de l'année un net redressement des mises en chantier comme des permis de construire qui pourrait annoncer le redémarrage de la FBCF en logement déclinante depuis trois trimestres. De son côté la politique budgétaire reste expansionniste. Le déficit fédéral prévu pour l'exercice 1985 s'élève à 213 milliards de dollars contre 185 milliards pour l'exercice précédent, notamment du fait de la croissance de la consommation des administrations (+ 5,4 % en termes réels pour l'Etat fédéral en 1984).

Cette orientation positive des principaux éléments de la demande pourrait désormais plus largement profiter à l'activité interne. La production industrielle stagne en début d'année, mais l'indice synthétique des indicateurs avancés qui se situe sensiblement au-dessus de son niveau du deuxième semestre 1984 laisse espérer une reprise de l'activité dans les mois à venir. Compte tenu de la baisse de la monnaie américaine observée au deuxième trimestre (environ 5 % contre Franc et Deutschemark) et de l'hypothèse retenue dans cette note de stabilité du dollar au cours de 9,40 Francs jusqu'à la fin de l'année, le solde commercial des Etats-Unis pourrait cesser de se dégrader et de peser négativement sur la croissance interne.

Cette évolution de partage de l'offre au profit des producteurs nationaux entraînerait une croissance voisine de 1 % par trimestre jusqu'à la fin de l'année.



Revenu disponible réel
 CVS - 1980=100

Sources nationales

Compte tenu de l'acquis estimé pour le premier semestre, le PNB progresserait en 1985 d'environ 3 % contre 6,8 % en 1984.

L'orientation de la politique monétaire conforte cette hypothèse de poursuite de la croissance à un rythme modéré. Après avoir provoqué une légère tension sur les taux en début d'année en réaction au projet de budget jugé trop déséquilibré, les autorités monétaires ont assoupli leur attitude. A partir du mois d'avril la tendance déclinante des taux semble indiquer que l'accent est désormais plus mis sur le soutien à la croissance que sur le contrôle des agrégats monétaires qui évoluent en moyenne assez nettement au dessus de leurs objectifs. La modicité des évolutions de prix explique ce choix : le rythme d'inflation mesuré par le glissement des prix à la consommation sur douze mois est voisin de 3,5 % depuis le début de l'année et devrait s'y maintenir même si les prix à l'importation se redressent quelque peu du fait du repli du dollar par rapport à son pic du début d'année.

1.2. Les principaux partenaires européens de la France

Après une période de forte expansion au 2ème semestre 1984 la RFA a connu un début d'année médiocre. Au premier trimestre 1985 le PNB a reculé d'un point. La production industrielle s'est globalement maintenue notamment sous l'effet d'une forte progression de la production d'énergie, mais la construction a chuté d'environ 20 % en raison des conditions climatiques très rigoureuses. Aussi la courbe du chômage qui évoluait favorablement depuis l'été s'est-elle remise à monter. La consommation privée a légèrement fléchi, la poussée des dépenses d'énergie compensant à peine la baisse des achats d'automobiles. A l'inverse de la construction, l'investissement en biens d'équipement est resté en forte croissance : + 3 % au premier trimestre après + 11 % et + 5 % aux 3ème et 4ème trimestres 1984.

En revanche la contribution de l'extérieur à la croissance a été négative. L'excédent commercial est revenu de 18,8 milliards de DM au dernier trimestre 1984 à 14,7 milliards de DM. Globalement les exportations en volume ont stagné, alors que les importations progressaient sensiblement notamment dans les biens de consommation et les produits alimentaires.

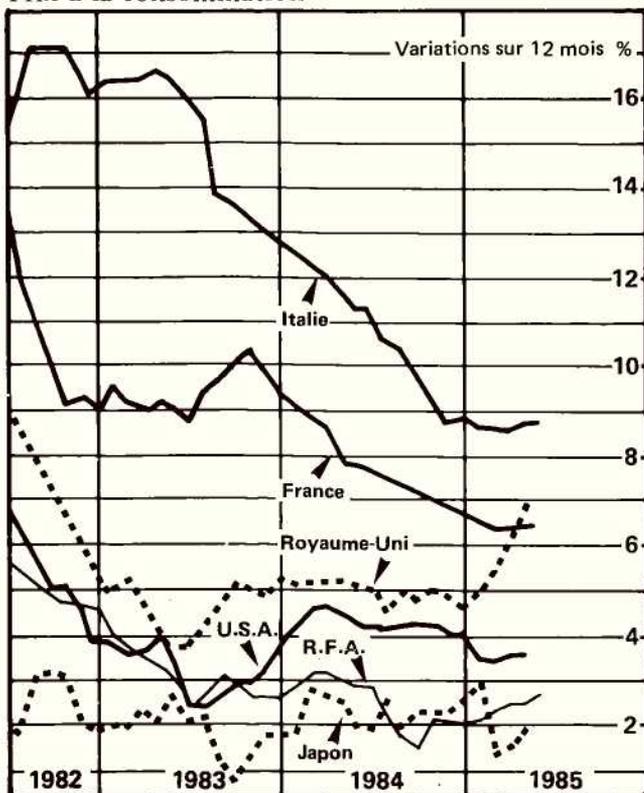
Pour la suite de l'année 1985, les perspectives restent néanmoins relativement bonnes. Si la construction paraît vouée à décliner pour des raisons structurelles, les commandes enregistrées par l'industrie indiquent une forte progression de la demande de biens d'équipement, notamment en provenance de l'étranger. Par ailleurs, après plusieurs années de stagnation voire même de régression du revenu réel des ménages, la distribution de pouvoir d'achat opérée en 1984, qui devrait se poursuivre en 1985, soutiendra la consommation.

Malgré l'orientation restrictive de la politique budgétaire qui vise à réduire le besoin de financement du secteur public (2,6 % du PNB en 1984 contre 4,3 % en 1982 pour le déficit de l'Etat fédéral et des Länder), la RFA devrait ainsi connaître en 1985 un rythme d'expansion voisin de celui de 1984, soit environ 2,5 %. Compte tenu du faible acquis de début d'année, ce pronostic suppose une reprise relativement vigoureuse à compter du deuxième trimestre.

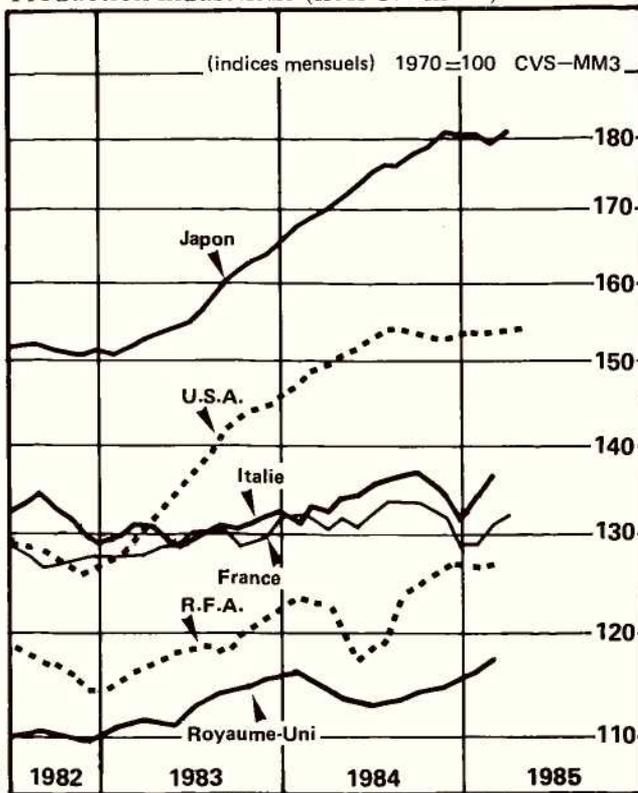
Au Royaume-Uni, la fin, en mars 1985, de la plus longue grève des mineurs dans l'histoire du pays devrait autoriser un rebond de la production industrielle, qui alimenterait la reconstitution des stocks et permettrait de ralentir les importations.

Au mois d'avril l'indice de la production industrielle affiche déjà une progression de 3,5 % par rapport à décembre. Par ailleurs les intentions d'investir se maintiennent à un haut niveau : la demande de biens d'équipement qui a progressé de 11,5 % en volume en 1984 devrait donc rester en forte croissance en 1985. En

Prix à la consommation



Production industrielle (hors bâtiment)



revanche l'investissement en logement pâtira du haut niveau des taux hypothécaires. Le revenu disponible réel des ménages s'est sensiblement accru au 2ème semestre 1984 (cf. graphique) et devrait continuer à progresser en 1985, ce qui permet d'escompter un redressement significatif de la consommation. La bonne orientation de la demande interne entraînerait globalement une légère accélération de la croissance aux environs de 3 % l'an en terme de PIB.

Dans les pays méditerranéens, **Italie** et **Espagne**, la désinflation marque le pas alors que le rythme d'évolution des prix reste supérieur à la moyenne des autres pays. En Italie la consommation comme l'investissement contribuent à soutenir la demande intérieure qui tire les importations. En volume, celles-ci ont progressé de 9,7 % en 1984 et pourraient s'accroître de 6 % en 1985. En revanche les exportations pâtissent de la dégradation de la compétitivité résultant de l'évolution des prix et le solde commercial devrait encore avoir un effet restrictif sur la croissance interne en 1985.

En Espagne la baisse des salaires réels et le recul des effectifs ont entraîné un recul de la consommation en 1984. La demande devrait également rester déprimée en 1985 et le maintien de la croissance ne serait acquis que grâce à la poursuite du développement des exportations.

1.3. La conjoncture des autres zones

La forte croissance enregistrée au **Japon** en 1984 (5,8 % d'augmentation du PIB), tenait au développement rapide des exportations, qui en volume ont progressé de 18 %, et au dynamisme de l'investissement : la FBCF totale s'est accrue de 5,7 %. Ces deux éléments de la demande se sont affaiblis en début d'année. Au premier trimestre, l'investissement a stagné, alors que les exportations reculaient de 1,7 %. Malgré la progression de la consommation privée et de la FBCF logement

(+ 1 %), le PIB a stagné (+ 0,1 %), après il est vrai une croissance de 2,4 % au quatrième trimestre 1984.

Cette contre-performance du premier trimestre n'entraîne toutefois pas un diagnostic pessimiste pour la suite de l'année. Dès avril, les exportations se sont redressées de 10 %, grâce notamment à l'élargissement du quota de voitures japonaises aux Etats-Unis. La production industrielle a également marqué un sursaut de 3 % en avril après avoir reculé de 0,7 % sur le premier trimestre.

Les prévisions d'investissement du secteur privé restent fortes et la progression de la consommation est assurée par une évolution positive du revenu disponible réel. La réduction attendue de la contribution de la balance extérieure à la croissance sera donc partiellement compensée par une accélération de la demande interne. Le Japon devrait conserver en 1985 un rythme d'évolution du PIB proche de 5 %, sensiblement supérieur aux autres pays industrialisés.

En 1984 la croissance des **pays en développement** non exportateurs de pétrole s'est accélérée pour atteindre environ 4 % l'an. Le développement du commerce mondial a permis une forte croissance des exportations en volume qui se sont accrues de 11 %. Parallèlement le volume des importations, qui était en régression depuis deux ans, a pu se développer d'un peu plus de 6 %.

L'amélioration de la situation extérieure des pays de cette zone résultant de l'évolution des flux commerciaux au cours des trois dernières années est considérable : le déficit courant est passé de 110 milliards de dollars en 1981 à moins de 40 milliards en 1984. Ce niveau de déficit peut désormais être financé par des investissements et aides publiques. Dans ces conditions la croissance des importations peut se poursuivre au rythme de celle des exportations qui, compte tenu du ralentissement de l'économie mondiale, reviendrait aux environs de 6 % en 1985.

Cette analyse globale masque bien évidemment d'importantes disparités selon les zones géographiques et les types de pays. La reprise mondiale a plus particulièrement profité aux pays d'Asie et aux pays manufacturiers. En revanche les pays confrontés à un problème d'endettement prolongent leur effort d'ajustement en contraignant la progression de leurs importations.

Pour les pays de l'**OPEP**, on peut prévoir une diminution de leurs recettes pétrolières provenant de la conjonction de l'orientation à la baisse des prix du brut et du fléchissement de leur part dans la production mondiale de pétrole. Aussi leurs importations devraient-elles à nouveau baisser d'environ 6 % en 1985.

Dans les **pays de l'Est** le processus d'ajustement des comptes extérieurs a eu lieu en 1982 et 1983 et le retour à la croissance a été sensible dès 1984 : la croissance de 3 % enregistrée en 1984 pourrait être légèrement dépassée, entraînant une augmentation de leurs importations en provenance de l'OCDE d'environ 5 % en 1985.

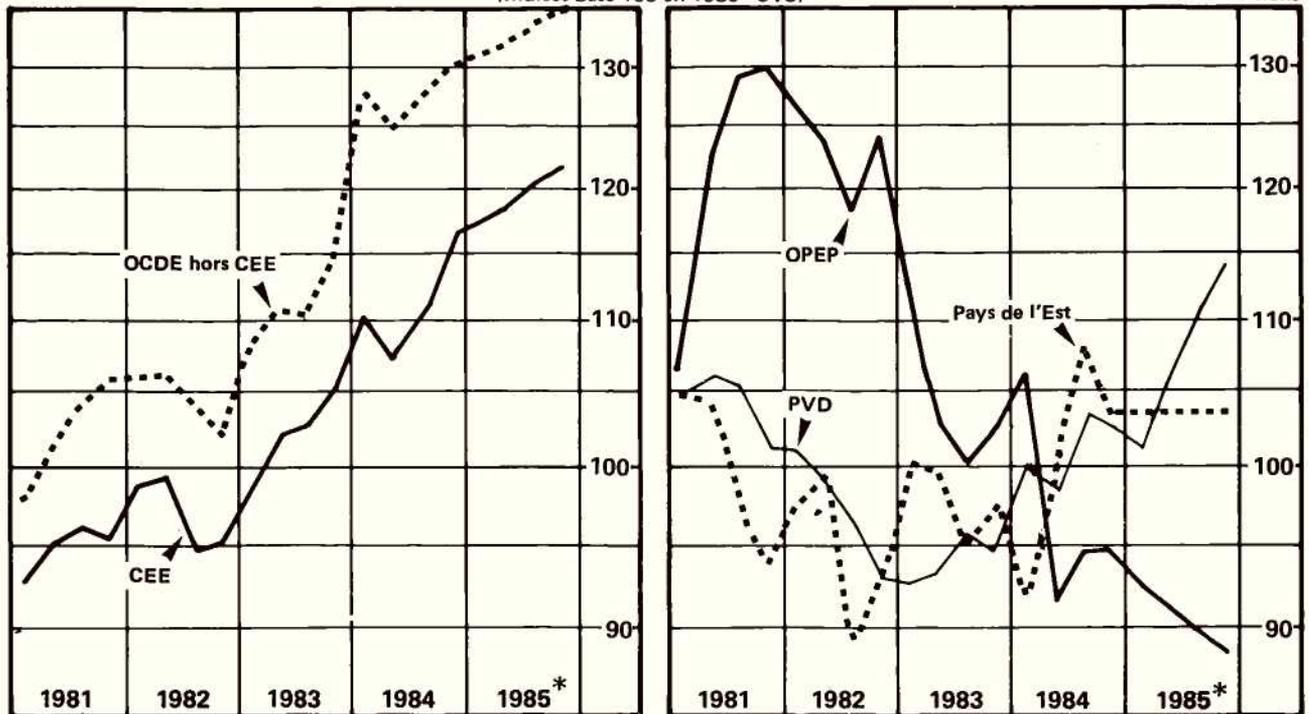
2. La demande mondiale adressée à la France et les prix de nos concurrents

Ralentissement de la croissance américaine, poursuite en 1985 des mouvements observés en 1984 pour les autres zones - c'est-à-dire croissance modérée en Europe et forte pour l'ensemble des PED, recul sensible pour l'OPEP - : l'activité mondiale reste suffisamment soutenue en 1985 pour que, compte tenu de la structure des exportations françaises, la demande de produits manufacturés adressée à la France progresse cette année de 5 % par rapport à l'an passé. L'essentiel de cette progression s'effectue sur les trois derniers trimestres de l'année, le premier ayant connu une stabilité qui devrait être en partie compensée au deuxième trimestre.

Formation de la demande mondiale adressée à la France :
Importations de produits manufacturés en volume. Décomposition par zone

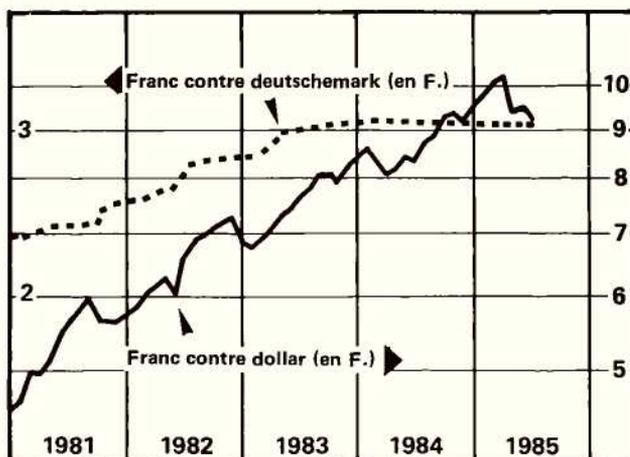
(Indices base 100 en 1980-CVS)

* Prévisions



A cette croissance annuelle de 5 points, la demande en provenance de l'OCDE contribuerait pour 4,5 points, celle en provenance des pays en développement pour 1 point, tandis que la demande issue de l'OPEP aurait une contribution négative d'environ 0,5 point.

Les mouvements de prix chez nos partenaires sont en partie tributaires de ceux du dollar. L'hypothèse faite dans cette note est que le cours du dollar, en francs comme en deutsche mark, se stabilise sur le second semestre autour de son niveau moyen du deuxième trimestre, soit 9,40 F. Il y a donc une nette décreue par rapport aux sommets atteints au printemps, (et en particulier en mars : 10,11 F) ; mais, compte tenu du mouvement régulier de hausse depuis 1984, le dollar reste, en moyenne annuelle, plus élevé de 9 % en 1985 par rapport à 1984. Pour conventionnelle qu'elle soit, cette hypothèse est compatible avec les incertitudes qui pèsent sur les modalités et la poursuite de la croissance américaine.



Taux de change

(moyenne mensuelle)

Demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France											
1984						1985 *					
84.1	84.2	84.3	84.4	GAt	MA	85.1	85.2	85.3	85.4	GAt	MA
5,5	-3,4	3,9	2,3	8,3	7,8	0,2	1,4	1,1	1,3	4,2	5,0

Dollar encore élevé, croissance modérée, politiques budgétaires et monétaires circonspectes : ces différents facteurs contribuent à expliquer que, s'il n'y a plus poursuite de la désinflation, il n'y a pas véritablement reprise de l'inflation chez nos principaux partenaires ; mais les mauvaises performances récentes du Royaume Uni en matière de prix (qui tiennent à la prise en compte des taux d'intérêt hypothécaires dans l'indice des prix et aux répercussions sur le cours de la Livre des anticipations sur les cours du pétrole) contribuent largement à induire une remontée de l'indice pondéré des prix à la consommation de nos principaux partenaires, qui, en glissement annuel et que l'on considère 6 ou 8 pays, aurait crû d'environ 1/2 point depuis le minimum de décembre-janvier. Compte tenu de la modération générale des perspectives d'inflation d'ici la fin de l'année, cet indice ne devrait cependant désormais plus guère augmenter.

Cours du dollar en francs									
1984					1985				
84.1	84.2	84.3	84.4	MA	85.1	85.2	85.3 *	85.4 *	MA *
8,30	8,33	8,96	9,37	8,74	9,96	9,41	9,40	9,40	9,54



Le déficit du commerce extérieur se réduirait légèrement en 1985 pour atteindre 20 milliards de F, ce qui pourrait assurer l'équilibre de la balance des paiements courants. Les déficits mensuels importants du début de l'année (autour de 3 milliards de F) se réduiraient notablement au second semestre.

Cette amélioration en cours d'année proviendra du solde énergétique : la baisse du prix du pétrole (26,5 dollars le baril au second semestre) et surtout le repli du dollar à 9,40 F dès le deuxième trimestre permettraient, après un premier semestre médiocre, de retrouver la même facture énergétique que l'an dernier.

Grâce au soutien des ventes de céréales provenant de la récolte exceptionnelle de 1984, le solde agro-alimentaire resterait aussi stable en moyenne sur l'année.

Pour les produits manufacturés, la dégradation de la compétitivité ferait perdre des parts de marché à l'exportation, tandis que la pénétration des produits étrangers retrouverait sa croissance tendancielle. Aussi, en l'absence d'effet de termes de l'échange, seul le maintien d'un décalage conjoncturel - plus réduit qu'en 1984 - permettrait une légère amélioration de l'excédent des échanges de produits manufacturés.

1. Les échanges agro-alimentaires

Après un second semestre 1984 brillant, le solde des échanges agro-alimentaires a connu un très bon premier trimestre et devrait rester soutenu d'ici la fin 1985. Il dépasserait ainsi cette année de 1 milliard le résultat de l'an passé.

Le poste qui contribue de façon majeure à cette performance est celui des **céréales**. La campagne céréalière exceptionnelle de 1984 avait en effet permis, malgré des exportations sans précédent au second semestre, de disposer d'importants stocks en début d'année. Grâce à la relative stabilité des cours mondiaux en dollars et à la hausse de cette devise, une large part de ces stocks a pu trouver preneur à l'exportation au premier semestre à des prix satisfaisants en Francs, notamment auprès de pays n'appartenant pas à la CEE. Aussi, pour un premier semestre, les résultats du commerce extérieur céréalière ont été très bons jusqu'ici. A l'entrée du second semestre, il reste encore des stocks de report, et les prévisions actuelles de récolte sont bonnes (tout en étant inférieures de 15 % à la campagne de 1984) : nos disponibilités céréalières seront donc fortes.

Cependant, les perspectives de récoltes favorables dans l'Hémisphère Nord et l'active politique extérieure agricole américaine laissent penser que les échanges céréalières vont désormais s'effectuer dans un climat de très vive concurrence entre pays exportateurs, de sorte que les cours mondiaux devraient baisser : compte tenu de l'affaiblissement du dollar, les exportations de céréales françaises ne se feront qu'à des prix en francs sensiblement inférieurs aux cours actuels, en particulier vers les pays tiers. Au total, sur l'ensemble de l'année et par rapport à 1984, la hausse des exportations en volume serait à peu près du même ordre que la baisse des prix, de sorte que le solde céréalière resterait très voisin de son niveau élevé de l'an dernier.

Le solde agro-alimentaire (CAF-FAB)					en milliards de F/mois - CVS					
1984						1985*				
84.1	84.2	84.3	84.4	Total 84		85.1	85.2	85.3	85.4	Total 85
1,9	2,4	2,8	2,9	30	Céréales	2,7	2,6	2,5	2,5	31
-1,4	-1,5	-1,2	-1,3	-16	Autres produits agricoles	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2	-14
0,7	0,9	0,9	1,4	11,5	Produits des IAA	0,8	0,6	0,8	1,0	9,5
1,2	1,8	2,5	3,0	25,5	TOTAL	2,5	2,0	2,1	2,3	26,5

La diminution du déficit sur les **autres produits agricoles** reflète à la fois la réduction de notre dépendance en produits oléagineux (grâce au développement récent de la culture du colza) ainsi qu'une amélioration des termes de l'échange due à la baisse des prix en dollars des produits tropicaux et des graines oléagineuses. Quant au fléchissement de l'excédent des **produits des IAA**, il traduit un retour à la tendance de ces dernières années après l'exceptionnel résultat du quatrième trimestre, dû aux exportations de viande consécutives aux abattages résultant de la mise en place des quotas laitiers.

2. Les échanges énergétiques

Depuis plus de trois ans maintenant, la consommation pétrolière de l'OCDE apparaît stabilisée malgré la reprise de la croissance dans les pays industrialisés. Dans le même temps, les stocks ont tendance à baisser légèrement, tandis que l'offre de pétrole occidentale non OPEP (c'est-à-dire OCDE + PED) augmente régulièrement de près de 4,5 % par an.

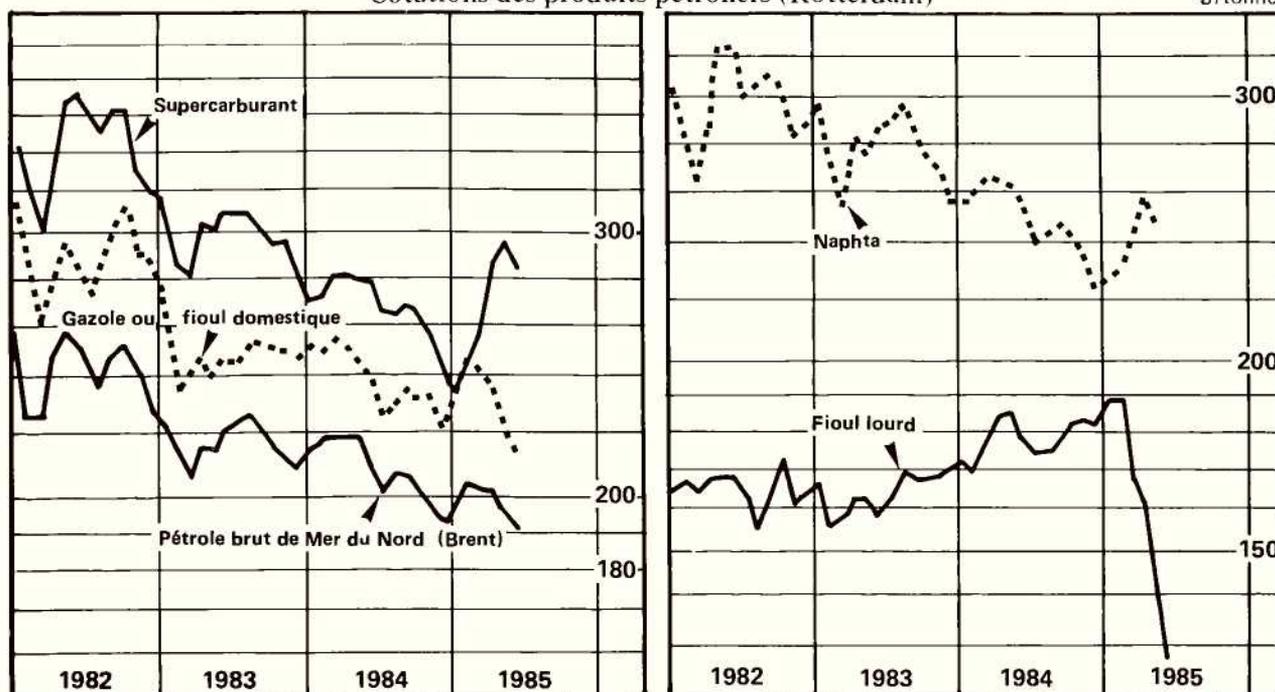
Aussi la part de l'OPEP dans les approvisionnements occidentaux décline-t-elle : elle ne serait plus que de 37,5 % au premier semestre 1985 après 40 % en 1984 (et 60 % en 1979). Simultanément, malgré la fixation de quotas de production pour chacun des pays membres de ce cartel -quotas qui seraient inégalement respectés, l'Arabie Saoudite supportant une part majeure de l'ajustement au plafond global, au point que sa production est actuellement jugée par les experts proche de son plancher "technique" -, les prix affichés par l'OPEP ont cessé d'être directeurs : sur le marché spot, on assiste depuis environ un an à une érosion du prix du baril en dollars, qui n'a été que temporairement interrompue par la rigueur de l'hiver en Europe.

C'est pourquoi on a retenu ici un **prix du baril** de 26,5 dollars pour le second semestre 1985 : c'est là le cours moyen observé en juin. Il s'agit d'une hypothèse prudente, que les conclusions de la réunion de l'OPEP début juillet pourraient conduire à réviser en baisse.

Le Prix SPOT (Rotterdam) du pétrole brut					en dollars - non CVS					
1984						1985*				
84.1	84.2	84.3	84.4	MA		85.1	85.2	85.3	85.4	MA
29,8	29,5	28,1	27,2	28,7	Prix du baril de BRENT	27,8	27,0	26,5	26,5	27,0

Cotations des produits pétroliers (Rotterdam)

\$/tonne



La situation est plus nuancée pour les **prix des produits raffinés** : à l'effondrement du prix spot à Rotterdam du fioul lourd (consécutif à l'arrêt de la grève des mineurs britanniques, mais s'inscrivant dans un contexte de baisse en raison de la moindre utilisation de ce produit dans les centrales thermiques) s'est opposé le redressement de celui du super depuis le début de l'année. Ce dernier mouvement de hausse a été causé par des achats américains inhabituels sur le marché européen, qui sont en train de s'interrompre : aussi, le prix spot du super devrait-il baisser à son tour, et les prix des produits raffinés évolueraient désormais à peu près parallèlement à celui du brut.

En France, le mouvement à la baisse du brut ne s'est pas encore fait sentir directement : d'une part, il se combine avec une réorientation progressive de nos produits et de nos fournisseurs - nous achetons maintenant des pétroles de qualité légère, relativement plus chers, en provenance de la Mer du Nord et du Nigeria -, d'autre part, et surtout, il est fortement masqué par l'évolution du dollar, dont jusqu'ici la hausse a contrecarré la baisse du prix spot en 1984 et amplifié le ressaut hivernal. Mais désormais, le reflux de la devise américaine retenu dans cette note va accompagner celui du baril, de sorte que le prix en francs du pétrole brut importé devrait enfin fléchir d'ici la fin de l'année ; l'augmentation moyenne par rapport à 1984 serait encore toutefois de l'ordre de 4 %.

Quant aux produits raffinés, la plus grande sensibilité des prix français aux prix spot explique, qu'après un premier trimestre de vive hausse du super on puisse désormais s'attendre, pour les mêmes raisons que pour le brut, à une baisse en francs des prix à l'importation d'ici la fin de l'année.

1984					1985*				
84.1	84.2	84.3	84.4	MA	85.1	85.2	85.3	85.4	MA
1828	1826	1914	1986	1889	2068	1960	1920	1900	1962

Prix de la tonne de pétrole brut importé

en F - non CVS

La facture énergétique (CAF-FAB)					en milliards de F/mois - CVS					
1984						1985*				
84.1	84.2	84.3	84.4	Total 84		85.1	85.2	85.3	85.4	Total 85
13,7	12,4	11,4	13,6	153	Solde pétrolier	14,1	13,5	11,1	13,1	155
16,5	15,5	13,9	16,4	187	SOLDE ENERGETIQUE	17,2	16,3	13,5	15,8	188

En regard de cette évolution des prix, quelle est celle des **quantités importées** ? La consommation totale d'énergie sur le marché intérieur français ne croît plus que très faiblement depuis deux ans, et se situe actuellement aux alentours de 15,5 millions de tonnes d'équivalent-pétrole par mois. Mais, dans ce total, la part des produits pétroliers a été orientée à la baisse, tandis que la consommation d'électricité primaire (nucléaire et hydraulique) n'a cessé d'augmenter ; celle-ci pourrait cependant plafonner au niveau atteint fin 1984 compte tenu du calendrier de gestion des centrales.

Au premier trimestre, la surconsommation d'énergie due au froid a donné lieu à quelques importations supplémentaires, mais surtout à un déstockage aussi bien charbonnier que pétrolier. On fait ici l'hypothèse que ce déstockage est compensé au deuxième trimestre, mais seulement partiellement : les anticipations de fléchissement des prix ne poussent pas les entreprises pétrolières à aller au delà des exigences légales en matière de stocks. Aussi, sur le restant de l'année, le profil des importations pétrolières devrait-il être voisin de celui observé en 1984, autour d'un niveau moyen d'environ 7,5 millions de TEP par mois.

En valeur, ces importations se monteraient à environ 180 milliards de F, en augmentation de 2 % par rapport à 1984. La croissance des exportations de produits raffinés pourrait être un peu plus marquée, d'environ 10 %, pour atteindre près de 25 milliards de F. Sur l'ensemble de l'année 1985, la facture pétrolière serait ainsi d'environ 155 milliards, c'est-à-dire très proche de celle observée en 1984, la baisse des prix au second semestre compensant la poussée du premier trimestre. La facture énergétique totale serait elle aussi du même ordre qu'en 1984.

3. Les échanges de produits manufacturés

Depuis le premier trimestre 1984, et au-delà de fluctuations au mois le mois, l'excédent des produits manufacturés plafonne, après l'amélioration spectaculaire de 1983, autour de 8 à 9 milliards de F par mois.

Rappelons qu'entre le début et la fin de 1983, la demande mondiale et avec elle le volume des exportations françaises de produits manufacturés avaient connu une progression très rapide, tandis que les importations baissaient en raison de la faiblesse de la demande interne. En 1984, demande mondiale et exportations ralentissent leur progression alors que les importations repartent en fin d'année : les entrepreneurs ont considéré comme durable le redressement de la demande observé au 3ème trimestre. Le solde des produits manufacturés ne s'est donc pas sensiblement amélioré au cours de l'année 1984.

Au 1er trimestre 1985, la baisse des importations n'a pas permis d'augmenter le solde, car les exportations ont également fléchi avec la diminution de la demande des pays non industrialisés (alors que les ventes à l'ensemble de l'OCDE ont continué à progresser comme, semble-t-il, la demande de cette zone adressée à la France).

Ce premier trimestre est atypique à plusieurs égards et comporte, en particulier, des évolutions différentes selon les produits. La prévision pour le reste de l'année nécessite donc une analyse détaillée, qui indiquera pourquoi, après un deuxième trimestre qui compense la médiocrité du premier, le solde des échanges de produits manufacturés ne devrait guère dépasser 9 milliards de F par mois sur la seconde moitié de l'année.

La baisse des importations, au premier trimestre 1985, concerne tous les produits, sauf les biens d'équipement électrique dont la croissance, amorcée en 1984, se poursuit. La vague de froid qui a sévi en début d'année, en limitant la demande et la production de biens intermédiaires et avec elles les achats de matières premières, a accéléré la baisse attendue des importations de ces produits.

Pour les exportations, il faut distinguer trois types d'évolution : les ventes de biens intermédiaires ont baissé à cause du froid, la chute de la production et les difficultés de livraison limitant l'offre exportable et nos plus proches clients subissant les mêmes effets climatiques. Celles d'équipement électrique et de la plupart des biens de consommation ont continué à augmenter. Enfin, la mécanique, l'automobile, l'aéronautique et l'armement ont contribué pour 1% à la baisse des exportations : ces produits occupent une place importante dans les ventes aux pays non industrialisés dont la demande, on l'a vu, a été orientée à la baisse.

On devrait assister au deuxième trimestre à une remontée des importations et des exportations de **biens intermédiaires**, pour compenser l'effet "froid" du premier trimestre. Mais au-delà de ces mouvements se dessine l'évolution de fond du taux de couverture : une stabilisation à un niveau un peu supérieur à celui du premier trimestre. De même, dans les **biens de consommation**, on aurait une amélioration au premier trimestre, mais une dégradation progressive sur la fin de l'année, liée à l'accélération de la demande interne.

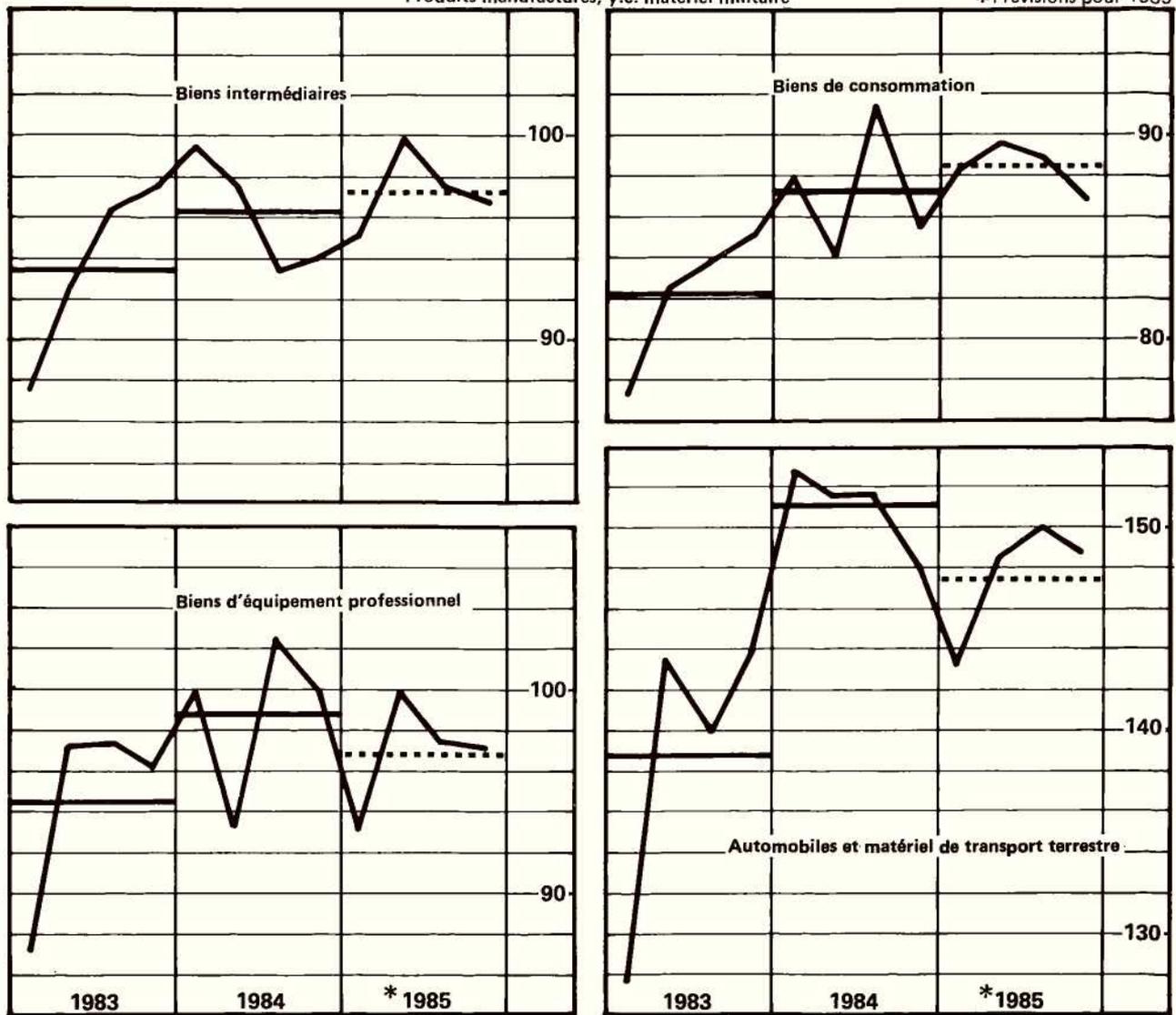
En moyenne le taux de couverture en 1985 devrait être, pour ces produits, légèrement supérieur à celui de 1984. Cette évolution marque une rupture par rapport aux deux années précédentes : des gains importants sur ces produits avaient été obtenus en 1983, lorsqu'à un décalage conjoncturel maximum s'ajoutait une bonne compétitivité retrouvée ; mais dès le début de 1984, le taux de couverture de ces produits a cessé de s'améliorer alors que l'écart de croissance entre la France et l'étranger était proche de celui que l'on peut attendre en 1985, et que la compétitivité était probablement plus favorable.

Pour l'**automobile**, la baisse des exportations depuis la mi 1984 a nettement dégradé le taux de couverture ; les résultats en valeur du commerce extérieur d'avril et de mai ne permettent pas d'envisager la remontée très rapide de celles-ci. En revanche le prolongement du repli des importations permettrait un net redressement du taux de couverture dès le deuxième trimestre. Les prévisions des producteurs dans les enquêtes de conjoncture font espérer une amélioration au cours de l'été, mais la reprise en 1985 de la demande d'automobiles et de petits véhicules utilitaires par les ménages et les entreprises, bien que modérée, impliquerait une baisse du taux de couverture de l'ordre de 3 % en moyenne annuelle par rapport à 1984.

Enfin dans les **biens d'équipement professionnel**, la modération de la croissance de l'investissement prévu par les entreprises en 1985 autorise à penser que la poussée des importations d'équipement électrique au premier trimestre sera suivie d'un retrait au second, puis d'une croissance voisine de celle que l'on connaissait en 1984. Quant aux exportations de mécanique, leur baisse tendancielle depuis fin 1981 traduit probablement en partie une dégradation de notre capacité de production dans cette branche, mais également la faiblesse de la demande de la zone hors OCDE vers laquelle la France exporte une part importante de ces produits. Une reprise modérée de la demande de cette zone à partir du deuxième trimestre, serait de nature à redresser un peu une évolution qui devrait être

Taux de couverture en volume
Produits manufacturés, y.c. matériel militaire

*Prévisions pour 1985



néanmoins médiocre. Les exportations aéronautiques pâtissent aussi de la faiblesse de la demande de la zone hors OCDE. Elles sont transitoirement soutenues par les ventes d'AIRBUS (notamment à la PAN-AM) mais, après le printemps, le ralentissement de ces ventes se traduirait par une baisse des exportations d'avions.

La croissance des exportations de biens d'équipement devrait s'infléchir en 1985 alors que celle des importations serait semblable à celle de 1984. Aussi le taux de couverture en volume des biens d'équipement professionnel, qui se dégrade depuis son haut niveau de l'été 1984 et se situe sans doute à un niveau anormalement bas au premier trimestre 1985, devrait connaître au deuxième trimestre une compensation transitoire, avant de subir une nouvelle baisse au second semestre : comme pour l'automobile, il semble difficile d'éviter qu'en moyenne sur 1985 le taux de couverture soit inférieur de 2 à 3 % à celui de 1984.

Le solde extérieur de matériel aéronautique civil

Les exportations de matériel aéronautique (avions et pièces détachées) ont connu une progression spectaculaire en 1984 : ce sont les ventes d'Airbus qui sont responsables de cette hausse, en s'accroissant de 8 milliards de F (les autres ventes d'avions ne représentent plus que 10 % du total). Mais quelles importations supplémentaires ont-elles entraînées ?

Echanges de matériel aéronautique civil

en milliards de F.

AVIONS					PIECES DETACHEES				
	1982	1983	1984	1985*		1982	1983	1984	1985*
Exportations ...	16,2	16,2	23,5	24,5	Exportations ...	4,5	6,0	7,2	8,0
dont : . Airbus	11,5	13,1	21,9	22,0	Importations ...	7,5	8,9	10,3	11,0
. Autres avions	4,7	3,1	1,6	2,5	dont : . Moteurs	5,3	6,6	7,8	8,6
Importations ...	5,1	6,0	4,6	5,0	Solde	-3,0	-2,9	-3,1	-3,0
Solde	11,1	10,2	18,9	19,5					

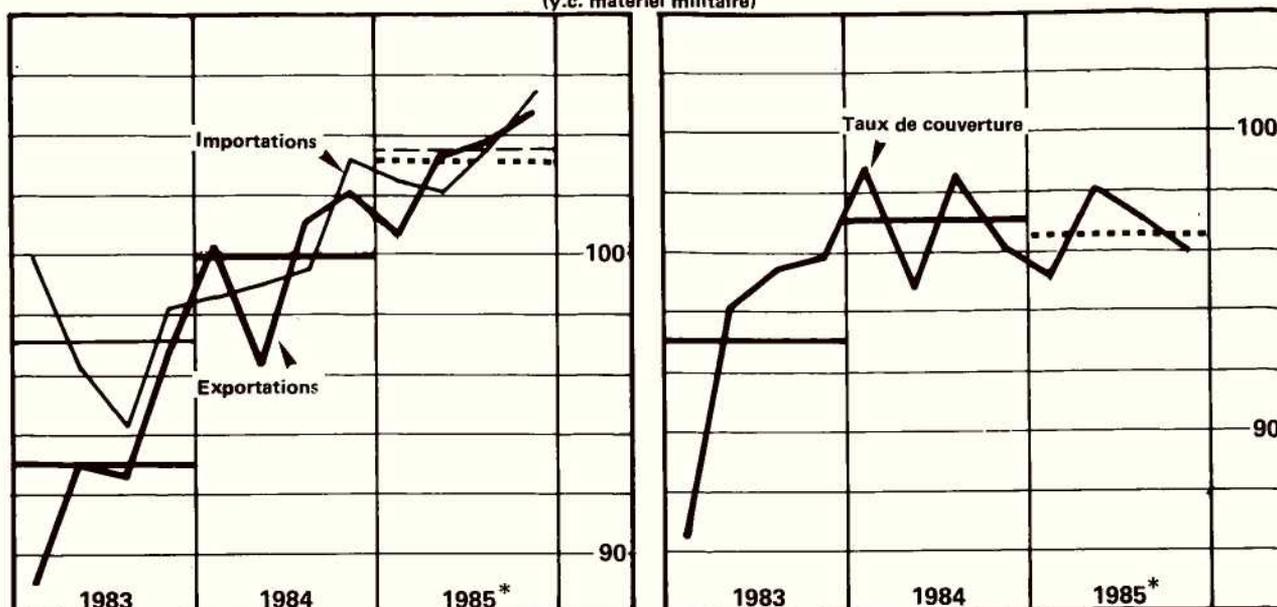
L'augmentation de la production d'avions s'est effectivement traduite par la progression des importations de pièces détachées. Mais les exportations ayant autant progressé, le solde des pièces détachées se maintient depuis deux ans autour d'un déficit de 3 milliards de F. Il ne semble pas s'alourdir avec l'augmentation des ventes d'Airbus.

En 1985, la stabilisation de celles-ci entraînerait donc le maintien de notre excédent en matériel aéronautique civil à environ 16 milliards de F sur l'année.

Au total, les **produits manufacturés** qui avaient tous subi une dégradation du taux de couverture en volume à la fin de 1984, ont connu une amélioration dès le premier trimestre 1985 (biens intermédiaires et biens de consommation) ou différé ce redressement au deuxième (biens d'équipement, automobiles). Mais dans tous les cas l'amélioration s'arrêterait à la mi 1985 et ferait place à une stabilisation, voire une dégradation au second semestre. Le taux de couverture de l'ensemble des produits manufacturés cesse donc de se dégrader au premier trimestre 1985, se redresserait au deuxième puis s'orienterait de nouveau à la baisse au second semestre.

1984						1985*						
84.1	84.2	84.3	84.4	GAt	MA	85.1	85.2	85.3	85.4	GAt	MA	
3,4	-3,7	4,7	1,1	5,4	7,6	Exportations	-1,4	2,5	0,5	1,0	2,6	3,1
5,5	-3,4	3,9	2,3	8,3	7,8	Demande Mondiale	0,2	1,4	1,1	1,3	4,2	5,0
0,4	0,3	0,7	3,6	5,1	3,0	Importations	-0,5	-0,5	1,5	1,8	2,3	3,5
-0,3	0,9	1,5	-0,3	1,8	0,3	Demande intérieure	-0,5	-0,1	1,4	1,3	2,1	1,2
38,7	38,4	38,1	39,6	///	38,7	Taux de pénétration (niveau)	39,6	39,4	39,5	39,7	///	39,6

Produits manufacturés
(y.c. matériel militaire)



Cette évolution est compatible avec de légères pertes de parts de marchés de la France à l'étranger par rapport à une demande mondiale dont l'évaluation est encore très imprécise à cette période de l'année. Rappelons qu'en 1984 la France n'a maintenu ses parts de marchés que grâce au fort développement des ventes de matériel aéronautique et d'armement ; or celles-ci évolueraient cette année comme l'ensemble des exportations. Et la compétitivité externe souffre depuis plusieurs trimestres d'une lente dégradation qui devrait rendre plus défavorable que l'an passé l'évolution des parts de marchés de la France.

La compétitivité interne étant meilleure que la compétitivité externe, la croissance de la pénétration du marché intérieur serait modérée. En moyenne annuelle, elle passerait de 38,7 % en 1984 à 39,6 % en 1985, se situant, à la fin 1985, un point plus haut qu'au début de 1984. On estime qu'à compétitivité inchangée la pénétration s'accroît d'environ 1 point par an ; un accroissement d'un point en deux ans suppose que les effets favorables de l'amélioration de la compétitivité en 1984 ne sont pas compensés en 1985.

Le taux de couverture étant pratiquement stable en 1985 par rapport à 1984, l'amélioration du solde des échanges de produits manufacturés dépendrait des **termes de l'échange**. Or leur évolution est difficile à prévoir, car les gains importants observés sur longue période se sont taris depuis trois ans : sur cette période récente marquée par la hausse du dollar, les prix des importations accélèrent tandis que les prix des exportations ralentissent.

D'après l'enquête de conjoncture de mai sur la concurrence étrangère, l'intensité de la concurrence s'accroît sur les marchés extérieurs. Aussi, malgré des marges jugées toujours insuffisantes, les industriels ne veulent plus dégrader la compétitivité de leurs produits par rapport aux concurrents. Le prix des exportations pourrait donc se maintenir sur une pente de l'ordre de 1,2 % par trimestre.

Les prix des échanges des produits manufacturés						taux de croissance %						
1984							1985*					
84.1	84.2	84.3	84.4	GAt	MA		85.1	85.2	85.3	85.4	GAt	MA
3,1	2,7	1,3	1,8	9,0	10,2	Prix des exportations	1,3	1,0	1,2	1,2	4,7	5,6
2,6	1,8	2,8	2,1	9,7	10,0	Prix des importations	0,1	2,2	1,0	1,0	4,3	6,0

Côté importations, le premier trimestre 1985 fait apparaître un ralentissement des prix difficilement explicable compte tenu du niveau élevé du dollar ; c'est pourquoi une compensation a été prévue au deuxième trimestre avant de retrouver une évolution plus tendancielle d'environ 1 % par trimestre. En moyenne, le prix des exportations augmenterait de 5,6 % en 1985 (au lieu de 10,2 % en 1984), celui des importations de 6,0 % (au lieu de 10,0 %). De légers gains de termes de l'échange pourraient toutefois réapparaître d'ici à la fin 1985.

Le taux de couverture en valeur, qui résulte de ces prévisions de volume et de prix, resterait donc quasiment stable et l'excédent douanier des échanges de produits manufacturés progresserait d'environ 7 milliards de F en 1985^{1/}.

4. Le solde des échanges de marchandises et des paiements courants

Conjugué à un excédent agro-alimentaire et un déficit énergétique au même niveau qu'en 1984, la légère amélioration du solde des échanges de produits manufacturés entraînerait celle du **solde global** : le déficit FAB-FAB passerait de 24 milliards de F en 1984 à 20 milliards en 1985.

Le profil infra-annuel sera modulé par celui des échanges de produits manufacturés et surtout d'énergie : après les forts déficits globaux des premiers mois de l'année, dûs aux médiocres résultats concernant les produits manufacturés et quelques importations énergétiques supplémentaires, la situation s'améliorerait au deuxième trimestre comme l'indique déjà le résultat de mai. On pourrait retrou-

Le solde global des échanges de marchandises						en milliards de F/mois-CVS						
1984							1985*					
84.1	84.2	84.3	84.4	Total	85.1		85.2	85.3	85.4	Total		
1,2	1,8	2,5	3,0	26	Agro-alimentaire	2,5	2,0	2,1	2,3	27		
-16,5	-15,5	-13,9	-16,4	-187	Energie	-17,2	-16,3	-13,5	-15,8	-188		
8,1	7,9	8,6	8,7	100	Produits manufacturés	8,4	9,3	9,0	8,9	107		
-6,8	-5,2	-2,8	-4,8	-59	Ensemble CAF-FAB	-6,7	-5,0	-2,7	-4,7	-55		
-4,0	-2,4	0,1	-1,8	-24	Ensemble FAB-FAB ^{1/}	-3,6	-2,0	0,2	-1,5	-20		

1/ Taux CAF-FAB de 96,2 %

1/ A taux de couverture en valeur inchangé, exportations, importations et excédent augmentent de la même proportion.

La balance des paiements				
en milliards de F				
	1983	1984 ^{1/}	1985* ^{2/}	
			85.1 ^{3/}	Année*
Solde commercial douanier FAB-FAB ..	-43,5	-19,8	-43,2	-20
Solde commercial FAB-FAB en balance	-63,9	-34,7	-59,6	-36
Invisibles.....	+30,1	+35,6	+32,0	+36
<i>dont :</i>				
- Services commerciaux	- 7,7	-11,8	- 8,9	-11
- Echanges de technologie	+31,1	+30,7	+28,9	+29
- Revenus du capital	- 7,3	-13,3	-14,0	-17
- Revenus du travail	- 4,1	- 6,0	- 2,8	- 6
- Voyages	+22,4	+29,1	+29,0	+32
- Recettes et dépenses du Gouvernement Français	- 1,6	- 2,6	- 6,0	- 1
- Transferts	-29,2	-25,2	-23,2	-27
Paiements courants (solde commercial + invisibles)	-33,8	+ 0,9	-27,6	0
1/ Chiffres provisoires avec l'ancien taux CAF-FAB de 4,3 %				
2/ Prévisions INSEE avec le taux CAF-FAB révisé de 3,8 %				
3/ Résultats CVS du premier trimestre transformés en équivalents annuels				

ver temporairement l'équilibre au cours de l'été, grâce à une réduction passagère du déficit énergétique ; mais un déficit mensuel moyen de l'ordre de 1,5 milliard de F réapparaîtrait en fin d'année.

L'amélioration du solde commercial devrait permettre au **solde des paiements courants** d'être équilibré. En effet, l'excédent dégagé sur les échanges d'invisibles resterait très proche de celui observé en 1984, car des évolutions différentes entre postes se compenseraient.

La charge nette en intérêts dûs sur l'endettement extérieur privé (recensée à la ligne "revenus du capital") devrait encore s'accroître : la baisse des taux internationaux ne serait pas suffisante pour compenser les effets conjugués d'un dollar élevé et d'un endettement croissant. Le solde des échanges de technologie fléchirait de nouveau en 1985, à cause du déclin des marchés de la zone OPEP.

En revanche, les intérêts perçus par le secteur public (recensés à la ligne "recettes et dépenses du gouvernement français") progresseraient grâce au gonflement des réserves publiques de change. La balance touristique devrait encore augmenter, notamment vis-à-vis de l'Amérique du Nord.

En matière de financement, la moindre distribution de crédits à l'exportation permettrait de continuer à réduire les tirages d'emprunts organisés.



III - La politique budgétaire et monétaire

La baisse des prélèvements obligatoires inscrite dans la Loi de Finances se traduit en 1985, pour les ménages, par un fort ralentissement des impôts et notamment la stagnation en valeur de l'impôt sur le revenu. Toutefois, l'augmentation de la fiscalité pétrolière soutient la progression des impôts indirects.

La croissance des cotisations sociales est également sensiblement réduite, alors que celle des prestations ne connaît qu'une inflexion modérée. L'évo-

lution divergente des dépenses et des recettes tend donc à dégrader l'équilibre des finances sociales.

La baisse des taux d'intérêt se poursuit, parallèlement à la désinflation. Malgré le développement satisfaisant du marché financier la masse monétaire se maintient au dessus de son objectif en début d'année. L'offre de crédit n'a guère été jusqu'ici contrainte par le nouveau dispositif de régulation et elle se réoriente vers les ménages.

1. La politique budgétaire et les finances sociales

La loi de Finances Initiale adoptée pour 1985 affichait deux objectifs principaux : suivant l'engagement du Président de la République, la politique budgétaire doit contribuer à réduire la part des prélèvements obligatoires dans le PIB de 1 point en 1985 par rapport à 1984 ; le montant du déficit budgétaire, toujours exprimé en points de PIB total doit se rapprocher de 3 % alors que pour l'année 1984, il atteint 3,4 %. La conjonction de ces deux objectifs, freinage des recettes et non expansion du déficit, suppose un net ralentissement des dépenses.

1.1. Les recettes de l'Etat

En matière de fiscalité directe les dispositions de la Loi de Finances Initiale visaient à alléger la charge pesant sur les ménages. Deux mesures y concouraient. Tout d'abord la non-reconduction du prélèvement de 1 % du revenu imposable institué en 1983 et destiné à assurer l'équilibre des comptes sociaux qui aurait rapporté environ 12 milliards en 1985. De plus l'impôt sur le revenu faisait l'objet d'une réduction forfaitaire de 5 %, soit environ 10 milliards, par rapport à son évolution spontanée, compte tenu d'un relèvement des tranches du barème d'imposition de 7,6 %. Ces deux aménagements devraient entraîner une stabilisation en francs courants des recouvrements en 1985. De ce fait l'ensemble des impôts pesant sur les ménages qui avait crû de 17,7 % en 1983 puis de 12,0 % en 1984, progresserait sensiblement moins vite que le revenu cette année.

La fiscalité des entreprises fait également l'objet d'un certain nombre d'aménagements. La défiscalisation de la taxe d'apprentissage et de la participation des employeurs à la formation professionnelle induit la stabilisation de l'ensemble des impôts sur les salaires, qui avaient progressé de 19 % en 1984. Par ailleurs, l'abattement de 10 % du montant de la taxe professionnelle dû au titre de 1985 et son plafonnement contribuent également au ralentissement d'ensemble. Aussi, la part des impôts à la production dans la valeur ajoutée des sociétés qui était

passée de 8,9 % en 1983 à 9,4 % en 1984 devrait-elle se stabiliser aux environs de 9,5 % pour 1985.

L'amélioration des résultats des entreprises intervenue en 1983 et 1984 entraîne une forte croissance de l'impôt sur les sociétés en 1985 : environ + 18 %. L'effet de report des pertes enregistrées au cours des exercices antérieurs qui avait contrarié le rendement de cet impôt en 1984 s'estompe cette année. Le revenu disponible brut des sociétés connaîtrait toutefois une progression du même ordre, et de ce fait le poids relatif de la fiscalité ne devrait pas s'aggraver.

Aux allègements de la fiscalité directe inscrits dans la Loi de Finances correspond toutefois un alourdissement de la fiscalité indirecte. La taxe intérieure sur la consommation de produits pétroliers (TIPP) fait l'objet de plusieurs majorations en début d'année qui dégagent 9,6 milliards de recettes supplémentaires sur l'exercice. Avec l'indexation des tarifs et l'effet en année pleine des mesures prises en 1984, les recettes assises sur la fiscalité pétrolière progressent d'environ 25 %.

En revanche la croissance des recettes de TVA devrait être plus modérée. Elle atteindrait 6,5 % soit environ 1/2 point de moins que la progression de la valeur ajoutée. Depuis 1983 le rendement de la TVA baisse du fait de l'évolution défavorable de la structure des emplois taxables. L'année 1985 restera sur cette tendance malgré le léger redressement de la consommation des ménages en produits manufacturés, qui supportent les taux de TVA les plus élevés.

1.2. Les dépenses de l'Etat

Par rapport à la Loi de Finances Initiale de 1984, celle de 1985 faisait apparaître une progression en valeur de 5,9 % des dépenses de l'Etat. A l'heure actuelle cette prévision ne semble pas devoir être remise en cause en ce qui concerne l'évolution des charges de personnel et la consommation des administrations. En revanche des corrections marginales pourraient être nécessaires sur la charge de la dette et les interventions économiques et sociales.

En effet la prévision des intérêts de la dette reposait sur une hypothèse de décroissance des taux plus rapide que celle qui est effectivement observée : le taux moyen d'émission des bons du Trésor de 9 % sur l'année, retenu lors de l'élaboration de la Loi de Finances, paraît difficile à atteindre compte tenu du fait qu'il avoisine encore 10 % à fin juin.

Par ailleurs un certain nombre de mesures sociales n'étaient pas prises en compte dans la Loi de Finances Initiale. Il s'agit essentiellement de la création des TUC, puis leur extension, annoncée début juin, aux jeunes de moins de 25 ans au chômage depuis plus d'un an et de la revalorisation de l'allocation de solidarité perçue par les chômeurs en fin de droits. Pour ne pas peser sur le déficit de l'Etat ces mesures devront faire l'objet de décisions de financement, création de recettes ou suppression de dépenses.

1.3. Les finances sociales

La progression de la masse des cotisations sociales reçues par les administrations qui était déjà revenue de 13,1 % en 1983 à 10,6 % en 1984 devrait continuer à se modérer en 1985 pour atteindre environ 5,8 % en moyenne sur l'année. L'évolution des cotisations se rapproche ainsi de celle de la masse salariale brute, qui s'accroîtrait de 4,4 % en 1985 après 6,5 % en 1984, tout en lui restant légèrement supérieure. Les différents taux de cotisation ne doivent pas être modifiés durant

Cotisations sociales reçues par les administrations publiques					Evolutions semestrielles %				
Part (%) en 1984	1984					1985*			
	84.I	84.II	GAt	MA		85.I	85.II	GAt	MA
64.8	3.6	4.3	7.3	8.1	Employeurs	4.7	-0.5	3.6	6.6
28.1	9.2	6.6	15.6	16.5	Salariés	0.5	1.9	1.6	4.7
7.1	5.4	4.8	10.7	12.5	Non salariés	-2.4	6.6	5.2	3.1
100.0	5.3	4.9	9.8	10.6	Total	3.0	0.8	3.1	5.8

l'année en cours^{1/}. L'écart de croissance entre masse salariale et masse des cotisations tient donc d'abord à la modification des plafonds : relevés de 2,8 % au 1.1.1985 puis de 3,8 % au 1.7.1985, ceux-ci progressent en moyenne de 7,3 % par rapport à 1984, soit sensiblement plus que les salaires.

De plus, diverses mesures de trésorerie affectent les modalités de recouvrement des cotisations employeurs : il s'agit essentiellement de la "computation" des effectifs (référence à l'effectif global de l'entreprise et non à celui de chaque établissement pour les entreprises à établissements multiples) et de l'avancement des dates de recouvrement pour les entreprises de plus de 9 salariés pratiquant le "décalage de paie". Ces opérations entraîneraient pour l'exercice en cours un gain de trésorerie d'environ 7 milliards de Francs.

Si l'évolution des prestations va également dans le sens d'un ralentissement, celui-ci est beaucoup moins marqué que pour les cotisations : on revient d'un rythme de 9,6 % en 1984 à environ 8,9 % en 1985. Pour l'année en cours, et contrairement aux deux exercices précédents, les prestations croîtraient sensiblement plus vite (d'environ 3 points) que les cotisations. De ce fait la capacité de financement de l'ensemble des administrations de sécurité sociale estimée à 26 milliards dans le compte provisoire de 1984 devrait sensiblement se réduire en 1985.

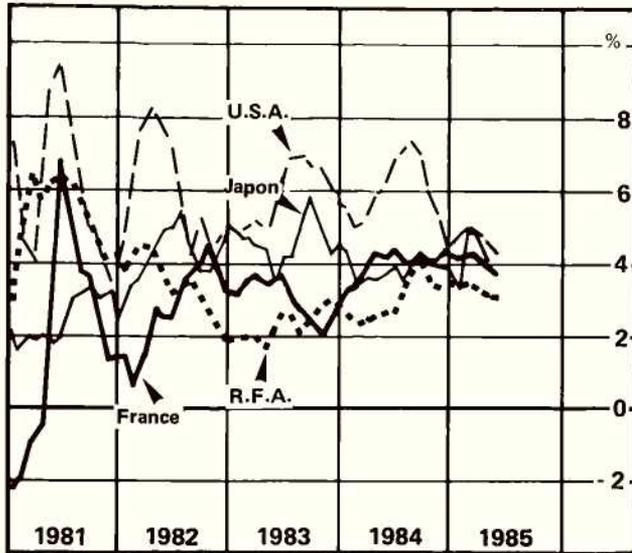
2. Le contexte monétaire et financier

2.1. La baisse des taux d'intérêt nominaux

Depuis la mi-1984 les taux d'intérêt français se sont sensiblement repliés. Sur le marché monétaire les taux au jour le jour ont perdu environ 2 points entre juin 1984 et juin 1985. Le taux de base bancaire a été ramené sur la même période de 12,25 % à 11,25 % en trois étapes (août 1984, janvier puis mai 1985). Cette évolution conduit à un allègement des charges financières des agents endettés, elle concourt à la modération de l'évolution des coûts et exerce des effets favorables sur l'activité et notamment les comportements d'investissement.

La conduite de ce mouvement de baisse des taux doit cependant prendre en compte d'autres impératifs et en particulier rester compatible avec l'objectif de taux de change. A cet égard, la bonne tenue du Franc au sein du SME depuis la réajustement de parité de mars 1983 paraît incontestablement liée au niveau de la rémunération servie par rapport à d'autres monnaies et notamment au mark allemand. Au cours de l'exercice 1984 les avoirs en Francs des non-résidents (clients et correspondants étrangers) dans les banques françaises se sont accrus d'environ 20 mil-

1/ Une incertitude pèse cependant sur les taux de l'assurance chômage.

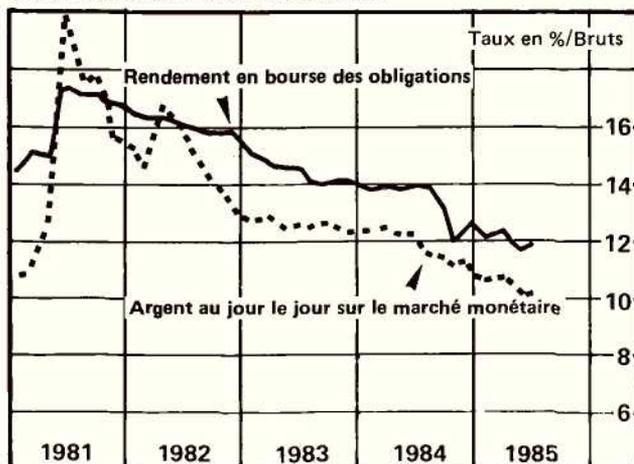


Taux d'intérêt réel à court terme
 Taux nominaux déflatés par le glissement des prix à la consommation sur les douze mois précédents.
 Taux au jour le jour
 Données brutes
 Source : OCDE

liards qui ont contribué à l'alimentation du marché des changes. La suppression en octobre 1984 du prélèvement obligatoire sur les intérêts perçus par les non-résidents a également favorisé ce mouvement.

De fait le Franc s'est même légèrement apprécié contre le Mark au cours des 12 derniers mois, en dépit du soutien apporté par la banque centrale à la monnaie allemande. Ceci donne à penser que les taux français auraient pu s'établir sur la période récente à un niveau moins élevé, sans mettre en péril la valeur extérieure du Franc. Cependant le choix affirmé à diverses reprises par les autorités monétaires est de ne faire baisser les taux nominaux qu'au rythme de la désinflation constatée en France, ce qui entraînerait une stabilisation des taux réels à un niveau qui apparaît historiquement très élevé (environ 4 points sur les taux à court terme). Cette situation n'est toutefois pas propre à la France, et sur la période récente on note une relative convergence du niveau des taux réels pratiqués dans les principaux pays industriels (cf. graphique). Si cette ligne est maintenue tout au long de l'exercice, le taux du marché monétaire français devrait descendre en fin d'année aux environs de 9-9,5 %. Compte tenu de l'ajustement des conditions de rémunération de l'épargne liquide intervenu à compter du 1er juillet, ce mouvement permettra un recul significatif des conditions débitrices des organismes financiers.

Hierarchie des taux en France



Les taux nominaux en France et à l'étranger



Au delà de la modulation conjoncturelle des taux, l'allègement des charges financières est également recherché par des mesures structurelles. La réorganisation du marché hypothécaire prévoit la création d'une agence centralisée qui, bénéficiant de la garantie de l'Etat, pourra émettre à des conditions avantageuses sur le marché obligataire. L'élargissement des compétences du Crédit Agricole ainsi que la dérèglementation des conditions d'accès au marché financier renforcent la concurrence entre les banques, ce qui entraîne une baisse des coûts d'intermédiation.

Par ailleurs afin d'assurer le développement du marché obligataire, qui reste un des objectifs centraux de la politique monétaire et financière, les autorités s'efforcent de conserver aux taux longs leur caractère attractif, qui repose à la fois sur une marge suffisante par rapport aux taux courts et sur une orientation stable à la baisse. Après les à-coups de la fin de l'année 1984, les rendements se sont stabilisés au premier trimestre, voire légèrement tendus en réaction à la montée des taux américains. A partir du mois d'avril la baisse graduelle a repris, s'est interrompue en juin en raison d'une surcharge du calendrier des émissions mais semble pouvoir se poursuivre parallèlement aux conditions du marché monétaire à l'horizon de cette note, sous réserve du maintien d'un environnement international favorable.

2.2. Les émissions obligataires et le développement du marché financier

Après les très fortes progressions des années passées (+ 28 % en 1983, + 26 % en 1984) les émissions d'obligations pourraient continuer à se développer en 1985 à un rythme un peu plus modéré (environ 16 %). La poursuite de la baisse des taux au premier trimestre n'a pu être acquise que par un ralentissement des émissions notamment de l'Etat. De ce fait les montants émis sont restés inférieurs à ceux de l'année précédente sur les trois premiers mois de l'année. La conjoncture plus favorable des taux au deuxième trimestre a permis de combler ce retard et à fin juin les perspectives de développement du marché pour l'ensemble de l'année paraissent relativement favorables. La demande de titres reste en effet très soutenue.

On observe tout d'abord que les fonds versés en remboursement de titres échus mais aussi en paiement des coupons sont quasi systématiquement réinvestis sur le marché qui bénéficie ainsi d'un phénomène d'auto-alimentation. De fait sur les premiers mois de l'année, la part des émissions souscrites par apport "d'argent frais" ne dépasse pas 35 %. Cette forte propension au réemploi est favorisée par la part croissante prise par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) dans la gestion de l'épargne financière. Leur intermédiation contribue à fidéliser les placements en titres. Par ailleurs les SICAV favorisent le réinvestissement des coupons qu'elles versent en exonérant de droit d'entrée leur réemploi.

Evolution des actifs des SICAV et fonds communs de placement		(milliards de Francs)			
	Décembre 1982	Décembre 1983	Décembre 1984	Mai 1985	
Ensemble des SICAV	104,2	190,0	298,6	378,9	
dont : SICAV court terme	-	59,5	134,3	183,6	
Fonds communs	37,7	82,8	137,4	nd	
dont : FCP court terme	20,6	36,6	65,1	80,1	

Source : TGF

Les émissions d'obligations sur le marché français ⁽¹⁾						
(milliards de Francs)						
Emissions nouvelles	1983		1984		1985	
	Année	Janvier à Mai	Année	Janvier à Mai	Année *	Janvier à Mai
Administrations publiques	62,5	12,7	99,6	38,3	105,0	31,9
dont : Etat	(51,0)	(10,0)	(89,7)	(34,5)	(95,0)	(27,4)
Institutions financières	99,8	52,9	118,0	67,4	150,0	85,5
Sociétés non financières	34,1	14,8	31,0	13,6	30,0	13,8
Non résidents	1,4	0,5	1,2	1,2	5,0	3,9
Total des émissions nouvelles	197,7	80,9	249,9	120,5	290,0	135,2
Emissions nettes des remboursements	152,3	63,8	199,2	99,3	235,0	106,0

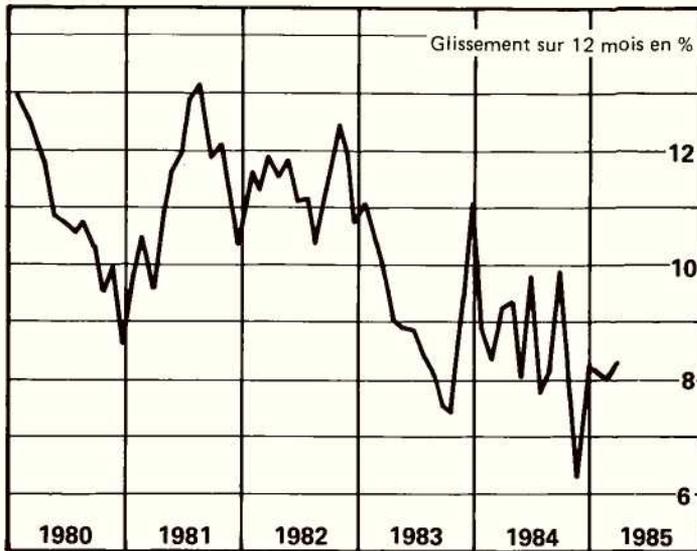
(1) y compris titres émis en emploi de fonds CODEVI et titres participatifs.
Source : Crédit Lyonnais
* Prévision

En 1984, les placements de trésorerie des entreprises ont fortement contribué au développement des OPCVM de court terme. Ce mouvement se prolonge en 1985 malgré la création des certificats de dépôts, qui jusqu'à présent semblent essentiellement avoir été souscrits par des établissements de crédit. Par ailleurs les enquêtes de conjoncture auprès des ménages montrent que ceux-ci portent un intérêt renouvelé aux placements boursiers.

De son côté l'offre de titres, contingentée en début d'année, est appelée à ce développer. L'analyse par secteur émetteur fait apparaître la prépondérance de l'Etat et des établissements de crédit. Sur la première moitié de l'année les emprunts du Trésor atteignent un montant comparable à celui de la même période de 1984. La poursuite d'un objectif de création monétaire du Trésor compatible avec la norme de masse monétaire suppose un maintien de ce rythme. Par ailleurs le nouveau système de contrôle du crédit, à l'instar de l'encadrement qui l'a précédé, incite fortement les banques à se procurer des ressources stables. Les formules nouvelles d'obligations perpétuelles et de certificats d'investissement contribuent également à l'amélioration de la structure des bilans en renforçant les ratios de fonds propres. Ces nouvelles formules, de même que les titres participatifs, facilitent aussi l'accès au marché financier des entreprises nationalisées, banques ou entreprises non financières, qui ne peuvent émettre d'actions dans le public.

2.3. Le respect de l'objectif monétaire

En 1984 le rythme de croissance de la masse monétaire s'est sensiblement ralenti, revenant en glissement sur 12 mois de 11,2 % en 1983 à 8,3 %. Ce rythme voisin de 8 % par an, confirmé sur les premiers mois de 1985 (8,4 % en avril d'après les estimations provisoires) reste cependant relativement élevé eu égard aux perspectives d'évolution du PIB en valeur retenues dans cette note. Il apparaît également trop fort par rapport à l'objectif affiché par les autorités monétaires pour l'année en cours, qui est de contenir la croissance de l'agrégat M2R en dessous d'une limite comprise dans la fourchette 4 % à 6 %.



Masse monétaire résidents - M2R

Source : Banque de France

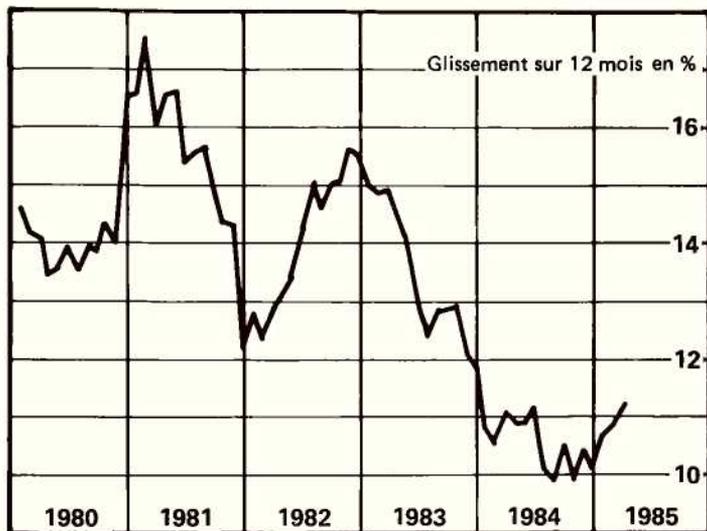
Si la création monétaire n'a pas connu en début d'année l'infléchissement souhaité par les autorités, c'est en partie en raison des conditions qui ont prévalu sur le marché financier jusqu'à la fin du premier trimestre 1985. Le ralentissement des émissions d'emprunts s'est traduit par un développement rapide du financement monétaire de l'Etat. De fin décembre 1984 à fin février 1985 les créances du système bancaire sur le Trésor se sont accrues de 50,6 milliards contre 33,5 milliards au cours de la même période de l'année précédente.

Toutefois, la reprise des émissions sur le marché financier au deuxième trimestre devrait corriger cette évolution et sur l'ensemble de l'exercice la création monétaire du Trésor se limiterait à 30 milliards contre 18,7 milliards en 1984. En revanche, le solde négatif des transactions courantes au premier trimestre (- 17,6 milliards) a exercé un effet restrictif sur la masse monétaire. Son évolution saisonnière et conjoncturelle plus favorable sur le restant de l'année devrait donc contribuer à renforcer la croissance du stock de monnaie.

Par ailleurs le passage de l'encadrement au nouveau système de contrôle du crédit ne s'est pas traduit par un ralentissement de la progression des créances des banques sur l'économie. A fin février leur glissement sur 12 mois ressort à 10,8 %, en légère accélération sur les valeurs observées au deuxième semestre de 1984. Cette expansion soutenue du crédit en début d'année tient à plusieurs causes. On a constaté en janvier-février une vive progression des crédits en devises consentis par les banques françaises à leurs clients résidents. Le haut niveau atteint par le dollar et la détente des conditions sur le marché international ont, semble-t-il, incité des entreprises françaises à lever des capitaux, qui pourront ensuite être consacrés au remboursement d'emprunts anciens plus onéreux.

Comme sous l'encadrement, les banques continuent à bénéficier de droits à distribution accrus en proportion de leur collecte de ressources stables. Elles utilisent également les possibilités de progression plus importante laissées à certains crédits privilégiés. Enfin il semble que le système, annoncé comme devant donner lieu à une concertation régulière entre les banquiers et les autorités sur la réalisation de l'objectif monétaire, a été appliqué, au moins dans un premier temps sans rigueur excessive. Des dérogations ont notamment pu être octroyées aux établissements bancaires nouvellement entrés dans le dispositif de régulation du crédit.

Relativement soutenue en janvier - février à la suite des perturbations climatiques, la demande de crédit exprimée par les entreprises s'est ensuite modérée. Le ralentissement des coûts, l'amélioration de la rentabilité et la faiblesse des investissements contribuent en effet à la détente des trésoreries. En conséquence



Créances sur l'économie

Source : Banque de France

l'offre des banques semble s'être attachée à satisfaire, voire à stimuler la demande des ménages dans ses deux compartiments, le crédit à la consommation et le crédit à l'habitat. La distribution de prêts d'épargne logement et de prêts conventionnés se serait notamment accrue.

Un développement rapide du crédit pourrait toutefois ne pas entraîner un dérapage de la masse monétaire à condition d'être strictement financé sur des ressources non monétaires. A cet égard la situation à la fin du premier semestre paraît présenter un risque de dépassement de l'objectif. Les banques peuvent en effet distribuer, en franchise de réserves obligatoires, une fois et demi le montant de l'accroissement de leurs fonds propres. Le développement rapide de ces derniers provoque l'accumulation d'un capital de droits à distribution, dont l'utilisation deviendrait rapidement incompatible avec le respect de la norme monétaire. La concertation engagée entre les autorités monétaires et les banques, courant juin, devrait toutefois déboucher sur des mesures visant à prévenir les risques de dérapage, et à infléchir les tendances observées en début d'année.

