

III. — Les évolutions nominales et la politique monétaire

La décélération des prix se poursuivra en 1985, mais à un rythme ralenti. Le contrôle des prix sera progressivement assoupli. La modération des salaires restera la principale cause de la désinflation, puisque l'indexation ex-ante sur l'objectif de 4,5 % est la norme dans les accords salariaux. Mais cette décélération des prix est contrariée par la hausse du dollar en début d'année qui renchérit les coûts des matières premières importées et de l'énergie.

Aussi le glissement annuel des prix de détail

reviendrait-il de 6,7 % en 1984 à environ 5,5 % en 1985, soit une décélération d'un peu plus d'un point, contre plus de deux points l'an dernier. Dans l'hypothèse où le cours moyen du dollar en 1985 se situerait à 9,50 F et non 10 F, cette hausse serait cependant plus faible (5,3 %).

La politique monétaire accompagne cette évolution : l'objectif de croissance de la masse monétaire a été ramené d'une fourchette de 5,5 - 6,5 % en 1984 à 4 - 6 % en 1985.

1. Les prix des matières premières

En dépit de la reprise mondiale, les cours des matières premières exprimés en devises se sont orientés à la baisse au printemps 1984. Mais comme, dans le même temps, le dollar qui est la monnaie de cotation pour la grande majorité de ces produits (72 %), s'appréciait de 15 % par rapport au franc, la hausse en francs a été forte.

Le mouvement du dollar sera à nouveau un facteur déterminant du coût des matières premières en 1985. En devises, les prix des produits alimentaires baisseraient tout au long de l'année. Ceux des matières premières industrielles devraient également diminuer, au moins jusqu'à l'automne. Enfin, le prix en dollars du baril de pétrole est stable. Aussi après une hausse sensible au premier trimestre avec l'appréciation du dollar, les cours en francs des matières premières devraient baisser à partir du printemps.

Au total, la pression inflationniste liée à la hausse du dollar sera sensiblement amoindrie en 1985 par la baisse des cours en devises.

2. Les salaires

Le taux de salaire horaire ouvrier (TSH) a progressé en 1984 moins vite que l'inflation (6,4 % contre 6,7 % en glissement). Un tel résultat n'avait pas été

observé depuis 1958. En 1985, la hausse des salaires nominaux suivrait celle des prix (5,5 % en glissement).

En premier lieu, le SMIC des salariés payés sur la base de 40 heures ne devrait guère augmenter plus vite que l'inflation (6 % en glissement). En effet, on suppose qu'il n'y aura pas de coup de pouce : les hausses correspondront donc à un simple rattrapage des hausses de prix. Le SMIC aura donc un impact moindre sur le TSH que ces dernières années où il avait tiré celui-ci à la hausse au deuxième trimestre.

Cependant, pour une partie des salariés payés au SMIC - environ la moitié, c'est-à-dire 3 % des salariés - l'augmentation sera plus sensible (8,6 %). En effet, le SMIC sera réunifié le 1er mai : les salariés, embauchés depuis le début 1982 et payés sur la base de 39 heures, verront leurs salaires augmenter de 2,6 % afin de rejoindre ceux payés sur la base de 40 heures.

En ce qui concerne la hausse générale des salaires, l'examen des accords de salaires signés dans les branches professionnelles pour l'année 1985 et qui sont jusqu'à présent moins nombreux que l'année précédente montre que ces accords sont le plus souvent conformes à la "norme" d'évolution des prix et des salaires figurant dans les budgets économiques publiés en annexe à la loi de finances pour 1985, soit + 4,5 % en glissement annuel. La formulation d'une norme des évolutions nominales attendues pour l'année semble avoir été un des facteurs de la décélération observée en 1983 et 1984. En 1985, on observe en outre un espacement grandissant entre les dates fixées pour les majorations de salaires. La première étape de relèvement se situe assez souvent en février 1985, alors que la dernière revalorisation date souvent de septembre ou octobre 1984. Il semble y avoir relativement peu de relèvements prévus pour la période allant d'avril à juillet-août. La seconde étape de majoration des salaires pour l'année se situerait ensuite en septembre-octobre. La saisonnalité des hausses de salaires pourrait donc être en 1985 différente de celle observée les années précédentes (quatre hausses par an pour l'année 1983 par exemple), si ce que l'on observe sur un certain nombre d'accords de branches (portant généralement sur des salaires minimaux) est généralisable.

En définitive, l'évolution du taux de salaire horaire en 1985 pourrait être de + 5,5 % en glissement annuel et, compte-tenu d'augmentations assez fortes à la fin 1984, de 6,1 % en moyenne annuelle.

Hausse du taux de salaire horaire						Glissements trimestriels %				
	1984					1985				
	84.1	84.2	84.3	84.4	GA	85.1	85.2	85.3	85.4	GA
Taux de salaire horaire ^{1/}	1,5	2,0	1,0	1,7	6,4	1,5	1,6	1,2	1,1	5,5
1/ Y compris compensation pour réduction de durée.										
Source : ministère du travail										

L'échéancier prévu pour ces hausses est donné dans le tableau ci-joint ^{1/}. Sur l'ensemble de l'année le pouvoir d'achat serait stable.

Dans la fonction publique, la clause de sauvegarde pour 1984 n'a pas d'effet en 1985 puisque l'augmentation de 2 % de novembre dernier a été donnée pour solde de tous comptes. Conformément à la norme de prix, il est donc prévu une hausse de 4,5 % en trois étapes. Compte-tenu de mesures en faveur des catégories C et D et des instituteurs, les traitements augmenteraient en fait de 4,8 % en glissement sur l'année.

3. Les prix et coûts de production

En 1984, le contrôle des prix industriels s'est progressivement assoupli. Au début 1985, la plupart des produits industriels ont leur prix libre, à l'exception des produits de consommation. Cette libération qui se poursuivra en 1985 n'empêchera cependant pas les prix de continuer leur décélération. En effet les coûts de production s'allègent.

Le salaire moyen ne croîtra guère plus vite que l'inflation (5,5 % en glissement, 6,1 % en moyenne annuelle) ; compte-tenu d'une décroissance des effectifs qui restera forte (- 3,2 % en moyenne annuelle) et d'une croissance de la production de 1,4 %, la productivité dans l'industrie manufacturière continuera à augmenter à un rythme soutenu. En conséquence, malgré la hausse de charges sociales liée au changement de mode de recouvrement des cotisations, l'augmentation du coût salarial unitaire se ralentira encore.

Le coût des consommations intermédiaires augmentera plus vite que celui-ci mais sans doute moins qu'en 1984. Les hausses de matières premières importées seront en effet comme on vient de le voir plus modérées. En revanche la hausse des prix du pétrole en francs sera du même ordre qu'en 1984 (7 % en moyenne annuelle). Mais, concentrée au premier trimestre, cette hausse du coût de l'énergie consommée se diffusera dans l'ensemble des activités (elle est déjà visible au premier

(1) Cette estimation est donnée sur la base du TSH actuel ; mais celui-ci sera remplacé au 1er juillet par un TSH sur base mensuelle dans l'enquête du Ministère du Travail.

trimestre dans les biens intermédiaires) et freinera le ralentissement du coût des consommations intermédiaires.

L'évolution des coûts financiers est plus difficile à cerner ; d'une part, les entreprises se sont moins endettées en 1984, mais, d'autre part, les taux d'intérêt réels augmentent.

Ce ralentissement des coûts s'accompagnera d'une modération des prix à la production. Mais celle-ci restera limitée. En effet, selon les industriels interrogés à l'enquête de conjoncture de mars, les hausses de prix devraient avoisiner 1,5 % pour chacun des deux premiers trimestres. Les hausses ont été fortes en particulier dans les biens intermédiaires en début d'année. Au troisième trimestre, malgré la libération des prix de l'automobile au 1er juillet (qui était initialement prévue au 1er avril), on observera un ralentissement qui se prolongera au quatrième trimestre. Sur l'ensemble de l'année, la hausse des prix serait voisine de 5,5 %, soit la même augmentation que celle des prix à la consommation. Il est donc probable que les industriels vont continuer à reconstituer leurs marges en 1985 et à rééquilibrer leur bilan, mais ce résultat reste hypothétique puisqu'à ce stade de l'année, on ne dispose pas encore d'un compte prévisionnel complet des entreprises.

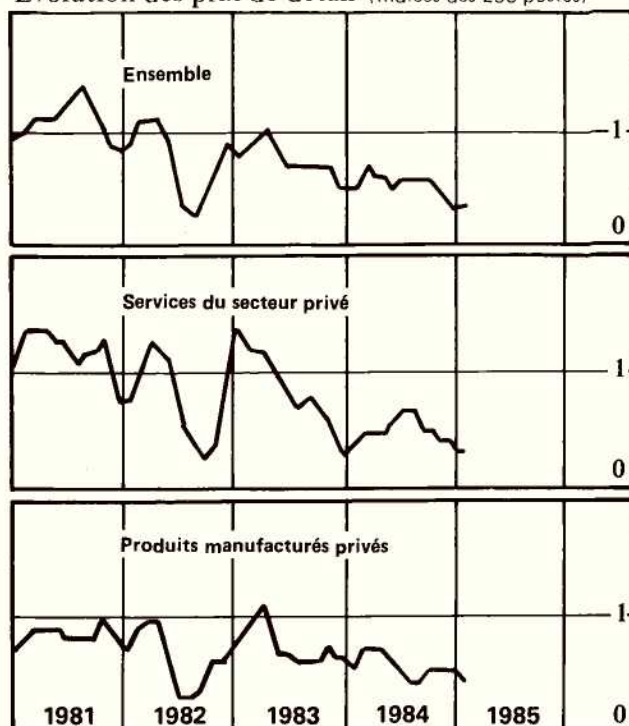
4. Les prix de détail

L'inflation devrait se réduire encore en 1985 mais à un rythme ralenti : de décembre à décembre, la hausse des prix de détail serait de 5,5 % contre 6,7 % en 1984 et 9,3 % en 1983. Deux facteurs expliquent cette moindre décélération : en premier lieu, l'offre agricole, qui avait pesé sur les prix en 1984, ne sera plus aussi abondante. Ensuite, la forte hausse du dollar au premier trimestre se diffusera au cours de l'année. (Rappelons l'hypothèse conventionnelle faite dans cette note du maintien du cours du dollar à 10 F).

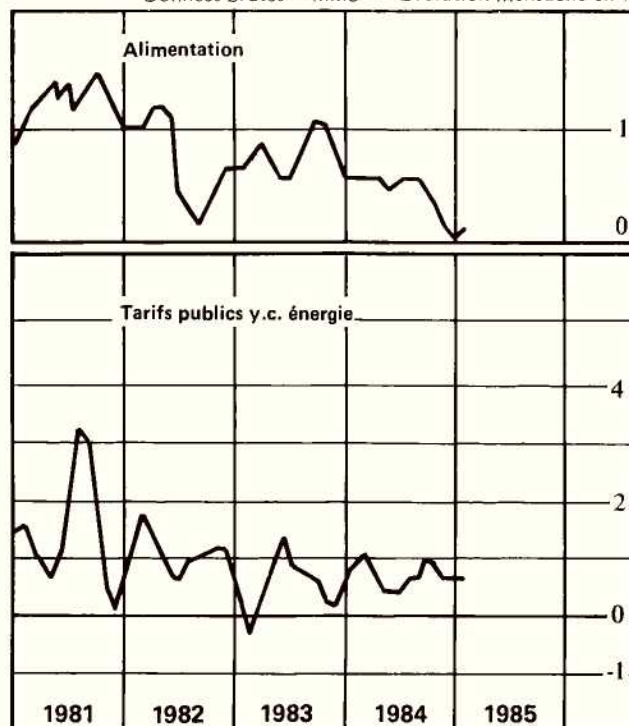
Dans le secteur alimentaire, la décélération passée a été particulièrement sensible : en un an, les prix dans ce secteur ne se sont accrus que de 5,6 % alors que la tendance annuelle était de l'ordre de 10 % au début de 1984. Cette évolution favorable des prix de l'alimentation résulte d'une orientation à la baisse des prix agricoles à la production et d'une baisse des cours des produits de base importés. Toutefois, l'indice de janvier des prix agricoles à la production enregistre une hausse sensible imputable aux conséquences du froid sur les prix des légumes ^{1/}. Sur l'ensemble de l'année, l'offre de céréales aussi bien que

(1) Cet effet est atténué dans l'indice de janvier des prix de détail par la méthode de lissage appliquée aux produits frais.

Evolution des prix de détail (Indices des 295 postes)



Données brutes — MM3 — Evolution mensuelle en %



de fruits et de viande (abattages de 1984 liés à l'instauration des quotas laitiers) sera moins abondante et les prix des produits alimentaires continueront à être progressivement libérés. Dans ce secteur, la hausse des prix en 1985 pourrait donc se maintenir à 6 %.

Dans le secteur industriel, la décélération des prix est plus lente : malgré des gains de productivité importants, les hausses à la production seront, on l'a vu, de l'ordre de 5,5 % en 1985, proches du glissement de l'indice des prix de détail. Le passage des prix de production aux prix de détail est toutefois complexe : les produits achetés par les ménages ne sont qu'une partie des produits industriels ; retards et prix des importations provoquent également des écarts. On peut toutefois prévoir que la hausse dans ce secteur restera proche de celle de l'indice global.

Les prix des services du secteur privé qui sont toujours encadrés connaissent une croissance très modérée : + 6,4 % depuis un an. Leur croissance a même été inférieure à celle des produits industriels pendant les trois premiers trimestres de 1984. En contrepartie, les producteurs de services ont connu des difficultés, comme en témoigne l'augmentation des défaillances d'entreprises. Aussi est-il probable qu'en 1985, ce secteur augmentera ses prix un peu plus vite que l'indice général.

L'ensemble des tarifs publics (y compris énergie) a enregistré une hausse importante en 1984 due à l'augmentation des tarifs énergétiques. Au premier semestre

Prix de détail (295 postes)			Evolutions en glissements%				
1984			Pond. 1985	1985			
84.I	84.II	GAm		85.I	85.II	GAm	
3,7	2,3	6,1	2496	2,7	3,2	6,0	Alimentation
3,7	2,9	6,7	3328	2,8	2,4	5,3	Produits industriels du secteur privé
3,5	2,8	6,4	1618	3,2	2,3	5,6	Services du secteur privé
4,4	4,3	8,8	1464	4,8	0,5	5,3	Tarifs publics dont :
3,6	6,5	10,3	1049	5,4	0,3	5,7	énergie
6,3	-1,0	5,2	415	3,3	1,1	4,4	tarifs publics hors énergie
3,9	3,0	7,0	672	3,5	2,6	6,2	Loyers eau
2,8	0,6	3,4	422	1,8	2,6	4,4	Services de santé
3,7	2,9	6,7	10000	3,1	2,3	5,5	Ensemble

1985, les hausses des tarifs publics hors énergie seront proches de celle de l'indice général pour se ralentir sensiblement au deuxième semestre. La Régie des Tabacs, la RATP et la SNCF augmenteront leurs tarifs de 4,5 % au printemps alors que seul le prix des services postaux subirait une hausse au deuxième semestre.

Les tarifs de l'énergie augmenteront sensiblement au premier semestre (5,4 %), cette hausse étant imputable à l'augmentation du prix du pétrole en francs. Il y aurait quasi-stabilité au second semestre.

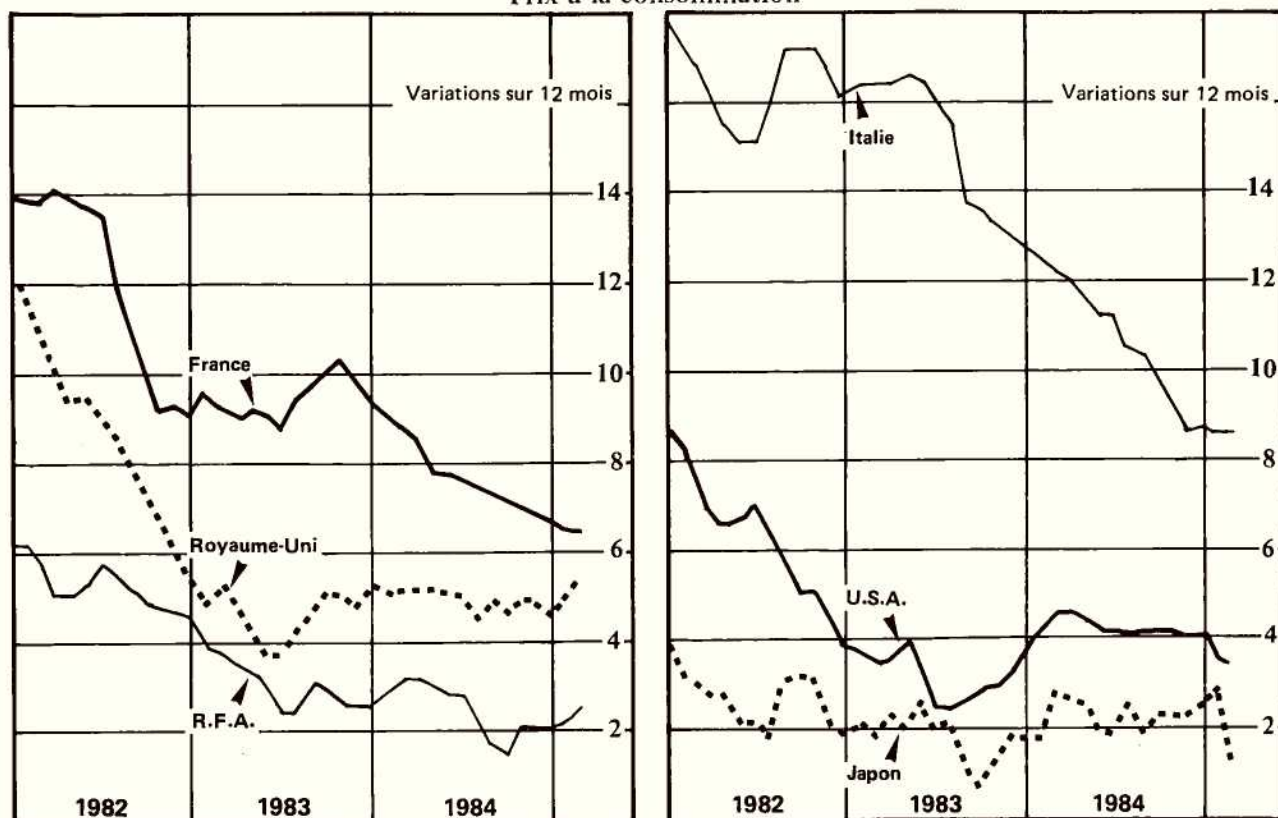
La hausse des loyers est demeurée modérée en janvier (+ 1,5 %) malgré la revalorisation des loyers HLM et la modification de l'indexation de la plupart des autres loyers (100 % de l'évolution de l'indice du coût de la construction au lieu de 80 % auparavant). Une compensation de cette faible hausse est attendue dans l'indice d'avril.

Les services de santé, très modérateurs en 1984, accusent une légère hausse en début d'année du fait de la majoration du tarif des visites. Sur l'ensemble de l'année, leur hausse resterait inférieure à celle de l'indice d'ensemble.

Ainsi, au total, compte-tenu du calendrier des hausses de tarifs publics actuellement retenu, la hausse des prix de détail en 1985 serait proche de 5,5 % sous l'hypothèse d'un dollar à 10 F. Un cours plus bas de celui-ci de 5 % (9,50 F) sur l'ensemble de l'année conduirait à une hausse de 5,3 %.

Quelle que soit l'hypothèse retenue pour le dollar, la différence d'inflation entre la France et ses principaux partenaires se réduira donc de nouveau en 1985.

Prix à la consommation



5. La politique monétaire, le crédit et le marché financier

L'objectif de croissance de la masse monétaire retenu pour l'exercice 1985 a été annoncé par une déclaration du Ministre de l'Economie, des Finances et du Budget le 19 octobre 1984. La croissance de la masse monétaire-résidents doit être comprise dans la fourchette 4-6 % ^{1/}, à rapprocher d'un glissement annuel de la valeur du PIB prévu dans cette note à environ 6,5 %. Pour 1984, l'objectif retenu était de 5,5 - 6,5 % ; la réalisation semble voisine de 7 % ^{2/} pour un glissement du PIB de 8 %. L'objectif monétaire paraît donc, au premier abord, tenable dans le prolongement des tendances de l'an dernier.

Mais pour apprécier de façon plus précise les conditions de réalisation de l'objectif, il est utile d'examiner un scénario d'évolution des contreparties de la masse monétaire, retrace dans le tableau ci-après, en regard des modifications qui affectent en 1985 les conditions de la distribution du crédit.

(1) Cette fourchette s'applique au glissement annuel de la moyenne trimestrielle de M2R, moyenne centrée sur le mois de décembre.

(2) Glissement annuel de la moyenne trimestrielle centrée sur novembre (décembre non disponible).

Un scénario de réalisation de l'objectif monétaire en 1985

Contreparties	Encours à fin déc. 84 (Mil.non CVS)	Variations en milliards		Glissements annuels en % (décembre/décembre)		Contributions à la variation de M2R (en %)	
		84	85	84	85	84	85
+ Extérieur	42,0	1,7	0	4,2	0	0,1	0
+ Trésor	273,5	18,7	30	7,3	11,0	1,0	1,5
+ Créances sur l'économie ..	2042,4	165,9	159	8,8	7,8	9,0	8,0
+ Divers nets	49,8	25,0	10	ns	ns	1,4	0,5
- Ressources stables	429,4	69,8	100	19,4	23,3	- 3,8	- 5,0
+ = Crédit interne net	1936,3	139,8	99	7,8	5,0	7,6	5,0
= M2R	1978,3	141,5	99	7,7	5,0	7,7	5,0

Source : Banque de France pour l'année 1984
Projections INSEE pour l'année 1985

En 1984, compte-tenu du rétablissement du solde des paiements courants, l'incidence des opérations avec *l'extérieur* a été quasiment neutre sur la création monétaire. Pour l'année en cours, le solde commercial sera très voisin de l'an dernier (voir chapitre extérieur). Le solde des invisibles ne devrait pas non plus voir sa structure bouleversée. L'incidence de la contrepartie "extérieur" dépendra donc surtout du déroulement, difficilement prévisible, des opérations en capital, ainsi que du flottement des monnaies qui sont à relier au jeu des taux d'intérêt. Notons que la situation actuelle tient pour partie au niveau relativement élevé des taux d'intérêt en France, en terme nominal mais également en terme réel, notamment vis-à-vis des taux allemands.

L'essentiel du freinage attendu sur la création monétaire devra donc porter sur la contrepartie *crédit interne net*, dont la progression de 7,8 % en glissement sur l'année 1984 reviendrait aux environs de 5 % en 1985. La réalisation de cet objectif est étroitement liée au comportement du marché financier en 1985. En effet, le développement des ressources non monétaires, d'origine notamment obligatoire, a permis une croissance du crédit intérieur total ^{1/} en 1984 de 12,5 % alors que le seul crédit interne net financé sur ressources monétaires, n'augmentait que de 7,8 %. Si les émissions brutes d'obligations atteignent en 1985 un niveau

(1) Ce concept correspond à la somme des éléments suivants :

- Crédits à l'économie consentis par les institutions financières bancaires et non bancaires
- Dette obligataire, sur le marché français, des agents non financiers
- Découvert de gestion de l'Etat.

comparable à celui de 1984, le crédit intérieur total pourrait croître d'environ 10 % cette année. Dans une phase de ralentissement des évolutions nominales et alors qu'on observe un certain redressement des capacités d'autofinancement des entreprises, le contexte financier ne devrait donc pas exercer un effet globalement restrictif sur l'économie.

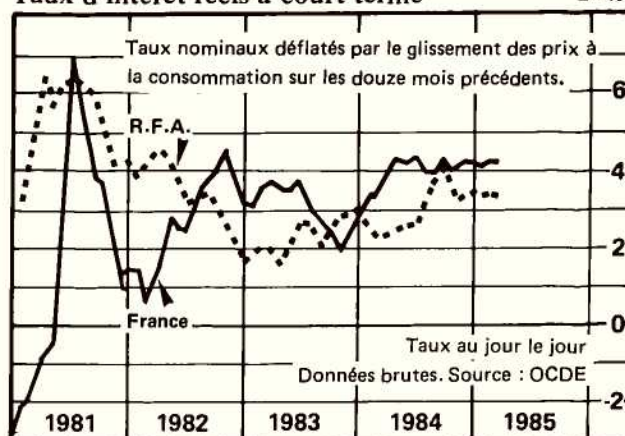
On observerait en 1985 une répartition de la création monétaire du Trésor et des banques un peu différente de celle de 1984. En effet, le nouveau système de contrôle du crédit (voir encadré ci-contre) incite encore davantage les banques à se financer sur le marché obligataire. On a donc supposé dans le scénario proposé que l'accroissement de leurs ressources stables passerait de 70 milliards en 1984 à 100 milliards en 1985 ^{1/}. En revanche, le Trésor qui a profité de ressources de financement exceptionnelles de la Caisse des Dépôts et Consignations en 1984, serait amené, à déficit inchangé, à accroître sa création monétaire.

La réalisation de l'objectif de croissance de la masse monétaire suppose donc, et, c'en est une condition essentielle, le maintien à un haut niveau des émissions d'obligations sur le marché financier. La tendance régulièrement déclinante des taux d'intérêt depuis la mi-1981 a renforcé l'attrait de ce type de placement : la baisse des taux fait en effet apparaître des plus values potentielles sur le cours des titres à taux fixe qui ont ainsi favorisé le développement des organismes de gestion collective de court terme (SICAV et fonds communs de placement).

Taux observé sur le marché financier (Paris)



Taux d'intérêt réels à court terme



Les émissions d'obligations se sont toutefois sensiblement ralenties sur la fin de l'année 1984 et au début de 1985, alors que l'évolution des rendements devenait plus incertaine. Mais, à la fin du premier trimestre 1985, la situation paraît à peu près stabilisée. La configuration des taux - élevés en termes réels

(1) Y compris les obligations "CODEVI"

et orientées à la baisse - devrait rester favorable au marché financier en 1985. Le rôle des gestions collectives dans l'orientation de l'épargne vers le marché financier devrait également rester important en 1985. En effet, si la création récente des certificats de dépôts négociables ouvre de nouvelles possibilités de

Le nouveau système

Le dispositif d'encadrement datait de 1972. Avec le temps, sa complexité s'était accrue au point d'en rendre la gestion délicate. Par ailleurs, compte-tenu du montant élevé des économies de crédit reportables accumulées par les banques durant l'année 1984, on pouvait douter de la possibilité de le mettre en oeuvre de manière efficace au cours de l'année 1985.

Une situation conjoncturelle favorable caractérisée par une demande de crédit modérée, une inflation ralentie et des taux d'intérêt réels positifs a donc été mise à profit pour mettre en place un système plus souple qui accroît les possibilités de concurrence entre les banques.

Modalités du nouveau système

On recense dans le bilan des banques leurs **emplois bruts** (en francs) constitués des crédits, des opérations de crédit bail et des titres de placement. En déduisant de ces **emplois bruts** le montant des **ressources stables** constitué des fonds propres nets (y.c. titres participatifs) affectés d'un coefficient 1,5 et des emprunts obligataires, on obtient un encours **d'emplois nets**.

Des réserves non rémunérées doivent être constituées auprès de la Banque Centrale dont le montant est fonction des taux de croissance des emplois nets recensés à une fin de trimestre par rapport au même trimestre de l'année précédente.

Le montant des réserves à constituer est donné par la formule :

$$R = \frac{0.2 \, t \, (t + 2) \, E1}{100}$$

$$\text{avec } t = 100 \left(\frac{E1}{E0} - 1 \right)$$

où R = montant des réserves

E1 = emplois nets au trimestre considéré de l'année courante.

E0 = emplois nets au même trimestre de l'année précédente.

placement, notamment pour les trésoreries d'entreprises, des montants unitaires élevés et l'absence d'incitations fiscales particulières devraient limiter les transferts vers ce nouvel instrument.

de contrôle de crédit

En tout état de cause les banques doivent constituer un montant minimum de réserves égal à 0,1 % de E1.

Le tableau ci-dessous donne les montants des réserves à constituer pour quelques valeurs de E1 (avec E0 = 100).

E1	100	100,2	100,3	100,4	100,5	101	101,5	102	103
R	0,1	0,1	0,14	0,19	0,25	0,6	1,05	1,6	3

Ces réserves sont à maintenir au cours des quatre trimestres suivant l'accroissement d'encours, le nouveau crédit étant ensuite inclus dans l'encours de référence.

Des mesures de sélectivité sont également prévues : les crédits à l'exportation et certains crédits à l'investissement et au logement ne sont pris en compte pour le calcul du taux d'accroissement des emplois nets qu'après une réfaction égale à 30 % de leur croissance depuis la période de référence.

Analyse du nouveau dispositif

La distribution par les banques de crédits financés sur ressources monétaires est désormais limitée non plus par une norme administrative comme dans le dispositif antérieur d'encadrement mais par un mécanisme automatique mettant en jeu leur rentabilité. Si, de manière globale le dispositif doit régler la création monétaire au niveau souhaité par les autorités, il laisse aux banques un large champ d'initiative et de concurrence. Celle-ci porte comme dans le système précédent sur la distribution des concours bénéficiant de la sélectivité ainsi que sur la constitution de fonds propres et la collecte de ressources obligataires. On renforce ainsi le rôle du marché financier vis à vis du marché monétaire, et le lien entre taux à long terme et taux à court terme. La forte progressivité des réserves doit permettre, par le jeu des coûts de refinancement des banques, un contrôle efficace du développement du crédit, tout en limitant les à-coups sur les taux que connaissent les pays qui pratiquent une politique traditionnelle de réglage monétaire.

Consommation des ménages (aux prix de 1970)															
taux de croissance %															
Coef. budgé- taire	1984							1985							
	84.1	84.2	84.3	84.4	GAt	MA		85.1	85.2	85.3	85.4	GAt	MA		
	21,7	0,1	0,2	-0,4	-0,2	-0,2		0,6	Alimentation	0,3	0,2	0,1	0,1	0,7	0,3
	6,8	5,2	-4,2	-0,6	-1,1	-0,9		2,3	Energie	6,8	-4,0	-0,3	0,1	2,4	1,2
	30,8	-1,5	-0,5	0,4	-1,7	-3,3		-2,1	Produits manufacturés	0,5	-0,2	1,0	0,9	2,1	-0,2
	40,7	0,5	0,2	0,0	2,4	3,1		2,6	Bâtiment et services	-0,3	0,6	0,6	0,6	1,4	2,4
	100,0	0,1	-0,3	0,0	0,3	0,1		0,7	Consommation marchande	0,5	-0,1	0,5	0,5	1,5	1,1

Les ménages

* Prévisions pour 1985

