

III - La politique budgétaire et monétaire

La gestion des finances publiques apparaît rigoureuse en 1985 comme en 1984. En effet, si la croissance du taux de prélèvements obligatoires connaît une pause à son niveau de 1984, le solde des administrations publiques poursuit son redressement.

La maîtrise de l'évolution de la masse salariale des administrations s'est poursuivie, tandis que les prestations sociales n'ont suivi la décrue de l'inflation qu'au deuxième semestre. Enfin, la croissance de la charge de la dette publique paraît avoir connu en 1985 un freinage très marqué, au contraire des intérêts versés par les collectivités locales.

L'objectif monétaire en termes M2R pour 1985 a été dépassé de plus de 1 point en raison principalement des

mouvements de capitaux extérieurs. La croissance du volume des actifs liquides et à court-terme a été le fait des ménages (plans d'épargne-logement). Les entreprises ont à nouveau accru leurs placements en valeurs mobilières et ainsi largement participé à l'essor du marché financier où les émissions obligataires ont dépassé 300 milliards de francs.

L'inertie de l'évolution de nos taux d'intérêt réels, plus élevés que ceux de la plupart de nos partenaires, reflète certes la prudence des autorités monétaires dans la gestion du taux de change, mais surtout la contrainte d'équilibre du marché financier, lequel joue un rôle croissant dans la conduite de la politique monétaire.

1. Les dépenses des administrations publiques

Seuls les **salaires** versés par les administrations publiques et les **prestations sociales** se prêtent à une analyse conjoncturelle : nous les détaillons ci-dessous. Pour résumer l'impact macroéconomique de la politique budgétaire, on peut noter que le **déficit des administrations publiques** qui représentait 2,8 % du produit intérieur brut total en 1984 et 3,1 % en 1983 n'en représenterait plus que 2,5 % en 1985. La croissance de la **charge de la dette publique** connaît en 1985 un freinage très marqué : nos estimations nous conduisent à 86 milliards de francs en 1985 après 84,7 milliards en 1984 et 68,5 en 1983. Ce sont les parties constituées de la dette intérieure flottante et de la dette extérieure qui se contractent, tandis que la dette intérieure perpétuelle et amortissable poursuit sa croissance. Par contre la croissance des **intérêts des collectivités locales** continuerait à un rythme très rapide (15 % environ).

1.1. Les salaires versés par les administrations publiques

Le glissement de l'indice d'ensemble des traitements bruts de la fonction publique (calculé à effectifs et à structure constants) est de 4,8 % de décembre 1984 à décembre 1985 et est donc pratiquement identique à celui des prix de détail (4,7 %).

La masse "Toutée"^{1/} (c'est-à-dire là aussi à effectifs et structure constants, mais en année budgétaire ce qui affecte à 1983 la prime de 500 F versée en mars 1984 et à 1985 une partie de la prime versée en février 1986) a augmenté en moyenne annuelle de 5,3 % et compte tenu du glissement vieillissement technicité (GVT) fixé à 0,5 %, de 5,8 % comme les prix de détail en raison d'un effet

^{1/} du nom du rapport de M. TOUTEE qui précisait les cadres de la négociation

"report"^{2/} sur 1985 des mesures prises en 1984 de 1,9 %, des trois relèvements de 1,5 % en février, juillet et novembre 1985, de la hausse rétroactive au 1er janvier 1985 de deux points d'indice majoré de février 1986 (impact 1985 : 0,6 %), et de diverses mesures catégorielles.

L'effet report de 1985 sur 1986 peut être estimé à 2,2 %, ce qui ajouté au GVT (0,5 %) donne une évolution en masse de 2,7 %, en l'absence de mesures nouvelles.

En concepts de Comptabilité nationale, la prime de 500 F versée en mars 1984 au titre de 1983 est comptabilisée sur 1984, de même la hausse rétroactive de deux points d'indice au 1er janvier 1985 le sera au titre de 1986. Compte tenu de ces deux correctifs, la masse salariale par tête de l'ensemble des administrations publiques a augmenté de 4,6 % en moyenne annuelle. La hausse des effectifs étant estimée à 0,4 % (localisée essentiellement dans les administrations publiques locales), la masse salariale des administrations publiques augmente de 5 % en 1985 contre 9,2 % en 1984.

1.2. Les prestations sociales

Les **prestations versées par les organismes de Sécurité sociale** ont augmenté de 8,3 % en moyenne annuelle 1985 contre 9,5 % en 1984, 12,1 % en 1983 et 19,8 % en 1982. En volume elles demeurent sur la tendance de 1983 (2,5 %) et de 1984 (2,2 %) avec 2,8 % en 1985. Autrement dit les prestations accompagnent la décreue de l'inflation sans la devancer.

Néanmoins, en termes de **profil infra annuel**, il convient de noter en fin d'année l'apparition d'un net freinage de la croissance des prestations nominales, freinage plus important que celui des prix : au deuxième semestre 1985, leur volume n'augmente que de 0,5 %.

Prestations sociales versées aux ménages par les circuits de Sécurité Sociale (structure 84)									
						Evolutions en %			
1982	1983	1984				1985			
MA	MA	MA	I	II		I	II	MA	
17,8	12,8	8,8	4,1	3,3	Vieillesse	(40,5 %)	4,9	5,1	9,3
18,1	11,1	10,0	4,2	5,5	Santé	(36,5 %)	5,5	0,9	8,9
20,8	8,9	6,2	3,3	4,7	Famille	(12,0 %)	1,7	0,4	4,3
36,5	17,6	14,1	6,6	7,3	Emploi	(11,0 %)	2,4	2,7	7,4
19,8	12,1	9,5	4,3	4,7	Ensemble	(100 %)	4,5	2,8	8,3
11,2	9,6	7,3	3,4	3,3	Prix de la consommation des ménages		2,7	2,2	5,5

2/ L'effet "report" est, dans le langage des négociateurs de la fonction publique l'effet d'acquis des conjoncturistes.

Au titre de la **santé**, le volume des prestations marque une reprise assez sensible : 3,4 % en moyenne annuelle 1985 contre 2,7 % en 1984. Ce mouvement annuel recouvre une forte croissance au premier semestre due à la conjoncture épidémique du début de l'année (voir chapitre 7), et un net ralentissement au second semestre. Si les entrées dans les hôpitaux se ralentissent, le prix apparent de la journée augmente nettement en raison d'une augmentation de la qualité des soins. En ce qui concerne les honoraires médicaux si 1985 a vu la poursuite de la maîtrise de leur tarification, leur volume a fortement progressé que ce soit en raison de la conjoncture épidémique déjà rappelée, de la masse 1984 anormalement faible, ou encore d'un changement de nomenclature sur les électro-cardiogrammes. Les auxiliaires médicaux comme les infirmières et les kinésithérapeutes, et les médecins, voient leurs effectifs et leur activité en libéral augmenter. Pour les laboratoires d'analyse, si le prix des examens n'a pas été modifié, leur nombre et leur complexité sont en forte hausse.

Les **prestations vieillesse** croissent en nominal plus vivement en 1985 qu'en 1984 ce qui, compte tenu du freinage de l'inflation, représente une nette accélération en volume : 3,8 % en moyenne annuelle 1985 contre 1,5 % en 1984. Les pensions de Sécurité sociale et le Minimum vieillesse ont été revalorisés tout deux de 3,4 % au 1er janvier 1985 dont 0,6 % de remise à niveau au titre de 1984, et de 2,8 % au 1er juillet 1985. Cela conduit la valeur pondérée du point de retraite pour l'ensemble des régimes à augmenter de 5,5 % en moyenne et de 5,7 % en glissement. La croissance de 9,3 % de la masse des prestations s'explique par un effet démographique de l'ordre de 3,5 %. En effet si en 1984 les personnes qui sont parties à la retraite faisaient partie de la classe creuse 1919 et à un moindre degré des classes pleines 1920 à 1924, en 1985 les retraités ne se sont recrutés que dans les classes pleines 1920 à 1925 : l'écart d'effectifs entre la classe 1919 et la classe 1920 est supérieur à 200 mille individus. De plus, les passages de la pré-retraite (comptabilisée avec les prestations emplois) à la retraite pour les 60-65 ans ont été plutôt plus rapides que prévu.

La masse des **prestations familiales** a augmenté de 4,3 % en 1985, ce qui représente une baisse de volume similaire à celle de 1984 : - 1,2 % contre - 1,1 % en 1984. Cependant en moyenne annuelle, les revalorisations de la base mensuelle de 3,4 % au 1er janvier 1985 (dont 1,4 % au titre du rattrapage de 1984) et de 2,5 % au 1er juillet 1985 ont permis à la prestation unitaire un strict maintien du pouvoir d'achat. Deux effets jouent à la baisse : d'une part l'évolution démographique conduit à une baisse du nombre des bénéficiaires ; d'autre part l'harmonisation du versement des prestations par les différentes caisses au début du mois $n + 1$ qui s'est étalé de septembre à décembre 1985 a réduit de 2,3 milliards de francs la masse des versements 1985.

Le rythme de croissance des **prestations emploi** (chômage et pré-retraites) a été quasiment divisé par deux entre 1984 et 1985, poursuivant ainsi le freinage observé en 1983 et 1984. En volume leur croissance n'est plus que de 1,9 % en 1985 contre 6,8 % en 1984. Ce mouvement résulte d'effets de structure très contrastés entre les diverses catégories de bénéficiaires.

D'une part le nombre de **chômeurs indemnisés** progresse à un rythme ralenti (voir chapitre 6) qui se retrouve dans l'évolution du régime d'assurance. Les effectifs de pré-retraités sont en légère diminution, comme leurs prestations. Enfin l'arrêt des entrées directes en **Garantie de ressources** n'est que très partiellement compensé par la croissance des pré-retraites FNE ce qui conduit à une forte chute tant des effectifs concernés que de leurs prestations.

Par contre le **régime de solidarité** connaît une explosion liée à l'effet en année pleine de la réforme 1984 des prestations versées par l'UNEDIC.

Les diverses prestations emploi			%
	Glissement Octobre 85/octobre 84		
	Effectifs	Prestations	
Régime			
Assurance	6,2	7,6	
Solidarité	45,4	64,0	
Pré-retraite	-1,7	-0,2	
Garantie de ressources	-13,7	-7,4	

Source : UNEDIC

Régime assurance : allocation de base ancienne réglementation
allocation de base nouvelle réglementation
allocation de fin de droits ancienne réglementation
allocation de fin de droits nouvelle réglementation
indemnités de formation
allocation spéciale
allocation de base exceptionnelle nouvelle réglementation

Régime solidarité : allocation d'insertion (nouvelle réglementation)
allocation forfaitaire (ancienne réglementation)
allocation de solidarité spécifique (nouvelle réglementation)
aide de secours exceptionnel (ancienne réglementation)

Pré-retraites Etat : allocation spéciale FNE
allocation contrat de solidarité démission
allocation pré-retraite progressive
allocation complémentaire

Garantie de ressources : licenciement
démission

2. Les recettes des administrations publiques

Sans une volonté affirmée de limiter les prélèvements obligatoires, ceux-ci auraient fortement augmenté en 1985 : en effet, les rentrées fiscales ont été supérieures aux prévisions (impôt sur le revenu, impôts locaux, taxe sur la valeur ajoutée), malgré l'allègement de l'impôt sur le revenu des ménages et l'abattement sur la taxe professionnelle des entreprises. Au total, les prélèvements obligatoires ont, d'après nos estimations actuelles, représenté en 1985 une part du produit intérieur brut total similaire à celle de 1984.

Prélèvements obligatoires après transferts entre administrations						% du PIB total	
	1979	1980	1981	1982	1983	1984*	1985**
Impôts	23,5	24,2	24,5	24,9	25,0	25,7	25,7
dont :							
- Etat	17,9	18,5	18,6	18,8	18,3	18,3	nd
- APUL	4,5	4,7	4,8	4,9	5,2	5,7	nd
- Sécurité Sociale	0,1	0,1	0,2	0,2	0,5	0,6	nd
Cotisations sociales	17,6	18,3	18,3	18,9	19,6	19,7	19,7
Total	41,1	42,5	42,8	43,8	44,6	45,4	45,4
* Source jusqu'à 1984 : Rapport sur les Comptes de la Nation 1984, T1, p. 79							
** Estimation pour 1985							

2.1. Les recettes fiscales

Le plus fort supplément de recettes par rapport aux prévisions provient de la **taxe sur la valeur ajoutée** dont les rentrées s'avèrent supérieures de 8,2 milliards de F au montant de la Loi de finances initiale pour 1985 et de 5,5 milliards de F à celui mentionné pour 1985 dans les Voies et moyens de la Loi de Finances pour 1986. Nette de dégrèvements, elle augmente de 8,7 % en moyenne annuelle 1985 contre 7,5 % en 1984. Cette taxe est assise, pour sa plus grande part, sur les dépenses des ménages sur le territoire. Or on assiste en 1985 à une reprise de la demande interne et plus particulièrement des produits manufacturés fortement taxés au détriment relatif des exportations détaxées. Ainsi la part de la taxe de la valeur ajoutée dans le PIB augmente-t-elle de un dixième de point entre 1984 et 1985, alors qu'elle avait baissé en 1983 et 1984.

Dans ses dispositions concernant les ménages, la loi de finances initiale supprime le prélèvement de 1 % du revenu imposable et réduit forfaitairement l'**impôt sur le revenu**. Ces mesures se caractérisent par une baisse des recettes fiscales de 12 milliards de francs au titre du 1 % et de 2,5 milliards au titre de l'impôt sur le revenu. En raison du rencement exceptionnellement élevé de l'impôt sur le revenu dû au titre de l'exercice précédent (1984) la réduction forfaitaire est plus faible que celle initialement prévue (1,2 % contre 5 %). Ces impôts au titre de 1984 ayant porté essentiellement sur le premier trimestre ont accentué le profil infra annuel induit par les allègements concentrés sur le deuxième semestre.

Contributions en points de la TVA sur les divers produits à la croissance de la TVA totale				
	1982	1983	1984	1985
TVA portant sur :				
- Agro-alimentaire	1,1	0,1	1,0	0,9
- Energie	2,7	1,6	1,5	1,8
- Manufacturés	7,5	2,5	2,0	3,1
- Services et BGCA	6,0	4,4	3,0	2,9
Ensemble	17,6	8,8	7,5	8,7

Impôts reçus par les administrations publiques								
Niveau 1984 Mds F	Part en % 1984		1984			1985		
			I	II	MA	I	II	MA
664,3	61,3	Impôts liés à la production	6,6	4,3	10,9	3,7	4,2	8,1
381,8	35,2	- TVA	4,5	2,2	7,5	4,6	5,6	8,7
152,5	14,1	- Impôts sur les produits	9,1	6,1	16,7	8,4	5,2	14,5
		dont :						
68,9		- TIPP + CNE	3,2	13,4	15,4	11,4	10,0	24,4
44,4	4,1	- Impôts sur les salaires	13,7	7,0	14,0	-12,7	-1,4	-10,3
85,6	7,9	- Autres impôts liés à la production	8,7	9,2	15,6	- 0,3	-1,6	3,3
		dont :						
59,7		- Taxe professionnelle	9,7	11,3	17,7	- 2,2	-1,4	2,3
419,0	38,7	Impôts courants sur le revenu, le patrimoine et le capital	6,0	4,2	12,3	9,3	-8,5	6,8
71,8	6,6	- Impôts sur le bénéfice des sociétés	0,4	5,9	4,4	5,7	-5,5	5,8
211,4	19,5	- Impôts sur le revenu des ménages	5,3	1,5	10,2	12,6	-20,8	1,7
117,6	10,9	- Autres impôts sur le patrimoine des ménages	6,3	8,8	15,8	6,4	10,0	16,4
		dont :						
66,8		- Taxes locales	5,5	13,7	20,5	8,2	5,6	18,4
18,2	1,7	- Impôt en capital	47,9	0,7	65,9	4,6	7,3	8,8
1083,3	100	Total recettes fiscales	6,4	4,3	11,5	5,9	0,9	7,6

Les **impôts locaux des ménages** augmentent fortement (18,4 %) en partie à cause de la méthode d'indexation des bases imposables. Entre chaque actualisation triennale (par secteur géographique et selon le type de bien) intervient chaque année une majoration forfaitaire assise principalement sur l'évolution du prix du marché locatif. L'actualisation et les majorations sont décalées de deux ans ce qui explique que les rôles locaux de 1985 dépendent de la forte inflation de 1983. Par ailleurs le rendement des impôts locaux en 1985 est, comme pour l'impôt sur le revenu, particulièrement important.

L'ensemble des **impôts directs pesant sur les ménages** qui avait crû de 17,7 % en 1983 puis de 11,9 % en 1984 ne progresse que de 6,2 % en 1985, comme le revenu disponible brut. Ainsi la pression fiscale directe sur les ménages et entrepreneurs individuels (rapport des impôts directs au revenu disponible brut avec impôts) stagne-t-elle à 8,8 %.

La **fiscalité des entreprises** fait l'objet d'un certain nombre d'aménagements en 1985. En premier lieu le plafonnement de la **taxe professionnelle** et l'abattement de 10 % de son montant se traduisent par un allègement de 8 milliards au profit des entreprises. Ainsi les recouvrements nets de dégrèvements qui avaient progressé de 17,7 % en 1984 n'augmentent que de 2,3 % en 1985. Par ailleurs la défiscalisation de la taxe d'apprentissage et de la participation des employeurs à la formation professionnelle diminuent les recettes fiscales de 2 milliards et contribuent à une moindre progression de l'ensemble des **impôts sur les salaires** payés par les entreprises non financières (4,8 % contre 19 % en 1984).

En revanche les diverses **taxes sur l'énergie** regroupées depuis 1985 dans la TIPP, augmentent très fortement (24,4 %). A l'indexation des tarifs et à l'effet en année pleine des mesures prises en 1984 (taxes au profit de la Caisse Nationale de l'Energie) s'ajoutent plusieurs majorations qui contribuent à l'augmentation sensible de la part de la fiscalité dans le prix des carburants.

Au total 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 s'établit en 1985 à 9,5 %.

Le rendement de l'**impôt sur le bénéfice des sociétés** constitue une des mauvaises surprises de l'année 1985. Il est en effet inférieur de 6,2 milliards de francs aux prévisions de la Loi de finances initiale pour 1985. Les recouvrements du premier semestre constitués pour une large part de la régularisation des acomptes versés l'année précédente et du solde à payer ont conforté l'optimisme de la Loi de finances, en revanche ceux du second semestre simplement calculés sur l'impôt dû en 1984 se sont révélés nettement plus faibles que prévu. Au total l'impôt sur le bénéfice des sociétés n'augmente en 1985 que de 5,8 %.

2.2. Les cotisations sociales

Le **total des cotisations sociales effectives reçues par les APU** s'élève à 908,4 milliards de francs en 1985, soit un taux de croissance annuel moyen de 7,1 % de 1984 à 1985. Bien que supérieur à l'évolution des prix (+ 5,8 %) et de la masse salariale reçue par les ménages (+ 4,6 %), il marque une décélération par rapport aux années 1984 (+ 10,4) et 1983 (+ 13,4).

Le total des cotisations reçues par les APU, recouvre des catégories aux évolutions contrastées.

. Les **cotisations des non salariés** ne progressent que de 4,3 % en moyenne annuelle, en raison de la forte baisse du troisième trimestre, liée à des régularisations effectuées au titre de l'assurance personnelle.

. Les **cotisations employeurs et salariés** ont progressé respectivement de 7,6 % et de 6,9 %. Les deux faits majeurs de 1985 sont d'une part la très nette décélération des cotisations salariés, et d'autre part la progression des cotisations employeurs à un rythme sensiblement identique à celui de 1984.

Cotisations sociales effectives reçues par les APU			
	Niveau 85 Mds de F	Structure en %	MA 85/84
Cotisations employeurs	591,9	65,1	7,6
Cotisations salariés	253,3	27,9	6,9
Cotisations non salariés	63,2	7,0	4,3
Total reçu APU	908,4	100	7,1

Evolution des cotisations à la charge des employeurs et des salariés			
	1983	1984	1985
1/ Cotisations employeurs ..	12,9	8,2	7,6
2/ Cotisations salariés	14,6	16,3	6,9
(1) + (2)	13,4	10,5	7,4
Masse salariale reçue par les ménages résidents	9,5	6,3	4,6
Evolution des prix (295 postes)	9,5	7,4	5,8

Il est possible d'isoler quatre principaux facteurs qui influencent l'évolution des cotisations sociales :

- l'évolution de la masse salariale,
- le partage de cette masse salariale en masse sous plafond et au-dessus du plafond, fonction du relèvement du plafond,
- les changements des taux de cotisations,
- les modifications dans les formes et les rythmes de perception des cotisations.

Nous avons donc procédé en cinq étapes pour dégager les effets de chacun des facteurs sur l'évolution des cotisations sociales reçues par les APU.

1ère étape : Nous avons considéré qu'aucune mesure n'avait été prise en 1985 (modifications des taux ou du plafond). L'évolution des cotisations ne dépend dans ce cas que de la croissance de la masse salariale en 1985 et des effets des mesures prises en 1984.

2ème étape : Nous avons fait évoluer le plafond au même rythme que le taux de salaire moyen apparent. L'effet ainsi retracé recouvre celui d'une croissance des cotisations parallèle à celle de la masse salariale.

3ème étape : Nous avons introduit les modifications de plafond intervenues durant l'année 1985. 8,730 F mensuel au 1er janvier 1985 et 9,060 F au 1er juillet 85. Elle représentent une croissance en moyenne annuelle de 7,2 %.

4ème étape : Nous avons pris en compte les changements de taux de cotisations de l'année 1985, changements qui concernent les seules cotisations conventionnelles (retraites complémentaires, UNEDIC).

Pour les salariés : + 0,20 d'augmentation du taux de cotisation de l'ASSEDIC au 1er juillet 1985,
+ 2,06 d'augmentation du taux de cotisation de l'AGIRC (TRANCHE B) au 1er juillet 1985,
+ 0,19 d'augmentation du taux de cotisation de l'ASSEDIC au 1er novembre 1985.

Pour les employeurs : + 2,06 d'augmentation du taux de cotisation de l'AGIRC (TRANCHE B) au 1er juillet 1985,
+ 0,19 d'augmentation du taux de cotisation de l'ASSEDIC au 1er novembre 1985.

5ème étape : Nous avons comparé les évolutions théoriques issues des calculs précédents et les évolutions des encaissements retracées par les comptes trimestriels, afin d'apprécier l'écart qui peut être la conséquence, certes des différences de méthodes et des incertitudes qui pèsent sur les estimations de la masse salariale, mais aussi des décalages entre les cotisations dûes et les cotisations encaissées et des mesures de trésorerie prises au début 1985 (suppression du décalage de paiement, computation des effectifs).

Remarquons que, pour des raisons méthodologiques, nous avons utilisé comme indicateurs des cotisations reçues par les APU, les cotisations versées par les salariés et les SQS-EI.

Décomposition du taux de croissance des cotisations sociales		
	Cotisations salariés versées par les ménages*	Cotisations employeurs versées par les SQS-EI*
1/ Hors mesures 1985	4,20	3,20
2/ Avec évolution du plafond au rythme du taux de salaire	1,00	1,40
3/ Avec évolution du plafond 1985	0,50	0,50
4/ Avec le relèvement des taux	1,40	0,20
5/ Ecart-calcul technique Evolution des encaissements	-	2,40
	7,1	7,70
*Ces séries de cotisations versées par les ménages ou par les SQS-EI ont été préférées à celles reçues par les APU pour des raisons techniques ; elles en diffèrent légèrement.		

Malgré ses limites, cet exercice permet d'explicitier l'évolution des cotisations :

- les mesures de relèvement du plafond, à un rythme supérieur de celui du taux de salaire, ont un effet positif de 0,5 point. En effet toute revalorisation du plafond tend à augmenter relativement la masse salariale sous plafond sur laquelle les taux de cotisations sont plus élevés (vieillesse pour les salariés, allocations familiales pour les employeurs...)

- les modifications de taux intervenues en 1985, affectent peu les cotisations employeurs, elles représentent par contre 1,4 point pour les salariés. Pour ces derniers, cet effet est de loin le plus important.

- au vu du calcul théorique les cotisations employeurs n'auraient dû croître que de 5,3 % ; en fait on estime à 7,7 cette croissance. Ces 2,4 points d'écart représentent 11,5 milliards de francs. Cet écart est imputable en partie aux mesures de trésorerie prises en début d'année qui ont pu être estimé à 6 ou 7 milliards. Les 4 ou 5 milliards d'écart qui ne sont pas expliqués sont à rapprocher, des raisons évoquées ci-dessus (méthodes, incertitudes dans les estimations, accélération spontanée des versements des entreprises, etc).

3. Le contexte monétaire et financier

3.1. L'expansion monétaire et le financement de l'économie

L'**objectif monétaire** pour 1985 fixait à l'agrégat monétaire M2R une norme de progression comprise entre 4 et 6 % en moyenne mobile centrée sur décembre^{1/}. Bien que les statistiques disponibles s'interrompent à fin octobre, un dépassement de l'ordre de 1,5 point, soit environ 40 milliards de F, est désormais prévisible.

Du point de vue de la **demande de monnaie**, le dépassement résulte à la fois de la croissance des disponibilités monétaires M1R,^{2/} soit sa composante la plus

1/C'est à dire novembre + décembre 1985 + janvier 1986 comparé à la même période de l'année précédente.

2/ L'indice expansive de M1R, ici appréciée à fin octobre, pourrait toutefois être moins sensible sur l'ensemble de l'année, en raison des fortes fluctuations de cet agrégat.

liquide, et surtout de celle des plans d'épargne-logement, qui en est l'élément le plus stable. De fait, l'expansion s'est accélérée aux premier et troisième trimestres, lorsque le marché financier était mal orienté, et s'est ralentie au deuxième et quatrième trimestres marqués par une forte reprise des émissions obligataires. On peut estimer en outre que les plans d'épargne-logement n'ont pas leur place dans un agrégat monétaire où ne figurent pas d'autres actifs liquides (livrets A, liquidités gérées par les OPCVM etc). La réforce des agrégats rentrant en vigueur en 1986 corrige largement ces imperfections (cf. encadré de la note de conjoncture de décembre). Il reste que le contrôle de la liquidité par le biais d'un agrégat-support aussi hétérogène et étroit que M2R n'apparaît plus guère significatif.

Du côté des **contreparties**, le dépassement de l'objectif est intégralement imputable à **l'extérieur** pour lequel une hypothèse de neutralité avait été initialement posée, dans le prolongement de 1984. La création monétaire à ce titre pourrait dépasser 40 milliards de francs ; l'amélioration de la balance des transactions courantes, (excédentaire de 3 milliards de francs) et la réduction du solde négatif des mouvements de capitaux non monétaires n'a en effet été que partiellement compensée par l'activation, à l'initiative du Trésor, des remboursements sur emprunts extérieurs des agents non financiers. Cette croissance traduit surtout l'incidence des mouvements de capitaux à court terme et de la variation des cours de change contre francs (flottement) ; cette dernière explique à elle seule la moitié de la variation de l'extérieur 1/ dont l'incidence expansive apparaît encore plus forte si l'on considère la variation de plus de 10 milliards de francs des avances en devises retracée dans le crédit interne net.

La variation du **crédit interne net** (+ 4,2 % en taux annuel) a donc eu une incidence restrictive. La progression des **créances sur le Trésor Public** pourrait atteindre environ 15 milliards de francs (contre 18,7 milliards de francs en 84) soit moins que l'objectif : 30 milliards de francs, à la faveur d'un besoin de financement de l'Etat en fin de compte limité à 155 milliards et d'un recours important au marché obligataire. Ce chiffre n'inclut cependant pas l'accroissement de 15 milliards de francs de l'encours du Trésor détenu par les SICAV.

La croissance des **créances sur l'économie** apparaît encore relativement forte à fin octobre (+ 10,0 % en taux annuel). D'après les informations partielles disponibles, la progression des crédits aux ménages semble avoir été rapide au premier semestre 2/ ; elle correspond à une hausse exceptionnelle de la consommation en début d'année et à l'accélération de la distribution des prêts conventionnés. Elle traduit également un comportement actif d'offre de la part des banques désireuses de maintenir leurs encours dans un contexte de ralentissement de la demande de financement externe des entreprises. Ce phénomène a d'ailleurs

1/ Ce flottement n'opère en réalité qu'un transfert entre contreparties : au gonflement de l'**extérieur** (du fait de la modification de la valeur en francs des créances et dettes en devises) et des **créances sur le Trésor Public** (lié à la prise en charge par le Fonds de stabilisation des changes des moins-values sur les réserves publiques de change, correspond une contraction des **créances sur l'économie** (pour sa part en devises) et des **divers** (retrayant l'évolution des comptes des banques en devises).

2/ L'adaptation au nouveau système de régulation du crédit au début de 1985 impliquait une relative souplesse que les banques ont mis à profit pour se constituer des encours de référence assez élevés, et a donné lieu à l'octroi de dérogations. La forte croissance des crédits au cours du premier semestre a conduit les autorités à réduire de 100 à 98,5 % l'encours de référence des créances nettes assujetties à réserve, les dérogations étant progressivement récupérées en cours d'exercice.

diversement affecté les entreprises ; très marqué dans le BTP et l'industrie, particulièrement dans le secteur nationalisé, il n'a guère touché le commerce et l'agriculture. Globalement, le freinage de la distribution de crédit n'apparaît pas à la mesure de la réduction des besoins de financement ce qui suggère que les sociétés ont, comme en 1984, plutôt arbitré en faveur du développement de leurs actifs financiers que d'une contraction rapide de leur endettement.

Toutefois, l'impact de cette vive progression des créances sur l'économie a été largement neutralisée par le développement des ressources stables des banques (près de 100 milliards de francs à fin octobre), qui fait une fois encore ressortir l'importance du marché financier dans le pilotage de la masse monétaire. On observe toutefois que l'interdépendance entre les contreparties n'a pas joué en 1985 alors que l'apport de financements externes aurait en principe dû entraîner une moindre progression du crédit interne brut ; il est vrai que l'accélération de la distribution de crédit est localisée au premier semestre alors que l'incidence de l'extérieur ne se fait pleinement ressentir qu'à partir du milieu de l'année.

3.2. Les liquidités et le marché financier

Entre 1984 et 1985, le **taux d'épargne financière des ménages** fléchit de 4,9 % à 3,8 % selon les comptes nationaux trimestriels, la baisse étant imputable au 1er semestre. L'amélioration de la situation financière des sociétés, dont le taux d'investissement est resté quasiment stable, favorise la croissance de leurs placements en valeurs mobilières et donc l'essor du marché financier, auquel les ménages ont de nouveau largement contribué. La croissance des liquidités en termes réels est quant à elle strictement liée à la composante détenue par les particuliers.

Evolution des liquidités			
	Variations en %		Encours à fin octobre 1985 CVS
	1984	1985 1/	
Disponibilités monétaires M1R	9,5	8,4	1.033
Ensemble des liquidités M3R	8,0	6,6	2.980
dont :			
- placements à vue 2/	8,3	4,6 3/	1.136 3/
- bons et dépôts à terme	2,4	-2,7 3/	570 3/
- épargne contractuelle 4/	16,7	28,3	222
M3R ménages	8,3	7,1	2.475
Placements dans les Caisses d'épargne	8,1	5,5	884
M3R- Epargne contractuelle	7,4	5,2	2.758
1/ Variation en taux annuel, de la moyenne trimestrielle centrée sur décembre 1984 et septembre 1985. 2/ Livrets ordinaires, livrets A, livrets bleus, CODEVI, LEP, CEL. 3/ Statistiques portant sur la fin septembre. 4/ Plans d'Epargne-logement pour plus de 99 % du total.			

Les hausses du volume des encaisses M3R (+ 1,8 %) et M3R ménages (+ 2,3 %) sont plus fortes qu'en 1984 (respectivement + 1,2 % et + 1,5 %). La croissance marquée des disponibilités monétaires M1R apparaît à première vue surprenante dans un contexte de taux d'intérêt réels élevés et d'innovation financière. En réalité, l'évolution erratique de cet agrégat au mois le mois reflète d'assez près les ruptures dans le calendrier des émissions obligataires et les décalages entre règlements et souscriptions, voire l'attentisme des investisseurs en certaines périodes. Les fluctuations de M1R traduisent ainsi sa fonction de sas entre les placements liquides et le marché obligataire, où les fonds en attente d'emplois ne font que transiter. De fait, sa croissance appréciée en moyenne annuelle se limite à environ 6 % ce qui correspond à une légère hausse du ratio $\frac{\text{vitesse-revenu PIB}}{\text{M1R}}$.

La part relative des dépôts à termes et bons de caisse s'est à nouveau réduite sous l'effet de la concurrence des SICAV court terme et FCP court terme. La progression des livrets d'épargne populaire (LEP) et des comptes pour le développement industriel (CODEVI), très forte au cours des années 1983 et 1984 qui correspondaient à leur phase de démarrage, a été en 1985 voisine de celle de l'ensemble des liquidités.

Apparaît surtout remarquable la forte croissance de l'encours des plans d'épargne-logement, déjà amorcée en 1984, qui à elle seule représente 1 point de la variation de l'ensemble de M3R. Exonéré d'impôts, bien rémunéré (+8,25 % en moyenne sur 1985), ouvrant droit à l'échéance à un crédit à taux réduit désormais utilisable pour financer une résidence secondaire, ce type de placement paraît aussi bénéficier d'un regain d'intérêt des ménages en faveur de l'investissement en logement.

Cependant, l'évolution dans la répartition des actifs nouveaux a, comme les années précédentes, favorisé les placements sur le **marché financier**. Ce dernier a traversé en 1985 plusieurs phases contrastées, non sans incidence d'ailleurs sur le rythme de l'expansion monétaire. Ainsi, les incertitudes sur l'évolution des taux nominaux, les déséquilibres passagers entre l'offre et la demande de titres, ou même l'impact de l'annonce des réformes portant sur l'ouverture du marché monétaire et la création de titres substituables (certificats de dépôts, bons du Trésor négociables, billets de trésorerie) 1/ se lisent dans les fluctuations trimestrielles des **émissions obligataires**.

Emissions brutes d'obligation *					
	Trimestres				Total
	1	2	3	4	
1984	83,0	52,3	65,0	49,6	249,0
1985	77,3	95,7	58,0	85,2	316,2
Variation en %	-6,8	+83,0	-10,8	71,7	27,0
*y.c. titres participatifs Source : Crédit Lyonnais					

1/ L'impact de ces réformes peut être estimé à environ 8 milliards de francs en 1985 correspondant au montant de certificats de dépôts détenu en fin d'année par des agents non financiers.

Si le volume des émissions brutes a crû au même rythme qu'en 1984, il convient de souligner la progression encore plus marquée des émissions nettes des amortissements et des intérêts (+ 63 %), qui semble marquer une rupture de la tendance, observée les années précédentes, vers un marché de plus en plus "auto-alimenté" et caractérisé par un relatif tarissement de l'épargne nouvelle collectée. Ce phénomène frappe d'autant plus que la part des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) dans l'ensemble des souscriptions obligataires s'est, selon une enquête du Crédit Lyonnais portant sur le premier semestre 1985, légèrement contractée (de 32,4 % en 1984 à 28,3 %) 1/. Or l'intermédiation croissante de ces organismes avait jusqu'à présent été jugée comme un facteur très favorable au réemploi des flux de remboursement. Cependant d'autres facteurs ont joué en faveur d'une forte progression de la collecte nette : ainsi la part des ménages dans le total des souscriptions s'est stabilisée à 23 % après avoir sensiblement diminué en 1983 et 1984. Ceci doit être rapproché de la reprise des emprunts à taux fixe qui ont la préférence des particuliers. En outre, l'apport des compagnies d'assurance et de l'étranger s'est développé. Enfin, à la faveur d'un échéancier assez favorable, la masse des coupons et des amortissements n'a progressé que de 25 milliards de francs (+ 14,7 %) en 1985.

La croissance des actifs opérés par les OPCVM est en moyenne restée très soutenue en 1985, mais elle s'est pour l'essentiel localisée au premier semestre ; l'actif net des SICAV court-terme se serait même légèrement contracté au quatrième trimestre.

Evolution des actifs des OPCVM				
	Fin décembre 1984	Fin juin 1985	Fin décembre 1985	Variation annuelle en %
Ensemble des SICAV	300	389	452	51 %
SICAV court terme	131	188	208	59 %
Fonds communs de placement	138	173	n.d	-
FCP court terme	65	83	90	38 %
Source : TGF				

Il semble que les sociétés ont cette année davantage contribué que les ménages à cette croissance : elle a ainsi été relativement plus forte chez les organismes de court-terme, surtout prisés par les trésoriers d'entreprise : elle a correspondu à un recul marqué de l'épargne des ménages au premier semestre. Enfin, ces derniers ont, comme il a été souligné plus haut, fortement accru leurs souscriptions directes en obligations à taux fixes.

Plus encore qu'en 1983 et 1984, le dispositif de régulation du crédit a puissamment stimulé l'offre de titres des institutions de crédit bancaire incitées à développer leurs ressources stables. Leur part dans le total des émissions brutes

1/ Au cours de 1985, les OPCVM ont consacré une part croissante de leurs ressources aux emplois liquides, rémérés ou bons du Trésor. Depuis décembre 1984, le coefficient minimum d'emploi en valeurs mobilières cotées dans l'actif brut des SICAV court-terme a été ramené de 75 % à 60 %.

est ainsi passée de 29 % à près de 33 %. En contrepartie, les parts relatives de l'Etat et des Grandes Entreprises Nationales se sont sensiblement contractées, les dernières ayant réduit de 24 % le montant de leurs émissions.

Répartition des différents émetteurs sur le marché obligataire						
	1983		1984		1985	
	Emissions brutes d'obligation	Part en %	Emissions brutes d'obligation	Part en %	Emissions brutes d'obligation	Part en %
Administrations publiques	62	31	100	40	114	36
dont :						
Etat	51	26	90	36	104	33
Institutions financières	99	50	118	47	159	50
dont :						
IF bancaires	60	30	73	29	104	33
Sociétés non financières	35	18	31	13	38	12
dont :						
GEN	22	11	17	7	13	4
Etranger	2	1	1	-	5	2
Total	198	100	249	100	316	100
Source : Crédit Lyonnais						

3.3. La politique des taux d'intérêt

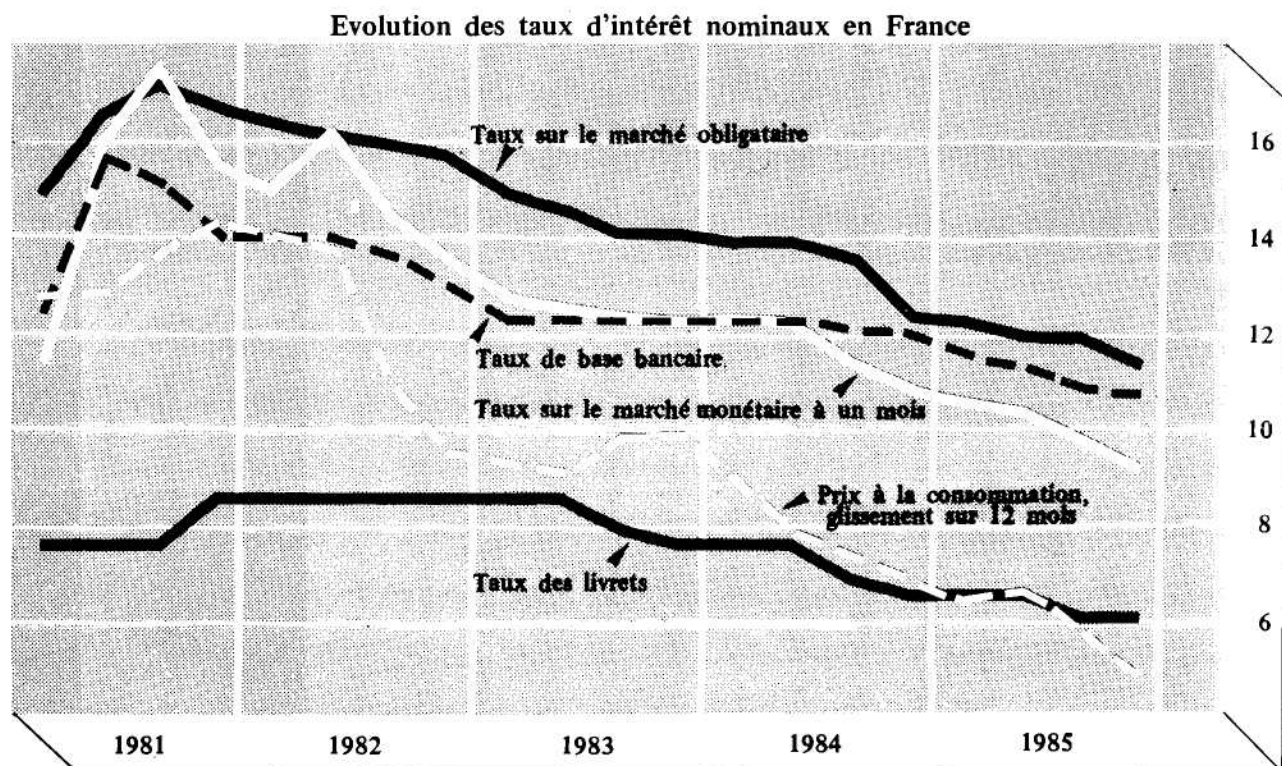
Entre décembre 1984 et décembre 1985, le fléchissement des taux nominaux sur le marché monétaire (TMM) a été de 1,8 point, le repli des rendements sur le marché obligataire (TMO), comme du taux de base bancaire (TBB) s'étant limité à 1,4 point. Cependant les taux réels apparents (déflateur : prix du PIB marchand) ont dans le même temps continué de progresser, pour atteindre, en moyenne annuelle, près de 4 % sur le marché monétaire, 5,5 % sur le marché obligataire et 4,8 % pour le T.B.B. la France se trouve ainsi parmi les pays de l'OCDE où les taux réels sont les plus élevés. On notera en particulier que la réduction de l'écart entre les taux nominaux français et allemands à court terme a été en un an inférieure à 1 point, alors que l'écart d'inflation (en glissement) a diminué de 1,8 point. Les opérateurs sur les marchés des changes s'intéressent certes en priorité aux écarts de taux nominaux ; ce phénomène n'en illustre pas moins la prudence des autorités monétaires dans la gestion du taux de change, la position du franc en tête du S.M.E. n'ayant du reste été remise en question qu'à la fin décembre, en liaison avec l'accélération de la baisse du cours du dollar au quatrième trimestre.

L'inertie des taux réels semble en réalité davantage obéir à des facteurs structurels ; elle reflète le rôle croissant dévolu depuis 1980 au marché des capitaux dans la conduite de la politique monétaire, afin de réduire le financement monétaire des déficits publics tout en incitant les banques à accroître leurs ressources stables. Il en résulte depuis lors une demande croissante de capitaux longs et une pression à la hausse des taux obligataires, lesquels sont depuis 1982 restés constamment au-dessus des taux du marché monétaire. Le développement équilibré du marché obligataire compatible avec l'objectif monétaire im-

plique en effet une baisse très graduelle des taux qui permette la valorisation des actifs et la bonne tenue du marché secondaire tout en assurant un écart de rémunération suffisamment attractif vis-à-vis des taux à court terme ^{1/}. L'équilibre entre l'offre et le demande demeure cependant précaire comme en témoignent les tensions apparues à la fin de 1984 ou au troisième trimestre de 1985 ; ainsi l'écart entre taux à court et à long terme s'est élargi de 0,9 point en 1985. La rigidité des conditions débitrices et notamment du T.B.B., qui s'est écarté du T.M.M. à mi-1984 et ne suit depuis son évolution qu'avec retard, est caractéristique d'un comportement de marge des banques et, sans doute aussi de l'accroissement de la part des ressources obligataires dans leurs passifs.

Le rôle du T.M.M. peut paraître en fin de compte un peu secondaire dans la politique de taux ; il est peu utilisé dans la défense du taux de change, contraint à la fois par le butoir du TMO et par la politique consistant depuis 1983 à subordonner son repli à celui de l'inflation ; il conserve cependant un rôle prépondérant dans la formation des anticipations et les arbitrages entre placements à court et long terme, particulièrement dans une période où s'estompent progressivement les cloisons entre les différents marchés de l'argent.

La baisse sensible (3/8 de point) des taux d'intervention décidée en novembre a été pour moitié neutralisée par le quasi-doublement des réserves obligataires sur les dépôts. Si cette mesure revient à déconnecter encore plus l'évolution du TBB de celle du TMM, elle préfigure surtout la politique de taux plus active que les autorités souhaitent mettre en oeuvre dans les années à venir. La contraction des enveloppes de prêts bonifiés et le ralentissement, voir la disparition de procédures privilégiées, l'écart avec les taux du marché ayant parfois complètement disparu (crédits à l'exportation) doivent aussi être resitués dans ce contexte.



^{1/} Le niveau très élevé de la rémunération nette réelle des placements exonérés (livrets A, PEL, CODEVI, LEP) semble contradictoire avec cette politique, même si il obéit à d'autres contraintes.

