

Après avoir tendu à se ralentir sous l'effet de la politique de modération de la demande mise en oeuvre depuis la fin de 1972, les dépenses des ménages ont connu à la fin de 1973 une brusque reprise, liée à l'annonce de fortes hausses de prix affectant la rémunération réelle de l'épargne. Si l'éventualité d'une nouvelle poussée de la consommation ne peut être totalement écartée, la demande des ménages a cependant retrouvé depuis avril un niveau plus normal.

La demande des entreprises reste forte, quoique moins vive qu'à fin 1973. Ceci est vrai surtout de la demande interindustrielle que le niveau élevé d'activité, les difficultés d'approvisionnement et les fortes hausses de prix avaient attisées. L'investissement productif des entreprises avait très vivement progressé en 1969 ; depuis sa croissance est parallèle à celle de l'activité et correspond donc à un maintien d'un taux d'investissement très élevé ; il n'a pas été remis en cause par les conséquences de la crise pétrolière.

1 - LA POLITIQUE DE REGULATION DE LA DEMANDE

Cette partie de la note de conjoncture analyse les aspects budgétaire et monétaire de la politique économique telle qu'elle était orientée par les programmes de lutte contre l'inflation de décembre 1973 et mars 1974. Elle ne reprend donc qu'accessoirement les mesures du 12 juin dernier, qui sont évoquées plus complètement dans le chapitre "Perspectives et Conclusion.

A) LA POLITIQUE BUDGETAIRE

L'exécution du budget au cours des premiers mois de 1974 s'inscrit dans la ligne de la gestion des finances publiques des deux années précédentes, dont on rappelle les caractéristiques essentielles : solde d'exécution positif, désendettement du Trésor et souci d'une progression des masses budgétaires parallèle à celle de la production intérieure. Elle reflète également la mise en oeuvre des mesures de régulation conjoncturelles arrêtées à la fin de 1973.

a) De fortes recettes ...

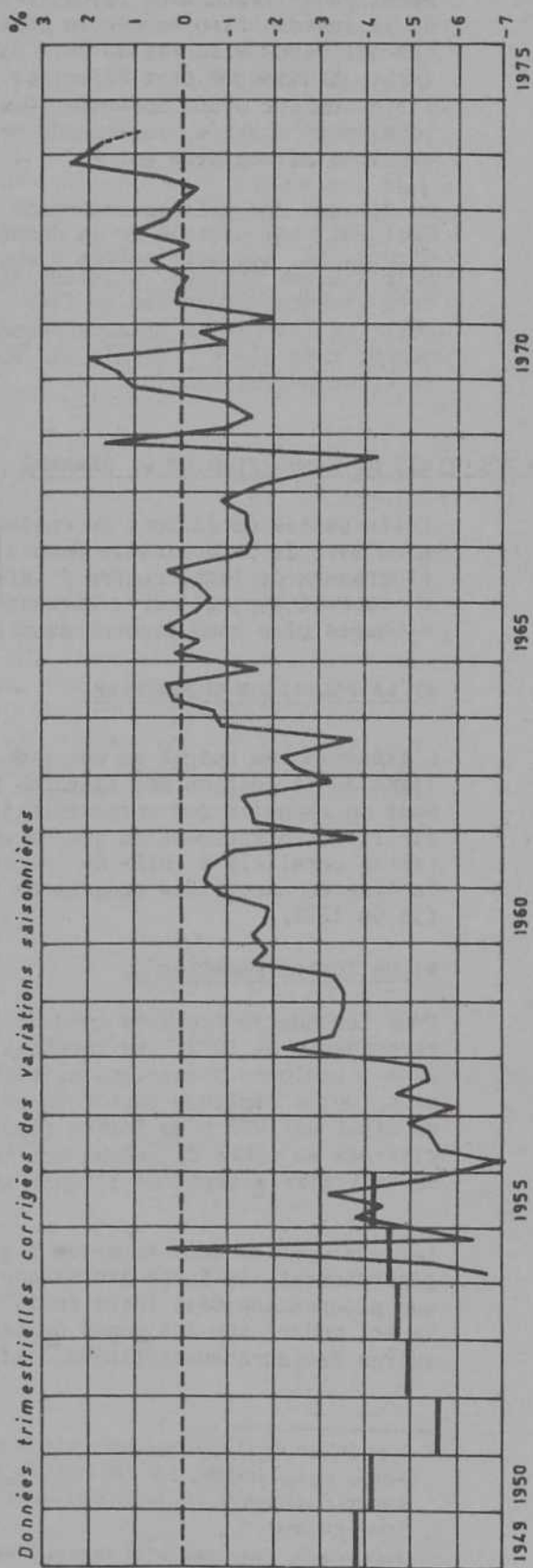
Pour les quatre premiers mois de l'année, et par rapport à la période correspondante de 1973, les recettes du budget général progressent de plus de 25 % ; quelques précisions suivent sur les causes de ce sensible accroissement, qui s'explique toutefois en partie par le niveau modéré des recettes du début de 1973 ; de fortes fluctuations avaient, en revanche, été enregistrées au cours du second semestre, en raison notamment de l'avancement du quatrième acompte de l'impôt sur les sociétés.

Le versement de deux acomptes à quelques semaines d'intervalle, et plus généralement, la forte croissance (1) de l'impôt en 1973 : 18,9 %, après une progression déjà forte en 1971 : 12,3 %, n'avaient eu cependant qu'un impact modéré sur l'aisance de trésorerie des entreprises, en regard des autres facteurs susceptibles d'affecter celle-ci : c'est ce que montre

(1) L'évolution de l'impôt sur les sociétés n'est évidemment pas indépendante des résultats obtenus, en particulier, par les sociétés privées non financières l'année précédente ; les caractéristiques de cet impôt expliquent toutefois que ce lien n'apparaisse pas toujours très nettement.

A ce propos, rappelons qu'en mars une imposition annuelle forfaitaire déductible de 1000 F. a été instaurée, destinée à assurer une contribution des sociétés déficitaires ou faiblement bénéficiaires aux dépenses de la collectivité ; d'autre part, 1974 voit un début de prise en compte (à raison de 10 %) par les sociétés du coût financier de la participation.

SOLDE D'EXECUTION DE LA LOI DE FINANCES, RAPPORTE AU MONTANT DE LA PRODUCTION INTERIEURE BRUTE



l'enquête de conjoncture sur la situation de trésorerie des entreprises réalisée par l'I.N.S.E.E. en décembre.

Quatre mois après cet effort de trésorerie, les sociétés ont eu à acquitter, en février, un acompte avancé et majoré ; la majoration peut s'évaluer à 2,6 milliards de francs. Cet acompte devait s'imputer sur un montant global de l'impôt dont le montant annuel prévu était déjà à nouveau en progression sensible (29 % par rapport à 1973) ; dans ces modalités, l'impôt sur les sociétés devait représenter 12,2 % des recettes fiscales en 1974, contre 10,8 % deux ans auparavant (1).

Pour les impôts perçus par voie de rôle, à savoir pour l'essentiel l'impôt sur le revenu des personnes physiques, les fortes rentrées de la fin 1973 ont été prolongées au premier trimestre en raison de la majoration du premier tiers - qui est responsable d'une ponction supplémentaire de 1,9 milliard sur les revenus (2) dont on examine par ailleurs dans la note la répercussion sur les emplois des ménages -.

Le contraste avec la situation un an auparavant apparaissait surtout en fin d'année, puisque le début de 1973 avait enregistré de forts recouvrements au titre de l'impôt de l'année précédente.

Quant à la taxe sur la valeur ajoutée, elle démontre une nouvelle fois sa remarquable élasticité en accompagnant en ce début d'année 1974 le fort développement de l'activité en valeur ; une progression exceptionnelle (et tendanciellement fort supérieure au rythme constaté sur les deux années 1971/1972) a succédé depuis de nombreux mois à la relative stagnation consécutive aux mesures de début 1973 (3). La part grandissante (26,1 % en 1972, 26,7 % en 1973 et près de 28,5 % sur le début de 1974), qu'y représente la T.V.A. perçue à l'importation reflète l'évolution récente du commerce extérieur français. Le maintien du recouvrement au niveau moyen de ce début d'année conduirait à un total annuel de 124 milliards. Cependant il s'agit des recettes brutes de T.V.A. ; en raison de l'accroissement sensible des remboursements opérés sur la T.V.A., qui sont inscrits en dépenses dans le budget de l'Etat, les plus-values nettes se situent à un niveau moins élevé que ne le laisse supposer la progression des recettes brutes.

b) ... et un rythme de progression modérée des dépenses

Du côté des dépenses, dont on rappelle que l'évolution en 1973 avait consisté en un fort premier semestre suivi d'un net ralentissement au second, une certaine stabilisation semble caractériser ce début d'année, à un niveau plutôt élevé (+ 11,6 % par rapport aux quatre premiers mois, forts, de 1973).

Dans le cadre des mesures de lutte contre l'inflation prises début décembre, le rythme des engagements des dépenses d'équipement de l'Etat (hormis les dépenses prioritaires, telles les constructions scolaires et les primes à la construction) devait être de 12 % au premier trimestre et de 22 % au second.

Le ralentissement du rythme de passation des commandes publiques pendant le premier semestre ne peut guère évidemment encore se traduire dans les évolutions de dépenses, où l'on constate cependant, pour les dépenses civiles en capital (si l'on en excepte la forte subvention versée aux

(1) Il convient de rappeler que la part qui correspond à l'impôt versé par la Banque de France n'est pas négligeable : elle s'établira à près de 15 % en 1974.

(2) Bien qu'il ait été majoré, et contrairement à ce que l'on pouvait en attendre, le recouvrement de l'acompte provisionnel de février a été effectué plus rapidement qu'à l'accoutumée.

(3) Du fait des modifications de taux, le "taux normal" n'aura ainsi plus représenté en 1973 que 61,7 % des recouvrements T.V.A. contre 66 % en 1972.

H.L.M. locatives), un déroulement plus lent que pour les années précédentes. La même remarque vaut également d'ailleurs pour les dépenses civiles ordinaires. (1)

Pour ce qui est de la répercussion des emplois budgétaires sur l'activité économique du pays, c'est plutôt, on le sait, à partir des engagements (dont la procédure déconcentrée ne facilite pas le recensement rapide) qu'il conviendrait de l'apprécier ; pour conclure, on peut toutefois examiner de façon plus globale les caractéristiques de la dépense des administrations françaises en 1974, telles qu'elles apparaissent en fin mai : accentuation de l'écart entre rythmes de croissance des cotisations sociales d'une part, des impôts d'autre part ; progression soutenue des salaires (et cotisations sociales) et des investissements, mais relatif freinage du rythme de croissance des transferts.

c) ... contribuent au plan de désinflation poursuivi :

Le solde d'exécution des lois de Finances, qui traduit en quelque sorte l'écart existant entre les ressources prélevées sur l'économie et les dépenses effectuées, avait atteint au quatrième trimestre 1974 un excédent élevé, puisqu'il représentait 2,4 % de la valeur de la PIB du trimestre, reflétant un effet restrictif très net de l'action budgétaire sur l'équilibre général des ressources et des emplois en valeur de l'économie: Au premier trimestre 1974, sous l'effet notamment de la forte progression des recettes en février, l'excédent reste élevé : 1,7 % de la valeur de la P.I.B. Depuis, bien que l'avancement des recettes fiscales qui avait été envisagé n'ait pu être effectué, il semble que l'exécution des lois des Finances est restée équilibrée, l'accélération des avances aux collectivités locales étant compensée par les fortes rentrées de T.V.A. et le solde de liquidation de l'impôt sur les sociétés.

Son fort désendettement auprès du système bancaire depuis deux ans (près de 18,5 milliards sur 1972-1973) n'a pas gêné le Trésor, comme en témoignent la tenue de son compte courant à la Banque de France et l'absence depuis plus de six mois d'adjudication de bons.

Aussi, bien que la majoration qui avait été envisagée des deuxièmes acomptes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et de l'impôt sur les sociétés n'ait pu être votée par le Parlement, les finances publiques gardent depuis l'automne 1973 un rôle nettement modérateur.

B) LA POLITIQUE MONETAIRE

Depuis septembre 1973 les autorités monétaires ont eu pour objectif essentiel la mise en oeuvre d'une politique adaptée à une situation économique qui s'est caractérisée par la persistance des tensions inflationnistes, le maintien d'un niveau d'activité relativement élevé, et dès janvier 1974 une dégradation sensible du commerce extérieur. A cette fin l'action menée depuis le début de l'année 1973 pour modérer l'expansion des crédits a été poursuivie, la rémunération de l'épargne liquide a été quelque peu aménagée ; d'autres dispositions encore ont été plus spécifiquement dictées par la prise en compte de l'environnement international.

Après avoir analysé succinctement les principales mesures prises, on s'attachera à souligner les conséquences qui en ont découlé au plan de la formation des liquidités en mettant l'accent, par ailleurs, sur la situation financière des ménages et des entreprises.

L'objectif était de restreindre une liquidité des agents économiques qui facilitait l'extension des comportements inflationnistes, puis, dans un deuxième temps, d'en adapter le développement temporel à celui de l'activité

(1) On peut chiffrer ce ralentissement à respectivement 0,5 et 1,3 milliard. Il est relatif aux dépenses du budget général de 1974 ; quant à la période complémentaire du début 1974, ses caractéristiques au point de vue dépenses définitives sont analogues à celles de la période complémentaire de 1973.

économique nominale. L'efficacité de cette politique ne pouvait toutefois se faire sentir, infléchissant les comportements des agents économiques, qu'à partir du moment où les limites fixées à la liquidité de l'économie imposaient une contrainte à la poursuite des comportements antérieurs.

Telle commençait à apparaître la situation au début de l'année 1974. Les perturbations apportées par la longue grève des banques, la méconnaissance que l'on a de la situation actuelle font qu'il n'est pas encore possible d'apprécier le poids actuel des contraintes.

a) les moyens mis en oeuvre

Ils concernent pour l'essentiel la régulation de la liquidité de l'économie par le biais du système des réserves obligatoires et de la politique des taux, agissant globalement sur le coût des refinancements des banques et pénalisant, par une forte augmentation de leur coût marginal, pour chaque établissement, les crédits consentis au-delà des normes de développement préconisées.

Les réserves obligatoires

En dépit de quelques assouplissements apportés au système des réserves obligatoires pour tenir compte de facteurs tant internes qu'externes, le dispositif demeure globalement contraignant.

1) Réserves obligatoires ordinaires

Afin d'éviter que les réserves sur les concours ne prennent une importance excessive, la date de référence qui sert de base au calcul de la progression des crédits distribués a été avancée à deux reprises, puis ce système a été supprimé le 12 juin 1974. Par ailleurs, il a été décidé que les crédits accordés aux petites et moyennes entreprises seraient facilités à partir du second semestre 1974 : d'un montant de 4 milliards de F., ces prêts ne seront pas soumis à réserves et devraient donc être attribués à des conditions moins onéreuses. Cette mesure doit concerner tout spécialement les unités productives travaillant pour l'exportation. C'est le même souci qui a guidé les autorités monétaires dans l'adoption, début mars, d'une disposition visant à faciliter les exportations en mettant hors du champ d'application des réserves certains crédits à l'exportation.

Enfin, pour faciliter les entrées de devises nécessaires à l'équilibre de la balance des paiements, certaines mesures ont été adoptées en octobre 1973 et en janvier 1974 en vue, d'une part, de lever les pénalisations que subissaient, en matière de réserve, les comptes de non-résidents, et, d'autre part, de favoriser les transactions avec l'étranger (abrogation de la réglementation de la position nette acheteur de devises à terme des établissements bancaires).

2) Réserves obligatoires supplémentaires sur les crédits

Le système des normes annuelles de progression des crédits, assorti de pénalités fortement progressives en cas de dépassement, a été maintenu. Certains dépassements étant apparus en cours d'année, les normes ont été légèrement relevées pour le deuxième trimestre : la progression admise, qui était de 11 % en mars, était portée à 13 % pour fin juin, étant entendu que les dépassements devaient disparaître. C'est ce même taux de progression de 13 % qui a été fixé pour fin juillet, en même temps que les pénalités pour dépassement étaient renforcées.

Par ailleurs le Gouvernement a décidé d'accorder, dès le mois d'avril, une dérogation au dispositif de limitation des crédits, en faveur des concours bancaires destinés à assurer le remplacement de matériels anciens par des équipements entraînant une réduction des dépenses d'énergie.

La politique des taux

Pendant une grande partie de l'année 1973 l'Institut d'Emission avait maintenu le taux de ses interventions aux environs de 7 1/8 % dans le but notamment de dissuader les entrées de capitaux spéculatifs ; dès septembre, la remontée du \$ permettait une majoration des taux et ceux-ci allaient se tendre rapidement, passant en moyenne de 10 % à 13,5 % en janvier 1974. Au cours de cette période, le relèvement du loyer de l'argent allait faciliter le renforcement de la politique interne de régulation monétaire. Toutefois, après la décision de laisser flotter le franc, survenue le 19.1.1974, les taux se sont provisoirement détendus et atteignaient en moyenne près de 11 % en mai (voir graphique). Depuis lors ils ont recommencé à s'accroître et retrouvent le niveau de 13 % en juin.

La hausse des taux d'intérêt pratiqués par la Banque Centrale - qui déterminent dans une large mesure ceux du marché monétaire - a entraîné une nouvelle majoration du taux de base des crédits bancaires qui est passé de 10,40 % le 26 septembre 1973 à 11,40 % le 12 janvier 1974. Il est difficile de penser toutefois que le relèvement des conditions débitrices a exercé un effet nettement dissuasif sur le développement des crédits.

Le renchérissement des conditions de crédit doit être comparé, pour en connaître la charge en termes réels, à l'augmentation de prix des achats que ces crédits financent, augmentation qui s'est elle-même accélérée. Cette considération, à laquelle s'ajoutent les contraintes de l'environnement monétaire extérieur, atténue sensiblement l'efficacité de la politique des taux d'intérêt pour limiter la progression des liquidités, justifiant ainsi la fixation de normes dont le dépassement implique des pénalités.

La rémunération de l'épargne

La politique visant à limiter le volume des liquidités mises à la disposition de l'économie s'est accompagnée de mesures ayant pour but de mieux rémunérer les placements d'épargne liquide.

Parallèlement à certaines dispositions prises le 18 décembre 1973 en faveur des Caisses d'épargne (taux porté à 6 %, relèvement à 25.000 F. du plafond des livrets A), le Conseil National du Crédit a majoré, pour le 1er semestre 1974, le taux applicable aux comptes sur livrets (5,25 %) ainsi que celui des dépôts à terme et bons de caisse soumis à réglementation (qui est passé à 5,5 %, par exemple pour les dépôts à 1 an).

Comme en matière de crédits, on doit souligner que l'augmentation de ces taux n'a pas compensé l'accélération de la hausse des prix. Le relèvement décidé le 12 juin est de 0,5 % et la prime de fidélité, supprimée en décembre, est réintroduite au taux de 11,5 %, applicable à l'accroissement des dépôts d'un semestre à l'autre.

b) Les implications de la politique monétaire sur la situation financière des ménages et des entreprises

Ne pouvant dans les faits avoir de caractère que progressif, les mesures monétaires restrictives arrêtées à partir de décembre 1972 n'ont commencé à exercer des effets sensibles sur les comportements économiques que dans les derniers mois de 1973. Les résultats de cette politique seront analysés successivement au plan de la formation des liquidités et à celui de la situation financière des ménages et des entreprises.

Cependant, la grève survenue dans les banques en mars-avril de 1974 empêche encore de prendre une mesure exacte de la situation actuelle. Celle-ci ne peut être appréciée directement qu'à partir des résultats que donnent les enquêtes de conjoncture sur les situations de trésorerie des entreprises industrielles, des commerces et des ménages.

La formation des liquidités

En 1973, l'expansion des liquidités mises à la disposition de l'économie a

été moins prononcée qu'au cours de l'année précédente (14 % contre 17 %). Si on la compare au développement de l'activité nominale (PIB en valeur), en 1973, elle lui a été parallèle, alors que de 1971 à 1972 elle lui avait été sensiblement supérieure.

Au delà des irrégularités d'évolution observées en cours d'année, et des raisons circonstanciées qui les expliquent, la plupart des composantes des liquidités ont accusé un certain ralentissement qui demeure plus ou moins marqué selon qu'il s'agit des disponibilités monétaires ou des dépôts d'épargne liquide (avoirs quasi-monétaires et placements dans les caisses d'épargne). Le phénomène apparaît clairement si l'on tient compte de la hausse des prix à la consommation (voir graphique n°) : ainsi la progression des liquidités réelles ne ressort plus, en 1973 qu'à 5,3 % (contre 9,4 % en 1972 et 10,5 % en 1971), celle des moyens de paiements à 1,1 % (au lieu de 7,4 % et 5,3 %) et celle de l'épargne liquide à 8,6 % (10,9 % et 14,9 % au cours des deux années précédentes).

En raison du maintien de la neutralité monétaire du Trésor Public et du léger fléchissement des réserves publiques de change en 1973, les liquidités mises à la disposition de l'économie ont eu essentiellement pour origine la distribution des crédits (voir graphique n° 12). Bien que le rythme de progression des crédits de caractère bancaire soit encore élevé (de l'ordre de 18 % de janvier 1973 à janvier 1974) il a en moyenne progressivement fléchi au cours du second semestre de 1973.

Le ralentissement relatif de la formation des liquidités s'est accompagné d'une utilisation accrue des moyens de paiements : ainsi, l'indice représentatif de la vitesse de circulation des disponibilités monétaires (base 100 moyenne 1958) est passé en moyenne de 111 au 1er semestre 1973 à environ 113 au second ; de même pour l'épargne traditionnelle des Caisses d'Épargne, le rapport entre les retraits et les avoirs en fin de mois a augmenté au cours du 2ème semestre de 1973 et durant les premiers mois de 1974. Toutefois, il convient de demeurer prudent dans l'utilisation de ce dernier indicateur, les mouvements de fonds effectués auprès des Caisses d'Épargne ayant certainement été influencés par les grèves dans les banques.

La situation financière des ménages et des entreprises.

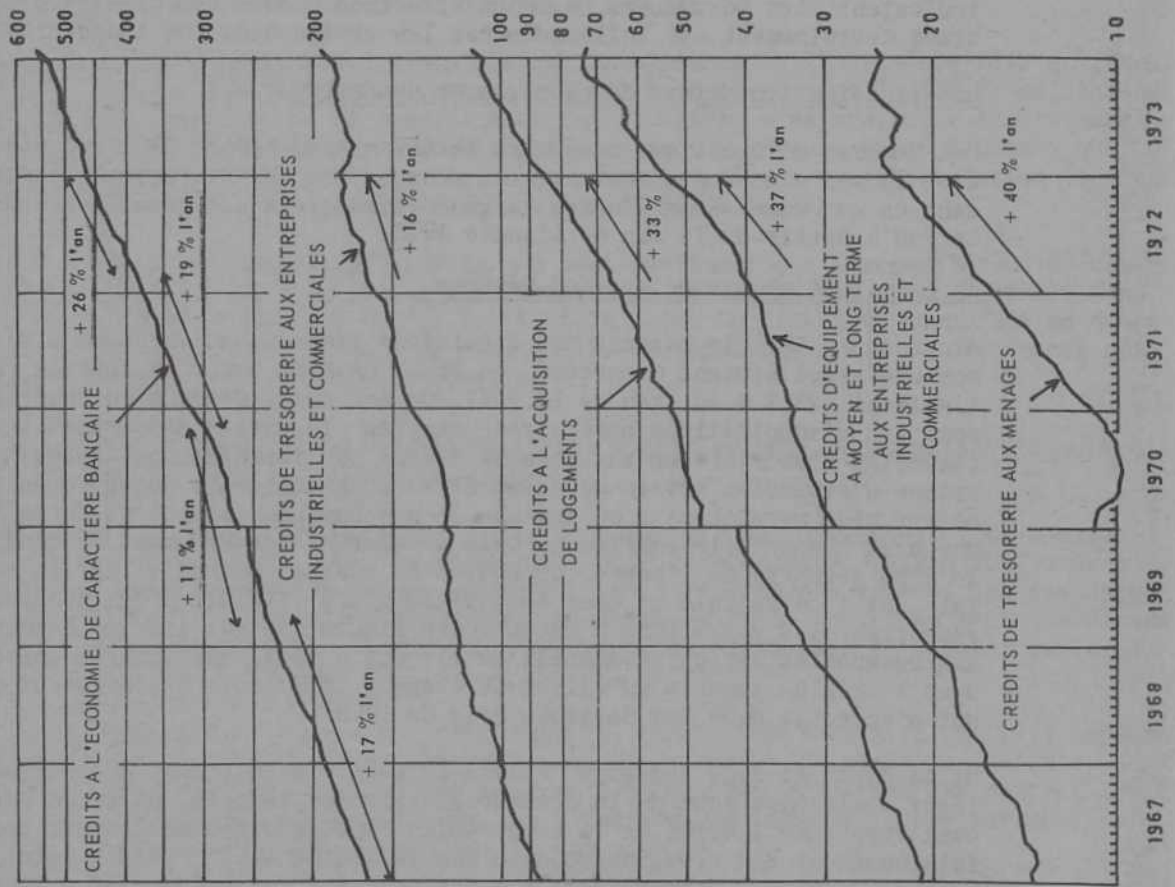
Les mesures de politique monétaire arrêtées en décembre 1972 ont été ressenties un peu plus rapidement par les ménages que par les entreprises mais dans un cas comme dans l'autre la gêne effective n'a commencé à se manifester qu'à partir de la fin de l'année 1973.

1) La situation financière des ménages.

Alors qu'en 1972 le montant des liquidités imputées aux ménages avait en moyenne régulièrement progressé, en 1973 on a pu noter un certain ralentissement (13,2 % au lieu de 16,6 %). Ce mouvement demeure surtout sensible pour les disponibilités monétaires, car les placements d'épargne liquide (sauf les souscriptions aux bons du Trésor sur formules) ont enregistré un rythme d'expansion voisin de celui de 1972. L'inflexion observée en 1973 est encore plus marquée si l'on déflate le montant des liquidités de la hausse des prix : une telle analyse conduit à noter un renversement de tendance dès le 2ème semestre de l'année, ce mouvement s'étant poursuivi par la suite. En fait, si l'on calcule un taux de formation des liquidités des ménages en rapportant les variations d'encours des liquidités qui leur sont imputées aux revenus salariaux et sociaux qu'ils ont perçus, on constate une baisse dont l'origine remonte au milieu de l'année 1972 (voir graphique n°) et qui s'accroît dans les derniers mois de 1973.

Si au début du 2ème semestre de 1973 le contrôle du crédit a contribué à un léger infléchissement de la demande globale des ménages, diverses enquêtes confirment que l'arrêt de la progression de l'endettement à court terme (plafonnement des prêts personnels dès la fin de 1972 ; faible développement des ventes à tempérament) n'a pas entraîné de détérioration très notable de leur situation financière avant la fin de l'année. Les tensions ne se sont accusées qu'au début de 1974, cette évolution trouvant principalement

EVOLUTION⁽¹⁾ DES CREDITS A L'ECONOMIE DE CARACTERE BANCAIRE⁽²⁾ ET DE LEURS PRINCIPALES COMPOSANTES



(1) Rupture de série, à la fin de 1969, due à d'importantes modifications dans le contenu des statistiques monétaires.

(2) CREDITS A L'ECONOMIE DE CARACTERE BANCAIRE :

Outre les crédits financés par les banques et la Banque de France, retenus dans les comptes de la masse monétaire, les crédits de caractère bancaire comprennent d'autres crédits figurant pour l'instant dans les portefeuilles d'organismes non bancaires : Caisse des Dépôts, Crédit National, compagnies d'assurances, etc..., mais susceptibles d'être refinancés auprès des banques et de la Banque de France, donc de contribuer à la création monétaire ; ce sont essentiellement :

- les crédits à moyen terme mobilisables financés par la Caisse des Dépôts, le Crédit National, le Crédit Foncier.
- les prêts à long terme financés par la Caisse Nationale de Crédit Agricole sur des ressources à long terme (avances du FDES, emprunts obligataires).
- les crédits éligibles au marché hypothécaire financés par les organismes spécialisés et les compagnies d'assurances.
- enfin, pour des montants moins importants, les effets de crédit achetés aux banques sur le marché monétaire par les organismes spécialisés (Caisse des Dépôts surtout), les effets de crédit à court terme à la consommation financés par les établissements financiers, des prêts à l'exportation consentis par les banques et financés par le Crédit National et la B.F.C.E. sur les ressources à long terme.

son origine dans un fort courant de dépenses et dans le poids du prélèvement fiscal intervenu à la mi-février.

Le développement rapide des concours immobiliers contraste avec la stagnation des crédits de trésorerie. Cependant depuis la fin de l'année 1973 le niveau élevé des taux et la sélection sévère des concours octroyés commencent à exercer un effet de plus en plus marqué sur la demande qui émane de personnes en quête de logement. Le marché de l'immobilier reste néanmoins actif grâce aux acheteurs à la recherche de valeurs refuge et qui, pour ce faire, peuvent effectuer des paiements comptants.

2) La situation financière des entreprises.

Globalement, la formation des liquidités des entreprises (dépôts bancaires à vue et à terme) s'est nettement ralentie en 1973 : 5,6 % contre 17,2 % en 1972. Très marquée au 1er trimestre, cette tendance s'est atténuée par la suite.

Les enquêtes effectuées en décembre 1973 et mai 1974 auprès des entreprises industrielles soulignent néanmoins une détérioration de la situation de trésorerie, imputable principalement à la hausse rapide des charges d'exploitation et à l'allongement de délais de règlement. Tout en notant l'attitude plus restrictive des banques et la hausse sensible des taux d'intérêt, les entreprises ne paraissent pas trop affectées par la politique restrictive du crédit. Certes, comme pour les ménages, (voir graphique n°), la croissance des crédits de trésorerie marquait le pas, mais, l'expansion des crédits d'équipement à moyen et long terme se poursuivait à un rythme élevé (35 % l'an).

Si les difficultés d'obtention de crédits bancaires ne cessent de s'accroître depuis l'automne 1973 dans le commerce, en revanche les trésoreries demeurent relativement aisées. En effet, et contrairement à ce qui s'était passé au début de 1970, le maintien d'un haut niveau d'activité et le fléchissement des stocks expliquent que les commerçants n'aient pas été très touchés, jusqu'à présent, par les restrictions de crédit.

On doit souligner par ailleurs que, globalement, la structure des financements des entreprises a évolué progressivement au cours de l'année 1973 : ainsi, rapportés à la F.B.C.F. productive, les recours bancaires ont fléchi, les apports du marché financier se sont à peine maintenus au niveau des années précédentes, alors que la part de l'effort d'autofinancement s'est renforcée.

RECOURS AUX FINANCEMENTS EXTERNES DES ENTREPRISES PRIVEES INDUSTRIELLES ET COMMERCIALES (ACCROISSEMENT D'ENCOURS ET EMISSIONS NOUVELLES DE TITRES) RAPPORTES A LA F.B.C.F. PRODUCTIVE.

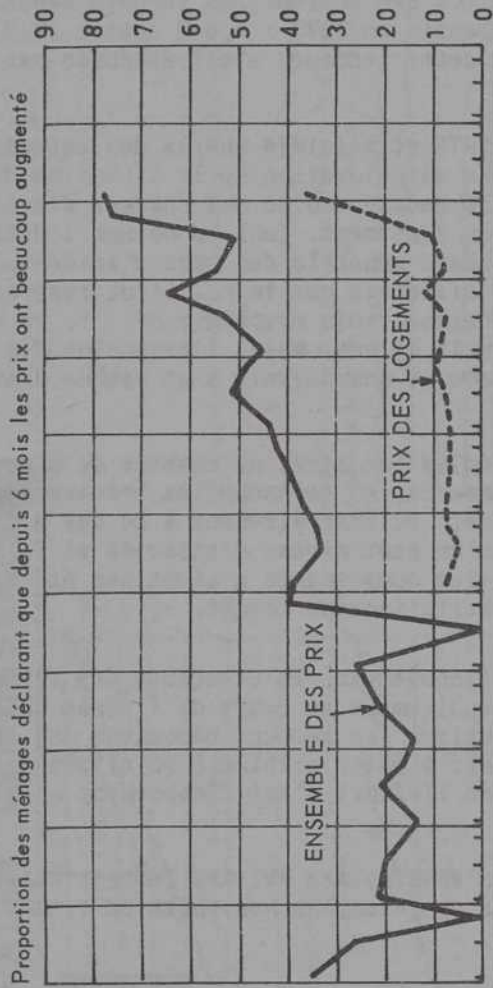
en pourcentage

	1970	1971	1972	1973
I - Recours bancaires	42,6 %	41,6 %	43,7 %	33,5 %
dont (endettement à moyen et long terme)	24,8 %	30 %	37 %	36,7 %
II - Recours au marché financier.....	11,8 %	12,6 %	12 %	11,1 %
III - TOTAL	54,4 %	54,2 %	55,7 %	44,6 %

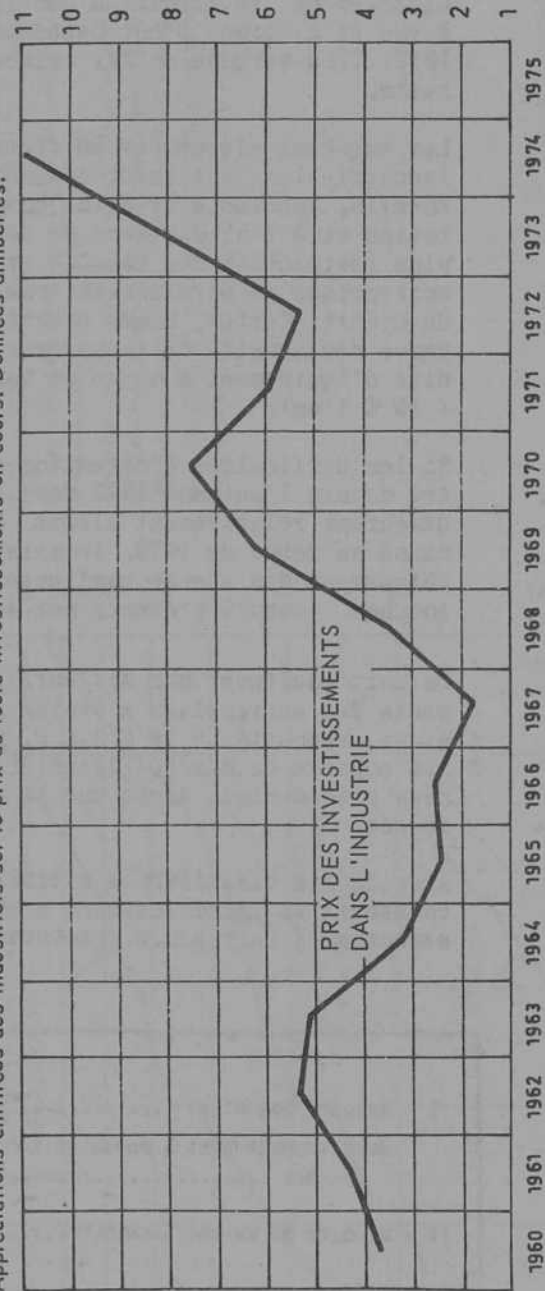
Au début de l'année 1974, marquée notamment par une faiblesse des émissions de valeurs mobilières, et la poursuite de la croissance des dépenses d'investissement, ces tendances se sont sans doute poursuivies.

En effet, relativement modéré en fin d'année, l'effet de la progressivité du contrôle du crédit n'a cessé de se renforcer dans les premiers mois de 1974.

**EVOLUTION DES PRIX
(PERCUE PAR LES UTILISATEURS)**



Appréciations chiffrées des industriels sur le prix de leurs investissements en cours. Données annuelles.



* Année 1974 : suivant les prévisions des industriels en mars 1974
Années antérieures : réalisation constatée en mars de l'année suivante

Alors que jusqu'en juillet 1973, les banques avaient pu sans grande difficulté respecter les normes de progression autorisées, par la suite des dépassements ont été constatés, notamment en fin d'année. Aussi, les entreprises à commencer par celles de moyenne importance, se sont trouvées de plus en plus pénalisées, les banques amplifiant progressivement et souvent de façon draconienne, les mesures restrictives dans l'octroi ou le renouvellement des crédits. C'est dans ce contexte, et pour tenir plus largement compte des conséquences nées de l'environnement international, que les autorités monétaires devaient, dès mars-avril 1974, fixer des normes assurant un développement des crédits accompagnant le développement de l'activité en valeur.

2 - LA DEMANDE DES MENAGES

Rompant avec la tendance des dernières années, les ménages ont choisi dans l'emploi de leurs ressources de privilégier les dépenses immédiates au détriment de l'épargne. Cette modification apparue brutalement à la suite des relèvements du prix de l'énergie n'en a pas moins été progressivement induite, tout au long de l'année 1973, par l'accélération de la hausse des prix.

De 1970 à 1972, l'élévation des niveaux de vie, nettement ressentie par les particuliers (d'après le jugement qu'ils portent sur leur situation financière dans l'enquête sur les attitudes et les Intentions d'Achat des ménages) avait permis simultanément une expansion très régulière de la demande globale et une forte accumulation d'épargne. C'est ainsi que les liquidités monétaires détenues par les ménages s'accroissaient en valeur réelle de près de 30 % tandis que les placements financiers obligataires se développaient beaucoup plus rapidement qu'auparavant.

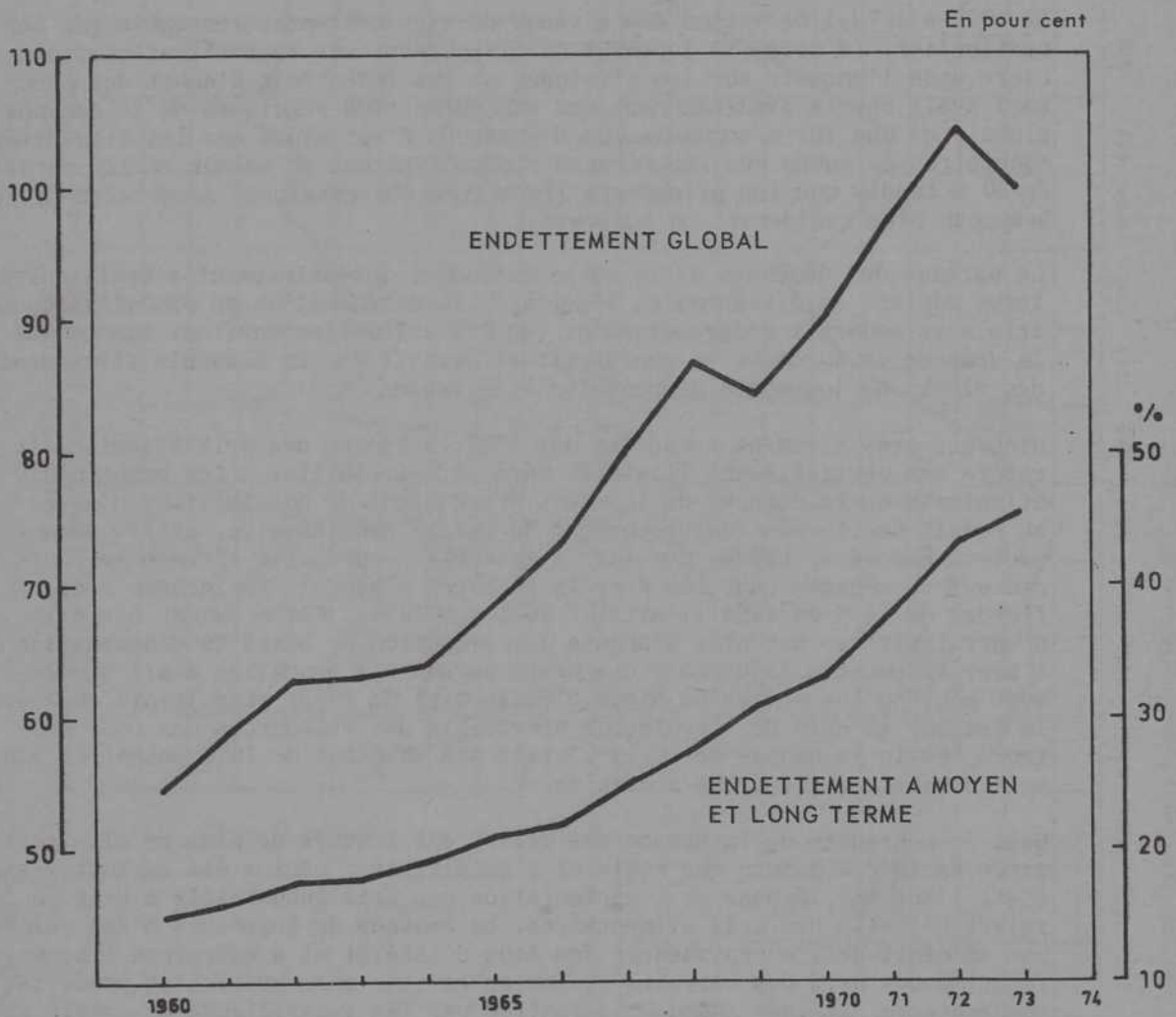
Le partage des dépenses entre consommation et investissement s'était entre temps déplacé en direction du logement : la consommation de produits industriels se modérait progressivement (de 9 % à 7 % l'an environ) tandis que la demande de logement se renforçait et permettait un sensible allègement des stocks de logements disponibles à la vente.

Bien que très vivement ressentie dès 1972, la hausse des prix n'expliquait encore que partiellement l'intérêt porté à l'immobilier : les principaux stimulants de la demande de logement procédaient de possibilités d'accès au crédit améliorées (développement du marché hypothécaire, active prospection bancaire, baisse des taux d'intérêt) ; sur cette période le pourcentage de ménages endettés pour le logement s'accroît rapidement : de l'ordre de 15 % en 1968 il atteint 20 % dès 1971. Cette hausse des prix n'entraînait pas non plus d'achats de précaution de biens de consommation : l'accroissement considérable des prêts personnels bancaires avait simplement soutenu les ventes de biens d'équipement du foyer sans jamais engager la demande au delà de l'évolution prévisible des ressources des consommateurs. Enfin la hausse des prix n'avait pas au début de 1973 entamé le pouvoir d'achat de l'épargne accumulée.

Mais la poursuite de la hausse des prix s'est trouvée de plus en plus anticipée en 1973 à mesure que celle-ci s'accélérait ; ceci a été surtout visible à l'automne, époque où l'augmentation des prix industriels a pris la relève de celle des prix alimentaires. La demande de logements s'est maintenue en dépit de l'accroissement des taux d'intérêt et a entrepris l'accélération des prix des terrains et immeubles ; la consommation de produits manufacturés, freinée jusqu'à la rentrée par les restrictions de crédit et l'alourdissement des prélèvements fiscaux retrouve une forte croissance en fin d'année. Les enquêtes sur les intentions d'achat des particuliers montrent, en novembre 1973 et janvier 1974, une propension élevée à l'acquisition de biens durables, en plus de l'attrait grandissant pour la pierre et une désaffection certaine à l'encontre des formes financières d'épargne.

Les liquidités imputées aux ménages (billets, comptes à vue et placements dans les banques et en caisses d'épargne) dont le développement suivait depuis 1970 une tendance de + 15 % l'an, progressent, on l'a vu, moitié moins vite à partir d'octobre ; les achats d'équipement du foyer reprennent dès novembre et s'amplifient en décembre. Mais les ménages sont encore

IMPORTANCE DE L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES COMPARE A LEUR VALEUR AJOUTEE (1) (2)



(1) Les chiffres d'endettement regroupent l'ensemble des financements externes des entreprises industrielles : crédits bancaires, crédits des organismes spécialisés (Caisse des Dépôts, Crédit National ..), emprunts obligatoires, recours aux sociétés de développement régional, recours au crédit-bail (qui n'est sans doute pas, juridiquement, un véritable endettement, mais qui est économiquement comparable).

(2) Les chiffres d'endettement sont entachés d'une marge d'incertitude, du fait des crédits aux entreprises commerciales qu'on ne peut isoler d'une manière satisfaisante pour l'instant.

très inquiets des conséquences éventuelles de l'embargo pétrolier sur l'emploi et leur situation financière, et n'adoptent qu'à partir de janvier une attitude significative de fuite devant la monnaie, lorsqu'il apparaît certain que les relèvements des barèmes pétroliers impliqueront une nouvelle vague de hausses de prix. Afin de s'en prémunir ils accroissent alors leurs dépenses, malgré la faible progression du pouvoir d'achat et ceci dans tous les secteurs : même les produits alimentaires stockables font l'objet d'une demande temporairement très forte. L'importance des ventes d'articles textiles et de matériels en plastique témoigne de la sensibilité des consommateurs à la hausse des prix induite par celui des matières premières ; les achats de mobilier, d'appareils ménagers dépassent de 20 % à 25 % au 1er trimestre 1974 la moyenne de l'année 1973. Si l'on isole l'automobile, les achats supplémentaires ont représenté, entre novembre et mars, à peu près 3 % de la consommation trimestrielle de produits industriels, soit 1 % de la consommation trimestrielle totale.

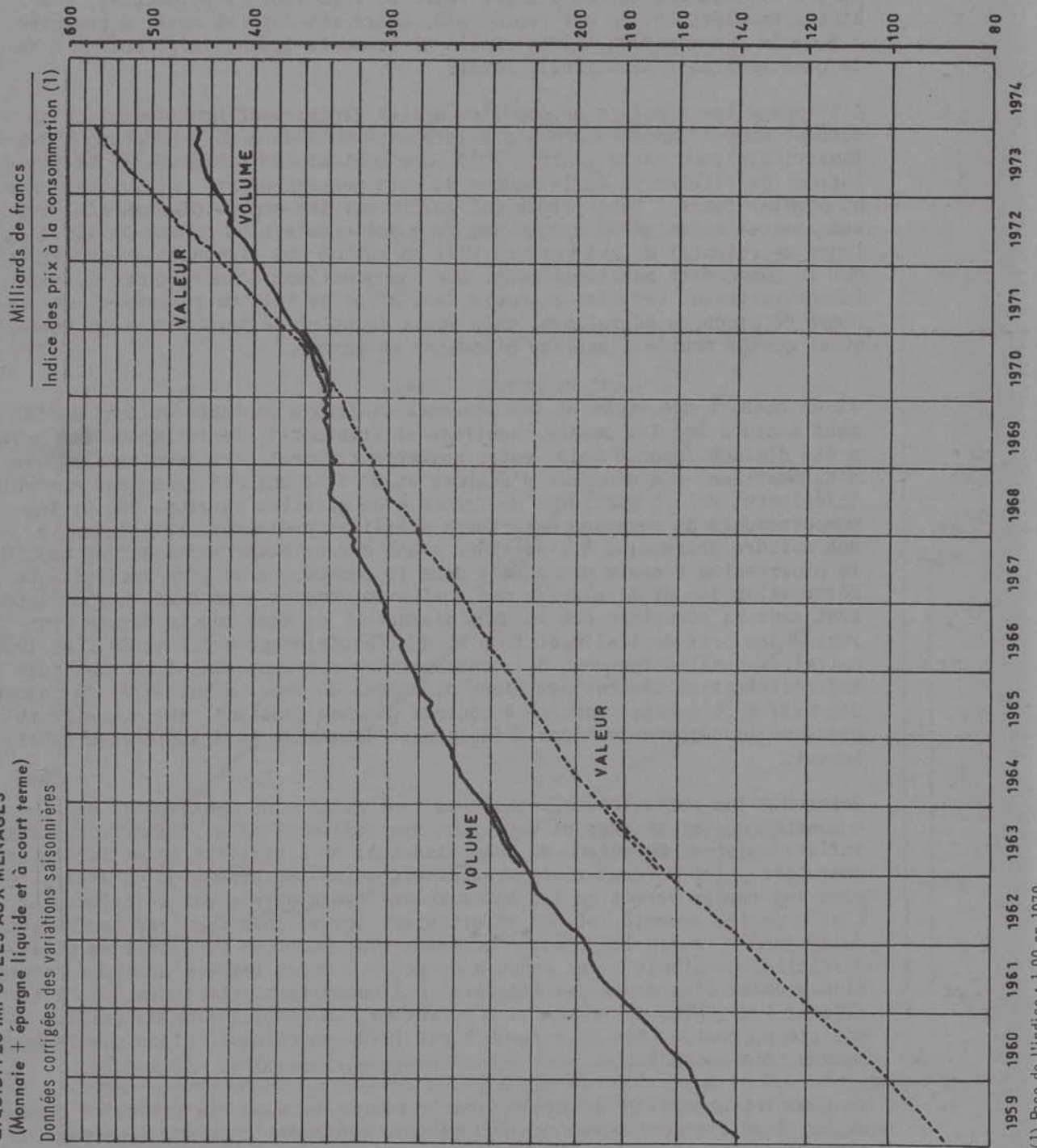
A l'opposé les achats d'automobiles neuves fléchissent brutalement et se situent pour l'ensemble des 4 premiers mois de 1974 à 10 % au-dessous des immatriculations de la rentrée 1973. Les contraintes provenant de la limitation de vitesse et de la hausse du prix des carburants, et surtout dans un premier temps l'incertitude qui pesait sur les approvisionnements, ont sans conteste freiné le rythme des renouvellements : ce rythme devait d'ailleurs se ralentir de lui-même en 1974 en raison des fluctuations cycliques qui le commandent habituellement. Les consommations d'énergie ont été également fortement réduites au cours de l'hiver du fait du relèvement des barèmes de produits pétroliers, mais aussi de celui de la clémence du temps, ainsi que le montre l'analyse présentée en annexe.

Il en ressort que, même si les dépenses en francs courants se sont fortement accrues sur les postes chauffage et transports, le volume de ces achats a été diminué : sur 6 mois, entre novembre et avril, les immatriculations d'automobiles, les dépenses d'essence et de fuel ont été dans leur ensemble inférieures de 2,5 milliards de francs à ce qu'elles auraient été si les comportements de dépenses antérieurs s'étaient prolongés. Se joignant à une moindre propension à l'épargne, c'est par ce biais aussi qu'une part de la progression récente des achats dans le commerce a pu être réalisée. La déformation des prix relatifs des postes de dépense joue donc un rôle important dans la structure des volumes d'achats : de même que la hausse plus rapide des prix de l'alimentation et de l'habillement avait en 1972 et 1973 entraîné un ralentissement des consommations correspondantes et bénéficié indirectement au secteur des biens durables, de même, début 1974, la hausse des prix de l'énergie induit, à pouvoir d'achat constant, une nouvelle reprise de la demande de biens d'équipement du ménage et d'articles d'habillement.

Désormais les contraintes financières vont peser plus massivement sur le comportement des ménages et devraient neutraliser l'effet des anticipations inflationnistes. En raison du ralentissement de l'activité et de la facture pétrolière, les revenus réels progressent moins rapidement qu'en 1973 ; de plus les impôts versés au 1er semestre ont été alourdis par le relèvement à 43 % du 1er acompte, et cet effort s'est trouvé consolidé par les mesures du 12 juin ; enfin les crédits nouveaux sont pour les particuliers plus difficiles à obtenir : les encours de prêts à court terme plafonnent depuis plus d'un an (les seuls qui échappent à l'encadrement étant destinés à faciliter les ventes de véhicules d'occasion), la distribution de crédits immobiliers, restée très vive jusqu'à mi-1973, se ralentit alors que la hausse des prix s'accélère.

Tout nouvel accroissement de la demande nécessite donc une extension supplémentaire de l'apport personnel des ménages qui reste problématique dans de nombreux cas : ainsi les achats de logement ne se maintiennent-ils à un niveau élevé qu'en raison de l'importance croissante prise par les investisseurs en début d'année, importance qui tend à se réduire depuis lors ; de même une part des achats de précaution effectués ces derniers mois ne représente qu'une avance du calendrier d'achats qui ne seront pas renouvelés dans un proche avenir (mobilier, électroménager, radio-télévision). Etant donné

LIQUIDITES IMPUTEES AUX MENAGES
 (Monnaie + épargne liquide et à court terme)
 Données corrigées des variations saisonnières



que des réductions supplémentaires des dépenses d'énergie ou des achats d'automobile paraissent peu probables un accroissement de la demande ne peut provenir que de la poursuite du mouvement de défiance envers l'épargne engagé au cours de l'hiver : ceci paraît moins sûr à présent que les disponibilités des ménages sont moins surabondantes en comparaison de leurs revenus.

La consommation devrait se stabiliser au cours du 2ème trimestre et ne reprendrait ensuite qu'une croissance modérée (1 % par trimestre). Ce cheminement s'accompagnerait d'un retour progressif des différentes composantes de la demande à des évolutions plus conformes aux tendances passées à mesure que les distorsions de prix relatifs s'atténueraient : consommation un peu plus soutenue dans le secteur alimentaire, tassement de l'habillement et des biens durables ; par ailleurs les acquisitions de logements fléchiraient nettement en cours d'année.

3 - LA DEMANDE DES ENTREPRISES

A) LES INVESTISSEMENTS PRODUCTIFS DES ENTREPRISES

Depuis l'année 1969, où la progression du volume des investissements productifs (1) des entreprises non financières avait presque atteint 13 % (2), la formation brute de capital fixe (FBCF) croît à un rythme très régulier, voisin de 7 % l'an, qui devrait toutefois s'abaisser d'environ 1 point en 1974.

Cette progression relativement soutenue permet d'assurer le maintien du taux d'investissement (mesuré par exemple par le rapport de la valeur de la F.B.C.F. productive des entreprises privées non financières à leur valeur ajoutée brute), au niveau élevé (17 %) qu'il atteint depuis quatre ans.

(1) Le logement, dont on examine par ailleurs la conjoncture, représente environ 8 % (20 % pour les entreprises publiques, du fait des H.L.M. et 5 % pour les entreprises privées) de la F.B.C.F. totale des entreprises non financières.

Quant à la F.B.C.F. productive, elle s'établissait en 1973 à 179 milliards, se répartissant comme suit :

dont : - entreprises publiques	: 34 milliards, soit 19 %
- entreprises privées	: 145 milliards, soit 81 %
- industrie (y compris pétrole)	: 70 milliards, soit 39 %
- autres branches	: 75 milliards, soit 42 %

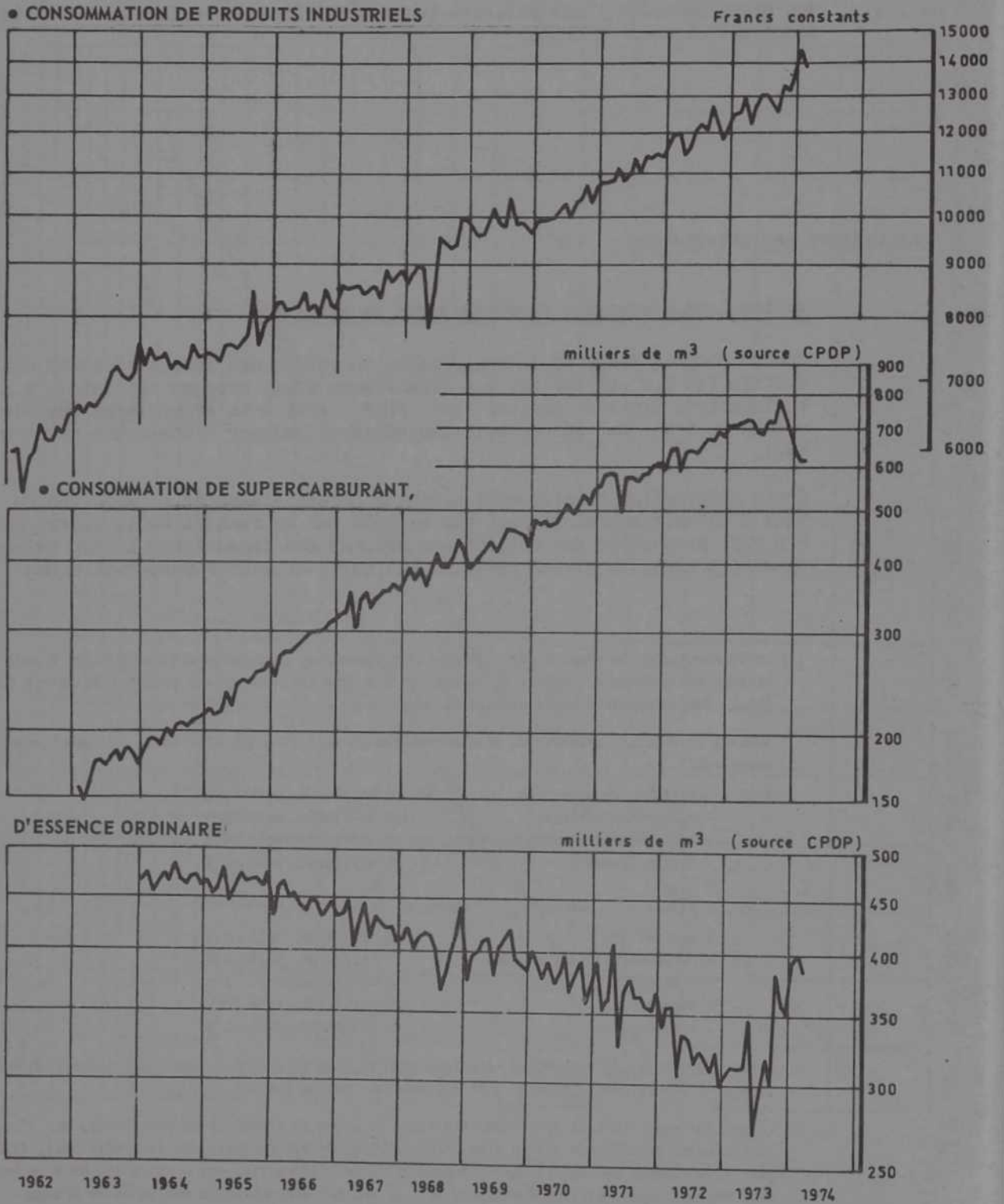
à savoir :

- agriculture	: 12 milliards, soit 7 %
- bâtiment, travaux publics	: 11 milliards, soit 6 %
- transports	: 4 milliards, soit 2 %
- services	: 29 milliards, soit 16 %
- commerces	: 19 milliards, soit 11 %

Cette F.B.C.F. productive était effectuée pour 70 % en matériel (produits des industries mécaniques et électriques), pour 30 % en bâtiment et travaux publics.

Le secteur concurrentiel de l'industrie forme le champ de l'enquête de conjoncture sur l'investissement qu'effectue 3 fois l'an l'I.N.S.E.E. On notera aussi que le crédit-bail, finançant généralement des investissements productifs de l'industrie, est compris ici dans le secteur des services ; il représentait en 1973 un montant approchant 10 milliards de francs.

(2) Sauf indication contraire, les chiffres ici fournis retracent les évolutions en volume.



Une classification des entreprises concernées conduit à examiner successivement les investissements :

a) - des entreprises du secteur public non concurrentiel

Après l'accélération notable de 1972, qui avait été le fait de la plupart des entreprises publiques, la croissance des investissements devrait se maintenir en 1974 au rythme d'environ 3 % l'an déjà constaté en 1973 (1).

Cette régularité au niveau global résulte d'un effort sensible (qui devrait se confirmer en 1975) dans le domaine énergétique (EDF/GDF), lequel prend ainsi, à ce point de vue, le relais du secteur des télécommunications.

Rappelons ici qu'il est prévu une progression soutenue des investissements des administrations en 1974.

b) - des entreprises industrielles du secteur concurrentiel

Pour celles-ci l'enquête sur les projets d'investissement effectuée en mars 1974 (2) fait prévoir une augmentation des dépenses d'investissement entre 1973 et 1974 de 16 % en valeur, ce qui, compte tenu de la hausse prévisible des prix, correspondrait à une augmentation en volume de l'ordre de 5 %, sensiblement analogue à celles enregistrées les deux années précédentes.

Les facteurs incitatifs : tensions sur les capacités de production, croissance du coût salarial, adaptation de l'appareil productif aux nouvelles données énergétiques, semblent donc avoir contrecarré en grande partie l'influence d'autres éléments, telle l'incertitude économique issue de la crise pétrolière de la fin 1973, ou encore certaines mesures restrictives en matière de crédit. Le maintien du rapport FBCF/production exigera en effet, en raison de la faible progression prévue de la capacité d'autofinancement (certains secteurs, comme l'automobile, en prévoient même une chute sensible, et seul le groupe des industries intermédiaires, du fait des secteurs chimique et pétrolier, résiste à cette tendance générale), une réduction sensible du taux d'autofinancement (3).

Cette croissance soutenue des investissements s'explique, entre autres, par la nécessité où se trouvent les nombreux secteurs tournés vers l'exportation, de grandes entreprises productrices de biens intermédiaires ou de biens d'équipement, de procéder à une extension nouvelle de leurs capacités qui, malgré la forte progression du niveau de l'investissement réalisée depuis 1969, restent fortement sollicitées.

Mais la demande d'investissement productive de l'industrie ne représente, on le sait, qu'une partie des débouchés de la production de biens d'équipement, dont la vive progression constatée depuis le début de l'année 1972 devrait se poursuivre, on l'a vu, au cours des prochains mois ; à une forte demande à l'exportation s'ajoute aussi, en France, une forte demande d'investissement des secteurs autres que l'industrie.

c) - des entreprises privées non industrielles.

Les indications dont on dispose sur les investisseurs non industriels, qui effectuent pourtant près de 40 % de la FBCF productive, sont beaucoup plus fragmentaires.

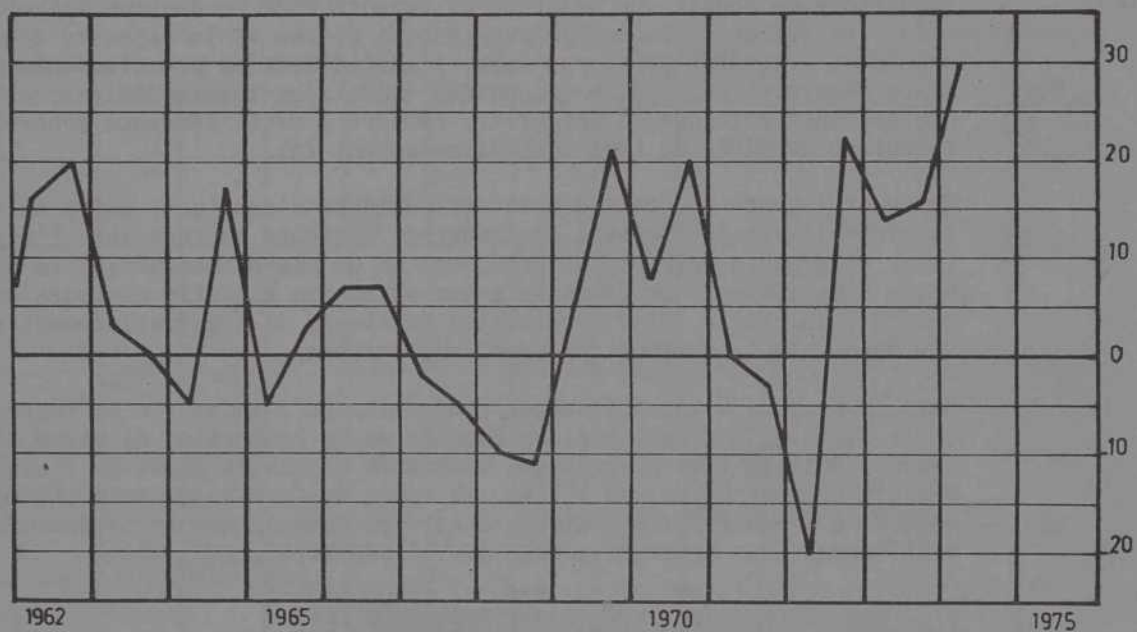
Pour les agriculteurs, l'aisance qui caractérisait la fin 1972 et le début

(1) Cette progression, en apparence relativement faible, contraste cependant avec la quasi-stabilité de cette catégorie d'investissements sur la période 1967-1971.

(2) Et dont les résultats détaillés sont parus dans le N° 65 du 8 mai 1974 des "Informations Rapides".

(3) Remarquable il est vrai en 1973, en raison du redressement du taux caractérisant les entreprises produisant des biens intermédiaires.

STOCKS DES UTILISATEURS GLOBAUX : TENDANCE RECENTE
d'après l'enquête du C.O.E. auprès des acheteurs industriels



Il s'agit uniquement des stocks de produits entrant dans l'entreprise, et non des stocks de produits finis ou intermédiaires destinés à la vente.

1973 a disparu : mais le niveau auquel ils jugent leur situation financière actuelle est encore satisfaisant, ce qui s'explique par la forte croissance du revenu d'exploitation au cours des années 1972 et 1973 : cette croissance explique d'ailleurs qu'après trois années médiocres les investissements aient pris un nouveau départ en 1973, qui ne devrait pas, à la différence des efforts de 1963 et 1966, rester sans lendemain : la tendance de 7,5 % l'an semblerait en effet, et la forte activité des producteurs de matériel agricole le confirme, pouvoir se maintenir en 1974.

Dans le secteur du bâtiment et des travaux publics, l'effort d'investissement passé retrace fidèlement les périodes d'accélération d'une activité relativement indépendante du reste de la conjoncture : ce phénomène explique la croissance exceptionnelle des investissements de 1963 à 1967, de même que la relative stagnation en 1969-1970 qui contrastait avec la forte croissance des autres investissements productifs. Depuis, leur rythme annuel de progression se stabilise aux alentours de 6 à 7 % ; cependant, une légère décélération est envisagée pour 1974, en raison d'un certain plafonnement de l'activité à son niveau, fort, de l'année précédente. Que ce soit dans les grandes entreprises ou chez les artisans du bâtiment, le climat défavorable qui régnait dans la profession en début d'année - tel qu'il apparaissait dans les réponses aux enquêtes de conjoncture - ne pouvait que confirmer cette tendance.

Succédant à trois années (de 1969 à 1971) de progression exceptionnelle, trois années de quasi-stagnation semblent devoir caractériser les investissements du secteur des transports.

Enfin, la croissance des investissements dans les secteurs des services et du commerce (1) reste particulièrement forte (11 % en 1973, et une prévision identique pour 1974), et le ralentissement enregistré en 1970 apparaît bien comme exceptionnel. Il convient de noter d'autre part que sur le deuxième semestre 1973 les commerçants et artisans n'ont pas constaté d'amoin-drissement notable de leur aisance financière, contrastant avec ce que resentaient les autres catégories socio-professionnelles.

Contrairement à la situation des années 1969, 1970 et 1971, les entreprises privées "non industrielles" ont témoigné en 1973 d'un taux de croissance de leur formation brute de capital fixe (FBCF) supérieur (avec le même écart - environ 2 points - qu'en 1972) à celui du secteur concurrentiel de l'industrie : cet écart devrait persister en 1974.

B) LES ACHATS DES ENTREPRISES ET LES VARIATIONS DE STOCKS

Analysant la demande pour connaître les répercussions qu'elle est susceptible d'avoir sur la production, il ne nous suffit pas de suivre les variations de la demande finale, qui peuvent être amorties ou amplifiées sur le jeu des stocks de produits finis dans le Commerce et les entreprises industrielles. La demande ne comprend pas seulement la demande finale, mais aussi les achats de biens intermédiaires, de demi-produits par les entreprises.

Dans le paragraphe consacré à l'évolution récente de la production et de l'offre, on avait déjà constaté que les achats des entreprises étaient très élevés à la fin 1973 et malgré une décélération, restaient soutenus encore au printemps 1974, dépassant sans doute ceux indispensables au rythme de production actuel. Ceci contribuait notamment au maintien de vives tensions dans le secteur des biens intermédiaires.

Nous avons vu aussi qu'au cours de cet hiver la demande finale, et spécialement celle de biens de consommation hormis l'automobile, avait été très vive. Comme cela est habituel, les fluctuations à très court terme de la demande sont plus amples que celles de la production, l'ajustement se faisant par le jeu des stocks.

(1) De nombreuses enquêtes de conjoncture (commerce de gros et de détail, artisanat et petites entreprises de service) fournissent des résultats détaillés, que l'on ne reprendra pas ici.

Les enquêtes directes auprès des chefs d'entreprises dans l'industrie et le commerce permettent d'obtenir une opinion sur le niveau des stocks de produits finis disponibles à la vente ainsi que sur les stocks du négoce. Par ailleurs la comptabilité nationale trimestrielle en donne une image sans doute moins précise que les enquêtes (ils y apparaissent comme un solde entre l'ensemble des ressources et celui des emplois finals hors stocks) mais plus complète car y sont aussi inclus les stocks d'encours et les stocks matières.

Compte tenu de ces informations, il semble que le rythme de l'ensemble de la formation du stock se soit très sensiblement affaibli durant l'hiver. Une analyse par branche montre que ce sont surtout les stocks de produits agricoles et alimentaires qui sont responsables de cet affaiblissement : un très fort stockage avait été enregistré après les bonnes récoltes de l'été et de l'automne : l'écoulement de ces récoltes notamment vers l'exportation semble être en cours. La formation des stocks de produits industriels a elle aussi connu un affaiblissement au cours de l'hiver et du début du printemps : le rythme de stockage est en effet nettement inférieur au rythme tendanciel de longue période. Une raison générale peut expliquer ce phénomène : le rythme de stockage avait été très élevé durant l'hiver et le printemps 1973, il était donc normal pour maintenir les stocks à leur niveau d'équilibre que le rythme de leur formation s'affaiblisse. Deux raisons particulières sont venues amplifier le phénomène. Le solde de notre commerce extérieur exprimé en volume s'est amélioré durant l'hiver ; or la situation de tension de l'appareil productif a probablement nécessité de prélever sur les stocks une fraction de ces exportations. En second lieu, la vague d'achats de consommateurs aux quatrième et premier trimestres de cette année n'a été que peu répercutée au niveau de la production, entraînant une réduction des stocks au négoce.

Pour le proche avenir, on peut s'attendre à une croissance plus forte du rythme de la formation des stocks, qui retrouverait alors son rythme de long terme, les diverses causes qui expliquent l'affaiblissement actuel ne pouvant se prolonger très longtemps.

LES TENDANCES

Démentant les vues pessimistes qui s'étaient largement répandues en début d'année, les effets de la crise pétrolière sont allés paradoxalement dans le sens d'un soutien de l'activité, à l'exception des secteurs spécifiquement touchés (automobile, industrie du pétrole) : le premier trimestre 1974 aura connu des niveaux exceptionnellement élevés de la demande de biens de consommation et de la demande de logements par les ménages, des achats de matières premières et de demi-produits par les entreprises, de la demande à l'exportation, dont la progression par rapport au quatrième trimestre 1973 atteint 15 % en volume, soit plus en un trimestre que ce qui est observé en moyenne chaque année depuis 1969.

A l'origine de ce surcroît de la demande apparaissent surtout des mobiles de précaution : précaution des acheteurs industriels face aux difficultés d'approvisionnement et aux hausses de prix à venir, précaution des particuliers devant une hausse des prix des biens réels (susceptibles d'achats anticipés) qui l'emporte fortement sur la rémunération de l'épargne accumulée. La dévalorisation des actifs monétaires et financiers, l'allègement du poids réel de l'endettement accumulé ont fortement incité les agents économiques soit à moins épargner, soit à faire appel à des nouveaux crédits, et permis ainsi la poursuite d'une croissance rapide de la demande, alors même que la hausse des prix des produits importés (pétrole et matières premières) entraînait une sévère ponction sur les ressources nationales. Ce comportement de "fuite en avant", typiquement observé au début de l'année, ne se poursuit sans doute plus avec la même ampleur.

Ses effets sur l'activité sont toutefois restés modérés car les perspectives générales émises par les chefs d'entreprise font encore preuve d'une grande prudence : prudence des industriels dans leurs décisions de production et leur politique d'emploi, prudence des commerçants, grossistes et détaillants, dans leurs passations de commandes, prudence des promoteurs dans leurs mises en chantier, et peut-être même prudence des chefs d'entreprises industrielles dans leurs décisions d'investissement.

Cette prudence ne doit cependant pas conduire à négliger nombre d'éléments positifs qui laissent attendre au moins jusqu'à l'automne une poursuite de la croissance à un rythme encore soutenu : en mai, les carnets de commandes des industriels apparaissent toujours très étoffés, leurs stocks de produits finis insuffisants, les stocks des commerçants sont faibles, ceux des promoteurs immobiliers se sont allégés, l'aisance financière des ménages - ou encore le rapport de leurs liquidités à leur revenu disponible - est encore satisfaisante. Si les industriels ressentent des difficultés de trésorerie, les commerçants n'en éprouvent point, et pour ces derniers les difficultés d'obtention de crédit se sont atténuées depuis trois mois. Malgré la hausse des prix, le pouvoir d'achat des salaires s'est encore sensiblement accru au cours du premier trimestre sans que, pour autant, du moins pour les entreprises industrielles prises dans leur ensemble, l'on perçoive jusqu'à présent une dégradation insupportable des résultats d'exploitation.

LES IMPLICATIONS DE LA CRISE PETROLIERE

Avant d'aborder l'examen des perspectives ouvertes à l'économie française et dans le but d'en mieux saisir la signification, il paraît au préalable utile de rappeler que le cadre dans lequel ces perspectives se situent demeure largement déterminé par les implications du renchérissement du prix du pétrole. Aussi la partie qui suit tente-t-elle, après avoir souligné le caractère inéluctable du déséquilibre commercial extérieur et montré la ponction qui en résulte sur les revenus intérieurs, de préciser les changements qu'une telle situation introduit dans l'économie nationale et les risques qu'elle fait peser sur son évolution.

Il peut sembler à ceux qui voient la croissance se poursuivre et connaissent

antérieurement des hausses de prix déjà fortes qu'en définitive l'augmentation du prix du pétrole n'a eu que des conséquences mineures, la plupart de nature passagère : une fois les hausses de coût de l'énergie répercutées dans les prix, il peut sembler possible de conserver la progression du pouvoir d'achat et de rétablir l'équilibre extérieur sans modification sensible des composantes de l'activité et de la demande internes. Il apparaît en fait qu'assurer la prolongation des tendances antérieures à la crise de l'énergie, et notamment la poursuite de la croissance du pouvoir d'achat à un taux voisin de celui des dernières années, nécessite un rééquilibrage préalable de l'économie qui se heurte à des rigidités dans trois domaines : le volume des achats de pétrole, la capacité de demande des pays producteurs de pétrole, la saturation de l'appareil de production national ; ces difficultés rendent d'autant plus complexe un redressement isolé qu'elles se présentent simultanément à de nombreux pays.

En premier lieu la nature même du produit atteint, le pétrole, rend extrêmement difficiles les économies réalisables à court terme dans la majeure partie de ses utilisations, économies qui résulteraient normalement d'une adaptation en baisse des consommations face à une forte hausse de prix. S'il est envisageable de réduire dans une large mesure les consommations de chauffage des locaux ou d'utilisation de l'automobile soit par une hausse sélective et massive des taxes spécifiques, soit par des restrictions quantitatives autoritaires, il est par contre beaucoup plus délicat de limiter à bref délai les emplois industriels sans risque d'entamer l'efficacité et, partant, la compétitivité de l'appareil de production. A un triplement du prix du pétrole brut ne correspond en contrepartie qu'une baisse des approvisionnements de 10 % : encore cette réduction a-t-elle pu être réalisée partiellement par un déstockage et en bénéficiant de conditions climatiques favorables. Il en résulte que l'alourdissement de la facture pétrolière ne peut pratiquement pas être réduit en faisant appel à une élasticité naturelle de consommation et ne peut donc descendre significativement au-dessous de 30 milliards, soit environ 3 % de la production intérieure aux prix en vigueur à la fin de 1973.

En second lieu les états producteurs de pétrole n'ont également à court terme qu'une capacité d'importation très limitée en regard de revenus additionnels considérables : on ne peut envisager de leur part un accroissement immédiat de demande qui atteigne cet ordre de grandeur de 3 % des biens et services produits en France. A échéance rapprochée, il n'existe pour l'ensemble des pays importateurs pas de possibilité de rééquilibrage global des balances des paiements par un accroissement des exportations bien que les positions relatives des différents pays puissent être, comme on le voit déjà, très différentes ; seule subsiste l'issue d'un recyclage des capitaux destinés au paiement des achats de pétrole.

Enfin, si le recours à l'endettement externe et la réévaluation des réserves en moyens de paiement internationaux paraissent devoir être les principaux instruments de couverture du découvert extérieur pour l'ensemble des pays déficitaires, on peut néanmoins envisager d'employer concurremment les moyens classiques de redressement à l'échelon national : réduction des importations, développement des exportations vis-à-vis des partenaires commerciaux traditionnels et création de nouveaux marchés ; mais ces actions se heurtent tant à l'extérieur qu'à l'intérieur à d'importantes difficultés. A l'extérieur la France se trouve confrontée aux autres pays importateurs de pétrole qui pour la plupart cherchent également à résoudre les mêmes problèmes de balance, et les gains de part de marché ne peuvent être obtenus qu'au risque de provoquer des mesures de rétorsion ; à l'intérieur le développement d'un surplus exportable se heurte à des capacités de production déjà proches de la saturation : ce n'est donc qu'en réduisant la demande interne que l'on peut espérer simultanément dégager un volume d'exportations supplémentaires et ralentir la demande de produits importés. Ceci ne peut cependant avoir de sérieuses chances de succès qu'à concurrence du décalage conjoncturel ainsi créé et de l'avantage de prix initial. Vouloir en effet maintenir une forte dépense intérieure et, dans le même temps, accroître les exportations pour bénéficier de la position encore actuellement favorable des produits français sur les marchés étrangers risque de déboucher rapidement sur une perte de compétitivité, par l'accentuation des tensions inflationnistes qui résulterait d'une telle surchauffe.

C'est dans ce contexte que l'on peut avancer ce dont les agents économiques ne sont pas conscients, a priori, qu'à environnement international et moyens de production inchangés, il y a de manière mécanique une ponction de l'ordre de 3 % sur les revenus issus de la production provenant du renchérissement du pétrole. On peut exprimer cette nécessité dans un cadre comptable ; la dégradation des termes de l'échange entraîne une hausse du prix des emplois intérieurs en biens et services (consommation, investissement) supérieure à la hausse du prix de la production intérieure brute ; le pouvoir d'achat des revenus primaires, qui sont la contrepartie de cette production, est amputé à concurrence de cet écart de prix ; ce n'est que par un endettement extérieur accru ou une perte de devises qu'il est possible de rétablir provisoirement l'équilibre entre emplois et ressources.

Cependant cet endettement supplémentaire ne se traduit pas par une contrainte physique qui viendrait diminuer mécaniquement de 3 % les ressources en biens et services disponibles pour le marché intérieur, pour la raison qu'il n'existe qu'une reconnaissance de dette payable à terme. Les seules limites réelles de la croissance de la production sont déterminées comme on l'a vu plus haut par le développement des capacités, le partage de cette production devant alors être arbitré entre la consommation intérieure, le surplus exportable et l'équipement qui comprend les investissements destinés à la reconversion énergétique. En dehors de toute mesure de politique économique visant à définir et atteindre une répartition jugée souhaitable de la production intérieure entre ces trois composantes principales, des perturbations de l'activité peuvent provenir des réactions des agents économiques intérieurs aux contraintes financières impliquées par l'endettement externe. Le relèvement des prix intérieurs des produits pétroliers raffinés a eu pour effet de reporter sur les entreprises et les ménages l'essentiel de la charge pétrolière ; cette charge crée un besoin de financement supplémentaire des entreprises, partiellement satisfait par les emprunts réalisés sur les marchés internationaux, et implique une moindre progression de l'épargne des ménages dont peuvent, a priori, résulter deux conséquences qui, au reste ne s'excluent pas : d'une part, un ralentissement conjoncturel, la moindre progression du pouvoir d'achat des revenus courants des entreprises et des ménages se traduisant par une contraction du volume de leurs dépenses en biens et services, d'autre part, une accélération de l'inflation, chaque agent s'efforçant, en vain d'ailleurs, par une accélération des évolutions nominales (prix et salaires) de compenser la ponction sur ses revenus due à la hausse du pétrole. Même si l'on ne fait pas référence au problème majeur du financement du déficit de la balance des paiements courants, qui ne se pose pas avec acuité dans l'immédiat mais dont le montant ne peut se cumuler durablement, il apparaît que la hausse du prix du pétrole est susceptible d'avoir des conséquences très importantes sur l'évolution de l'économie française.

LES PERSPECTIVES

Ces éléments doivent être pris en compte, tout d'abord si l'on veut situer les mesures de politique économique annoncées le 12 juin 1974 ; ils permettent par ailleurs de préciser les interrogations qui subsistent.

Les mesures récentes s'inscrivent dans le cadre de l'action entreprise dès la fin de 1972 et élargie les 5 décembre 1973 et 20 mars 1974 en vue de réduire l'inflation intérieure : la stérilisation des plus-values fiscales permettra d'éviter de réinjecter dans l'économie 3,5 milliards de francs, à un moment où les emprunts sur les marchés internationaux se développent et risquent d'accroître la liquidité interne ; les majorations d'impôt sur le revenu évaluées à 2,5 milliards dont 1 milliard remboursable en 1975 consolideront au second semestre l'effet de l'avance de 1,9 milliard versée au 15 février ; enfin l'augmentation de l'impôt sur les sociétés et le maintien des normes en matière de progression des crédits distribués vont accentuer la pression qui s'est renforcée depuis le début de cette année sur la trésorerie des entreprises et, par là, sur les dépenses qu'elles effectuent.

Ces mesures joueront certainement pour contenir un nouvel emballement de la

demande de même que le relèvement de la rémunération de l'épargne liquide et à court terme rendra un peu moins attractifs les achats de précaution.

Cependant la préoccupation essentielle demeure une véritable modération de la demande intérieure, dont le niveau demeure excessif, là où elle est la plus vive et où elle se heurte à l'incapacité des entreprises à produire davantage. Seul un freinage vigoureux des achats, principalement des achats interindustriels de produits de base et de biens d'équipement, dont l'occurrence dépendra essentiellement du respect des normes de prix et de crédit, peut entraîner dans l'utilisation des moyens de production la détente nécessaire au développement d'un surplus exportable et au ralentissement des importations de biens manufacturés. Le rétablissement de l'équilibre extérieur reste le principal problème posé à la France. Certes l'analyse économique peut être faite sous une hypothèse fondamentale, dont la réalisation pour notre pays est assurée au moins pour un an : l'absence de problèmes graves de balance des paiements, les emprunts déjà assurés et les réserves officielles couvrant le déficit prévisible de notre balance courante. Il n'en reste pas moins que le déséquilibre des échanges commerciaux ne peut se prolonger sans que s'accroissent les risques issus de l'accumulation d'un endettement extérieur important. L'impossibilité où se trouve la France d'envisager la couverture rapide du renchérissement des importations par le seul développement de nos exportations vers les pays producteurs de pétrole implique donc qu'intervienne une amélioration de sa part relative dans le commerce mondial. Il ne faut cependant pas négliger la difficulté née du fait que le déséquilibre commercial de l'ensemble des pays développés persistera tant que la valeur des importations que réaliseront les pays producteurs de pétrole n'atteindra pas le montant de leurs ressources actuelles, ou que la solvabilité des pays tiers n'aura pas été assurée.

Il paraît très vraisemblable que, chez nos principaux partenaires commerciaux, à un ralentissement de l'activité au cours du premier semestre 1974 prolongeant et amplifiant le mouvement qui s'était dessiné à partir du printemps 1973, succèdera dans l'ensemble une reprise au second semestre 1974. Le ralentissement récent apparaît en définitive relativement modéré : les résultats obtenus à l'exportation au premier trimestre, le niveau actuel des carnets de commandes émanant de l'étranger montrent qu'il aura été sans incidence sur nos débouchés et sur l'impulsion que ceux-ci donnent à l'activité économique de notre pays. Si une reprise s'amorce bien à l'étranger comme la prévision en est généralement faite, on a tout lieu de croire que la demande étrangère restera forte et contribuera au soutien de l'activité et au retour à l'équilibre de nos échanges extérieurs.

Au surplus l'expérience des dernières années semble bien montrer que, grâce notamment à une compétitivité de ses prix assurée depuis 1969, la France tend à avoir un rythme de croissance plus fort et plus régulier que ses principaux partenaires commerciaux ; les inflexions sont de même sens mais d'amplitude moindre qu'à l'étranger : en période de forte croissance au dehors on a en France un gonflement des carnets plutôt qu'une accélération de la production, que la limitation des capacités disponibles ne permet qu'avec une ampleur modérée ; en période de ralentissement conjoncturel à l'étranger on a un dégonflement des carnets plutôt qu'un ralentissement de la croissance de la production : les exportations françaises croissent plus vite que le commerce mondial, les prix sont suffisamment rémunérateurs pour permettre et justifier des investissements visant à développer la place des producteurs français sur les marchés tant intérieur qu'étranger.

L'importance attachée au ralentissement de la demande est également reliée à l'évolution récente et prévisible des prix et des revenus : le maintien de fortes tensions sur les capacités de production, l'insuffisance des approvisionnements et la pénurie de main-d'oeuvre qualifiée dans l'industrie et le bâtiment ont activé les hausses de prix et de salaires et relancé un processus de diffusion à l'ensemble des rémunérations.

Ces rythmes de hausse pèseront sur l'évolution au cours du second semestre

tout d'abord sous un aspect psychologique : certains taux d'évolution nominale ne paraîtront plus invraisemblables ; on peut craindre qu'il y ait des effets de "cliquet" en ce domaine, ou encore que les anticipations de hausse des prix et des salaires soient déterminées par les évolutions antérieurement enregistrées.

Les résultats du premier semestre pèseront aussi par les facteurs de hausse accumulés : hausse du coût salarial par unité produite, diffusion des effets des hausses des matières premières, de l'énergie et demi-produits. La remarque faite au sujet des relèvements du prix du pétrole doit être généralisée à toute hausse de prix de produit importé : la répercussion intégrale des accroissements de coût s'est trouvée être un accélérateur d'inflation par les réflexes de défense du pouvoir d'achat qu'elle a suscités chez les acheteurs intérieurs de ces produits à tous les stades de leur transformation. En effet, par le fait que les hausses de matières premières ont été générales, l'absence de possibilités de substitution a entraîné cette même rigidité de la demande que l'on constate pour les utilisations de pétrole, de telle sorte qu'au lieu d'être découragée par la hausse des prix, cette demande se trouve stimulée par des mobiles de précaution. Face à des hausses de prix rendues inévitables, les entreprises et les ménages cherchent simultanément à les compenser en réclamant une part plus large des revenus de la production intérieure : ils n'aboutissent qu'à retarder la réalisation d'un nouvel équilibre où les uns et les autres supporteront en définitive une fraction de la charge supplémentaire, contribuant ainsi à l'accélération des prix et des salaires, non sans que des transformateurs intermédiaires bénéficient entre temps largement de la poussée provisoire de demande de précaution.

Le ralentissement des évolutions nominales ne pourra être acquis que si entreprises et ménages acceptent ou se trouvent contraints de renoncer à ce principe de répercussion automatique et intégrale des hausses de coût, que celles-ci s'appellent matières premières, demi-produits, coûts salariaux, biens de consommation ou d'investissement, intérêts ou impôts.

Le ralentissement de la croissance réelle survenu depuis la mi-1973 dans la plupart des économies occidentales conduit normalement à prévoir une stabilisation des prix des matières premières et des biens intermédiaires, sinon même une baisse pour quelques-uns. Pour ces derniers il y a de solides raisons de penser que la demande mondiale a tendu à dépasser les besoins immédiats des acheteurs. Le diagnostic de la latence d'une inflexion est posé depuis plusieurs mois, et des signes convergents en sont observés sur les marchés. Les événements politiques (guerre du Kippour), la crise pétrolière, les incertitudes monétaires internationales, en avaient empêché jusqu'ici la manifestation franche.

La stabilisation des matières premières et la reprise de l'expansion à l'étranger apparaissent comme des chances supplémentaires, appréciables mais insuffisantes pour asseoir à elles seules le redressement interne : d'une part il n'y a pas de certitude absolue que ces événements se réalisent, d'autre part leurs effets ne profiteront pas uniquement à la France.

L'évolution future des prix en France dépend au premier chef du comportement des agents intérieurs : selon que ces derniers accepteront ou non la moindre croissance du pouvoir d'achat issue des revalorisations du pétrole et des matières premières, les nouvelles règles de partage des revenus que tente d'établir le relèvement prioritaire des bas salaires, enfin l'arbitrage entre dépenses plus tourné vers l'investissement réellement productif et l'exportation que vers la consommation immédiate, alors le ralentissement inévitable de la demande intérieure et le rétablissement de l'équilibre extérieur se réaliseront progressivement ou au contraire ne seront acquis qu'après une forte hausse des prix et des sacrifices difficilement supportables.

Rédaction achevée le 17 Juin 1974