

IV - LES PRIX ET LA SITUATION FINANCIERE DES MENAGES

Les prix à la production

Après avoir crû très rapidement au début de 1980, les prix à la production des différents secteurs industriels progressent plus lentement depuis l'été d'après les enquêtes de conjoncture. Ce mouvement est particulièrement net pour les biens intermédiaires, moins tranché pour les biens de consommation.

Taux d'accroissement mensuel des prix à la production

(enquêtes de conjoncture - corrigées du biais)

	1979			1980			
	mars à juin	juin à oct.	oct. à janv. 80	janv à mars	mars à juin	juin à oct.	octobre et janvier (prévision)
Biens d'équipement ..	0,7	0,7	0,8	1,2	0,9	0,9	0,9
Biens intermédiaires	1,3	1,2	1,1	2,4	1,3	0,7	0,5
Biens de consommation hors I.A.A.	1,0	1,2	1,0	1,3	0,7	1,0	0,7
TOTAL	1,0	1,1	0,9	1,6	1,0	0,8	0,7

Les prévisions de prix formulées par les industriels aux enquêtes mensuelles fournissent les mêmes indications : très forte décélération pour les biens intermédiaires, décélération sensible pour les biens de consommation, léger mouvement dans le même sens pour les biens d'équipement ; pour les trois secteurs, on observe cependant une remontée des opinions sur les prix à partir de septembre ou d'octobre, qu'on n'observe pas dans les enquêtes trimestrielles; ceci peut provenir de ce que l'opinion qualitative est sensible également aux changements du rythme de hausse des prix et non seulement à son niveau.

Opinion sur les prix prévus (enquêtes mensuelles)

(écart entre les pourcentages de réponses "augmentation plus rapide" et "augmentation moins rapide")

	1 9 8 0									
	janv	fév.	mars	avril	mai	juin	juil	sept.	oct.	nov
Biens d'équipement	70	53	58	50	50	65	52	49	58	56
Biens intermédiaires	68	74	64	58	51	53	34	11	21	25
Biens de consommation (hors IAA)	58	62	57	52	57	64	31	41	49	53
dont										
Automobile	52	59	70	68	82	88	17	50	91	79
Ensemble de l'industrie	63	60	57	55	51	49	34	40	51	44

Le tableau ci-dessous montre que l'évolution des prix à la production peut être aisément reliée à celle des éléments composant les coûts de production des entreprises.

Éléments du coût de production des entreprises

(Comptes Trimestriels)

Taux de croissance trimestriels %	1979				1980	
	I	II	III	IV	I	II
Prix à l'importation	1,8	5,2	4,7	2,8	6,7	2,3
dont :						
Biens intermédiaires	2,8	5,1	4,7	3,1	7,2	- 0,5
Energie	3,5	13,0	16,0	10,0	23,2	8,3
Coût salarial par unité produite .	2,8	2,2	1,0	3,5	3,5	4,7
venant de :						
. productivité	- 0,2	- 0,7	-2,3	- 0,3	- 0,5	+ 0,6
. salaire horaire	2,6	2,9	3,4	3,7	3,8	4,1
. taux de cotisations sociales employeurs (sous plafond)	+ 0,5	0	0	0	+ 0,1	0

Au premier semestre 1980, se conjuguent de fortes hausses de prix des biens intermédiaires et de l'énergie importés, une accélération du taux de salaire horaire et une stagnation de la productivité du travail après sa vive progression de l'automne 1979. Tout ceci conduit à une croissance sensible du coût unitaire total de production dans toutes les branches, ce qui tranche avec la situation observée en moyenne en 1979 où les gains de productivité avaient maintenu à un bas niveau le coût salarial unitaire, compensant ainsi partiellement la hausse du prix des importations.

Coûts unitaires totaux de production et prix de production (1)

(Comptes Trimestriels)

(taux de croissance trimestriels)	1979				1980	
	I	II	III	IV	I	II
<u>Biens intermédiaires</u>						
Coût unitaire	+ 3,1 %	+ 3,3 %	+ 2,1 %	+ 2,9 %	+ 5,5 %	+ 3,2 %
Prix de production	+ 3,3 %	+ 4,0 %	+ 3,0 %	+ 3,4 %	+ 3,9 %	+ 2,6 %
<u>Biens de consommation</u> (y.c. auto)						
Coût unitaire	+ 2,6 %	+ 2,4 %	+ 2 %	+ 3,8 %	+ 4,4 %	+ 3,1 %
Prix de production	+ 2,5 %	+ 2,7 %	+ 3,0 %	+ 3,1 %	+ 4,2 %	+ 3,4 %
<u>Biens d'équipement</u>						
Coût unitaire	+ 4,3 %	+ 4,1 %	+ 0,6 %	+ 1,3 %	+ 4,8 %	+ 0,9 %
Prix de production	+ 2,2 %	+ 2,9 %	+ 2,9 %	+ 2,5 %	+ 2,2 %	+ 2,7 %

Les prix à la production réagissent alors à cette hausse des coûts unitaires avec une vitesse variable selon les secteurs (2) : très rapide dans les biens intermédiaires, ce qui explique

(1) Incluant coûts salariaux, consommations intermédiaires, frais financiers et impôts divers.

(2) Délais moyens d'ajustement des prix de production aux coûts unitaires (estimations économétriques sur données comptes trimestriels)

Biens intermédiaires : 0,4 trimestre

Biens de consommation : 1,8 trimestre

Biens d'équipement : 4 trimestres.

la poussée des prix au début de l'année, puis leur ralentissement (1) permanent depuis, assez rapide dans les biens de consommation, et très lente dans les biens d'équipement ce qui justifie l'inertie du mouvement des prix dans ce secteur. Au second trimestre, la progression des prix importés est beaucoup plus modérée, mais celle des coûts salariaux reste forte. Durant tout le premier semestre de 1980, la part des salaires dans la valeur ajoutée se situe à un niveau supérieur de 2 points à celui de 1979.

Dans les trimestres à venir, le ralentissement des hausses de prix à la production, en l'absence de tout nouveau mouvement notable des coûts importés, devrait se poursuivre. La réduction de la demande devrait freiner surtout les prix des biens intermédiaires et des biens d'équipement, les biens de consommation y étant moins sensibles ; les prix de vente de ceux-ci devraient être cependant modérés par le besoin de maintien de la compétitivité sur le marché intérieur, facteur qui a pesé dans le passé sur leur fixation. En sens inverse, on peut craindre que les moindres gains de productivité habituels en période de stagnation de la production ne poussent à la hausse les coûts unitaires et donc les prix ; les entreprises peuvent chercher à ramener leur part dans la valeur ajoutée à son niveau de 1979 ; elles devraient être aidées en cela par la modération des hausses de salaires prévisibles à partir de la fin de 1980. Le risque majeur reste cependant celui de nouveaux accroissements des prix des produits importés, qu'on n'a pas observé au troisième trimestre 1980. S'ils ne se produisent pas, le rythme mensuel de hausse des prix à la production industriels devrait se situer aux alentours de 0,8 % durant l'hiver 1980-1981.

Il reste à analyser le risque de relèvements des prix de vente destinés à accroître les ressources internes des entreprises pour compenser l'insuffisance des ressources externes. Au début d'une phase de recul de la production, l'emploi, le capital et les stocks des entreprises ne sont pas ajustés au nouveau niveau d'activité, ce qui les conduit à accroître les besoins de crédit. Si ces besoins butent sur la contrainte de l'encadrement du crédit, les entreprises peuvent être incitées à combler par les prix ce besoin de ressources insatisfait. Une telle situation si elle se produisait, conduirait à une poussée transitoire d'inflation à cette période.

Les prix agricoles

(Glissements trimestriels)	1979				1980		
	I	II	III	IV	I	II	III
Indice des prix agricoles à la production (CVS)	+ 1,6	+ 1,8	+ 3,7	- 0,4	- 0,3	+ 2,9	+ 2,8
Indice sensible des prix de gros alimentaires (CVS)	+ 2,3	+ 1,9	- 0,1	- 2,6	- 2,3	+ 4,3	+ 1,3
Indice des prix à la consommation : alimentation	+ 2,3	+ 2,1	+ 2,6	+ 2,4	+ 2,0	+ 1,8	+ 3,2

En 1979, les prix agricoles à la production ont crû de 6,8 % et l'indice sensible des prix de gros alimentaires de 1,4 % ; les produits agricoles ont donc exercé une influence très modératrice sur l'évolution de l'inflation. La situation est différente à partir du second trimestre 1980 : des hausses des prix communautaires sont intervenues en ce qui concerne les produits laitiers, le sucre et les céréales ; des tensions sont apparues sur certains marchés (fruits et légumes, dont le prix de gros a crû d'environ 40 % en le début de l'année et la fin de l'été, sucre, viandes) ; enfin un certain rattrapage des revenus agricoles peut paraître inévitable, après quatre années où les prix agricoles à la production croissent en moyenne de 6 % de moins que l'indice général des prix.

Le passage par les commerces

Les opinions sur les prix des commerçants confirment les indications précédentes. Les prix de vente prévus pour les produits alimentaires sont en hausse, au stade du gros, depuis juillet 1980, alors que la reprise des prix à la production date du second trimestre. Au stade du détail, les hausses sont restées vives en 1979 (9,7 %), ce qui se traduit par le maintien à un niveau élevé de l'opinion sur le prix des détaillants en biens alimentaires. Pour les produits manufacturés, la décélération apparaît aux enquêtes de mai ; et est très forte ici aussi

(1) Ce ralentissement a été également favorisé par la réduction de la demande.

pour les biens intermédiaires ; une certaine remontée des anticipations de hausses de prix apparaît également à l'automne, mais on sait que les commerçants sont sensibles aux variations des hausses de prix, plus qu'à leur niveau : cette remontée peut simplement indiquer qu'on se situe maintenant sur un palier pour les hausses de prix des produits manufacturés. Elle est très nette pour les prix de vente prévus chez les détaillants en biens de consommation non alimentaires.

Opinion sur les prix de vente dans le commerce de gros (CVS)

(écart entre les pourcentages de réponses "augmentation plus rapide" et "augmentation moins rapide")

Soldes d'opinion (%)	1979			1980					
	juil	sept	nov	janv	mars	mai	juil	sept	nov.
Biens de consommation alimentaires									
Prix de vente passés	+ 39	+ 39	+ 30	+ 28	+ 28	+ 25	+ 25	+ 39	+ 43
Prix de vente prévus	+ 59	+ 45	+ 38	+ 49	+ 41	+ 34	+ 49	+ 56	+ 54
Biens de consommation non alimentaires									
Prix de vente passés	+ 51	+ 60	+ 55	+ 56	+ 66	+ 58	+ 52	+ 51	+ 49
Prix de vente prévus	+ 71	+ 68	+ 67	+ 72	+ 65	+ 67	+ 60	+ 62	+ 65
Biens d'équipement									
Prix de vente passés	+ 36	+ 42	+ 49	+ 44	+ 49	+ 45	+ 38	+ 40	+ 38
Prix de vente prévus	+ 65	+ 57	+ 59	+ 61	+ 62	+ 55	+ 50	+ 49	+ 59
Biens intermédiaires industriels									
Prix de vente passés	+ 52	+ 62	+ 55	+ 57	+ 41	+ 25	+ 4	+ 13	+ 11
Prix de vente prévus	+ 62	+ 58	+ 67	+ 67	+ 39	+ 17	+ 21	+ 17	+ 37

Opinion sur les prix de vente dans le commerce de détail (1)

(écart entre les pourcentages de réponses "augmentation plus rapide" et "augmentation moins rapide")

%	1979		1980					
	sept	nov	janv	mars	mai	juil	sept	nov
Produits non alimentaires (1)								
Prix de vente passés	+ 53	+ 62	+ 43	+ 53	+ 60	+ 48	+ 48	+ 59
Prix de vente prévus	+ 73	+ 63	+ 67	+ 67	+ 58	+ 64	+ 71	+ 62
Produits alimentaires								
Prix de vente passés	+ 65	+ 74	+ 64	+ 43	+ 67	+ 74	+ 75	+ 67
Prix de vente prévus	+ 81	+ 80	+ 57	+ 83	+ 72	+ 82	+ 77	+ 72

(1) Commerce spécialisé.

Les prix de détail

Évolution des grandes composantes de l'indice (glissements semestriels (%))

	1er sem. 79	2ème sem. 79	1er sem. 80	2ème sem. 80 (1)
Alimentation	4,4	5,0	3,9	5,9
Produits manufacturés du secteur privé	5,0	6,5	7,3	5,4
Services du secteur privé	6,4	6,0	7,6	7,2
Tarifs publics (y.c. énergie) .	7,5	9,7	11,9	6,3
Loyers-eau	6,1	4,7	7,7	5,5
Santé	5,8	0,3	5,5	8,0
Ensemble	5,5	6,0	7,1	6,1
Ensemble hors tarifs publics ..	4,9	5,5	6,3	6,1

(1) Prévision

Évolution mensuelle de l'indice des prix à la consommation

1 9 8 0									
J.	F.	M.	A.	M.	J.	Jt.	A.	S.	O.
1,9	1,1	1,2	1,2	0,9	0,6	1,5	1,0	0,9	1,1

On observe que le premier semestre 1980 a été caractérisé par une vive accélération des prix (+ 7,1 % contre + 6 % au second semestre 1979). Tous les secteurs ont été atteints, à l'exception de l'alimentation qui joue un rôle très modérateur jusqu'en juin en raison du faible accroissement des prix à la production ; à l'inverse on doit s'attendre pour ce même poste à une accélération des prix à la fin de 1980 et au début de 1981, pour les raisons évoquées plus haut (décisions communautaires, dérapage observé pour les produits transformés ...).

Les tarifs publics auront progressé de plus de 40 % en deux ans, les tarifs de l'énergie ayant subi les plus forts relèvements. Ils ne devraient plus augmenter jusqu'à la fin du premier trimestre 1981, dans la mesure où les hausses de prix du pétrole resteront faibles, à l'exception de la redevance T.V. ; au second trimestre des majorations modérées concernant la SNCF, le gaz, l'électricité et le fuel sont prévues ; au total, les hausses attendues pour le premier semestre 1981 seraient inférieures de près de moitié à celles constatées au premier semestre 1980.

Les prix des produits manufacturés du secteur privé, qui avaient crû très rapidement au premier trimestre 1980 (de 4,2 % en trois mois), ont eu une évolution plus modérée de mai à septembre (+ 0,9 % par mois en moyenne), et accélèrent quelque peu en octobre. Les secteurs les plus touchés par les hausses en début d'année ont été la bijouterie et les articles photochimiques (en raison des hausses de l'or et de l'argent), la quincaillerie, le mobilier, les livres, les pneumatiques et les produits d'entretien. L'évolution du prix de la bijouterie perturbe fortement le prix de l'ensemble des produits industriels du secteur privé ; si on l'exclut, la hausse du premier trimestre passe de 4,2 % à 3,0 %. Le jugement porte plus haut sur les prix de production, qui devraient légèrement décélérer grâce à la baisse des coûts importés et de la demande, malgré la stagnation de la productivité, conduit à prévoir un très léger ralentissement au stade du détail : le rythme mensuel de hausse devrait se situer entre 0,8 % et 0,9 % par an.

Le ralentissement des prix des services du secteur privé est moins marqué que celui des produits manufacturés. En septembre et surtout en octobre (+ 1,7 %) ces prix ont crû très rapidement. Les hausses sont sans doute dues à la possibilité dont disposent les entreprises de ce secteur, de répercuter rapidement les mouvements des coûts salariaux et du prix de l'énergie. Les hausses les plus fortes concernent les transports privés (rythme annuel : 16 %), les loisirs (16,5 %), les cafés (18 %), le blanchissage (15 %).

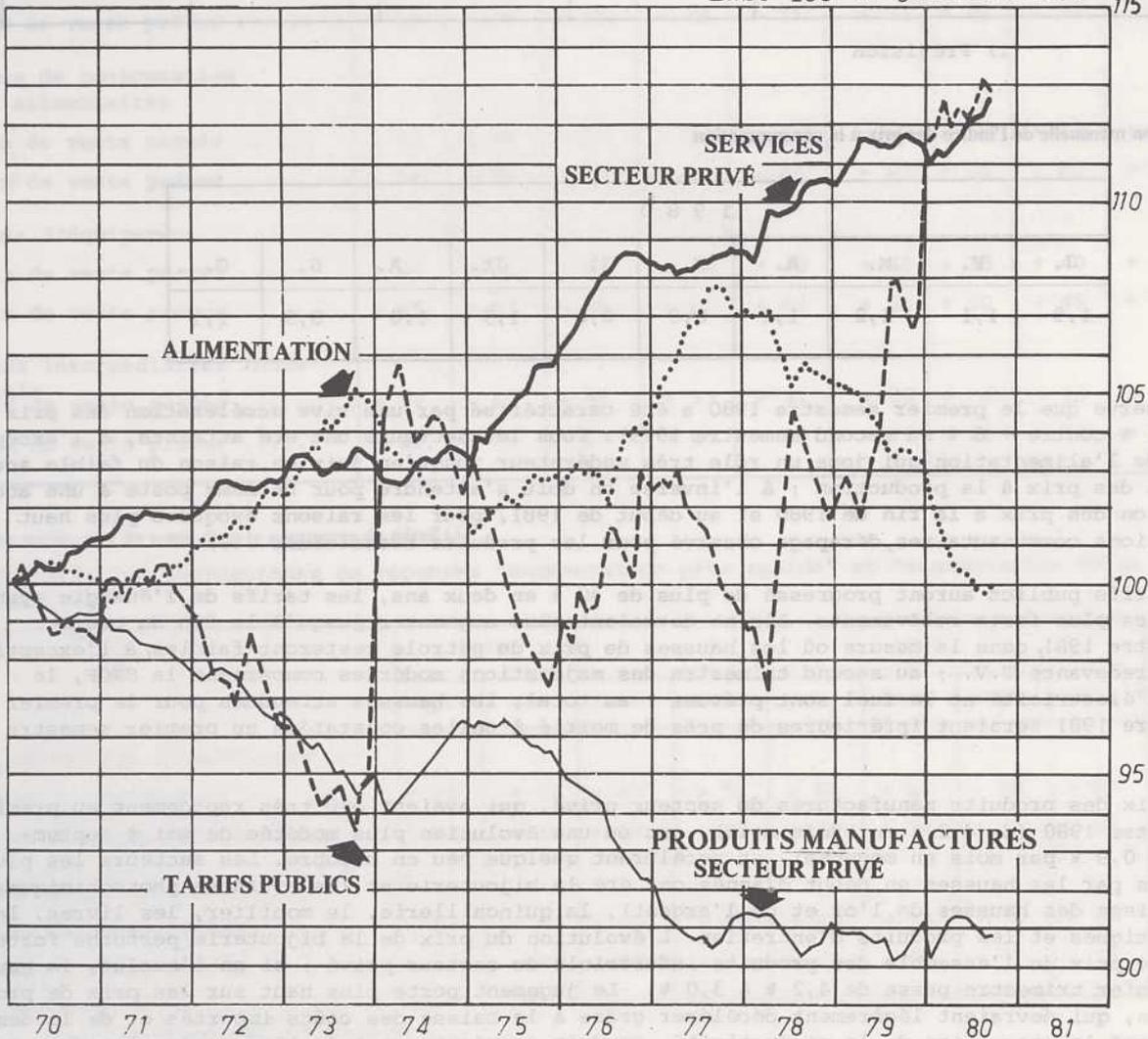
Les loyers devraient croître plus rapidement que dans le passé en raison notamment de l'indexation d'une partie d'entre-eux sur l'indice INSEE du coût de la construction, qui a crû de 15,1 % de juin 1979 à juin 1980, contre 10,6 % sur les 12 mois précédents.

Evolution des prix relatifs à la consommation de l'indice des prix de détail (base 100 en janvier 1970) par secteur d'activité et par type de produit (en %).

Secteur	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Services	100	101	102	103	104	105	106	107	108	109	110
Produits manufacturés	100	99	98	97	96	95	94	93	92	91	90
Tarifs publics	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Alimentation	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

PRIX RELATIFS A LA CONSOMMATION

Base 100 en janvier 1970



Le ralentissement des prix des services du secteur privé est moins marqué que celui des produits manufacturés. En revanche, le secteur des services est resté en hausse et a même dépassé son niveau de 1970. Les hausses sont dues à la possibilité d'augmenter les prix des services et du secteur des transports. Les prix des services ont augmenté de 12 % en 1980 par rapport à 1970. Les prix des produits manufacturés ont diminué de 10 % en 1980 par rapport à 1970. Les tarifs publics ont diminué de 8 % en 1980 par rapport à 1970.

Enfin, dans le domaine de la santé, la signature de nouvelles conventions (juillet 1980 : médecins, août 1980: dentistes) a entraîné de fortes hausses durant l'été 1980 ; des hausses plus modérées sont prévues au cours du premier semestre 1981. Au total, le ralentissement de l'inflation au deuxième semestre 1980 par rapport au premier semestre devrait être de l'ordre de 2 % en rythme annuel, certains prix accélérant (santé, alimentation) d'autres ralentissant (manufacturés, tarifs publics). Au premier semestre 1981, l'inflation devrait se situer sur une pente annuelle un peu inférieure à 12 %.

Les revenus

Variations moyennes trimestrielles	1979				1980		
	I	II	III	IV	I	II	III
Taux de salaire horaire	2,7	3,1	3,4	3,5	3,6	4,0	3,8
Prix	2,2	2,8	3,3	2,8	3,8	3,1	3,2
Taux de salaire horaire réel	0,5	0,3	0,1	0,7	-0,2	0,9	0,6
Masse salariale en valeur	2,7	2,8	3,5	3,7	3,7	3,9	3,6
Pouvoir d'achat de la masse salariale (secteur privé)	0,5	0	0,2	0,9	-0,1	0,8	0,4
Pouvoir d'achat de la masse salariale nette (1) (privé + public)	-1,0	0,3	-0,3	0,8	-0,3	0,8	0,4
Pouvoir d'achat des revenus salariaux et sociaux	-0,1	0	0,2	1,3	-0,5	0,7	0,8
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-0,5	+0,7	0	0,2	-0,7	0,9	0,7

(1) après prélèvements sociaux.

Au début de 1979 à la mi-1980, le pouvoir d'achat du taux de salaire horaire a crû au rythme de 1,6 % par an ; durant le premier trimestre 1980, l'accélération de l'inflation entraîne une baisse de ce pouvoir d'achat en raison des retards dans les mécanismes d'indexation. A l'inverse, au second trimestre, la hausse est forte ; d'autant que dans l'industrie du bâtiment la mise en application d'un accord de revalorisation des salaires a entraîné une progression de ceux-ci de 5,1 % en trois mois. La revalorisation du travail manuel devrait également entraîner certaines hausses exceptionnelles de salaires au second semestre 1980. La légère décélération des prix qu'on prévoit à partir de l'automne - comme on l'a vu plus haut - devrait avoir pour conséquences de faire progresser un peu plus rapidement le taux de salaire réel.

L'accroissement du chômage pourrait au contraire freiner la progression des salaires bruts. Au total, on peut retenir pour le second semestre 1980 et le premier semestre 1981 l'hypothèse d'une progression du pouvoir d'achat du salaire horaire au rythme d'environ 2 % par an. La progression du pouvoir d'achat du revenu net sera au premier semestre 1981 accrue d'un point, en raison de la baisse des taux de cotisations sociales qui doit intervenir en février.

Les revenus sociaux

Après avoir crû rapidement en 1979 (+ 6 %), le pouvoir d'achat des prestations familiales stagne en 1980 malgré les mesures favorables aux familles décidées en juillet et la majoration de 150 F de l'allocation de rentrée scolaire ; cette stagnation devrait se poursuivre au premier semestre 1981. Le pouvoir d'achat de l'ensemble des retraites devrait progresser d'environ 1,5 % en 1980, ce qui recouvre des situations variées suivant les régimes : baisse de pouvoir d'achat pour le minimum vieillesse et les pensions versées par la Sécurité Sociale, progression pour la fonction publique et les entreprises nationales. Le minimum vieillesse et les pensions de sécurité sociales devraient augmenter fortement au début de 1981. Le ralentissement des dépenses de santé se confirme en 1980, où, déflatées par l'indice des prix à la consommation, elles ne progressent que de 2 % (contre plus de 4 % en 1979). Enfin les prestations chômage continuent de croître très rapidement (24 % en 1979 et sans doute plus de 30 % en 1980).

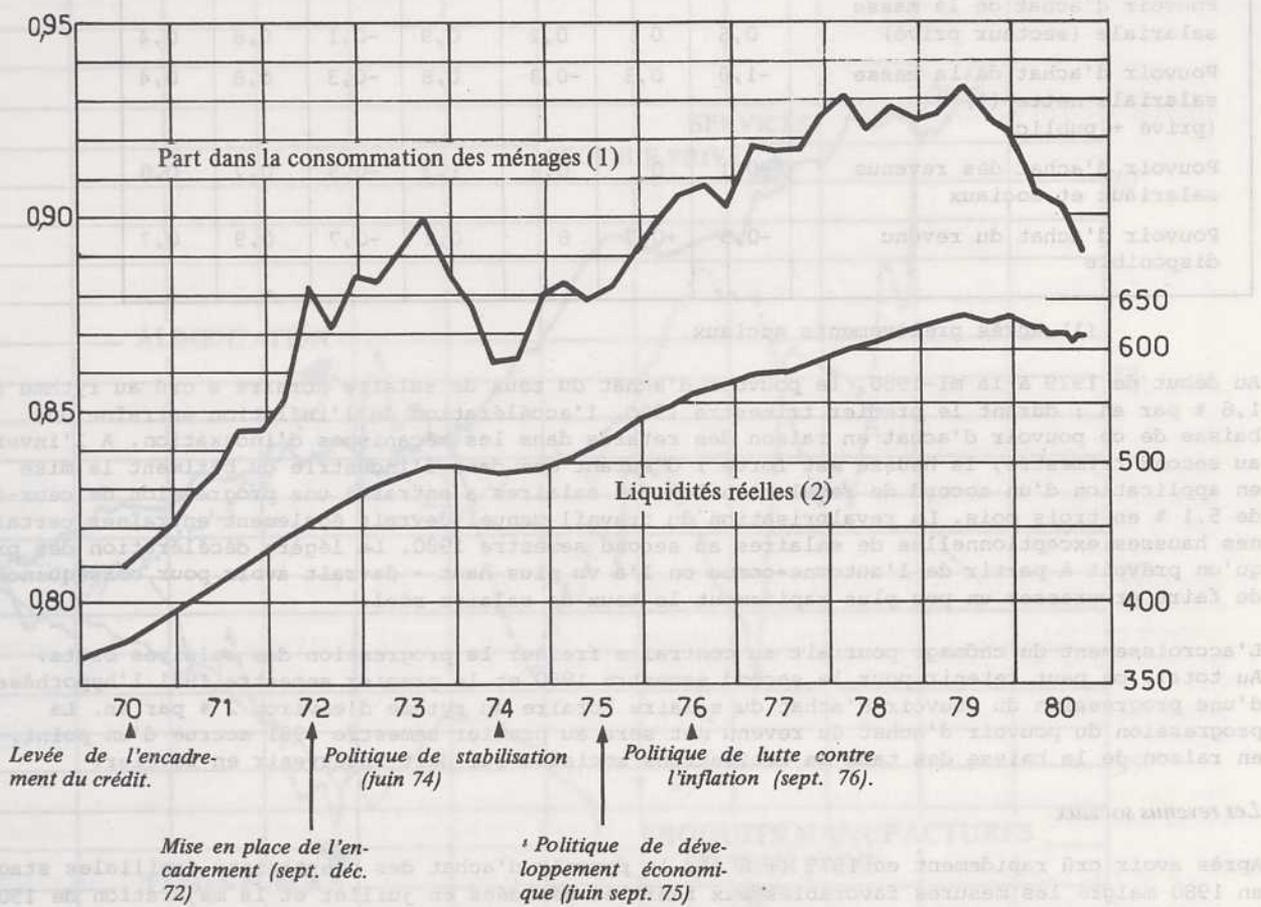
Au total le pouvoir d'achat de l'ensemble des revenus sociaux devrait croître de près de 3 % au second semestre 1980 (après être resté stable au premier semestre) et d'un peu moins de 2 % au premier semestre 1981.

Enfin, dans le domaine de la santé, la signature de nouvelles conventions (juillet 1980) : médecins, soins (1980) a entraîné de fortes hausses durant l'été 1980 ; des hausses plus modérées sont prévues au cours du premier semestre 1981. Au total, le ralentissement de l'inflation au deuxième semestre 1980 par rapport au premier semestre devrait être de l'ordre de 1 % en rythme annuel, certains prix accablant (énergie, alimentation) d'autres ralentissant (habillement, tarifs publics). Au premier semestre 1981, l'inflation devrait se situer sur une pente annuelle un peu inférieure à 11 %.

Les revenus

Variations moyennes trimestrielles	1980			1979		
	I	II	III	IV	I	II
Taux de salaire horaire	4,7	3,1	3,4	3,2	3,6	4,0
Prix	2,3	2,8	3,3	3,8	3,1	3,8
Taux de salaire horaire réel	0,5	0,3	0,1	0,4	0,5	0,2
Masse salariale déflatée de l'indice des prix	2,2	0,3	0,1	0,6	0,5	0,2

LIQUIDITÉS DÉTENUES PAR LES MÉNAGES



(1) rapport entre les liquidités détenues par les ménages (en moyenne trimestrielle) et leur consommation finale marchande.
 (2) liquidités déflatées par l'indice de prix à la consommation. (en Mds de F 1970)

Épargne et consommation

	1979				1980				1981	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV (p)	I (p)	II (p)
<u>Variations trimestrielles</u>										
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-0,5	0,7	0,0	0,2	-0,7	0,9	0,7	0,6	1,2	0,3
Consommation des ménages	1,1	0,2	0,5	1,2	0,8	-0,6	0,3	0,6	0,5	0,5
Taux d'épargne (%)	16,8	17,1	16,7	15,9	14,6	16,0	16,4	16,4	17,1	16,8

(p) prévisions

Si on ajoute aux revenus salariaux et sociaux nets les revenus non salariaux (revenus d'entrepreneurs individuels, revenus financiers, loyers ...) et qu'on en déduit l'impôt sur le revenu, on parvient au revenu disponible des ménages dont le pouvoir d'achat n'a cru que de 0,7 % entre le début de 1979 et la mi-80, largement en raison des hausses des taux de cotisation sociales. Sur la même période, la consommation des ménages croît de 3,3 % et le taux d'épargne baisse de 2,1 points. Après avoir baissé au premier trimestre en même temps que le taux de salaire et les prestations sociales, le revenu disponible réel remonte sensiblement au second avec ces mêmes éléments ; la consommation suivant ce mouvement avec retard, il en découle un mouvement violent à la baisse puis à la hausse du taux d'épargne (- 1,3 point puis + 1,4 point). Au second semestre 1980 et surtout au premier semestre 1981, la progression un peu plus vive du pouvoir d'achat du taux de salaire horaire et des revenus sociaux ainsi que la suppression de la contribution sociale exceptionnelle contribueront à une croissance plus rapide du revenu disponible ; en sens inverse, on devrait observer une baisse des effectifs (1) et une faible progression des revenus d'entrepreneurs individuels.

Au total, il devrait cependant apparaître une progression du pouvoir d'achat du revenu disponible plus rapide que depuis un an, atteignant un rythme compris entre 2,5 % et 3 % par an, avec une pointe au premier trimestre 1981 dû au mouvement des taux de cotisations sociales.

Liquidités et crédits des ménages

Depuis la mi-1979 les ménages ont sensiblement abaissé la progression de leurs encaisses liquides. D'environ 15 % l'an, le rythme de croissance de leurs liquidités (M3) est revenu à 12 % l'an jusqu'au début de 1980, puis à 10 % l'an. Ce ralentissement a tout d'abord pris place dans une phase de baisse du taux d'épargne global de 18 % fin 1978 jusqu'au minimum de 14,6 % au premier trimestre 1980) et du taux d'épargne financière (7,5 % à 3,6 % sur la même période) ; il correspondait alors à une baisse de la constitution de l'ensemble des actifs financiers : la part du revenu disponible consacrée à la détention de ces actifs (2) est revenue d'environ 13 % au premier semestre 1979 à 11 % en moyenne sur les trois trimestres suivants, avec un minimum proche de 10 % au début de 1980. Par la suite, la remontée du taux d'épargne jusqu'à 16,4 % au troisième trimestre s'est seulement traduite par une hausse modérée et tardive des actifs financiers.

Parmi ceux-ci les ménages ont choisi, en 1980, d'accroître leur portefeuille de valeurs mobilières au détriment de leurs liquidités (cf. les explications avancées en partie "politique monétaire"). On peut estimer la part de l'accroissement du portefeuille de valeurs mobilières dans l'épargne brute des ménages à 13,6 % sur les trois trimestres 1980 contre 10,3 % et 7 %, respectivement au deuxième et au premier semestre de 1979. Le report sur le marché financier a été principalement réalisé en ralentissant la formation des placements liquides rémunérés à taux réglementés (néanmoins une légère reprise des avoirs en caisses d'épargne a accompagné le recul de la consommation). En conséquence, les encaisses réelles détenues par les ménages se sont contractées de 3,7 % depuis le début de l'année, mouvement sans précédent durant la décennie 1970 si ce n'est, mais avec une moindre ampleur, durant quelques mois de 1974.

(1) cf. chapitre III

(2) Rapport entre l'accroissement des liquidités détenues par les ménages, du portefeuille de valeurs mobilières et des primes nettes d'assurance vie et le revenu disponible.

Le taux d'endettement des ménages (1) est revenu de 8 % au premier trimestre 1980 à 4,5 % au troisième. Pour cela deux facteurs se sont combinés : d'une part, le repli de la consommation et des acquisitions immobilières succédant aux achats spéculatifs de 1979 et du début de 1980, d'autre part le durcissement de la politique du crédit à l'égard des ménages, tant du fait du renforcement de l'encadrement des crédits qui leur sont destinés que du niveau élevé des taux d'intérêt. Au total le taux d'épargne financière - qui mesure l'écart entre le comportement de constitution d'actifs financiers et celui d'endettement - est revenu de moins de 4 % au premier trimestre à 6 % environ au troisième, un point en deçà encore de celui observé au premier trimestre 1979.

Crédits aux particuliers

Variations (%) en taux annuels	Encours déc. 79 chiffres bruts mds	1979				1980		
		I	II	III	IV	I	II	III (p)
Crédits à la consommation	55,8	28	36	43	21	27	-22	12
Crédits à l'habitat	450,2	23	20	27	21	27	20	nd
dont crédits bancaires	(281,6)	(26)	(21)	(24)	(23)	(27)	(18)	(10)
TOTAL	506,-	24,-	22	29	21	27	15	nd
dont crédits bancaires	(355,-)	(26)	(23)	(26)	(24)	(25)	(11)	(10,3)

A partir du second trimestre, la croissance des crédits aux particuliers s'est brutalement ralentie, retrouvant le rythme de 15 % l'an, observé en moyenne sur les années 1977-1978.

L'encours des crédits à la consommation (financement des ventes à tempérament), qui représente 10 % des crédits aux ménages, fléchit depuis mars. Ce mouvement recouvre un tassement de l'octroi de prêts nouveaux en liaison avec le haut niveau de taux (21,50 %) et, surtout, de substantiels remboursements liés au fort accroissement de ces crédits en 1979. L'essor des crédits à l'habitat s'est également interrompu, traduisant pour partie le durcissement de l'encadrement du crédit (cf. partie "politique monétaire").

L'évolution future du taux d'épargne

Il est difficile de prévoir l'évolution prochaine du taux d'épargne. La légère réduction de l'inflation limite dans un premier temps les achats immobiliers et de biens durables spéculatifs et fait remonter le taux d'épargne. Ceci est confirmé par l'enquête de conjoncture auprès des ménages de novembre, où les ménages déclarent que le moment est moins favorable qu'il y a quelques mois à la réalisation d'achats importants et à l'achat de biens d'équipement.

La même enquête montre bien que les ménages ont perçu un ralentissement de l'inflation au printemps mais qu'ils ne s'attendent pas (si on tient compte de la saisonnalité), à une poursuite de ce ralentissement.

Enquête de conjoncture auprès des ménages : pourcentage d'opinions exprimées	1979			1980		
	janv	mai	nov	janv	mai	nov
Intérêt à faire des achats importants (indice résumé)	+ 27	+ 32	+ 35,5	+ 36	+ 38,5	+ 32
Intention d'achats de biens durables (indice résumé)	- 8,5	- 10	- 9,5	- 10,5	- 11	- 11,5
Hausse des prix au cours des prochains mois (indice résumé)						
brut	- 7,5	5	- 2,5	10	4,5	- 1,5
CVS	- 6	- 1,2	3,5	11,5	- 1,7	4,5

(1) rapport entre l'accroissement des crédits et le revenu disponible.

Dans un second temps, une moindre inflation réduit le besoin de reconstitution des avoirs financiers et permet au contraire une baisse du taux d'épargne. Mais ce mouvement ne s'observera que dans un futur assez éloigné, car les ménages vont d'abord reconstituer les pertes récentes de pouvoir d'achat des liquidités. On peut donc s'attendre à une certaine remontée du taux d'épargne liée à un arbitrage en faveur des encaisses et dont on peut voir un signe dans l'évolution de la réponse à la question sur le caractère raisonnable de l'épargne :

Source : enquête de conjoncture auprès des ménages	1979			1980		
	janv	mai	nov	janv	mai	nov
Pensez-vous qu'il soit raisonnable d'épargner (indice résumé : solde des réponses positives et négatives)	13	15,5	7,5	4	- 5,5	0,5

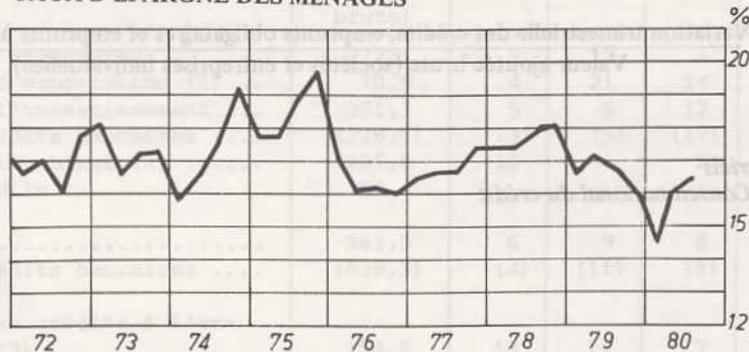
La hausse du chômage devrait par ailleurs entraîner la formation d'une épargne de précaution. Il est clair que les ménages s'attendent bien à une dégradation de la situation de l'emploi, comme le montre aussi l'enquête de conjoncture de novembre. En sens inverse la structure des revenus, dans une période de faible activité, se déforme au profit des transferts (prestations) où la progression à consommer est la plus forte. Enfin, la légère accélération du rythme de croissance des revenus devrait permettre de dégager une épargne plus importante. Comme synthèse de ces effets contradictoires, on peut retenir l'hypothèse d'une légère remontée du taux d'épargne. Si elle était de près d'un point entre le deuxième trimestre 1980 et le deuxième trimestre 1981, la consommation des ménages progresserait à un rythme annuel compris entre 1,5 % et 2 % sur cette période, et ce relativement régulièrement.

Le partage de l'épargne

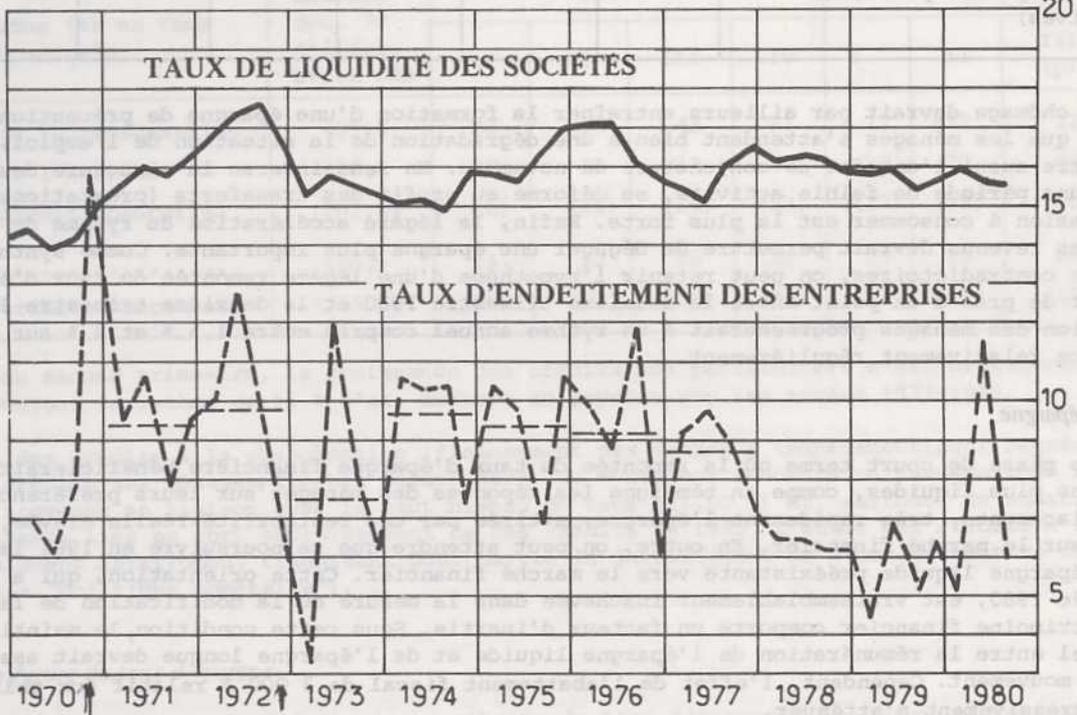
Au delà d'une phase de court terme où la remontée du taux d'épargne financière bénéficierait plutôt aux avoirs les plus liquides, comme en témoigne les réponses des ménages sur leurs préférences en matière de placements, très rapidement l'épargne, attirée par une rentabilité réelle élevée, devrait se reporter sur le marché financier. En outre, on peut attendre que se poursuive en 1981 la réallocation de l'épargne liquide préexistante vers le marché financier. Cette orientation, qui a déjà dominé l'année 1980, est vraisemblablement inachevée dans la mesure où la modification de la composition du patrimoine financier comporte un facteur d'inertie. Sous cette condition, le maintien de l'écart actuel entre la rémunération de l'épargne liquide et de l'épargne longue devrait assurer la poursuite du mouvement. Cependant, l'effet de l'abattement fiscal de 3 000 F relatif aux obligations va progressivement s'atténuer.

Par ailleurs, toute baisse marquée du taux des émissions nouvelles tendrait, du fait des gains en capital sur les portefeuilles existants, à créer un effet de valorisation du patrimoine financier de nature à limiter les acquisitions supplémentaires.

TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES



Source : comptes trimestriels



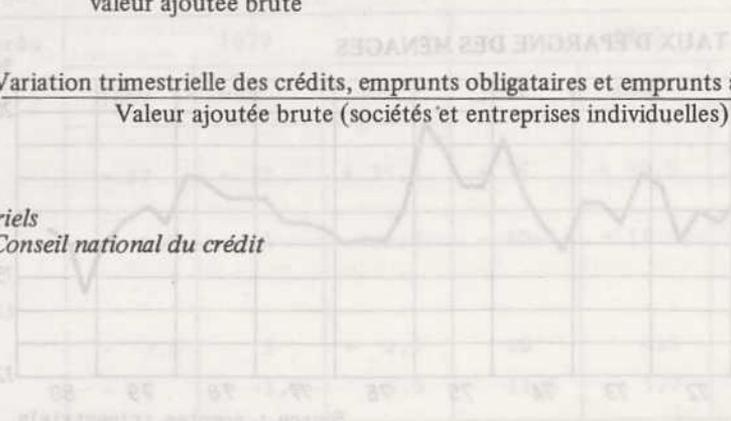
levée de l'encadrement
du crédit (octobre 1970)

mise en place
de l'encadrement

– taux de liquidité des sociétés = $\frac{\text{liquidités détenues}}{\text{valeur ajoutée brute}}$

– taux d'endettement des entreprises = $\frac{\text{Variation trimestrielle des crédits, emprunts obligataires et emprunts à l'étranger}}{\text{Valeur ajoutée brute (sociétés et entreprises individuelles)}}$

Sources : Comptes trimestriels
Publications du Conseil national du crédit



V - LA SITUATION FINANCIERE DES ENTREPRISES

La détérioration de la situation financière des entreprises a nécessité un recours accru aux crédits, auquel les banques ont dans l'ensemble pu satisfaire.

On observe depuis le quatrième trimestre 1979 une accélération des hausses du coût salarial par unité produite, largement due à la stagnation de la productivité. De plus, depuis la mi-1979 jusqu'à la mi-1980, les prix des produits importés ont progressé très vivement (environ 20 % en un an). Sur la même période, on a vu que la hausse des prix à la production, en raison des délais d'ajustement, reste inférieure à celle de l'ensemble des coûts. Il se creuse un écart de près d'un point entre le coût de production et la valeur de celle-ci, ce qui, cumulé avec le surcroît d'impôt sur les sociétés lié au haut niveau des bénéfices en 1979, pèse sur les situations de trésorerie.

L'effort d'investissement s'accroissant modérément, le taux d'autofinancement se détériore à partir du premier semestre. Cette baisse est à rapprocher de l'importance prise par l'engagement de nouvelles dépenses d'investissement et la formation des stocks comme facteurs explicatifs de la dégradation des trésoreries des entreprises apparue dans l'enquête sur la situation de trésorerie de juin.

Les entreprises ont fait face à la détérioration de leur trésorerie tout d'abord en prélevant sur leurs liquidités durant le second trimestre puis en ne reconstituant que très lentement leurs encaisses ; de mars à septembre, les dépôts à vue ont fléchi et le développement des dépôts à terme s'est sensiblement ralenti après trois trimestres de croissance rapide. Au total le taux de liquidité des sociétés (1) est revenu de 16 % au premier trimestre 1980 à 15,6 % au troisième, soit le même taux qu'un an auparavant mais pour un rythme d'activité à présent nettement moindre (cf. graphique). En outre, les entreprises ont dû massivement recourir aux crédits, interrompant une phase de décélération amorcée à la mi-1977. Particulièrement vive durant le second trimestre, la croissance des crédits s'est ensuite modérée. La demande a principalement porté sur les crédits d'exploitation : crédits de trésorerie et crédits à l'exportation. La poussée des crédits à court terme observée depuis le second trimestre peut être rapprochée du surcroît de charges temporaire provoqué par le règlement de l'impôt sur les sociétés ; elle peut traduire également la recherche, en période de taux d'intérêt élevés, d'un endettement à plus court terme, donc à taux susceptibles d'être révisés en baisse. L'appel à des formes de crédit à court terme a été dans le même temps le moyen le plus fréquemment cité dans l'enquête de trésorerie pour remédier aux difficultés. Le développement des investissements encore soutenu durant le premier semestre a été, alors que le taux d'autofinancement a accusé une baisse prononcée, plus largement financé qu'auparavant par appel à l'épargne à long terme ; en particulier, les émissions obligataires des sociétés non financières se sont chiffrées à 6,5 milliards au second trimestre contre 13,6 milliards pour l'ensemble de l'année 1979. En contrepartie, la croissance des crédits à l'investissement s'est ralentie.

CRÉDITS AUX ENTREPRISES (sociétés et entrepreneurs individuels)
(crédits bancaires et non bancaires)

Taux de croissance durant le trimestre, en terme annuel (%)

	encours en déc. 1979 (mds) (chiffres bruts)	1979				1980		
		I	II	III	IV	I	II	III (p)
Crédits de trésorerie	277,1	5	12	-	2	12	27	7
Crédits à l'exportation (1) ..	70,9	4	21	14	- 4	- 7	51	10
Crédits à l'investissement ...	361,3	5	9	12	17	14	11	nd
dont crédits bancaires	(228,5)	(3)	(5)	(12)	(16)	(5)	(8)	(8)
Crédits à l'habitat (2)	195,8	10	6	8	5	8	3	nd
Autres crédits	58,4							
TOTAL	963,5	6	9	8	9	7	18	nd
dont crédits bancaires	(639,3)	(4)	(11)	(5)	(9)	(1)	(25)	(8)
Ensemble des crédits à l'ex- portation (3)	154,5	18	21	17	3	7	42	7

(1) Crédits aux résidents (crédits - fournisseurs à l'exportation) (2) Crédits aux sociétés HLM principalement (3) Crédits aux résidents et aux non-résidents (crédits - fournisseurs et crédits - acheteurs)

Source : publications du Conseil National du Crédit.

(1) Rapport entre les liquidités détenues par les sociétés et la valeur ajoutée brute des sociétés.

V - LA SITUATION FINANCIERE DES ENTREPRISES

Le recours fortement accru à des formes de crédit partiellement encadrées (crédits à l'exportation) ou totalement placées hors encadrement (crédits en devises dont l'encours est passé de 17 à 29,5 milliards depuis le début de l'année) a facilité l'obtention de crédits bancaires en dépit de la contrainte globale de l'encadrement du crédit, tandis que dans le même temps un déplacement de la distribution du crédit s'est effectué des ménages vers les entreprises (cf. chapitre "politique monétaire").

Au total, le taux d'endettement des entreprises - défini par l'accroissement des financements externes (1) rapporté à la valeur ajoutée brute - s'est, en moyenne sur les trois premiers trimestres, élargi de près de 1,5 point par rapport à 1979 rejoignant pratiquement le niveau observé au second semestre 1977 (cf. graphique).

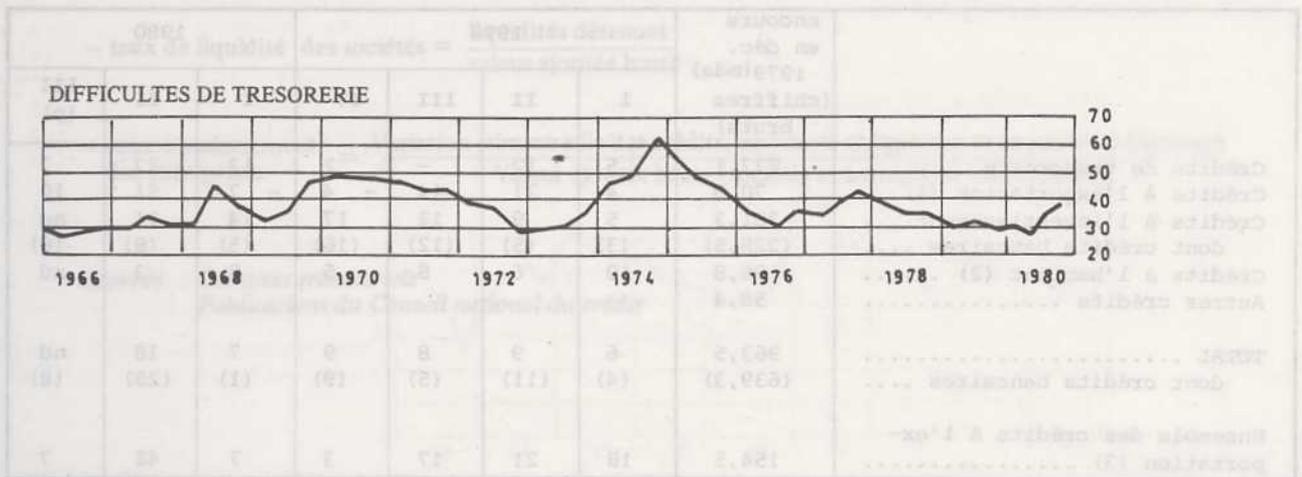
Néanmoins, le redressement des difficultés de trésorerie déclarées dans les enquêtes apparaît modéré par rapport à l'expansion des crédits de trésoreries ; il est également plus tardif.

Pourcentage des entreprises déclarant éprouver des difficultés de trésorerie (ensemble de l'industrie)

	1978			1979				1980			
	mars	juin	oct	janv	mars	juin	oct	janv	mars	juin	oct
%	38	35	35	31	31	31	29	30	28	33	38

Par référence aux délais moyens nécessaires dans le passé à la réalisation de l'ajustement des emplois et des ressources des entreprises consécutif à la baisse du rythme d'activité, on doit attendre la poursuite de l'accroissement des difficultés de trésorerie. L'ajustement de la FBCF et des stocks n'interviendrait pas avant le second trimestre, celui des effectifs, traditionnellement plus tardif, ne serait achevé qu'en fin 1981. En revanche l'ajustement par la hausse des prix industriels, qui requerrait en moyenne trois trimestres, pourrait s'accélérer en situation de libération des prix. Au total on estime que le resserrement des trésoreries devrait atteindre un maximum à la fin du premier trimestre et en début du second.

L'encadrement du crédit devrait alors être plus vivement ressenti qu'en fin 1980, d'autant qu'il n'est pas certain que les entreprises puissent recourir aussi massivement qu'en 1980 aux crédits partiellement désencadrés. En particulier, la progression des crédits en devises ne devrait pas se poursuivre à un rythme aussi vif, ces crédits étant limités par le contrôle des changes au financement du commerce extérieur et aux avances "automatiques" qui ne peuvent excéder 10 millions de francs et doivent être à un an minimum d'échéance.



(1) Accroissement des crédits, des emprunts obligataires et des emprunts à long terme à l'étranger, rapporté à la valeur ajoutée brute des sociétés et des entreprises individuelles.

La politique monétaire

La politique monétaire a associé le traditionnel contrôle direct des sources de la création monétaire à des mesures destinées, en dirigeant l'épargne vers le marché financier, à limiter la demande de monnaie. L'obtention, à cet effet, d'un différentiel de rémunération significatif entre l'épargne liquide et l'épargne à long terme a été facilitée par l'allègement de la contrainte due aux taux de change, en particulier par la position du franc au sein du SME.

Taux d'intérêt et taux de change

D'avril à fin octobre la détente des taux d'intérêt sur le marché monétaire a été progressive et d'ampleur limitée (12,4 % en avril à 11,2 % en octobre). La baisse des taux à court terme présentait l'avantage de favoriser le développement du marché financier en permettant de creuser l'écart entre les taux à court et à long terme sans qu'il soit pour autant nécessaire de renchérisser l'endettement à long terme. Toutefois cette réduction des taux a été limitée en raison principalement du souci des Pouvoirs Publics de préserver un coût réel du crédit à court terme pratiquement positif et du fait de la contrainte extérieure sur le marché des changes: Bien que la Banque de France n'ait plus relevé son taux directeur après le début septembre (1), le redressement des taux aux Etats-Unis a suscité des tensions sur le marché entre banques, d'abord sur les taux à terme puis au jour le jour. Cependant, comme déjà depuis le début de 1977, les taux français n'ont pas suivi les taux américains; la mise en place du SME en renforçant la cohésion des politiques monétaires des pays membres a accentué cette tendance et a permis, jusqu'à la mi-octobre, un tassement d'ensemble des taux européens. Au total, le différentiel d'intérêt avec les Etats-Unis positif à partir de mai, s'est progressivement amenuisé durant l'été, puis s'est inversé en octobre (-2 points) et a retrouvé en novembre le niveau de mars-avril (-4 à -5 points). Dans le cadre du SME, la lente dérive du DM n'a pas permis une baisse substantielle des taux européens. Néanmoins, la bonne tenue du franc à l'égard des monnaies du SME a rendu praticable une détente des taux français conduisant à restreindre le différentiel d'intérêt positif par rapport à l'Allemagne (+ 4,4 points en mars 1980 à + 1,8 point en novembre, l'un des écarts les plus faibles de ces dernières années, la moyenne depuis 1973 étant proche de 4 points).

Sur le marché des changes, les monnaies du SME se sont dépréciées à l'égard du dollar, de la livre sterling et du yen. Ainsi le dollar dont la parité contre franc s'était déjà légèrement appréciée de fin juillet à la mi-octobre, a retrouvé fin novembre son cours du premier semestre 1978, gagnant près de 7 % depuis novembre 1979 et 11 % depuis le début de l'année. La £, qui elle aussi bénéficie d'une forte rémunération des capitaux et de la quasi autosuffisance britannique en approvisionnements pétroliers, a poursuivi son redressement (+ 18 % depuis le début de l'année), ainsi que le yen (+ 22 %). En revanche fin novembre, la lire s'était dépréciée de 2,7 % depuis le début de 1980 et le DM de 0,9 %; la devise allemande ayant atteint son cours-plancher au sein du SME, en dépit du soutien des banques centrales, au début du mois de novembre.

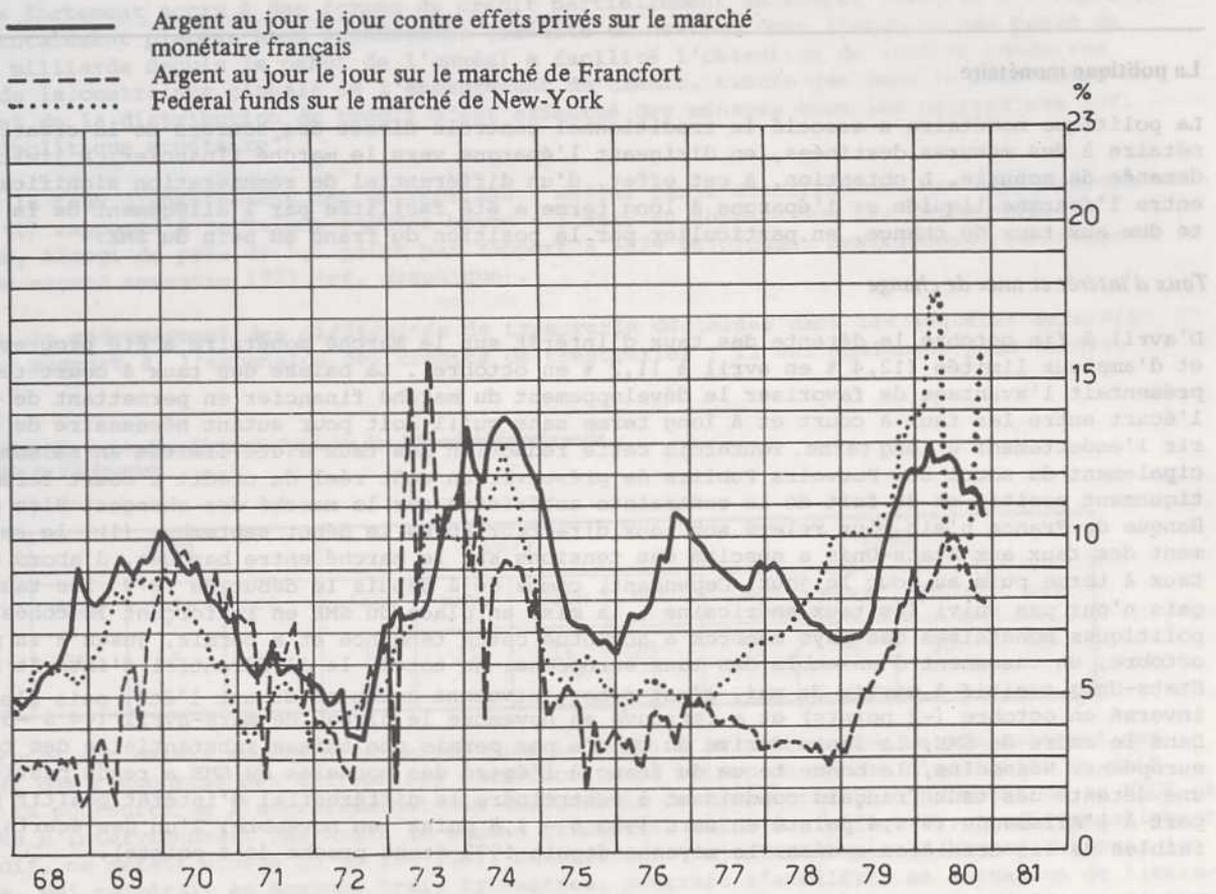
Le comportement d'ensemble du franc sur les marchés de change se solde, en termes de parité effective, par un fléchissement proche de 6,5 % depuis le début de l'année jusqu'en novembre, avec 4,5 % depuis fin juillet et 2,5 % depuis la mi-octobre. Compte tenu de la structure des monnaies de facturation du commerce extérieur de la France, l'incidence mécanique de l'évolution des parités est une hausse de 4 % depuis le début de l'année, de la contre-valeur en francs nécessaires au règlement des importations en devises tandis que la cession des devises tirées des exportations ne procure qu'un surplus en francs de 1,3 %. Ces évolutions reflètent essentiellement les mouvements de parité du dollar (29 % de nos facturations d'importations et 12 % des facturations d'exportations contre respectivement 36 % et 62 % pour le franc). Toutefois, en moyenne depuis le début de l'année, les contrevaleurs en francs du panier de devises à l'importation et à l'exportation retrouvent le niveau moyen de l'année 1979.

Le renforcement des pressions exercées sur le deutsche-mark à partir de la mi-octobre a conduit les autorités françaises à prendre des mesures destinées à limiter les entrées de capitaux étrangers se portant sur le franc: la baisse des taux d'intérêt a été accélérée (la Banque de France a réduit d'1/2 point son taux directeur) et complétée par l'obligation faite aux banques de constituer auprès de la Banque de France des réserves obligatoires non rémunérées, à hauteur de 5 % des dépôts en francs de banques et clients non résidents qu'elles gèrent; la rémunération offerte aux capitaux étrangers en sera d'autant moins avantageuse. Cependant, du point de vue de la conduite de la politique monétaire interne, l'abaissement du loyer de l'argent ne se justifiait pas, ne serait-ce qu'au regard du rythme d'inflation: les autorités monétaires ont relevé le taux des réserves obligatoires que les banques doivent former sur leurs encours de crédit (2) et sur

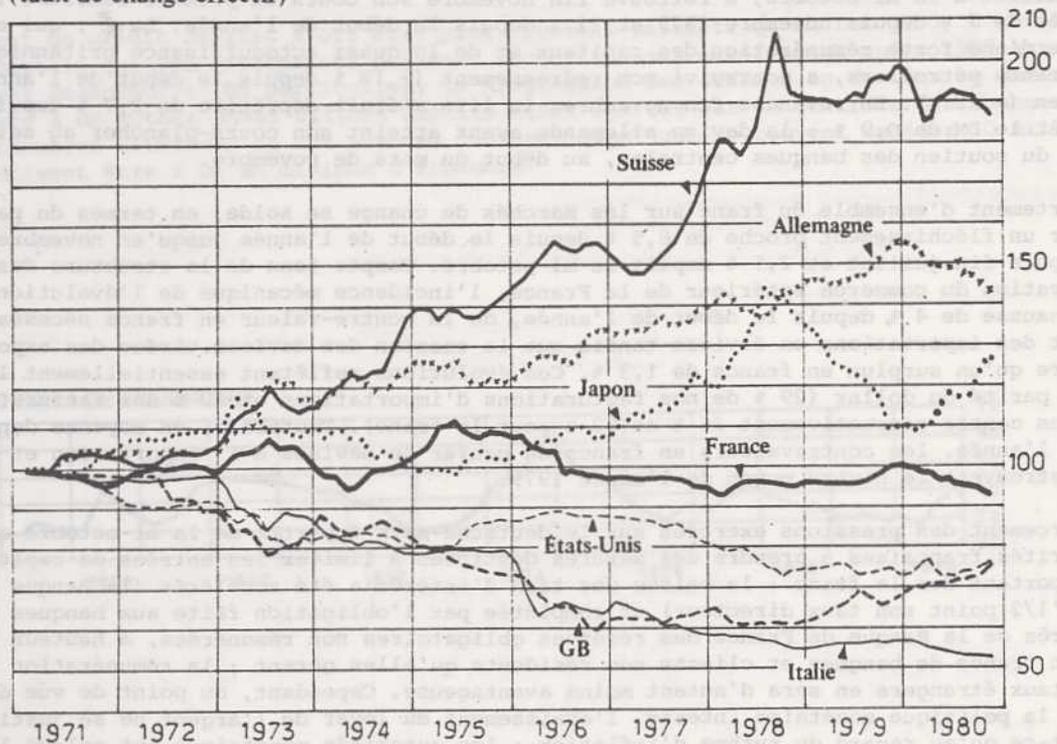
(1) + 1/4 point, fixé à 11 1/2 %.

(2) 1,75 % au lieu de 0,5 %.

TAUX D'INTÉRÊT DE L'ARGENT A COURT TERME



ÉCARTS PAR RAPPORT A LA MONNAIE MONDIALE (taux de change effectif)



Source : INSEE ; Indices : base 100 décembre 1969
 - en moyenne géométrique
 - pondérations calculées sur les années 1974-1975-1975

les dépôts (1). Cette mesure a pour but d'éponger la liquidité excédentaire en monnaie centrale liée aux entrées de devises et d'accroître les refinancements des banques ; en pesant sur les comptes d'exploitation bancaires elle doit éviter un abaissement du coût du crédit à la clientèle.

Le taux de base bancaire qui s'établit à 12,25 % depuis août 1980 (contre 13 % depuis avril) ne devrait donc pas être réduit prochainement. Dans leur ensemble, après le repli provoqué début novembre par les Autorités monétaires, les taux français ne devraient que légèrement refluer au début de 1981. La situation des taux sur le marché monétaire se trouve de fait bornée par deux contraintes : d'une part la brusque remontée des taux américains, d'autre part la volonté de favoriser l'épargne à long terme. Or la poursuite de transferts d'épargne vers le marché financier de même ampleur qu'en 1980, nécessaire à la réalisation de l'objectif de limitation de l'expansion monétaire sans pression excessive sur les financements de l'économie, suppose pour le moins le maintien du différentiel de taux acquis en 1980. Le maintien de l'écart au prix d'une hausse des taux à long terme impliquerait un renchérissement de ressources peu supportable pour les émetteurs. Ainsi à la condition que la parité Franc/DM ne se déforme pas au détriment du franc, il est probable que les taux ne s'ajusteront pas à la hausse récente des taux américains alors que la décélération du rythme d'inflation attendue au premier semestre 1981 devrait rendre possible une baisse limitée. Celle-ci favoriserait une légère détente des rémunérations des capitaux à long terme, tout en maintenant un différentiel favorable par rapport aux placements à court terme.

De novembre 1979 à novembre 1980, le taux à l'émission des obligations de première catégorie est passé de 11,77 % à 14,55 %, accentuant l'écart vis-à-vis de l'argent à court terme et assurant une rémunération réelle positive de l'épargne.

Les taux d'intérêt

taux d'intérêt suivant leur nature	1978		1979		1980	
	mai	déc.	mai	déc.	mai	nov.
<u>taux de base bancaire</u>	9,3	8,8	8,8	11,5	13,-	12,25
Escompte commercial(1)	10,7	10,2	10,2	12,7	14,3	
Découverts (1)	11,4	11,-	10,9	13,3	14,9	
Crédits d'équipement à moyen terme mobi- lisables (1)	10,8	10,4	10,2	11,8	13,3	
<u>Taux moyen à l'émission des emprunts obligataires des Sociétés privées</u>	11,2	10,2	9,8	12,4	14,4	14,8

(1) SOURCE : enquête sur la situation de trésorerie dans l'industrie

La situation financière et la distribution du crédit

L'expansion des liquidités s'est sensiblement ralentie au cours des derniers mois ; de fait, en tendance, la progression de la masse monétaire (M2) n'excède pas l'objectif de croissance maximum de 11 % retenu pour 1980. Sur l'ensemble de l'année, il devrait en résulter une contraction du taux de liquidité de l'économie supérieure à un point (2). Ce resserrement d'ampleur inhabituelle au regard de la quasi-stabilisation obtenue depuis 1976, après la phase d'accroissement antérieure, ne paraît pas susceptible d'avoir exercé un effet restrictif en proportion sur l'activité réelle car la faible progression des liquidités correspond à la volonté des Pouvoirs Publics de susciter des transferts de liquidités vers le marché financier tels qu'ils permettent d'étendre les financements non monétaires de l'économie. La politique de renforcement de la hiérarchie des taux d'intérêt des différents types de placement et plus encore le souci d'assurer une rémunération réelle positive de l'épargne à long terme a permis d'infléchir les comportements financiers dans ce sens.

(1) 4,5 % au lieu de 4,- % pour les dépôts à vue ; 0,5 % pour les dépôts à terme.

(2) M^2 /Dépense intérieure brute.

L'appel des banques à l'épargne à long terme ainsi que le recours à des formes de crédit partiellement ou pas encadrées a autorisé un développement rapide des crédits. Passés les premiers mois de l'année, l'encadrement du crédit n'aurait pas été excessivement sévère pour les entreprises, le nouveau partage des crédits bancaires s'étant réalisé à leur profit. La contrainte s'est exercée sur les particuliers.

L'essor du marché financier

Durant les dix premiers mois de 1980, les émissions brutes de valeurs mobilières ont atteint 115,1 milliards, dont 100,6 milliards d'obligations au lieu de 79,8 mds (obligations = 65,5 mds) pour l'année 1979 entière. Après déduction des amortissements, les apports nets de fonds sur le marché financier se sont chiffrés à 96,3 mds.

Le développement du marché financier, succédant au ralentissement de 1979, est d'autant plus remarquable que dans le même temps, globalement, la constitution d'actifs financiers (variation des liquidités et émissions nettes de valeurs mobilières) a tendu à se tasser. Les reports de liquidités vers le marché financier n'expliquent pas à eux seuls, en effet, le repli du taux de croissance des liquidités (M3) d'un rythme tendanciel proche de 14 % l'an observé au cours des trois dernières années à 11 % l'an (1). Cette évolution a eu pour contrepartie une compression des encaisses réelles de près de 3 % depuis le début de l'année, interrompant la phase de hausse observée sur la décennie 1970.

Au total, la part des obligations dans le total de l'épargne financière est passée de 18,4 % au premier semestre 1979 à 24,5 % au second semestre, pour atteindre 39,7 % pour les neuf premiers mois de 1980.

données CVS (milliards)	1976	1977	1978	1979 1 ^o sem	1979 2 ^o sem	1980- 9 mois
Emissions nettes de valeurs mobilières	40,4	47,1	56,7	26,9	34,8	89,5
+ Variation des liquidités (M3)	157,9	179,6	191,2	118,9	107,4	135,9
= Constitution d'actifs financiers	198,3	226,7	247,9	145,8	142,2	225,4

Part des valeurs mobilières dans la constitution d'actifs financiers	20,4%	20,8%	22,9%	18,4%	24,5% (2)	39,7% (2)

Il est vraisemblable que la hausse de la part des valeurs mobilières dans l'épargne financière témoigne à la fois d'une réallocation au sein des actifs financiers préexistants et d'un changement dans l'affectation de l'épargne nouvelle. Les avoirs à vue se sont à peine infléchis tandis que la progression des placements liquides est revenue d'un taux de 16 % l'an en 1979 à 11 % l'an. Parmi ces derniers, le ralentissement a essentiellement porté sur les types de placement à taux réglementés (comptes sur livret qui stagnent dans les banques et progressent modérément en caisses d'épargne, épargne-logement et bons ...). En revanche, les dépôts à terme qui s'étaient fortement accrus à partir du printemps 1979 à la suite de l'abaissement des conditions d'accès à la libre rémunération (3) et du redressement des taux sur le marché monétaire, ont peu décéléré (37 % l'an d'avril à novembre 1979, 33 % l'an ensuite). Par agents, l'essor des comptes à terme des sociétés qui avait été largement assuré, en 1979, par des prélèvements sur les comptes à vue tend à se modérer depuis le second trimestre et il est probable que le resserrement des trésoreries a été l'élément déterminant de cette évolution. Ce sont donc surtout les ménages qui, en réduisant fortement la progression de leurs liquidités, ont alimenté le marché financier. Deux facteurs ont commandé ce changement de comportement. Tout d'abord le différentiel d'intérêt entre les différents placements liquides et à long terme s'est creusé :

(1) L'écart est encore plus important si l'on considère que les souscriptions ont également été le fait de non-résidents et d'agents financiers, dont les ressources ne figurent pas dans M3.

(2) Compte tenu du niveau artificiellement élevé de l'encours des liquidités à fin déc. 79, le glissement des liquidités ainsi que la constitution d'actifs financiers sont respectivement majorés au deuxième semestre 1979 puis minorés durant les neuf premiers mois 1980.

(3) Montant minimum abaissé de 200 000 F. à 100 000 F. et durée minimum ramenée de deux ans à un an.

	TAUX DE L'ARGENT à un mois sur marché monétaire		TAUX DE RENDEMENT en bourse obliga- tions 1ère catégo- rie (1)		LIVRET A des Caisses d'épargne
	taux bruts	taux nets (2) %	taux bruts	taux nets (3)	
décembre 1978	6,56	3,94	9,94	7,45	6,50
juin 1979	8,32	4,99	10,71	8,03	6,50
septembre 1979	11,26	6,76	11,56	8,67	6,50
décembre 1979	12,32	7,39	12,59	9,44	6,50
mars 1980	13,42	8,32	14,44	10,83	6,50
avril 1980	12,57	7,79	13,95	10,46	7,50
juin 1980	12,34	7,65	13,34	10,-	"
septembre 1980	11,61	7,20	13,85	10,39	"
novembre 1980	10,86	6,73	14,24	10,68	"

(1) Obligations de première catégorie : emprunts garantis par l'Etat.

(2) Prélèvement fiscal sur compte à terme : 38 % depuis 1980, 40 % auparavant.

(3) Prélèvement fiscal : 25 % au delà du plafond de 3 000 F d'intérêt.

On observe que l'écart entre le taux de rendement des obligations, pour la tranche du portefeuille non soumise à l'impôt, et la rémunération des avoirs en caisses d'épargne est passé de 4 points en juin 1979 à 6 points en décembre, 8 points en mars pour s'établir à près de 7 points en octobre. En second lieu, il est vraisemblable que l'existence d'une rémunération réelle positive de l'épargne à long terme depuis la fin de 1979 a joué un rôle important : l'ampleur des transferts de liquidités réalisés par les particuliers suggère que sont venus sur le marché financier de nouveaux détenteurs et qu'ainsi l'effet de l'abattement fiscal de 3 000 F. a joué pleinement, préservant le taux réel. Par ailleurs, les anticipations d'une baisse des taux à long terme ont pu renforcer les souscriptions en laissant entrevoir des gains en capital et le repli des placements immobiliers, après la forte année 1979, a permis de dégager une épargne disponible pour le marché financier.

Le développement du marché financier a permis d'étendre le financement non monétaire de l'économie

Les fonds drainés par le marché financier ont surtout bénéficié au Trésor et aux institutions financières

Emissions brutes de valeurs mobilières

<u>En milliards</u>	9 mois 1979	1979	9 mois 1980	10 mois 1980
Etat	15,-	15,-	20,5	31,-
Institutions financières	18,2	30,-	49,5	
dont IF bancaires	(7,2)	(14,7)	(22,5)	
IF non bancaires	(6,8)	(10,4)	(21,2)	
Sociétés non financières	7,6	13,6	11,6	
Divers	4,1	6,9	4,1	
TOTAL OBLIGATIONS	44,9	65,5	85,7	100,6
ACTIONS	8,2	14,3	12,8	14,5
VALEURS MOBILIERES (brutes)	53,1	79,8	98,5	115,1

Il en découle trois conséquences: Une création monétaire liée au financement du déficit de la loi de finances très limitée ; les emprunts bruts de l'Etat s'établissent à 31 milliards pour l'année 1980 contre 15 milliards en 1979. Ensuite une consolidation des ressources des banques, qui, dans la mesure où les émissions d'emprunts obligataires ouvrent un droit à distribution de crédits en franchise de l'encadrement, ont contribué au développement rapide des crédits bancaires et assuré la compatibilité avec le respect de l'encadrement du crédit et l'expansion limitée des agrégats monétaires. Enfin la poursuite d'un accroissement soutenu de crédits distribués par les institutions financières non bancaires, en particulier une progression plus forte des crédits à l'investissement et à l'habitat que celle des crédits bancaires.

Les caractéristiques de la distribution du crédit et la contrainte exercée par l'encadrement

- un nouveau partage au profit des entreprises. Aussi vive qu'en 1979 durant le premier trimestre 1980, la progression des crédits bancaires aux particuliers s'est ralentie ensuite, revenant d'un rythme annuel de 25 % au premier trimestre à 11 %. L'attitude restrictive des banques (1) s'explique par l'encadrement renforcé des types de crédit à l'habitat qui s'accroissaient le plus auparavant. En outre, la poursuite de la hausse des taux d'intérêt a tendu à limiter la demande de crédit des ménages.

Au total, dans le cadre de l'enveloppe globale imposée par l'encadrement, les banques ont pu satisfaire les besoins des entreprises, notablement renforcés à partir du second trimestre : depuis cette date, leurs crédits ont progressé au rythme de 17 % l'an contre 7 à 8 % en moyenne les années récentes (cf. situation financière des entreprises).

- une croissance rapide des crédits non ou partiellement encadrés. Les concours à l'exportation, dont la croissance depuis fin 1979 est encadrée à hauteur de 50 %, se sont accrus de plus de 25 % l'an depuis fin mars ; l'encours des crédits en devises aux résidents et aux non-résidents est passé de 80 à 110 mds pendant les neuf premiers mois de l'année, contribuant ainsi à plus du 1/5 de la progression des crédits bancaires. Les résidents ont recherché les avances en devises (17 mds à 29,5 mds sur neuf mois), désencadrées et rendues favorables par le différentiel d'intérêt pour les emprunts en DM, en franc suisse et en dollar de mai à septembre, ainsi que par la bonne tenue du franc qui limite les risques de change. Leur développement ainsi que la consolidation des ressources des banques (sous forme d'obligations surtout) ont contribué à faciliter le respect des normes de crédit rendues a priori restrictives par le renforcement du taux de réencadrement et, au total, le rythme de distribution du crédit a été supérieur à 15 % l'an (contre 13,5 % au cours du second semestre 1979) ; ainsi s'explique également qu'il y ait eu compatibilité avec une croissance modérée de M2. Dans les commerces de gros et de détail, généralement les premiers à être contraints par un renforcement de l'encadrement, l'indicateur de difficultés d'obtention des crédits bancaires s'est replié à partir de l'été. Il reste que la marge de manoeuvre des banques est limitée : elles sont, même après les diverses déductions autorisées, très proches de leurs limites mensuelles et le volant "d'économies de crédit" reportables sur six mois est réduit. Au cours du dernier trimestre 1980, la poursuite de la dégradation des situations financières dans l'industrie, signalée par les dernières enquêtes de conjoncture, devrait induire une demande de concours accrue. La contrainte de l'encadrement ne devrait cependant pas s'alourdir du fait de l'apport du marché financier et du ralentissement prolongé des crédits à l'habitat.

Au total, l'année 1980 se sera caractérisée par la réallocation des patrimoines financiers, la baisse des encaisses réelles et la reprise des crédits aux entreprises. Pour l'année 1981, l'objectif de croissance maximum de M2 a été ramené à 10 %, impliquant une modeste inflexion par rapport au rythme suivi la majeure partie de l'année 1980. Compte tenu de l'évolution prévue de l'activité en valeur, le taux de liquidité de l'économie doit baisser pour la seconde année consécutive. Comme en 1980, la politique monétaire associera un contrôle quantitatif des sources de la création monétaire et des mesures visant à limiter la demande de monnaie. Ainsi, les normes de crédit fixées pour fin 1981 sont-elles en retrait de un point par rapport à celles de fin 1980, sauf en ce qui concerne les établissements finançant les ventes à tempérament ; le dispositif étant cependant allégé par l'abaissement de 50 % à 40 % du taux de réintégration des crédits "exonérés". Par ailleurs, le report vers des financements non monétaires des dépenses du Trésor et des besoins à long terme des entreprises (soit directement, soit par l'intermédiaire des institutions de crédit, comme en 1980) devra être prolongé.

(1) Les crédits non bancaires à l'habitat se sont nettement moins ralentis.

Ces orientations supposent de nouveaux transferts de fonds vers le marché financier. Il en découle, d'une part la nécessité du maintien des taux de placements à long terme suffisamment élevés pour préserver un écart significatif avec les taux à court terme et assurer une rémunération réelle positive, sans trop, toutefois, pour que les emprunteurs n'aient pas tendance à se reporter vers le crédit bancaire, ce que ne permettraient pas les normes d'encadrement ; d'autre part, l'acceptation par les agents économiques d'une réduction, pour la seconde année consécutive, de leurs encaisses réelles, ce qui correspondrait à une modification importante des comportements financiers. Par ailleurs, la poursuite de la réduction du taux d'endettement des ménages (lequel est revenu de 6,4 % en 1979 à 3,7 % au troisième trimestre 1980) et le retour à un niveau plus bas du taux d'endettement des entreprises devrait se réaliser.

Les finances publiques

Les résultats de l'exécution de la loi de finances montrent une baisse du rythme de progression des recettes à partir du second trimestre 1980, l'activité plafonnant, tandis que les dépenses continuent à croître à un rythme soutenu (plus de 17 % du troisième trimestre 1979 au troisième trimestre 1980). Il en résulte un solde d'exécution du budget un peu plus déficitaire au troisième trimestre 1980 qu'en 1979.

Exécution des lois de finances

Milliards de F. (CVS)	1979				1980		
	I	II	III	IV	I	II	III
Recettes du budget général (opérations définitives)	120,8	122,8	132,0	131,4	142,2	145,0	148,0
Dépenses du budget général (opérations définitives)	132,7	128,5	131,8	138,2	152,3	147,1	154,8
Solde d'exécution (opérations définitives)	-11,9	- 5,7	+ 0,2	- 6,8	-10,1	- 2,1	- 6,8
Solde des opérations temporaires	-10,7	- 6,5	- 7,0	+15,1	-17,1	- 2,7	- 3,8
Solde d'exécution total	-22,6	-12,2	- 6,8	+ 8,3	-27,2	- 4,9	-10,6

Les dépenses des collectivités locales semblent aussi en forte progression, puisqu'elles se situent au second trimestre 18,5 % au-dessus de leur niveau moyen de 1979, le chiffre correspondant n'étant que de 14,7 % pour les recettes.

Une seule information vient contredire cette impression d'un niveau élevé des dépenses publiques : les perspectives de mises en chantier des promoteurs publics qui se situent, en 1980, à un niveau un peu plus bas qu'en 1979.

Perspectives de mises en chantier (promoteurs publics)

1979				1980			
janv.	avril	juil.	oct.	janv.	avril	juil.	oct.
- 9	+ 11	- 12	- 4	- 17	- 5	- 12	- 8

Au début de 1981, la consommation des administrations publiques devrait croître à un rythme légèrement moins soutenu qu'en 1980, aidée en cela par la stabilisation du nombre d'emplois dans ces administrations. L'investissement des administrations publiques croît depuis 1979 à un rythme régulier, légèrement supérieur à 1,5 % par an (en volume) ; ce rythme devrait se poursuivre. Il correspondrait en 1980 et 1981 à une stagnation en volume de l'investissement de l'Etat, à une baisse de celui de la Sécurité Sociale et à une progression supérieure à 2 % par an de celui des collectivités locales.

Du côté des recettes, les éléments notables sont la suppression du point exceptionnel de cotisations sociales en février 1981, partiellement compensée par la hausse prévisible du taux

CONCLUSION

L'économie mondiale continue de subir les conséquences du deuxième choc pétrolier, qui apparaissent dans leurs mécanismes, sinon dans leurs amplitudes, très proches de celles provoquées par le premier. Le précédent de 1974-1975 nous a montré qu'elles comprenaient schématiquement trois phases : d'abord une phase inflationniste, dont les symptômes autre que la rapide hausse des prix sont une poussée de demande intérieure et une dégradation des soldes extérieurs ; ensuite une phase récessive, où une baisse de la demande des ménages et une réduction de la variation de stocks s'associent pour contracter l'offre industrielle ; enfin une phase de reprise initiée par une croissance de la consommation des ménages grâce aux gains de pouvoir d'achat dégagés par le ralentissement des hausses de prix.

Les pays de la zone O.C.D.E. sont entrés au printemps dans la deuxième de ces phases. L'exemple le plus net est fourni par les Etats-Unis, où la réduction de production a été spectaculaire : - 9,6 % pour le PNB en rythme annuel au deuxième trimestre. Depuis l'activité y a retrouvé une tendance légèrement ascendante sans qu'on soit assuré que la phase récessive soit réellement terminée en raison des tensions qui subsistent, caractérisées, par exemple, par le niveau très élevé des taux d'intérêt.

Chez nos partenaires européens et japonais, la phase récessive est également apparue du deuxième trimestre, sauf en Grande-Bretagne où des causes intérieures avaient provoqué une dégradation plus précoce. Mais les ajustements observés ont été d'amplitude très variable suivant les pays.

En 1981, l'activité moyenne de nos partenaires de l'O.C.D.E. ne devrait pas enregistrer de progression sensible durant le premier semestre, même si l'on peut penser que la récession aura, chez la plupart d'entre eux, atteint son terme avant la fin de cette période ; aussi la demande mondiale devrait elle rester médiocre, ne s'alimentant qu'aux importations de l'OPEP jusqu'à l'été 1981.

La France est maintenant engagée dans la phase récessive. Celle-ci est intervenue au printemps comme chez ses partenaires de l'O.C.D.E., mais s'est poursuivie de façon irrégulière, ayant été momentanément interrompue par un sursaut au début du troisième trimestre, provoquant ce trimestre un décalage entre la France et les autres pays industrialisés où la réduction d'activité a été généralement plus régulière.

La consommation des ménages est restée de mai à septembre en net retrait de ses niveaux de l'hiver. Mais il est probable que le point bas de la consommation a été passé à la rentrée : la croissance régulière du revenu disponible à un rythme de plus de 2 % l'an d'ici l'été devrait maintenant à la fois conférer à la consommation des ménages une tendance ascendante et permettre encore une remontée légère du taux d'épargne. Néanmoins, les ménages continuent d'apparaître comme l'agent économique le plus affecté par le second choc pétrolier : la comparaison des opinions formulées sur les situations financières par les entreprises et les ménages le montre.

L'investissement fait preuve d'une forte résistance eu égard aux comportements passés ; son infléchissement depuis la mi-1980 est lent, mais il devrait se poursuivre au moins jusqu'à l'été 1981 ; au total, l'investissement productif des entreprises aura progressé de 4 % en 1980.

De plus, la demande de stocks des entreprises ne s'est pas réduite de façon importante comme en 1974 ; il est vrai que le stockage avait été d'une ampleur beaucoup moindre. Toutefois les indications fournies par les industriels et les commerçants dans les enquêtes de conjoncture montrent qu'une réduction de la variation de stocks, déjà amorcée au printemps, puis interrompue à la veille des congés est intervenue au quatrième trimestre. Compte tenu de l'ajustement à opérer, elle devrait se poursuivre au début de 1981.

La demande d'exportation de produits manufacturés devrait, après avoir décliné en 1980, suivre le profil lentement croissant de la demande mondiale.

L'affaiblissement de la demande de stocks, dont le contenu en importations est fort, devrait entraîner un infléchissement des taux de pénétration des produits étrangers sur le marché français ; le déficit extérieur mensuel serait, en l'absence de renchérissement notable des importations, réduit d'un tiers d'ici l'été prochain.

A la fin de l'année 1980, les trois composantes de la production industrielle se sont orientées à la baisse, mais l'amplitude et le degré d'avancement du mouvement récessif est variable pour chacune d'entre elles. A l'horizon de cette note, c'est-à-dire à la fin du premier semestre 1981, la production devrait s'être redressée dans deux groupes d'industries : les biens de consommation et les biens intermédiaires ; par contre il est probable que l'investissement intérieur et la production de biens d'équipement devraient être encore sur une pente descendante.

CONCLUSION

Après une évolution irrégulière mais nettement déclinante en 1980 (stabilité au premier trimestre, forte baisse au second, légère remontée au troisième, nouvelle baisse au quatrième), la production industrielle devrait commencer à se redresser à la fin du premier trimestre 1981 ; le recul maximum de la production depuis son sommet de l'hiver 1979-1980 serait de l'ordre de 5 à 6 %.

L'activité du bâtiment et des travaux publics contraste avec celle de l'industrie stricto-sensu : elle est restée soutenue jusqu'à la fin de 1980. Toutefois, affectée par la diminution progressive de l'investissement des entreprises, elle devrait s'inscrire sur une pente déclinante au premier semestre 1981.

Ces prévisions supposent que le schéma de réduction de la production envisagé se déroule de façon régulière : nous sommes seulement assurés par les enquêtes de conjoncture que les conditions macroéconomiques générales rendent cet ajustement probable. Il n'est pas exclu que la réalité fasse apparaître quelques fluctuations autour du schéma tendanciel proposé.

En ce qui concerne les prix, un ralentissement est intervenu au stade de la production industrielle ; il commence à se traduire progressivement au stade du détail : on peut estimer que la hausse de prix observée sur le premier semestre 1981 sera comprise entre 5,5 % et 6 %.

Toutefois les perspectives de prix formulées par les industriels et les commerçants ont cessé de se réduire depuis la rentrée : on risque donc d'observer un palier dans la désinflation qui hypothéquerait le développement de la phase de reprise. La réalisation d'un tel risque aurait un autre inconvénient majeur : maintenir un écart important entre le rythme d'inflation de la France et ceux de ses partenaires qui, rappelons le, ont connus depuis le printemps un fort ralentissement de leurs hausses de prix. Dans un contexte de taux de change fixes, les industriels français continueraient d'avoir à choisir entre maintenir leur compétitivité au niveau des prix et alors sacrifier leurs marges ou abandonner des parts de marchés. En 1980, ils ont opté plutôt pour la première solution sur les marchés extérieurs, et plutôt pour la seconde sur le marché français. Quels que soient leurs choix en 1981, le maintien d'une telle situation risquerait de remettre en cause les améliorations structurelles de l'appareil productif français dont témoignent la résistance de l'investissement et la bonne tenue financière des entreprises dans un contexte récessif.

Un autre risque en matière de prix reste bien entendu la possibilité d'une forte hausse des coûts importés. Alors qu'une faible hausse de ceux-ci ne remettrait pas en cause le processus d'ajustement, les conséquences d'une hausse importante risqueraient d'aller au delà d'une simple accélération des rythmes de prix : en ranimant les anticipations inflationnistes, elle favoriserait la renaissance des comportements de stockage et repousserait au delà de l'été la résorption des effets du second choc pétrolier.

Une vigilance particulière doit ainsi caractériser l'observation de l'évolution des prix. Si celle-ci est contenue, la phase de reprise de l'économie française devrait pouvoir se dérouler à partir de la fin du premier semestre 1981.

INSEE-BIBC



30000116500

Rédaction achevée le 11 Décembre 1980

IMPRIMERIE NATIONALE

IN 0 677 293 P 49