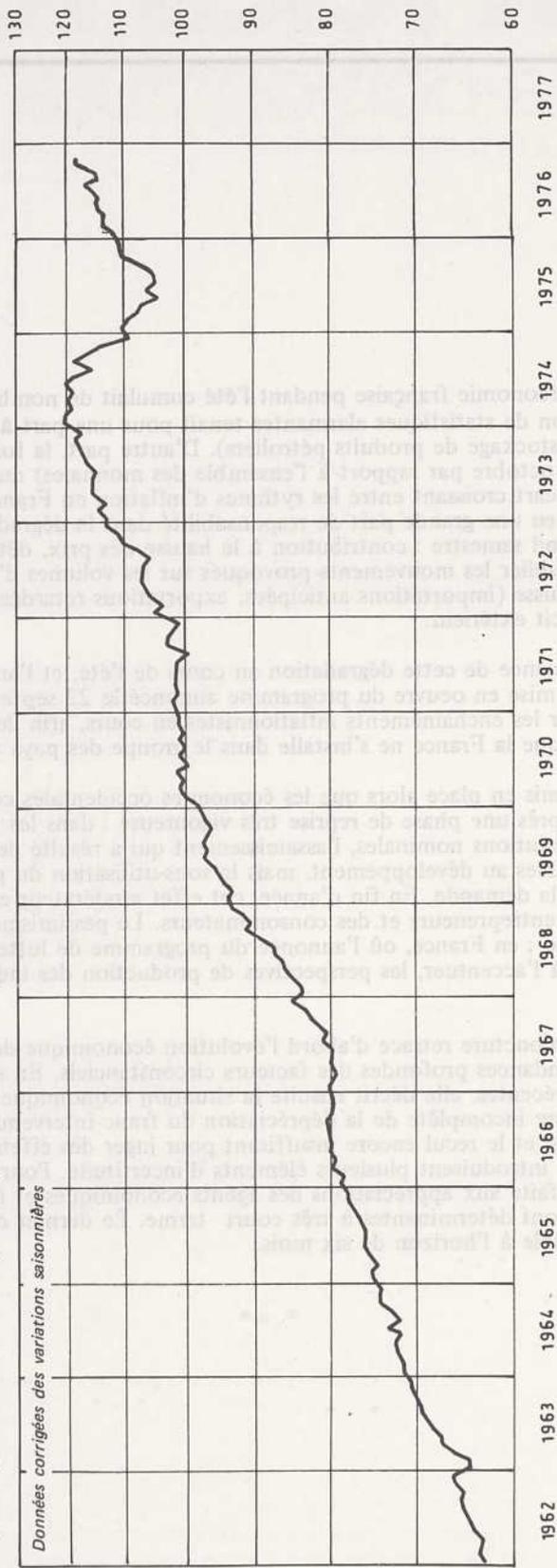


**PRODUCTION INDUSTRIELLE CHEZ NOS PRINCIPAUX PARTENAIRES COMMERCIAUX**

Moyenne pondérée par leurs parts respectives dans nos exportations



1) L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La croissance de l'activité s'est nettement ralentie dans les principales économies occidentales au deuxième trimestre 1976. L'indice pondéré de la production industrielle de nos six principaux partenaires commerciaux, qui avait augmenté au rythme de 12 % l'an d'août 1975 à avril 1976, n'a progressé que de 2,2 % entre avril et octobre, restant 1,2 % en deça du maximum de juin 1974. Dans la plupart des pays, la production de biens intermédiaires reste plus nettement en retrait des niveaux antérieurs à la récession.

	1974			1975				1976		
	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
<b>ETATS-UNIS</b>										
PNB .....	- 0,8	- 0,6	- 1,7	- 2,6	+ 1,4	+ 2,7	+ 0,8	+ 2,2	+ 1,1	+ 1,0
Demande finale hors stock .....	- 0,2	- 0,5	- 2,1	- 0,8	+ 0,8	+ 1,3	+ 1,4	+ 0,6	+ 1,9	+ 1,1
ΔS en % du PNB ...	+ 0,8	+ 0,4	+ 0,7	- 1,8	- 1,8	- 0,1	- 0,5	+ 0,8	+ 0,9	+ 0,8
<b>JAPON</b>										
PNB .....	+ 1,1	+ 1,1	+ 0,2	- 0,3	+ 1,1	+ 0,9	+ 0,4	+ 3,2	+ 1,3	+ 0,3
Demande finale hors stock .....	+ 1,1	+ 1,4	+ 0,3	+ 1,1	+ 0,5	+ 0,6	+ 0,5	+ 4,1	+ 1,0	
ΔS en % du PNB ...	+ 3,9	+ 3,5	+ 3,0	+ 0,9	+ 1,0	+ 1,5	+ 1,2	+ 0,4	+ 0,8	
<b>R.F.A.</b>										
PNB .....	- 0,5	- 0,5	- 1,5	- 3,0	+ 0,5	+ 0,5	+ 3,0	+ 1,5	+ 0,5	+ 0,5
Demande finale hors stock .....	- 0,5	+ 0,4	- 1,4	- 2,3	+ 0,6	+ 1,4	+ 1,7	+ 2,2	+ 0,6	+ 1,0
ΔS en % du PNB ...	+ 0,3	+ 0,6	+ 0,2	- 1,2	- 0,3	- 0,5	+ 0,4	+ 0,3	+ 1,0	+ 1,2

Aux *Etats-Unis*, la croissance du PNB s'est progressivement ralentie du premier au troisième trimestre. La production industrielle a légèrement fléchi en septembre et en octobre (en partie à cause de grèves dans l'automobile) l'affaiblissement portant sur les composantes « consommation » - la seule à dépasser les niveaux antérieurs à la crise - et « équipement ». L'amélioration se poursuit dans le secteur du logement au quatrième trimestre ; les mises en chantier restent néanmoins inférieures de 28 % au maximum antérieur (contre 60 % au point le plus bas de la récession).

Au *Japon*, la production industrielle s'est stabilisée au deuxième trimestre, malgré la poursuite d'une croissance rapide à un rythme proche de 15 % l'an dans le secteur des biens intermédiaires.

En *Allemagne*, après un léger recul au printemps, la production industrielle a augmenté à un rythme modéré de juillet à octobre malgré le repli des biens de consommation. Dans le bâtiment, la baisse de l'activité a été presque continue depuis le quatrième trimestre 1975.

Dans les autres pays d'Europe, la croissance de la production industrielle s'est interrompue dès le deuxième trimestre au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en Belgique, avant que soient retrouvés les niveaux antérieurs à la récession. En Italie, malgré d'importantes fluctuations d'un mois à l'autre, la production industrielle semble avoir progressé au cours des derniers mois.

## Tendance récente de la demande et perspectives immédiates

Dans tous les pays, à l'exception de l'Allemagne, la demande reçue par l'industrie est moins active depuis le printemps. En Europe, les enquêtes de conjoncture indiquent une réduction des carnets de commandes, et une dégradation des perspectives d'activité à court terme.

Aux *Etats-Unis*, les commandes nouvelles à l'industrie, qui augmentaient en valeur au rythme d'environ 20 % l'an depuis le deuxième trimestre 1975 ont fléchi de 1,4 % entre mai et octobre. La baisse porte surtout sur les biens durables de consommation (près de 7 % de juin à septembre). En revanche, les commandes de machines-outils (notamment celles qui sont destinées à l'industrie automobile) progressent depuis le mois de mai.

Au *Japon*, les enquêtes effectuées dans l'industrie par la Banque du Japon indiquent une nette amélioration des carnets de commandes au premier semestre. Mais le ralentissement observé depuis l'été pour la consommation et les exportations conduit à envisager une croissance de la production moins rapide au cours des prochains mois.

En Europe, les enquêtes auprès des chefs d'entreprise ont montré une détérioration du climat au 4ème trimestre 1976 plus nette dans le secteur des biens d'investissement et des biens intermédiaires que dans le secteur des biens de consommation. En Italie par exemple les carnets de commandes des industries de biens d'équipement n'assuraient plus au troisième trimestre que quatre mois et demi de production (approximativement le niveau le plus bas enregistré en 1975).

En *Allemagne*, l'opinion moins favorable des producteurs sur leurs carnets de commandes qui apparaît dans les enquêtes depuis le milieu de l'année, semble contradictoire avec l'accélération des entrées de commandes indiquée par les statistiques quantitatives : la divergence concerne surtout les biens d'équipement, dont les commandes extérieures, après une forte pointe en juillet correspondant à la conclusion de contrats avec l'Iran et le Brésil, se sont maintenues à un niveau élevé au cours des mois suivants. Ces commandes sont concentrées sur un petit nombre d'entreprises, et la charge de travail qu'elles représentent sera étalée sur plusieurs années ; ceci peut expliquer que les réponses qualitatives aux enquêtes ne reflètent pas d'amélioration sur la période. Pour les autres produits, les entrées de commandes de biens de consommation oscillent depuis le début de l'année autour d'un niveau moyen ; celles de biens intermédiaires décroissent légèrement depuis le printemps.

## L'emploi

Au cours du premier semestre, la situation de l'emploi s'était améliorée dans les pays de l'OCDE en raison de la croissance des effectifs enregistrée aux Etats-Unis (1) et, dans une moindre mesure, au Japon. Au troisième trimestre, le ralentissement de l'activité a entraîné une augmentation du nombre des chômeurs : de 14 millions en mai, celui-ci est passé à 14,8 millions en septembre.

### TAUX DE CHOMAGE CVS

	1975			1976			Dernier mois connu	
	II	III	IV	I	II	III		
Etats-Unis .....	8,7	8,6	8,5	7,6	7,4	7,8	novembre	8,1
Japon .....	1,8	1,8	2,1	2,1	2,0	2,0	octobre	2,1
Allemagne .....	4,8	5,2	5,0	4,8	4,7	4,6	octobre	4,6
Royaume-Uni .....	3,6	4,3	4,9	5,3	5,4	5,6	octobre	5,5
Italie .....	3,4	3,3	3,5	3,5	3,5	3,8	octobre	3,9

Source : OCDE sauf RFA (Bundesbank)

N.B. : Ces taux ne sont pas comparables entre les pays, ils sont calculés en % de la population active civile.

### EFFECTIFS EMPLOYES DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIERE EN millions (cvs) sauf Japon

	1974		1975				1976			Dernier mois connu	
	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III		
Etats-Unis .....	20,2	19,6	18,5	18,1	18,3	18,5	18,8	19,0	19,0	septembre	19,1
Japon (1970=100)	98,5	97,0	95,1	93,4	92,7	92,0	91,7	90,7	90,2	septembre	90,0
Allemagne .....	7,87	7,71	7,55	7,41	7,28	7,21	7,17	7,18		août	7,18
Royaume-Uni .....	7,92	7,88	7,72	7,55	7,46	7,41	7,30	7,28		juillet	7,33
Italie .....	5,18	5,23	5,27	5,12	5,20	5,22	5,12	5,15	5,29	juillet	5,29

Source : OCDE

(1) De décembre 1975 à août 1976, le nombre de personnes employées avait augmenté de 2,6 millions.

Aux *Etats-Unis*, le taux de chômage qui était revenu à 7,3 % en mai est remonté à 8,1 en novembre, les effectifs employés n'augmentant plus que lentement depuis le mois de juillet.

En *Allemagne*, la baisse des effectifs s'est poursuivie au cours du premier semestre et a touché essentiellement les travailleurs étrangers.

Le chômage s'est fortement accru en *Italie* et au *Royaume-Uni* ( 20 % entre octobre 1975 et octobre 1976 au Royaume-Uni).

La reprise a entraîné d'importants gains de productivité dans la plupart des pays. Après la baisse de 1975, celle-ci s'est rapprochée de sa ligne de tendance à moyen terme ; elle semble même l'avoir rejointe aux *Etats-Unis*. D'une façon générale, les réserves de main d'oeuvre dont disposaient les entreprises il y a un an se sont réduites, et l'évolution prochaine de l'embauche dépendra essentiellement de celle de la production. En *Allemagne* un plan contre le chômage structurel et pour l'emploi des jeunes a été adopté en novembre 1976.

### Les prix

Si les écarts entre les taux d'inflation des pays industrialisés se sont légèrement réduits en 1976 par rapport à 1975, ils demeurent importants. Les pays où subsistaient les déséquilibres les plus profonds (*Italie* et *Royaume-Uni*) ont vu leurs monnaies se déprécier (- 20 % de dépréciation effective environ pour les deux monnaies) ; le renchérissement des importations y a aggravé les tensions inflationnistes. Dans ces deux pays, les gouvernements ont dû prendre récemment des mesures à caractère déflationniste.

Au cours du premier semestre, l'accélération générale de l'activité et la reconstitution des stocks ont provoqué une forte augmentation de la demande d'importation et une hausse rapide des prix des matières premières industrielles (environ 17 % en dollars). Dans la seconde moitié de l'année, le ralentissement de la croissance et des anticipations de prix plus faibles modèrent la formation de stocks : les hausses se sont interrompues au cours de l'été.

Dans la plupart des pays, les gouvernements s'efforcent de modérer la hausse des salaires, sur lesquels la stagnation du marché du travail semble exercer un effet modérateur (1).

L'inflation, mesurée par la hausse des prix à la consommation, est restée la plus faible en Suisse (1 % d'octobre 1975 à octobre 1976), en *Allemagne* (3,8 %) et aux *Etats-Unis* (5,3 %).

### PRIX A LA CONSOMMATION

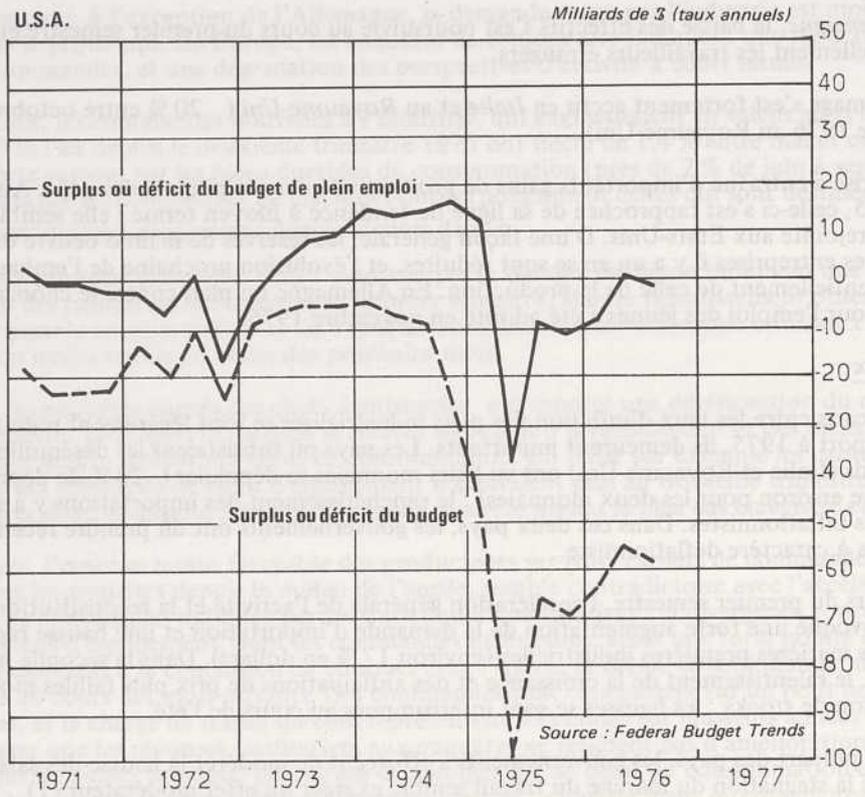
	Taux de variation en %		
	octobre 1976/ septembre 1976	octobre 1976/ avril 1976	octobre 1976/ octobre 1975
Etats-Unis .....	+ 0,3	+ 2,9	+ 5,3
Royaume-Uni .....	+ 1,8	+ 6,5	+ 14,7
Allemagne .....	+ 0,1	+ 0,6	+ 3,8
Belgique .....	+ 0,2	+ 3,6	+ 8,3
Pays-Bas .....	+ 1,4	+ 3,4	+ 8,7
Italie .....	+ 3,4	+ 9,1	+ 19,9
Japon .....	+ 0,6	+ 3,6	+ 8,6
Suisse .....	+ 0,2	+ 0,6	+ 1,0

Aux *Etats-Unis*, le déflateur du PNB a augmenté, en rythme annuel, respectivement de 5,2 % et 4,2 % aux deuxième et troisième trimestres. La hausse des prix des services reste assez rapide traduisant un rattrapage dans la structure des prix relatifs après leur faible augmentation en 1974-1975. Les prix de gros industriels ont progressé plus vite à partir du mois de juillet ; mais cette accélération devrait être passagère, l'augmentation des coûts salariaux et des cours des matières premières non pétrolières restant modérée. Dans l'ensemble les tensions inflationnistes devraient, au premier semestre 1977, être du même ordre qu'en 1976, la hausse des prix se poursuivant à un rythme annuel légèrement supérieur à 5 %.

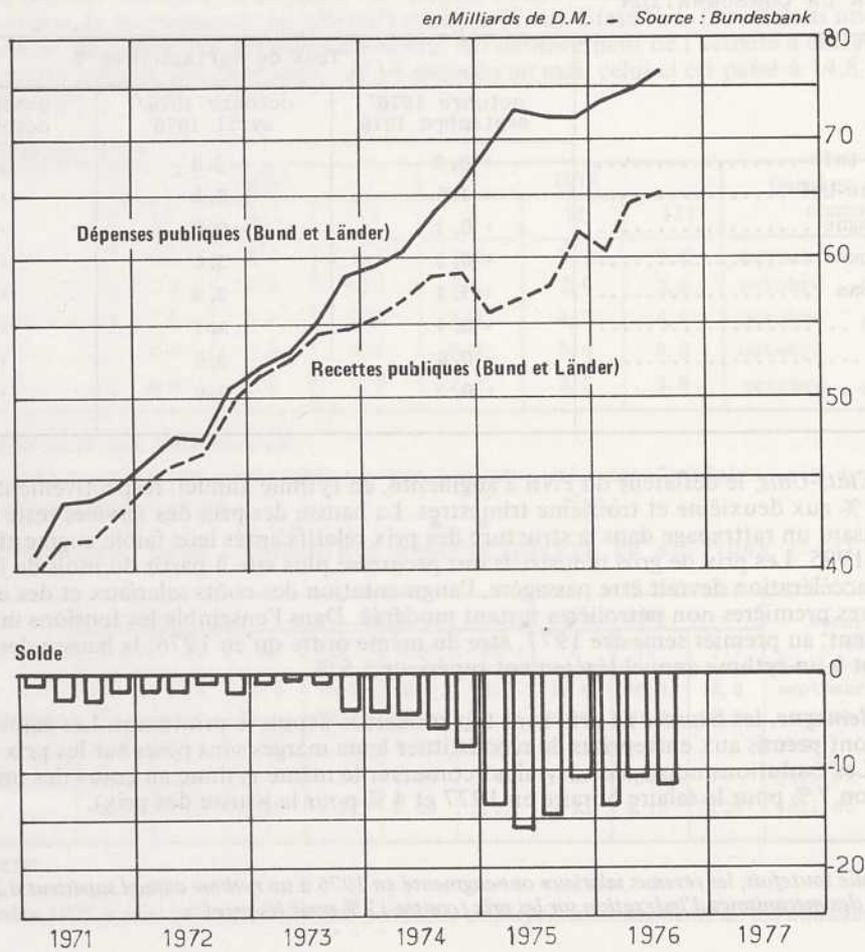
En *Allemagne*, les hausses de prix sont très modérées depuis le printemps. Les gains de productivité ont permis aux entreprises de reconstituer leurs marges sans peser sur les prix à la production. Les évolutions nominales devraient conserver le même rythme au cours des prochains mois (environ 7 % pour le salaire horaire en 1977 et 4 % pour la hausse des prix).

(1) En *Italie* toutefois, les revenus salariaux ont augmenté en 1976 à un rythme annuel supérieur à 20 % en raison des mécanismes d'indexation sur les prix (contre 17 % pour les prix).

GRAPHIQUE 2



R.F.A.



L'inflation reste vive en *Italie* malgré la quasi-stabilité de la lire depuis le mois de mai ; les mesures de rééquilibrage prises en septembre par le Gouvernement (1) ont, dans un premier temps, accéléré les hausses (augmentation du prix de l'essence). Les prévisions nationales sont encore de l'ordre de 20 % pour 1977. Au *Royaume-Uni*, la dépréciation de la livre (environ 9 % depuis le début de septembre), la persistance d'un fort déficit budgétaire et une importante création monétaire sont venues compromettre les efforts faits pour réduire à nouveau le taux d'inflation dans la seconde moitié de 1976. Le rythme de la hausse des prix, qui semble s'accélérer à l'automne, est de l'ordre de 14 % l'an.

### Politiques budgétaires

Les mesures prises en 1975 pour relancer les différentes économies avaient engendré des déficits budgétaires importants. En 1976 les politiques budgétaires sont devenues moins stimulantes. Pour les sept grands pays de l'OCDE l'incidence expansionniste des dépenses publiques en biens et services n'aurait été que de 0,5 % du PNB. La persistance des pressions inflationnistes a incité les pouvoirs publics à infléchir la progression des dépenses plus tôt que lors des phases de reprise antérieures ; et l'augmentation des recettes, avec le relèvement de l'activité et un renforcement des impôts directs dans plusieurs pays a également contribué à la réduction des déficits.

Aux *Etats-Unis*, le rythme des dépenses du Gouvernement fédéral s'est fortement ralenti dès la fin de 1975. Du troisième trimestre 1975 au troisième trimestre 1976, les dépenses en valeur ont augmenté de 7,4 %, les recettes de 11,7 %. Pour 1977, malgré l'ampleur de la dette publique, le ralentissement de la croissance et la faiblesse du marché de l'emploi pourraient entraîner la nouvelle administration élue en novembre à prendre des mesures expansionnistes. Celles-ci seraient toutefois tempérées par la crainte des tensions inflationnistes.

Au *Japon*, le plan annoncé à la mi-novembre vise à accroître l'investissement tant public que privé. L'impact des mesures prises est estimé à 0,6 % du PNB pour l'exercice fiscal 1976-1977 (se terminant en mars 1977).

En *Allemagne*, le déficit budgétaire (Bund seulement) pour 1976 représentera vraisemblablement 2,9 % du PNB, contre 3,3 % en 1975. Les investissements publics, qui avaient augmenté de 3,1 % en 1975, ont diminué de 5,5 %. En 1977, le gouvernement ayant pour objectif de supprimer progressivement le déficit public, l'impact du budget sur l'économie pourrait devenir légèrement restrictif.

Il en sera sans doute de même au *Royaume-Uni*, où des mesures de restriction budgétaires énergiques ont été prises pour 1977.

### Politiques monétaires

La politique monétaire des pays où l'inflation était la plus modérée (USA, RFA et dans une moindre mesure Japon) a consisté à contrôler l'expansion des liquidités. Les taux d'intérêt y ont fait preuve d'une grande stabilité : les autres grands pays, soumis à des fortes pressions sur les taux de change, ont dû adopter des politiques restrictives ; les taux d'intérêt y ont atteint des niveaux très élevés.

Aux *Etats-Unis*, la masse monétaire M1 a crû entre le premier et le troisième trimestre au rythme de 6,4 % l'an, qui n'est que légèrement supérieur au rythme de hausse des prix à la consommation. La demande de crédits des entreprises n'a pas augmenté comme au cours des reprises antérieures (2) et les tensions sur les taux d'intérêt sont restés faibles, ceux-ci marquant même une nouvelle tendance à la baisse à partir de juin. Fin 1976, les autorités monétaires semblent avoir décidé d'assouplir leur politique : le taux d'escompte a été abaissé de 5,5 à 5,25 % en novembre. Cependant, les objectifs de croissance de M1 restent faibles (4,5 à 6,5 % à long terme).

En *Allemagne*, l'objectif de croissance de 8 % de la Monnaie Centrale en 1976 fixé au début de l'année semble devoir être légèrement dépassé (+ 9 %) en raison d'entrées de capitaux et d'une croissance de l'activité légèrement plus forte que prévu. Pour 1977, l'objectif de 8 % a été reconduit.

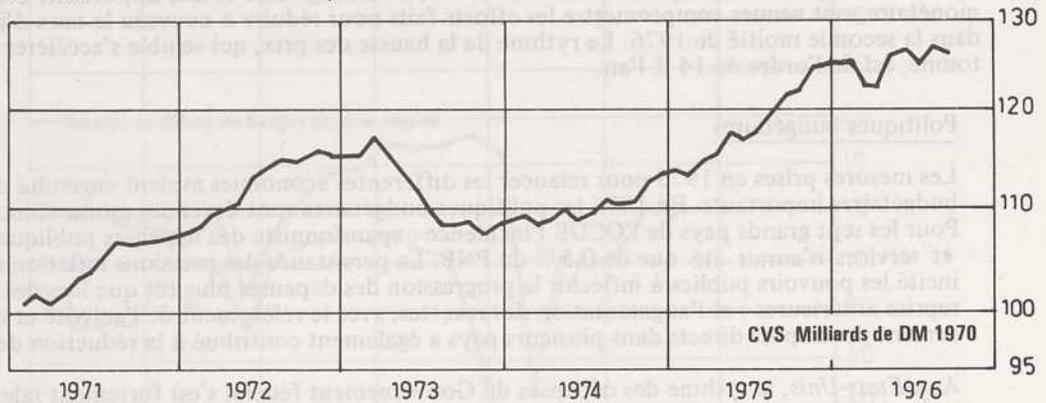
Au *Royaume-Uni* et en *Italie*, les taux d'intérêt ont été fixés à des niveaux supérieurs aux records de 1974. Le taux de base bancaire a atteint 15 % au Royaume-Uni et 21 % en Italie. Alors qu'en Italie, la masse monétaire M1 a ralenti sa croissance à partir du 2ème trimestre, le placement de bons d'Etat auprès du système bancaire pour couvrir le déficit budgétaire a entraîné au Royaume-Uni une forte croissance de la masse monétaire entre juin et septembre (6 % pour M3).

(1) Quotas de dépôts obligatoires non rémunérés sur les achats de devises étrangères, augmentation des impôts indirects et des tarifs publics.

(2) La lenteur du redémarrage de l'investissement fixe et les comportements prudents en matière de stocks semblent en être les causes principales.

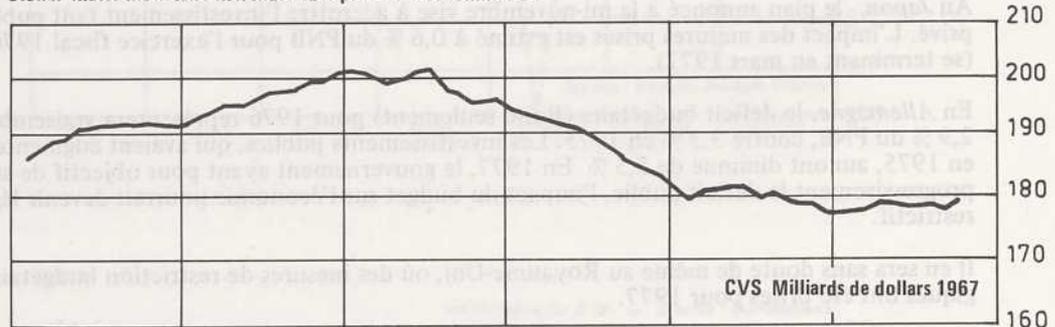
**GRAPHIQUE 3**

**RFA Masse monétaire M1/Indice des prix à la consommation**



**MASSE MONETAIRE REELLE**

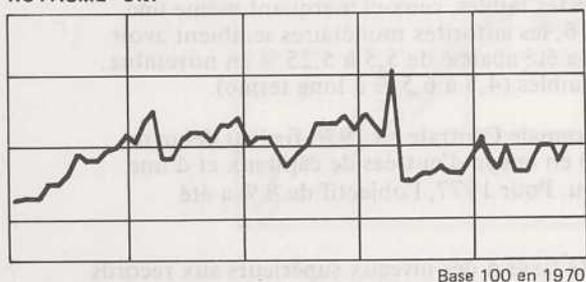
**U.S.A. Masse monétaire M1/Indice des prix à la consommation**



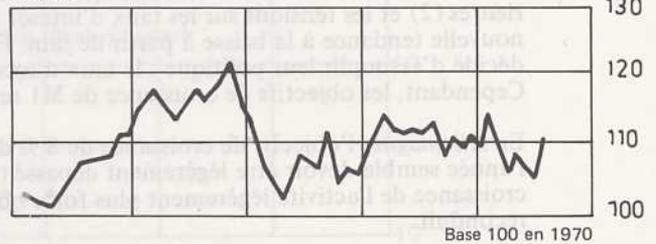
**GRAPHIQUE 4**

**VENTES AU DETAIL EN VOLUME**

**ROYAUME-UNI**

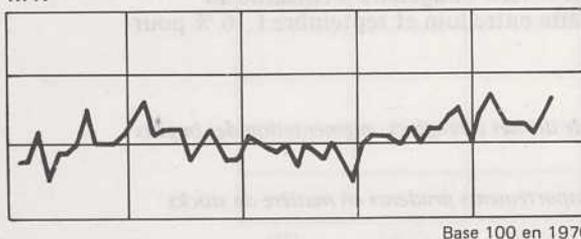


**JAPON**



Base 100 en 1970

**RFA**



Base 100 en 1970

**ETATS-UNIS**



En milliards de dollars 1970

Après la forte croissance du début de l'année, qui résultait pour une bonne part de la réalisation d'achats différés pendant la crise (particulièrement de biens durables), la consommation des ménages a peu progressé en volume aux deuxième et troisième trimestres 1976. Dans plusieurs pays, la stagnation ou le recul de l'emploi, la modération des hausses de salaires et les transferts des administrations ont entraîné tout au plus une lente croissance des revenus disponibles réels. Malgré des taux d'épargne redevenus plus normaux après les sommets de 1975, cette faiblesse des revenus disponibles a nettement freiné le développement de la consommation.

TAUX DE VARIATION D'UN TRIMESTRE SUR LE PRECEDENT DE LA CONSOMMATION DES MENAGES EN VOLUME

	1974				1975				1976		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Etats-Unis .....	- 1,2	+ 0,0	+ 0,4	- 2,2	+ 0,9	+ 1,7	+ 1,0	+ 1,1	+ 2,1	+ 1,0	+ 1,0
Japon .....	- 4,1	+ 2,3	+ 1,8	- 0,8	+ 4,4	- 0,1	+ 1,4	+ 0,2	+ 3,4	+ 0,5	
R.F.A. ....	+ 0,0	+ 0,5	+ 1,0	- 0,5	+ 1,0	+ 1,0	+ 1,0	+ 1,5	+ 1,0	- 0,0	+ 0,5

Source : O.C.D.E. sauf R.F.A. (Bundesbank)

Aux *Etats-Unis*, où l'emploi s'est amélioré dans la première moitié de l'année et où l'inflation est restée faible, le revenu disponible réel a progressé respectivement de 1,4 % et 1,1 % aux deux premiers trimestres. La croissance en volume de la consommation des ménages, forte au premier trimestre en raison d'une baisse du taux d'épargne est devenue plus modérée par la suite. Le volume des ventes au détail qui avait crû au rythme de 15 % l'an au début de l'année a stagné d'avril à octobre (1).

L'évolution des revenus personnels (croissance de 10 % l'an au 3ème trimestre contre 5-6 % pour les prix) et les indications sur la confiance des consommateurs, même si les enquêtes effectuées en octobre-novembre indiquent que le climat est à présent moins favorable qu'à l'été, font attendre, après une pause, des progrès de la consommation des ménages au cours des prochains mois. En 1977, compte tenu des perspectives d'emploi et des hausses salariales modérées, le revenu disponible réel devrait croître moins vite qu'en 1976 ; ceci entraînera, si l'on suppose que la propension à l'épargne reste stable par rapport à 1976, une croissance de la consommation moins forte qu'en 1976 (2).

En *Allemagne*, la faiblesse de l'emploi, la modération des hausses de salaires et l'augmentation des impôts directs ont entraîné une stagnation du revenu disponible réel. La consommation n'a pas progressé au deuxième trimestre, le taux d'épargne, déjà relativement bas par rapport à son niveau tendanciel, étant resté stable. Au troisième trimestre, la croissance en volume des ventes au détail peut avoir été due à une nouvelle baisse du taux d'épargne liée au ralentissement de la hausse des prix et à la stabilisation de l'emploi. Au cours des prochains mois, le revenu disponible réel ne s'accroîtra que lentement compte tenu de l'évolution des effectifs et des hausses prévisibles de salaires ; les disponibilités des ménages seront toutefois accrues par un important remboursement d'emprunts d'Etat arrivés à échéance. L'enquête effectuée en octobre auprès des ménages montre d'une part une légère détérioration de la confiance, d'autre part une propension à l'épargne plus forte qu'avant l'été. La consommation des ménages devrait donc croître relativement lentement.

Au *Japon*, l'augmentation modérée du revenu disponible réel en 1976 explique la modeste croissance de la consommation des ménages. Les ventes au détail restent en volume 12 % en-dessous du maximum de 1973. En 1977, en l'absence de mesures de soutien on ne peut envisager qu'une croissance relativement faible de la consommation compte tenu des médiocres perspectives d'emploi qui continuent à freiner l'augmentation du revenu disponible réel.

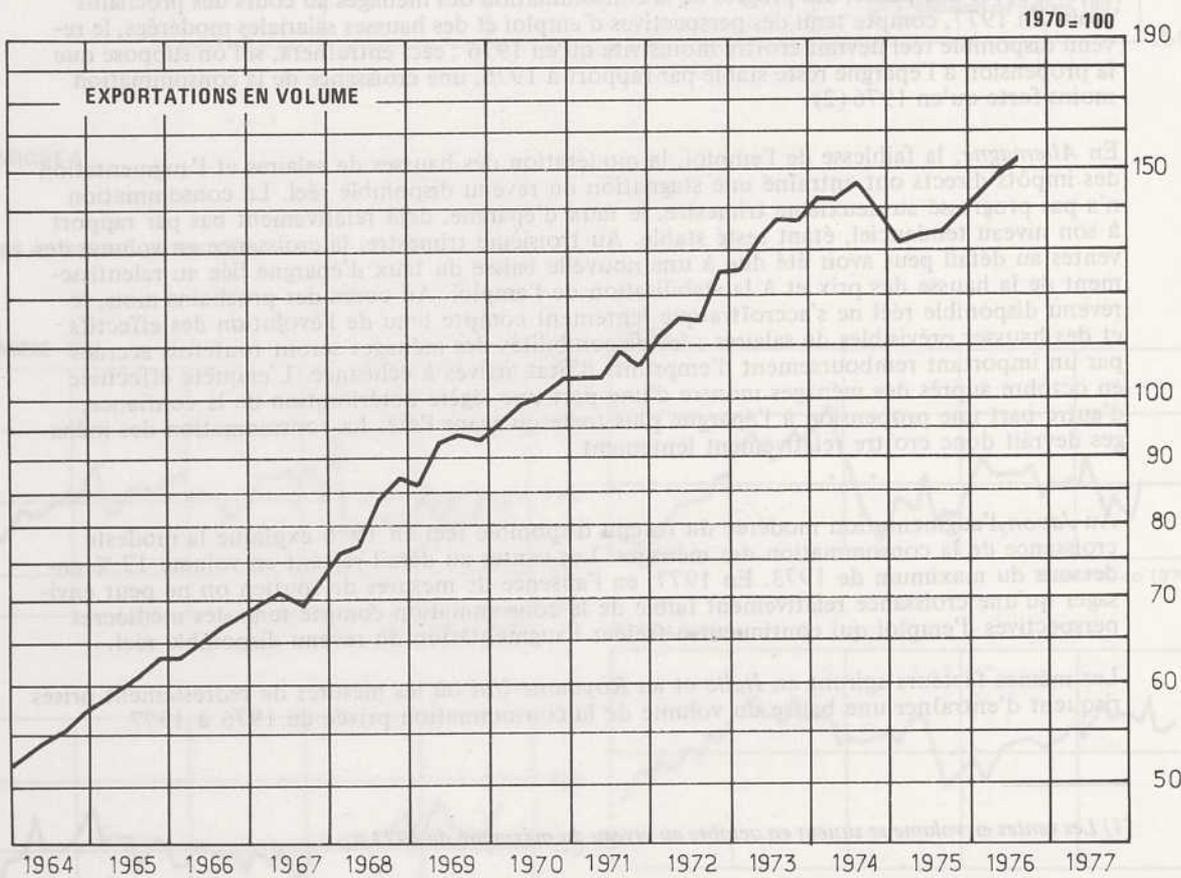
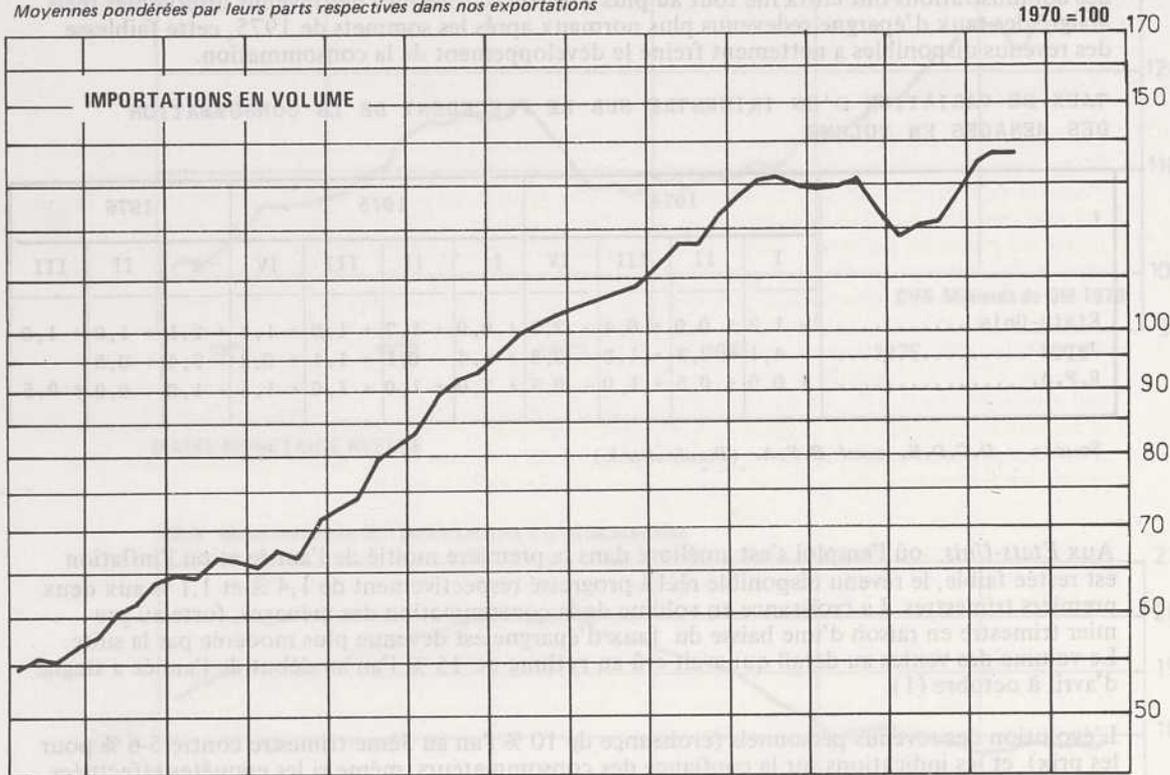
Les mêmes facteurs agiront en *Italie* et au *Royaume-Uni* où les mesures de redressement prises risquent d'entraîner une baisse du volume de la consommation privée de 1976 à 1977.

(1) Les ventes en volume se situent en octobre au niveau du maximum de 1973.

(2) 4,2 % contre 5,5 % en 1976 d'après les prévisions nationales.

COMMERCE EXTERIEUR DE NOS PRINCIPAUX PARTENAIRES COMMERCIAUX

Moyennes pondérées par leurs parts respectives dans nos exportations



Source : données de l'O.C.D.E. concernant 6 pays : U.S.A., Royaume-Uni, Allemagne, Italie, Belgique, Pays-Bas.

## La demande des entreprises

Le redressement de la situation financière des entreprises s'est poursuivi au moins jusqu'à l'été. Il s'est accompagné d'un réaménagement des bilans, dont la structure est à présent beaucoup plus saine qu'elle n'était à l'amorce de la récession : les sociétés ont consolidé leur position en matière de liquidités et souvent procédé à des augmentations de capital. Cependant, sauf aux États-Unis, en Allemagne et peut-être au Japon, cette amélioration n'a pas suffi à ranimer la demande d'investissement, sur laquelle les excédents de capacité continuent d'exercer un effet modérateur.

Aux *Etats-Unis*, la hausse de productivité dans l'industrie, et la modération des hausses de salaires ont stabilisé les coûts salariaux par unité produite qui en août 1976 n'étaient que de 2 % supérieurs au niveau de mars 1975. L'augmentation des prix de gros industriels étant de 5-6 % par an, les profits des entreprises ont crû en volume d'environ 40 % du minimum de la crise au 3ème trimestre 1976. L'amélioration des anticipations de profits a provoqué une reprise de l'investissement productif modérée en 1976 (+ 4 % par rapport à 1975) mais qui devrait se renforcer au cours des prochains mois : l'enquête effectuée par Mac GRAW HILL dans l'industrie au 4ème trimestre 1976 fait attendre pour 1977 une croissance en volume supérieure à 7 %.

En *Allemagne* et au *Japon*, le redressement des profits en 1976 s'est effectué à partir d'un niveau très bas. Cependant les mesures gouvernementales ont stimulé l'investissement productif privé qui a crû en volume de 7 % en Allemagne (après une baisse de 3,4 % en 1975) et de 0,6 % au Japon (après une baisse de 13,8 en 1975).

En *Allemagne* ces mesures ont eu pour effet de répartir très inégalement l'investissement entre les deux semestres de 1976 : à l'accélération de la fin 1975 et de la première moitié de 1976 a succédé un ralentissement au 3ème trimestre 1976 ; pour 1977, compte tenu d'une amélioration des situations financières, on peut attendre une certaine croissance du volume de la FBCF ; d'après l'enquête effectuée en novembre par l'IFO, l'investissement productif des entreprises industrielles augmenterait de 2 à 3 % en 1977.

Le retournement de la tendance des stocks a fortement accéléré la reprise dans tous les pays. Aux *Etats-Unis*, la formation de stocks est régulière (0,8 % du P.N.B.) depuis le milieu de l'année et ne contribue pratiquement plus à la croissance de la production. Le maintien des ratios stocks/chiffres d'affaires à des niveaux bas par rapport à la tendance antérieure, particulièrement dans l'industrie, traduit un accroissement des stocks sensiblement parallèle à celui des ventes ; cette tendance devrait se poursuivre au cours des prochains mois.

En *Allemagne*, la formation de stocks s'est accélérée jusqu'à la fin de l'année. D'après les chefs d'entreprise, leur augmentation a porté au moins pour une part sur les produits finis au second semestre. L'adaptation de la production à la demande devrait permettre d'éviter l'accumulation de ces derniers ; dans ces conditions les mouvements de stocks devraient jouer un rôle à peu près neutre en 1977.

## Le commerce extérieur

Le développement du commerce mondial avait été très rapide au premier semestre, la reprise nécessitant des importations considérables des pays développés. Il s'est progressivement ralenti au second semestre avec l'infléchissement de l'activité. Pour l'ensemble de 1976, les échanges mondiaux ont progressé d'environ 10 % sur 1975, le commerce entre pays développés croissant sensiblement plus vite (13 - 14 %).

En ont surtout bénéficié, pour le développement du volume de leurs exportations, le Japon (22 %) qui a réalisé des gains de parts de marché très importants, l'Allemagne (13 %) et le Canada (12 %).

En *Allemagne*, compte tenu d'une stabilité des termes de l'échange, et au *Japon* malgré une dégradation (- 4 %) les balances commerciales ont été fortement excédentaires en 1976 (1).

Aux *Etats-Unis*, la forte progression des importations au début de l'année, l'augmentation moindre des exportations à cause du retard conjoncturel des principaux partenaires et l'importance des achats de pétrole au cours de l'été ont entraîné un déficit de la balance commerciale qui, cumulé depuis le début de l'année, atteignait 4,1 milliards de \$ en octobre (en 1975, on enregistrait un surplus de 9 milliards de \$). En 1977 la croissance envisagée s'accompagnera d'un accroissement nettement moins rapide qu'en 1976 du volume des importations et la balance commerciale devrait s'améliorer.

(1) 29 milliards de D.M. pour les 10 premiers mois de l'année en R.F.A. à comparer à l'excédent de 37 Mds de D.M. pour l'ensemble de 1975 ; 8,5 milliards de \$ de janvier à octobre pour le Japon contre un excédent de 5,2 milliards pour l'ensemble de l'année 1975.

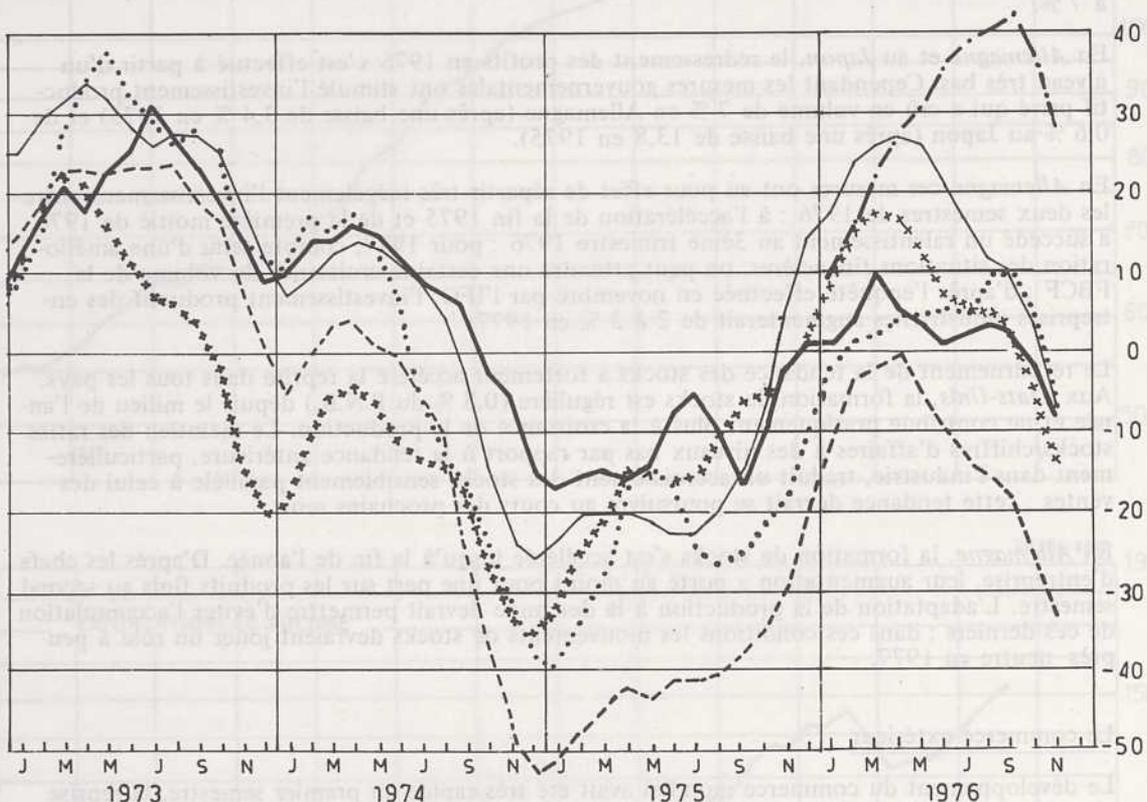
PAYS DU MARCHÉ COMMUN

PERSPECTIVES DE PRODUCTION D'APRES LES ENQUETES DE CONJONCTURE



Source : C.E.E.

Solde des perspectives de hausse et de baisse



Pour l'ensemble de l'année 1976, les déficits des paiements courants devraient atteindre 3,6 % du P.I.B. au Royaume-Uni et 1,6 % en Italie. Dans ce dernier pays, le redressement, qui s'était amorcé au cours de l'été, pourrait se poursuivre en 1977 ; les mesures prises pour freiner la dépréciation de la Lire, l'amélioration de la capacité concurrentielle depuis un an (baisse de la Lire de 20 %, non reprise entièrement par l'augmentation des prix), faciliteront le développement des exportations, alors que le volume des importations ne devrait guère croître compte tenu de la faiblesse de l'activité intérieure.

Au Royaume-Uni, les autorités nationales prévoient pour 1977 une croissance en volume de 9 % pour les exportations et de 5 % pour les importations. Malgré la détérioration des termes de l'échange liée à la dépréciation de la Livre, la balance commerciale pourrait être légèrement moins déficitaire en 1977 qu'en 1976 ; le développement de la production nationale de pétrole y contribuera également.

En conclusion, après une période de croissance rapide au début de l'année, un net ralentissement s'est produit dans les économies occidentales à partir du deuxième trimestre. Dans les pays les plus déséquilibrés sur le plan interne et externe les gouvernements ont adopté des mesures qui n'ont encore que peu réduit les tensions antérieures. Dans les trois principaux pays (Etats-Unis, Japon et Allemagne) qui représentent les deux tiers de la production de l'O.C.D.E., la modération des tensions favorisée par des politiques budgétaires et monétaires prudentes a créé des conditions favorables à la croissance : aux Etats-Unis la consommation des ménages entraînée par l'accroissement des revenus disponibles réels devrait, après une pause, constituer le moteur principal d'une croissance, que l'investissement privé pourrait contribuer à soutenir en 1977. La même analyse vaut pour le Japon et l'Allemagne, avec

les différences que la consommation devrait y augmenter plus lentement et que la part prise par les exportations dans ces économies les rend beaucoup plus tributaires de l'extérieur ; en particulier, l'économie allemande pourrait être affectée en 1977 par la faiblesse de l'activité dans les autres pays européens, avec lesquels elle effectue la plus grande partie de ses échanges.

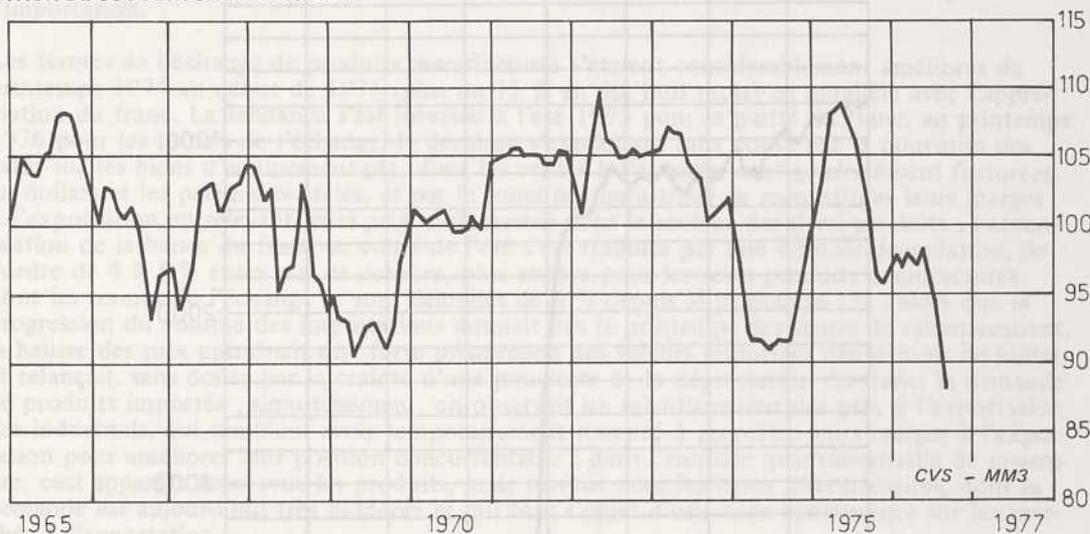
Toutefois, si les conditions d'un développement de l'activité en 1977 semblent réunies, au moins dans ces trois pays, les enquêtes effectuées récemment dans l'industrie et auprès des ménages semblent y montrer une détérioration sensible du climat général susceptible de remettre en cause les intentions concernant tant l'investissement que la consommation. Le rétablissement des situations financières, des ménages comme des entreprises, rend très improbable une chute de l'activité comparable à celle de la fin 1974. Mais la mauvaise orientation des perspectives, en cette fin d'année, indique que la pause de l'activité observée depuis le printemps 1976 pourrait se prolonger. Pour éviter la montée du chômage, les autorités des trois principaux pays seront sans doute conduites à des politiques modérément expansionnistes, autorisées par leur maîtrise des évolutions nominales. Dans ces conditions, le commerce mondial pourrait connaître un développement modéré, assez notablement inférieur à la croissance des années antérieures à la récession, mais néanmoins suffisant pour soutenir l'activité des pays (Royaume-Uni, Italie) dans lesquels les mesures prises pour lutter contre l'inflation continuent de peser sur la demande interne.

## 2. LA DEMANDE ÉTRANGÈRE ET LE COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA FRANCE

Les échanges commerciaux français, dont le déficit était resté modéré au cours du premier semestre malgré la vigueur de la reprise, se sont fortement détériorés à partir de l'été. Le taux de couverture, qui oscillait autour de 97 % au cours des six premiers mois de l'année, est tombé à 87 % en août-septembre-octobre (83 % en octobre). Ce taux historiquement bas tient pour l'essentiel à des facteurs exceptionnels dont l'intervention a d'abord masqué puis accentué une tendance à la dégradation amorcée dès le début de l'année. Nous nous attacherons d'abord à décrire ce qui revient à ces facteurs exceptionnels à savoir les effets de la sécheresse et l'augmentation temporaire des importations pétrolières, avant d'examiner les tendances de fond du commerce extérieur français.

### GRAPHIQUE 7

#### TAUX DE COUVERTURE EN VALEUR



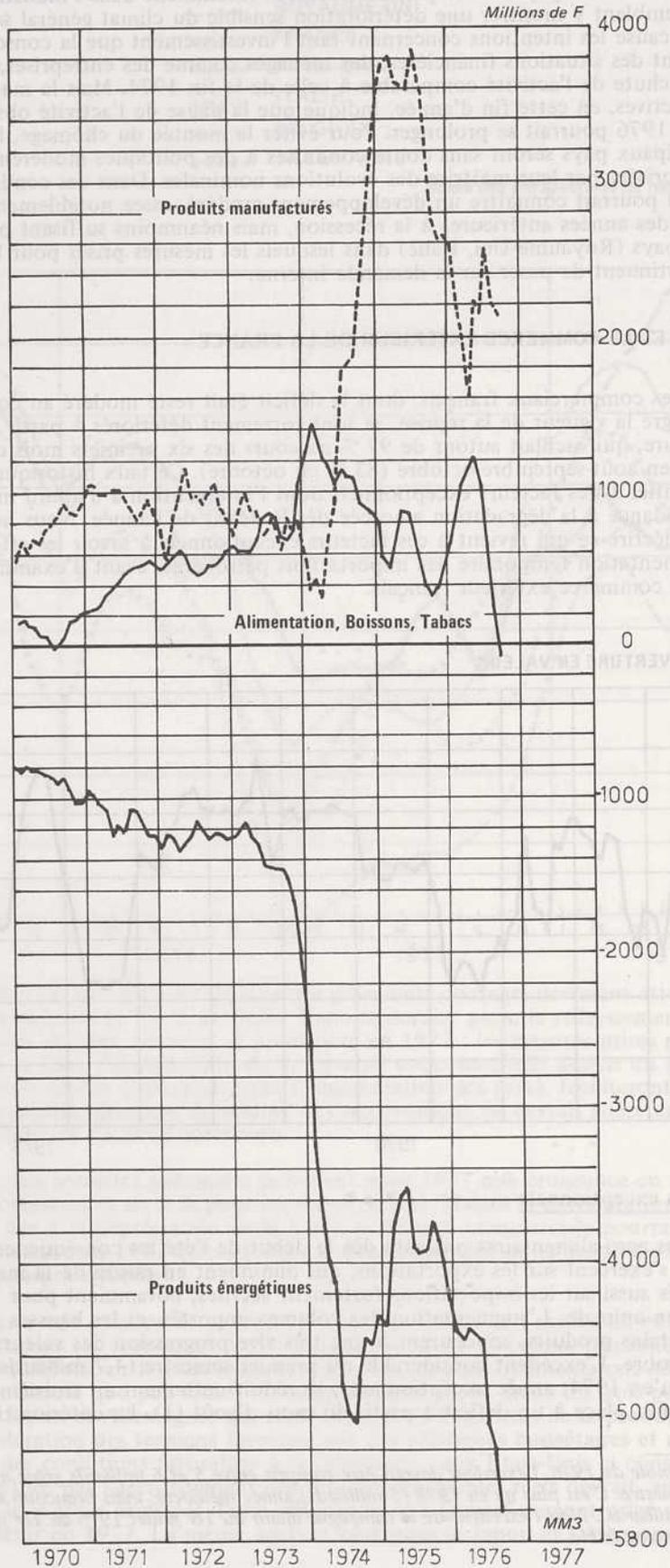
#### Des facteurs exceptionnels . . .

Nos échanges agro-alimentaires ont subi dès le début de l'été les conséquences de la sécheresse. Celles-ci s'exercent sur les exportations, qui diminuent en raison de la mauvaise récolte céréalière, mais aussi sur les importations fortement accrues, notamment pour les besoins de l'alimentation animale. L'augmentation des volumes importés, et les hausses rapides enregistrées sur certains produits, concourent à une très vive progression des valeurs : près de 40 % d'avril à octobre. L'excédent considérable du premier semestre (4,7 milliards) qui n'avait été plus élevé qu'en 1974, année exceptionnelle, se réduit nettement au troisième trimestre (500 millions) et fait place à un déficit à partir du mois d'août (1). La détérioration des échanges

(1) Pour l'ensemble de 1976, l'excédent devrait être compris entre 5 et 6 milliards grâce à un excellent premier semestre. C'est plus qu'en 1975 (5 milliards), année médiocre, mais beaucoup moins qu'en 1974 (10 milliards). Mais l'excédent de la campagne allant du 1er juillet 1976 au 1er juillet 1977 sera particulièrement faible.

GRAPHIQUE 8

BALANCE DU COMMERCE EXTÉRIEUR HZF + ZF



agricoles entre le printemps et l'automne 1976 dépasse 1 milliards de francs par mois ; sur ce montant, une part tient au niveau initial des exportations (sorties accélérées de céréales en début d'année) que l'on peut juger trop élevé de 300 à 350 millions par mois par rapport à une tendance moyenne de production et d'échanges extérieurs ; le reste, soit 700 à 800 millions de francs, correspondrait à l'accident « sécheresse ». L'effet global de la sécheresse sur ce poste (diminution des exportations, fortes importations) serait une réduction d'ensemble du solde de 5 à 6 milliards de francs, portant sur les quatre derniers mois de 1976 et le premier semestre 1977.

Les importations de produits énergétiques, qui, malgré la vigueur de la reprise, étaient restées stables au cours du premier semestre à hauteur moyenne de 5 milliards de F par mois, progressent fortement dès juillet pour s'établir d'août à octobre à un niveau mensuel compris entre 6,2 et 6,7 milliards (1).

La croissance des volumes importés, qui s'amorce en juillet, tient à l'accroissement des besoins intérieurs, et notamment d'E.D.F., contraint de recourir massivement à la production thermique pour compenser une hydraulité déficitaire (2) ; elle traduit également un certain stockage chez les utilisateurs, où il a pu être lié aux anticipations de hausses de prix du fuel domestique (6 % le 24 septembre) et de carburants (15 % le 2 novembre), et surtout chez les producteurs : la reprise de la demande, sans accroissement équivalent des importations, avait fortement réduit les stocks de ces derniers au début de l'année ; leur reconstitution, lente jusqu'en juin, s'est accélérée par la suite ; de mars à septembre, elle a porté sur 5 millions de tonnes (3). En valeur, le mouvement enregistré sur les volumes a été accentué par la dépréciation du franc par rapport au dollar, qui a augmenté le prix des produits pétroliers importés : le prix de la tonne de pétrole brut importé s'est accru de 10 % entre février et octobre. De mai à octobre, le déficit énergétique mensuel croît de près de 1.500 millions.

Au total, la dégradation de nos échanges agro-alimentaires et énergétiques, dont les effets, au plan des prix et à celui des volumes, se cumulent sur le second semestre, explique près des deux tiers de la baisse du taux de couverture depuis l'été.

... mais aussi une détérioration des échanges de produits manufacturés résultant des mouvements de prix ...

Les échanges industriels, dont le solde était resté stable pendant quelques mois, s'orientent depuis le printemps vers une dégradation, en grande partie imputable à la hausse des prix à l'importation.

Les termes de l'échange de produits manufacturés s'étaient considérablement améliorés du printemps 1974 au début de 1976 (plus de 15 % en dix huit mois) en parallèle avec l'appréciation du franc. La tendance s'est inversée à l'été 1975 pour la parité du franc, au printemps 1976 pour les termes de l'échange, le décalage s'expliquant sans doute par la poursuite des gains sur les biens d'équipement (4), dont les ventes à l'étranger sont généralement facturées en dollars et les paiements étalés, et par le souci des industriels de reconstituer leurs marges à l'exportation en relevant leurs prix, notamment dans le secteur des demi-produits ; l'accentuation de la baisse du franc au cours de l'été s'est traduite par une sensible dégradation, de l'ordre de 4 à 5 % entre mai et octobre, plus encore pour les seuls produits manufacturés dont les termes de l'échange se sont dégradés de 6 % depuis le printemps (5) ; alors que la progression du volume des importations donnait dès le printemps des signes de ralentissement, la hausse des prix entraînait une forte progression des valeurs importées dès le mois de juillet et relançait, sans doute par la crainte d'une poursuite de la dépréciation du franc, la demande de produits importés ; simultanément, on observait un ralentissement des prix à l'exportation des industriels, qui semblent avoir temporairement renoncé à accroître leurs marges à l'exportation pour améliorer leur position concurrentielle ; dans l'enquête quadrimestrielle de novembre, ceci apparaît pour tous les produits, mais surtout pour les biens intermédiaires, dont la demande est aujourd'hui très modérée et qui font l'objet d'une rude concurrence sur les marchés à l'exportation.

(1) Ces valeurs élevées pourraient résulter en partie d'une déformation, sur la période récente, des mouvements saisonniers observés depuis dix ans. La prise en compte d'une saisonnalité différente conduirait à mieux étaler sur l'année des importations de pétrole sans doute artificiellement faibles au premier semestre.

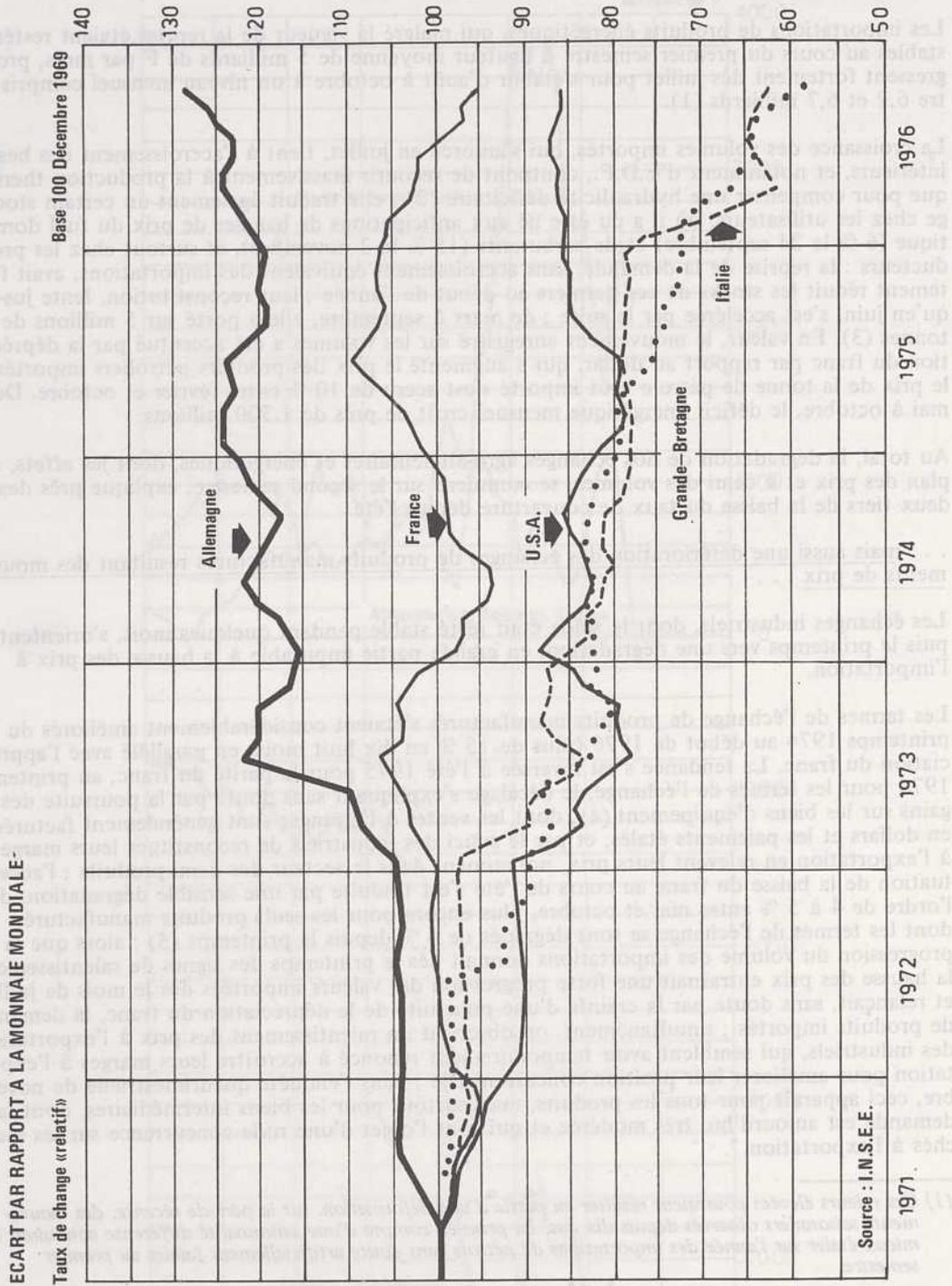
(2) Les achats effectués par E.D.F. pendant l'été étaient deux fois plus élevés qu'en 1975 ; pour les 10 premiers mois de l'année, l'approvisionnement en fuel-lourd des centrales atteint 12 millions de tonnes, soit 38 % de plus que pour la même période de l'année précédente.

(3) soit environ 4 % des importations annuelles.

(4) surtout vers les pays en voie de développement

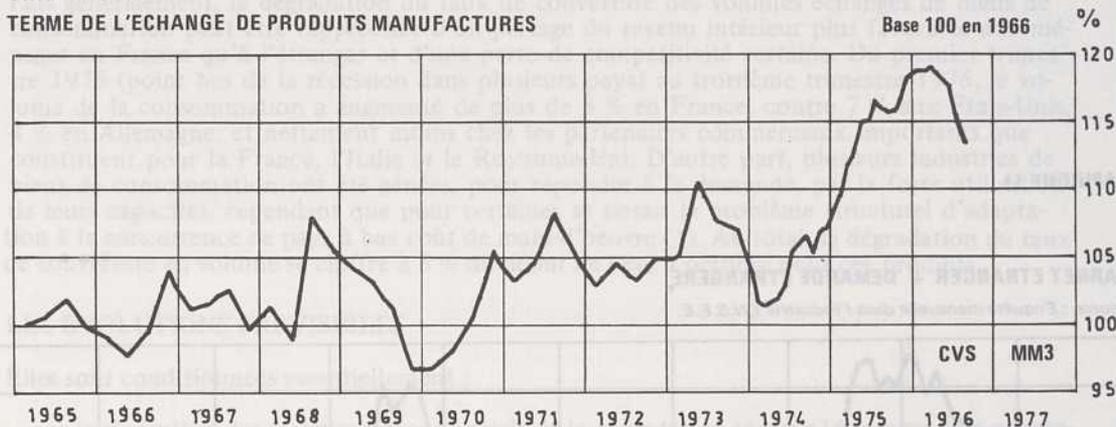
(5) 4 % pour les biens d'équipement, 3 % pour les biens intermédiaires, mais 11 % pour les biens de consommation ; ce pourcentage élevé tient sans doute à la part plus grande prise par les automobiles dans les importations (qui augmente les valeurs moyennes) au cours des derniers mois, mais également à la vigueur de la consommation française : la concurrence est moindre sur le marché intérieur qu'à l'étranger.

GRAPHIQUE 9



GRAPHIQUE 10

TERME DE L'ÉCHANGE DE PRODUITS MANUFACTURÉS



TAUX DE COUVERTURE EN VOLUME : PRODUITS MANUFACTURÉS



Mais, abstraction faite des changements de prix que peuvent pratiquer importateurs et exportateurs, le seul jeu des variations de cours des monnaies dans lesquelles sont libellées les facturations entraîne une dégradation des termes de l'échange lorsque baisse le taux de change effectif du franc ; pour la période allant de juillet à octobre, cette dégradation mécanique des termes de l'échange peut être chiffrée à 2 % (1).

... et d'une évolution en volume moins satisfaisante

La dégradation des termes de l'échange est le reflet de la persistance de tensions inflationnistes plus vives en France que dans la plupart des autres pays, dont la dépréciation du franc est l'une des conséquences, mais dont le volume des échanges commerciaux porte également la trace.

En effet, si les exportations françaises ont conservé en valeur une part relativement constante dans les exportations des principaux pays développés, ceci résulte d'une moindre croissance des volumes que compense une augmentation de prix apparemment plus élevée que celle des autres pays ; cette moindre croissance du volume des exportations ne résulte pas de l'inégalité de développement des marchés sur lesquels se placent les différents pays ; les informations dont on dispose aujourd'hui semblent montrer que si, sur les pays tiers, le volume de nos exportations s'est accru de manière parallèle à celui des marchés, la France a pris une part décroissante de la forte reprise des échanges que font entre eux les pays industrialisés, qui est restée vive jusqu'à l'été 1976.

De manière symétrique, les importations ont pris une part croissante du marché en France. Ceci est particulièrement vrai du domaine des biens de consommation pour lesquels, dans le temps où la production augmentait de 15 %, le volume des importations s'accroissait de 40%. Les achats à l'étranger se sont accélérés pour la plupart des produits : biens de consommation courants et, sur la période la plus récente, équipement ménager et automobile. Pour l'automobile, cette pénétration étrangère accrue provient d'un rattrapage des mauvais résultats de 1975, d'une poussée temporaire à la rentrée liée aux craintes de hausses de prix et aussi d'effets de structure : pénétration japonaise (2), meilleure couverture de la gamme par les marques allemandes et approvisionnement en conséquence des réseaux commerciaux.

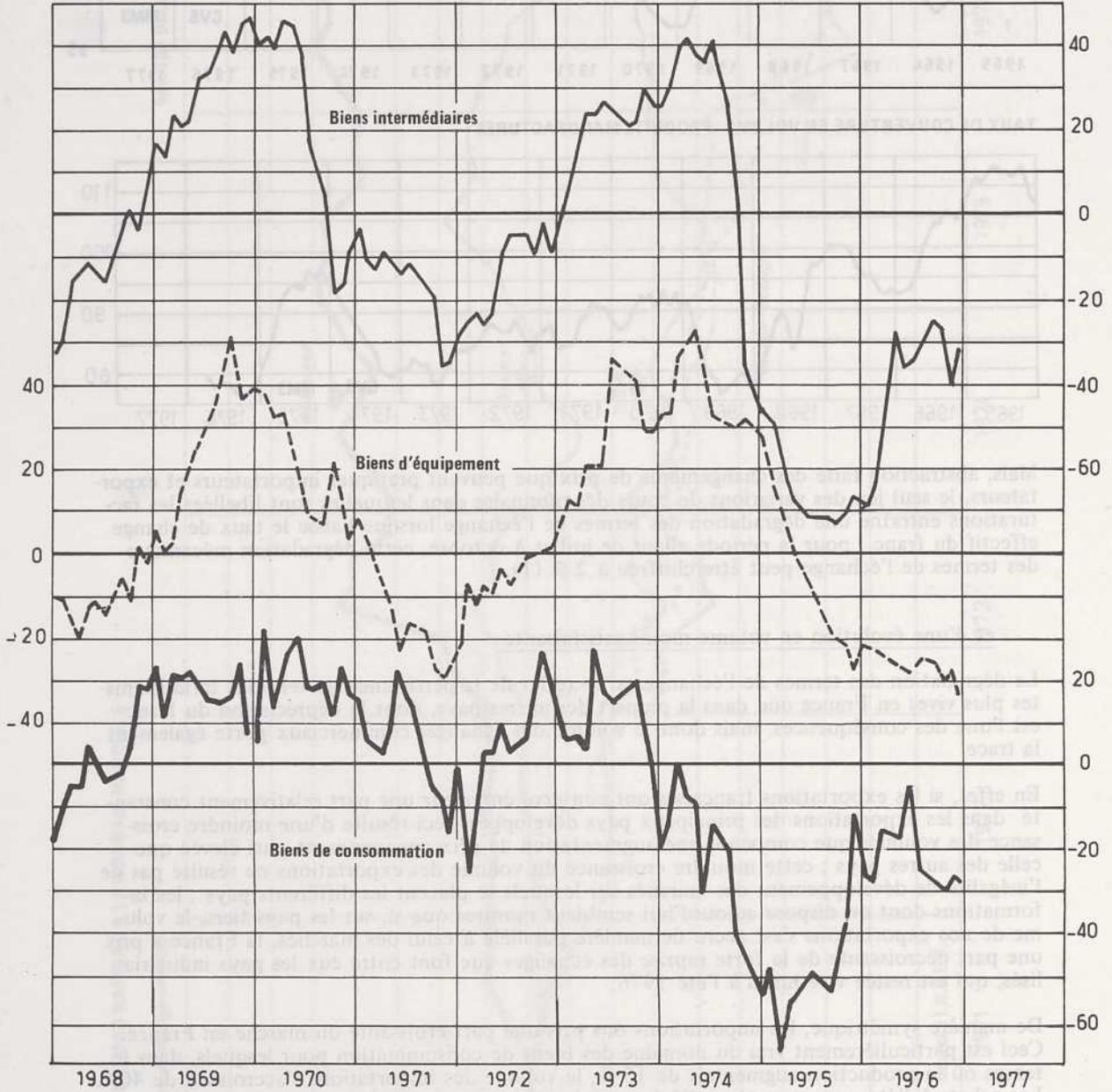
(1) 70 % des exportations sont facturées en francs, 20 % seulement en devises fortes (DM, Dollar, Franc suisse et Florin) ; pour les importations, les pourcentages respectifs sont d'un tiers et de 50 %.

(2) La part des voitures japonaises dans les immatriculations intérieures est passée de 1,3 % en 1975 à 3,5 % au cours des mois les plus récents.

GRAPHIQUE 11

**CARNET ETRANGER + DEMANDE ETRANGERE**

Source : Enquête mensuelle dans l'industrie I.N.S.E.E.



Plus généralement, la dégradation du taux de couverture des volumes échangés de biens de consommation peut être rapprochée d'un partage du revenu intérieur plus favorable aux ménages en France qu'à l'étranger et d'une perte de compétitivité certaine. Du premier trimestre 1975 (point bas de la récession dans plusieurs pays) au troisième trimestre 1976, le volume de la consommation a augmenté de plus de 8 % en France, contre 7 % aux Etats-Unis, 4 % en Allemagne, et nettement moins chez les partenaires commerciaux importants que constituent pour la France, l'Italie et le Royaume-Uni. D'autre part, plusieurs industries de biens de consommation ont été gênées, pour répondre à la demande, par la forte utilisation de leurs capacités, cependant que pour certaines se posait le problème structurel d'adaptation à la concurrence de pays à bas coût de main-d'oeuvre (1). Au total, la dégradation du taux de couverture en volume se chiffre à 8 % du début de l'été à octobre pour ces produits.

#### LES EVOLUTIONS PREVISIBLES

Elles sont conditionnées essentiellement :

— par la résorption des facteurs circonstanciels de la dégradation récente (échanges agro-alimentaires, forte anticipation d'importations, notamment de pétrole) et par les effets attendus du plan de redressement : maintien d'une situation de compétitivité à l'exportation par l'arrêt de la dérive des coûts, moindre pression à l'importation.

— par la poursuite d'un développement relativement satisfaisant du commerce mondial

#### Un développement modéré du commerce mondial en 1977

Celui-ci avait connu une reprise extrêmement vive - de l'ordre de 12 % l'an en volume - jusqu'au début de l'été 1976. Elle a été le fait du commerce que se font entre eux les pays industrialisés, et, spécialement jusqu'à l'été, des pays industrialisés extérieurs à la C.E.E. Depuis, l'expansion de ces échanges s'est sensiblement ralentie. Dans le même temps, la reprise des importations des pays en voie de développement non producteurs de pétrole restait modérée, malgré le fort progrès des recettes de la vente de matières premières et le retour à une situation plus normale au plan de la satisfaction des besoins alimentaires. Les importations des pays à commerce d'Etat semblent avoir depuis peu régressé en volume. Les achats des pays producteurs de pétrole sont sur un rythme d'expansion stable, de l'ordre de 15 % l'an en volume.

#### VOLUME DES IMPORTATIONS DE BIENS\*

	Moyenne 69 - 73	1974	1975	1976	1977
Pays développés hors CEE .....	9,2	3 1/2	- 10	11 1/2	7 1/2
(dont Etats-Unis) .....	(6,9)	(- 3,4)	(- 11,3)	(20)	(8)
C E E .....	10,3	- 1 1/2	- 56	13	5 à 5 1/2
Ensemble des pays développés ...	9,8	1	- 7 1/2	12	6 1/2
Pays de l'OPEP .....		38	43	15	15
PEVD (Hors OPEP) .....	7,4	13	- 4	2-5	5-10
Pays à commerce d'Etat .....	8,4	10	6	4	5
Ensemble du monde .....	9,2	5 1/2	- 4	10	6 1/2

Source initiale : CEE

\* Ces prévisions chiffrées ont l'avantage d'assurer la cohérence d'ensemble entre les prévisions d'importations et d'exportations des différents pays.

Malgré les incertitudes persistantes, et la faiblesse prévisible des importations dans les pays qui continuent de mener une politique de redressement, le développement du commerce mondial devrait se poursuivre à un rythme modéré au cours du premier semestre 1977.

Ces perspectives reflètent, après l'inflexion qui s'est déjà opérée, la consolidation des tendances récentes, ce qui signifie que dans le cas des échanges entre pays développés, la situation d'ensemble qui est exposée est la moyenne entre une croissance lente des importations de pays comme l'Italie, la Grande-Bretagne et aussi la France, et des importations plus soutenues de pays comme l'Allemagne.

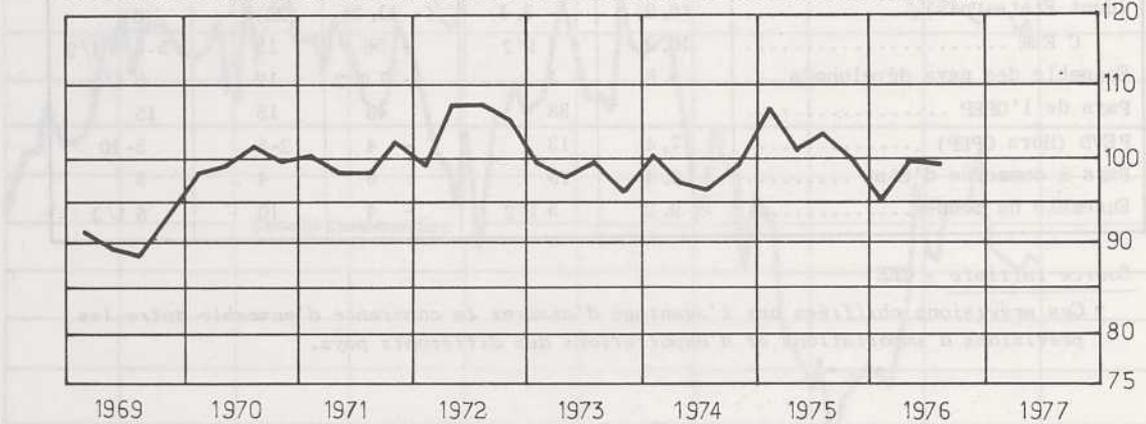
(1) La dépréciation du franc a atténué un peu la pression de la concurrence depuis le mois de juillet.

GRAPHIQUE 12

PRIX RELATIFS A L'EXPORTATION DES PRODUITS MANUFACTURES : FRANCE SUR 7 PRINCIPAUX PAYS (1)



EVOLUTION RELATIVE DES EXPORTATIONS EN VOLUME : FRANCE SUR 7 PRINCIPAUX PAYS (1)



(1) Etats-Unis, R.F.A., Royaume-Uni, Italie, Pays-Bas, Belgique, Japon.

A cette considération du développement prévisible du commerce mondial dans son ensemble, il faut ajouter celle de la place que peut occuper la France. Compte tenu de la répartition structurelle de nos exportations, le développement de la demande à l'importation des pays clients est, pour 1977, supérieur d'un demi-point à celui du commerce mondial. Mais surtout la situation actuelle de compétitivité que procure la dépréciation du franc doit, dans la mesure où elle serait consolidée par une maîtrise des coûts dans les mois à venir, permettre des gains de part de marché en volume qui, par référence à ce qui a pu être observé dans les années passées, seraient de l'ordre de 2 points. Le volume global des exportations de la France pourrait alors se développer, hors aléa particulier, à un rythme de 8-9 % l'an.

#### Vers une amélioration des volumes d'échanges de produits manufacturés...

De manière plus précise, les volumes des échanges de produits industriels devraient bénéficier au cours des prochains mois du décalage entre la conjoncture de la France et celle des principaux partenaires. Si les perspectives d'exportation qu'expriment les chefs d'entreprise sont moins favorables qu'à l'été dernier, elles impliquent cependant une progression. Au demeurant, compte tenu du délai habituel, c'est sur cette période que les gains de part de marché en volume procurés par la dépréciation récente du franc devraient apparaître notamment, semble-t-il, pour les biens de consommation. Dans le même temps, les volumes importés pourraient se stabiliser, ceux de biens d'équipement, et peut être de biens intermédiaires, s'orientant à la baisse.

Au total, par un développement des exportations, comme par un partage du marché national plus favorable à la production domestique, le commerce extérieur de produits industriels, après la forte dégradation observée au second semestre 1976, apporterait une contribution nettement positive à l'activité.

#### ... et une évolution moins défavorable des termes de l'échange

L'évolution des termes de l'échange dépendra des évolutions des prix dans les différents pays, des comportements de prix des exportateurs, et des évolutions relatives des valeurs des monnaies.

Les prévisions d'évolution des prix que l'on peut faire pour le commerce mondial dans son ensemble, correspondent à la poursuite des tendances actuelles, soit en moyenne, de 1976 à 1977, un accroissement de 7 % l'an (1) (exprimé en dollars). De 1975 à 1976, l'accroissement avait été plus faible, environ 2 % - mais ceci résulte en partie de l'appréciation du dollar d'un peu plus de 5 % par rapport à la moyenne des autres monnaies qui est survenue à la mi-1975.

Cette relative modération peut être un atout pour un ralentissement de l'inflation en France ; elle est aussi une exigence quand on constate que les valeurs moyennes à l'exportation se sont accrues de 11 % l'an d'octobre 1975 à octobre 1976.

Le ralentissement apparaît d'ores et déjà dans l'évolution des prix à l'exportation en France ; malgré la dépréciation du franc, les industriels augmentent moins leur prix à l'exportation que ceux de leurs ventes sur le marché français. Cette modération doit continuer de prévaloir au début de 1977, d'autant plus que la politique mise en oeuvre a pour effet de prévenir une nouvelle dépréciation du franc, dont les inconvénients pour l'économie française l'emportent sur les avantages tout à fait passagers que pourraient y trouver dans l'immédiat les exportateurs. De ce fait, l'évolution des prix à l'importation devrait connaître, après la vive hausse des derniers mois, une modération qui la conduirait à être sensiblement équivalente à l'augmentation des prix du commerce mondial.

Cette prévision tient compte de la forte hausse des prix des matières premières intervenue en 1976, mais qui semble marquer le pas depuis quelques mois ; le ralentissement doit se poursuivre en 1977 car :

- le développement de l'activité dans les pays industriels restera modéré, et l'incertitude des perspectives conduira à des approvisionnements prudents

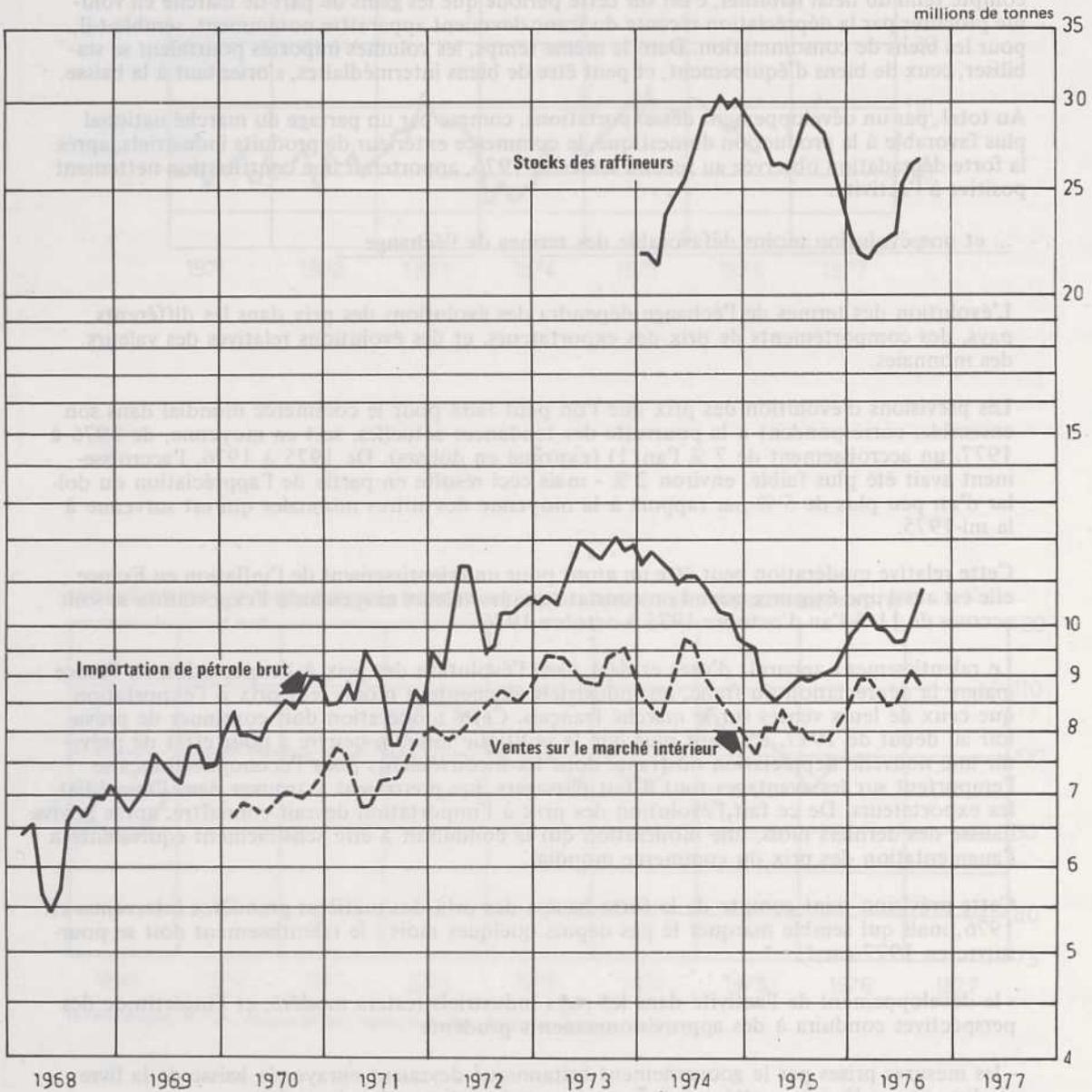
- les mesures prises par le gouvernement britannique devraient enrayer la baisse de la livre sterling et par là même atténuer les pressions spéculatives nées de ce fait

Ce ralentissement est important à court terme car les mouvements observés sur les cours mondiaux se répercutent, dans le cas de la France, quasiment instantanément sur les valeurs moyennes à l'importation des produits bruts, et, de façon un peu amortie, sur celles de demi-produits.

(1) dont 4 % pour l'ensemble des produits manufacturés, 10 % pour l'énergie.

GRAPHIQUE 13

CONSUMATION INTERIEURE DE PRODUITS PETROLIERS ET IMPORTATIONS DE PETROLE BRUT



NB : Les corrections des variations saisonnières et la brièveté de la série des stocks rendent difficile l'interprétation simultanée des trois courbes

Pour les seuls produits manufacturés, l'inflexion des hausses de prix pourrait même être plus nette à l'importation qu'à l'exportation. L'apparition probable d'un certain décalage conjoncturel entre la France et ses principaux partenaires devrait influencer les comportements de marges ; la modération de la demande intérieure créera des conditions beaucoup moins favorables aux importations qu'elles n'ont été au cours des derniers mois, et pourrait notamment conduire les producteurs étrangers de biens de consommation à limiter la hausse de leurs prix sur le marché français.

Sous ces hypothèses, la dégradation des termes de l'échanges pourrait s'interrompre au début de 1977. La récente hausse du prix du pétrole, qui ne se traduira que progressivement sur les valeurs moyennes à l'importation et restera modérée compte tenu de la répartition géographique des approvisionnements français (1), ne semble pas remettre en cause cette prévision.

#### Réduction du déficit au premier semestre 1977

Cette inflexion entraîne la suppression d'un élément important de la dégradation de nos échanges au cours des derniers mois (5 points de baisse du taux de couverture entre mai et octobre), mais elle n'est pas en soi un élément d'amélioration du taux de couverture, les pertes subies depuis le printemps sur les termes de l'échange ne semblant pas devoir être compensées dans l'immédiat. En revanche, deux facteurs contribueront au redressement : l'atténuation ou la disparition des effets des facteurs exceptionnels (sécheresse dont les effets seront de moindre ampleur et plus étalés début 1977, volumes importés de pétrole revenus à leur niveau tendanciel et ne progressant plus début 1977) et l'amélioration du solde des échanges de produits manufacturés avec la modification du déphasage conjoncturel entre la France et les pays partenaires.

La baisse du volume des exportations de céréales et de sucre (20 % en volume depuis le printemps) et l'augmentation des importations d'aliments du bétail ayant été plus amples qu'initialement prévu (détérioration du solde de 4 Milliards dès 1976), le déficit des échanges agro-alimentaires sera atténué dès le début 1977 ; toutefois si la balance doit s'améliorer pour plusieurs produits (animaux vivants et viandes, fruits et légumes, boissons), le secteur-clé des céréales continuera de ne fournir qu'un faible surplus exportable jusqu'aux prochaines récoltes et les importations resteront élevées, l'augmentation des prix des denrées n'étant plus aussi vive.

Une sensible atténuation des effets dès le printemps 1977, le retour à des échanges agro-alimentaires normaux à l'été doivent conduire à une réduction du déficit global actuel de l'ordre de 700 à 800 Millions de francs par mois.

Le surplus des importations de *produits pétroliers* en 1976 lié aux fortes consommations de fuel lourd par l'E.D.F. dans l'été et à la constitution de stocks doit pour sa part se résorber rapidement.

Les volumes importés de produits pétroliers pourraient certes se maintenir provisoirement à un niveau supérieur à la consommation actuelle, en prévision du relèvement du prix du brut ; mais les moindres besoins d'E.D.F., les économies de carburants consécutives à la hausse récente des prix, et le ralentissement de l'activité industrielle contribueront à stabiliser la consommation intérieure. Compte tenu de la reconstitution de stocks déjà opérée par les raffineurs (2), le volume des importations pétrolières devrait diminuer pour retrouver au premier semestre 1977 un niveau proche de ce qu'il était un an plus tôt.

#### Importations et utilisations de produits pétroliers

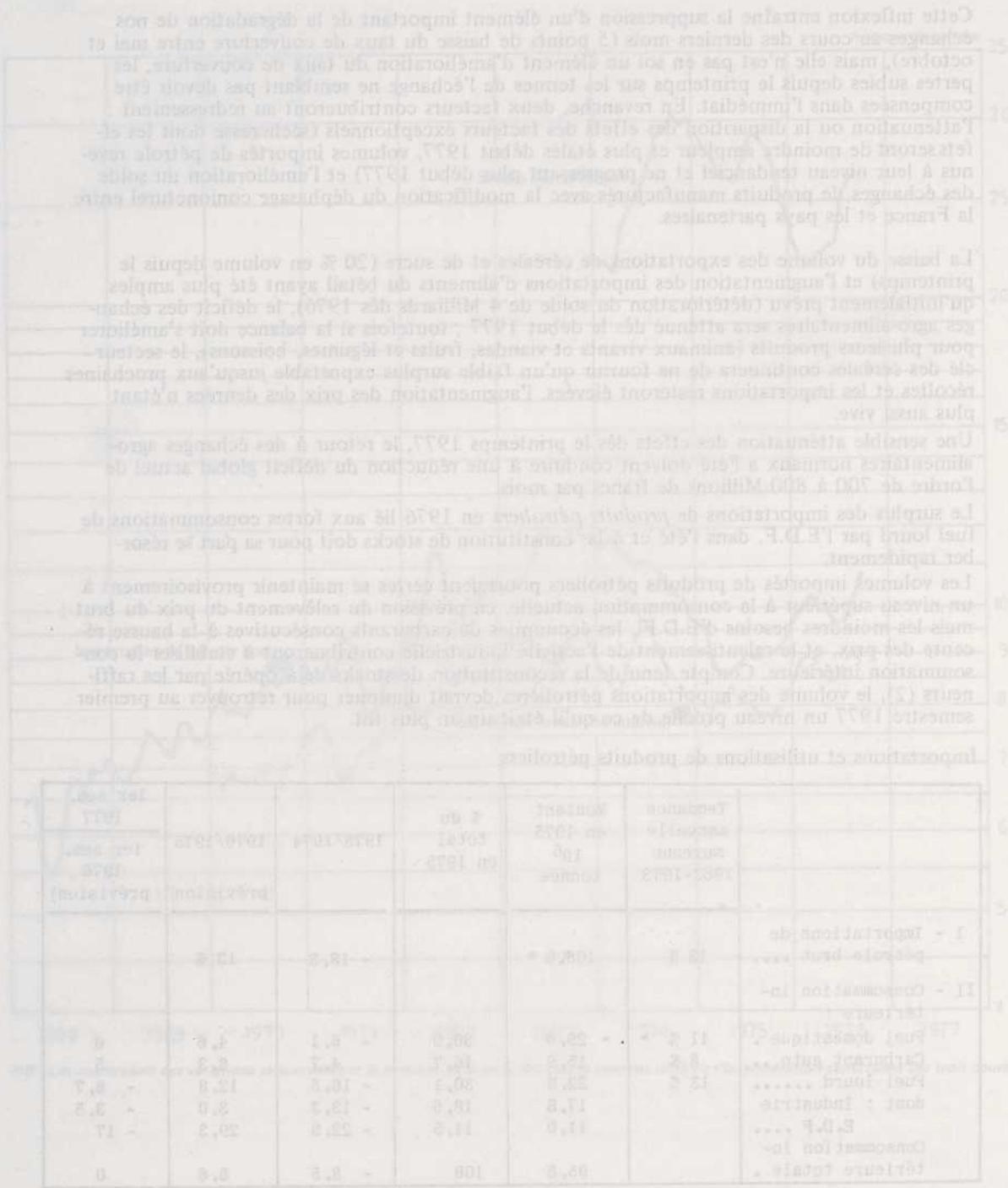
	Tendance annuelle moyenne 1962-1973	Montant en 1975 10 <sup>6</sup> tonnes	% du total en 1975	1975/1974	1976/1975 (prévision)	1er sem. 1977
						1er sem. 1976 (prévision)
I - Importations de pétrole brut ....	12 %	106,0		- 18,3	13 %	
II - Consommation intérieure :						
Fuel domestique .	11 %	29,6	30,9	- 6,1	4,6	6
Carburant auto ..	8 %	15,9	16,7	4,7	8,3	5
Fuel lourd .....	13 %	22,8	30,1	- 16,5	12,8	- 8,7
dont : Industrie		17,8	18,6	- 13,3	3,0	- 3,5
E.D.F. ....		11,0	11,5	- 22,9	29,3	- 17
Consommation intérieure totale .		95,8	100	- 8,5	8,6	0

(1) 55 % des importations proviennent des pays qui ont augmenté leur prix de 5 % (Arabie Saoudite, Abu Dhabi).

(2) Accroissement de 5 Millions de tonnes sur les 9 premiers mois de l'année.

De ce fait, et compte tenu de la hausse récente du prix du pétrole, la diminution du volume des importations devrait conduire à une réduction du déficit mensuel de près de 1 milliard de francs par rapport aux derniers mois.

La résorption des effets transitoires du commerce agro-alimentaire et du surcroît d'importation de produits pétroliers conduit à une diminution de moitié (1,75 milliard de francs) du déficit récent. Compte tenu du redressement des échanges de produits manufacturés prévu par ailleurs, le déficit se trouverait réduit dès le printemps à environ 1,5 milliard par mois, ce qui correspond à un taux de couverture des échanges avoisinant 95 %. Le redressement ultérieur dépend de la capacité de la France, en présence d'une demande intérieure ralentie qui entraîne une croissance relativement faible des importations, à obtenir un développement plus substantiel du volume des exportations (la différentielle pouvant être aujourd'hui de l'ordre de 5 % l'an en volume), et surtout de la tenue du franc, elle-même liée aux progrès réalisés dans la maîtrise des coûts et la résorption des tensions inflationnistes.



(1) 22 % des prévisions provisionnelles des pays qui ont agencé leur prix de 2 % (Arabie Saoudite, Abu Dhabi)  
 (2) Actuellement de 2 milliards de francs sur les 9 premiers mois de l'année.

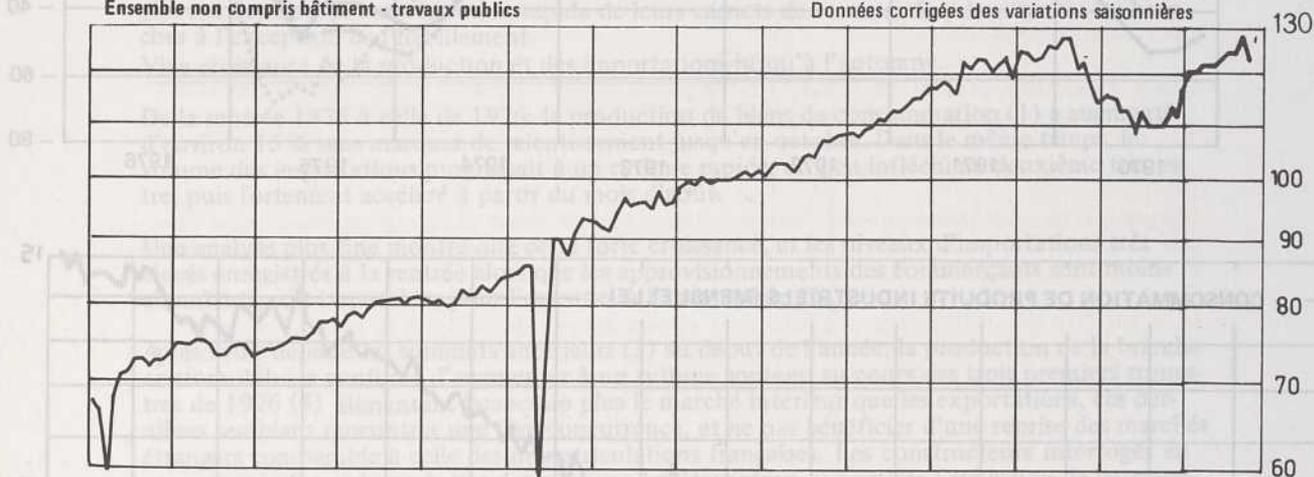
Très forte au cours de l'hiver dernier, la croissance de la production industrielle s'est infléchi par la suite, conservant néanmoins un rythme annuel de l'ordre de 6 % jusqu'à la rentrée. Le niveau le plus élevé enregistré avant la récession a sans doute été légèrement dépassé au troisième trimestre, le sursaut enregistré au cours de l'été tenant en partie aux fluctuations des livraisons d'énergie (1). L'activité paraît avoir légèrement fléchi en fin d'année. Au début de novembre, la production hors énergie était supérieure de 2 à 3 % à son niveau du début du mois de juin (2)

GRAPHIQUE 14

**INDICE DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE**  
Ensemble non compris bâtiment - travaux publics

base 100 en 1970

Données corrigées des variations saisonnières



La demande intérieure de produits industriels progresse moins vite depuis que s'estompent les effets de plusieurs stimulants temporaires (aide fiscale à l'investissement, arrêt de la baisse des stocks, réalisation d'achats différés, fortes dépenses publiques). La production, qui a rattrapé la demande au début de l'été, lui est à présent supérieure : en témoignent la réduction des carnets de commandes, et la légère reconstitution des stocks de produits finis enregistrés sur la période récente.

Malgré la vigueur de la reprise, les capacités de production restent inégalement employées et dans l'ensemble, les goulots de production sont nettement inférieurs à la moyenne des quinze dernières années.

**1 - LES BIENS DE CONSOMMATION**

La consommation des ménages a connu une croissance modérée à partir du printemps.

Après avoir marqué en début d'année une pause consécutive aux forts achats de la fin 1975, la consommation totale s'est accrue jusqu'à la rentrée selon un rythme annuel d'environ 4 % très proche de la tendance du pouvoir d'achat des revenus.

Les achats de produits alimentaires se sont rapidement développés aux 2ème et 3ème trimestres à partir du niveau relativement faible des premiers mois de l'année ; ceux de boissons ont été momentanément stimulés par les fortes températures de mai à juillet.

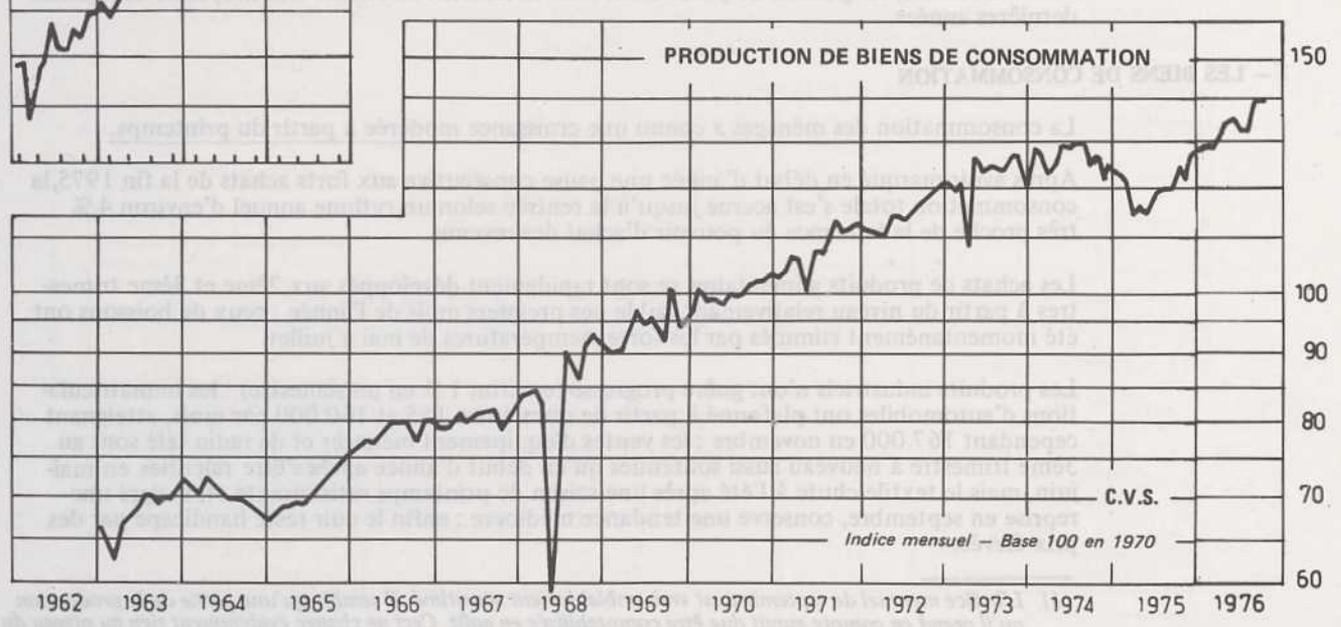
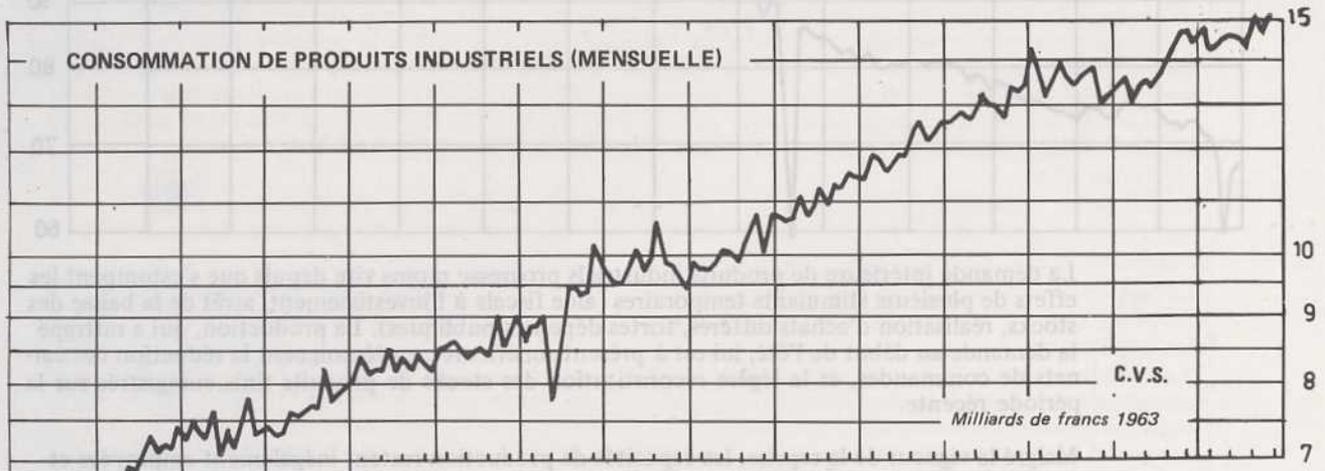
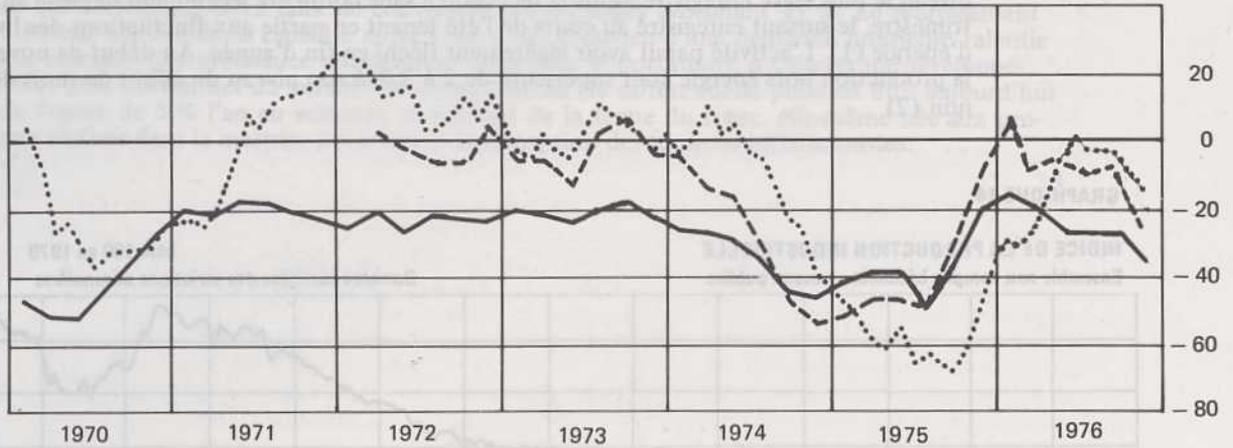
Les produits industriels n'ont guère progressé (environ 1 % en un semestre) : les immatriculations d'automobiles ont plafonné à partir de mars entre 155 et 160.000 par mois, atteignant cependant 167.000 en novembre ; les ventes d'équipement ménager et de radio télé sont au 3ème trimestre à nouveau aussi soutenues qu'en début d'année après s'être ralenties en mai-juin, mais le textile chute à l'été après une saison de printemps satisfaisante et, malgré une reprise en septembre, conserve une tendance médiocre ; enfin le cuir reste handicapé par des prix élevés.

(1) L'indice mensuel de septembre est vraisemblablement surestimé. Il semble qu'une partie de la production qu'il prend en compte aurait dû être comptabilisée en août. Ceci ne change évidemment rien au niveau du troisième trimestre.

(2) D'après l'évolution des marges de capacité disponibles indiquées par les chefs d'entreprise.

LES PASSATIONS DE COMMANDES DE BIENS DE CONSOMMATION

- Intentions de commandes du commerce de détail
- - - Intentions de commandes du commerce de gros
- ..... Carnet de commande des industriels en biens de consommation



Les dépenses d'énergie ont suivi un profil assez irrégulier : moyennes au 1er trimestre, elles ont fléchi en mai-juin puis se sont vivement développées à la rentrée à l'annonce des hausses de prix du fuel domestique (les quantités du 3ème trimestre dépassent de 20 % la moyenne du 1er semestre) et des carburants (+ 6 % en octobre).

Enfin les services, poursuivant leur croissance, voient leur progression un peu ralentie (4 à 5 % l'an contre près de 7 % en 1975) notamment dans la santé.

#### Les commerçants ont achevé de reconstituer leurs stocks

Jusqu'en septembre, la demande avait été renforcée, dans sa transmission à l'industrie, par une reconstitution des stocks des commerçants, surtout marquée au stade du gros, où ils étaient tombés à un très bas niveau au début de l'année à la suite de la forte poussée d'achats des ménages. Le mouvement était favorisé par l'aisance générale des trésoreries. Mais les commerçants, qui étaient restés très confiants jusqu'au début de l'été, sont ensuite devenus pessimistes sur l'évolution prochaine de leurs ventes. Leurs approvisionnements s'en ressentent, le souci général semblant être d'éviter tout alourdissement des stocks alors que s'amorce un certain resserrement des trésoreries. Le stockage ayant cessé à la rentrée, les industriels enregistrent depuis lors une réduction rapide de leurs carnets de commandes, dans toutes les branches à l'exception de l'habillement.

Vive croissance de la production et des importations jusqu'à l'automne.

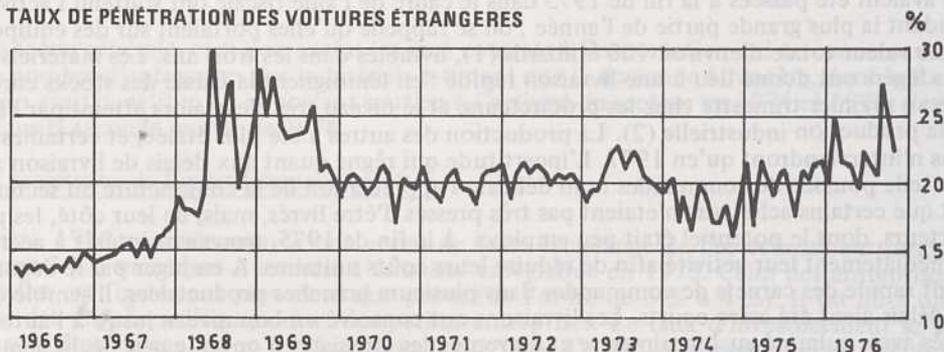
De la rentrée 1975 à celle de 1976, la production de biens de consommation (1) a augmenté d'environ 15 % sans marquer de ralentissement jusqu'en octobre. Dans le même temps, le volume des importations progressait à un rythme rapide, un peu infléchi au deuxième trimestre, puis fortement accéléré à partir du mois d'août.

Une analyse plus fine montre que cette forte croissance, et les niveaux d'importations très élevés enregistrés à la rentrée alors que les approvisionnements des commerçants sont moins abondants, sont imputables pour l'essentiel à l'automobile (2).

Après avoir dépassé les sommets antérieurs (3) au début de l'année, la production de la branche « automobile » a continué d'augmenter à un rythme soutenu au cours des trois premiers trimestres de 1976 (4) alimentant beaucoup plus le marché intérieur que les exportations, ces dernières semblant rencontrer une vive concurrence, et ne pas bénéficier d'une reprise des marchés étrangers comparable à celle des immatriculations françaises. Les constructeurs interrogés en novembre indiquent une baisse des commandes étrangères, que reflète l'évolution de leurs carnets depuis le début de l'été. Sur le marché intérieur, la vigueur de la demande et la faveur rencontrée par plusieurs nouveaux modèles étrangers se sont traduites à la rentrée par une poussée du taux de pénétration (5) des voitures étrangères (26 % pour septembre-octobre contre environ 21,5 % au premier semestre). Le phénomène est encore plus marqué sur les importations, du fait de l'approvisionnement en nouveaux modèles des réseaux de distribution. Il semble que les tensions auxquelles sont soumises les entreprises françaises du fait de l'importance de la demande, qui se traduisent par des délais de livraison assez longs, aient amoindri leur capacité de réponse ; elles expliquent sans doute pour partie la dégradation récente des échanges extérieurs d'automobiles.

GRAPHIQUE 16

#### TAUX DE PÉNÉTRATION DES VOITURES ÉTRANGÈRES



(1) Hors industries agricoles et alimentaires.

(2) Qui ne figure pas dans le champ des enquêtes auprès des commerçants.

(3) Datant de 1973.

(4) Le nombre de voitures construites n'est que de peu supérieur à ce qu'il était pendant l'été 1973, mais la production de la branche est plus élevée en raison d'une proportion plus grande de modèles de haut de gamme.

(5) Rapport : Immatriculations de voitures particulières et commerciales neuves étrangères / Immatriculations de voitures particulières et commerciales neuves.

Les autres branches industrielles tournées vers la consommation connaissent une progression beaucoup plus modérée de leur activité. Compte tenu du rattrapage de production enregistré depuis un an, le degré d'utilisation des capacités est néanmoins élevé dans la plupart d'entre elles, et les goulots de production sont fréquents depuis le printemps. Ils sont généralement dus au manque de personnel mais devraient diminuer : les difficultés de recrutement signalées dans le secteur se sont atténuées depuis le mois de juin. La conjoncture assez satisfaisante de l'industrie de l'habillement, en accord avec la bonne tenue du marché intérieur et une amélioration de la demande étrangère, contraste avec les difficultés du secteur amont, l'industrie textile, soumise à une concurrence étrangère très vive.

#### Légère inflexion des intentions d'achats des ménages.

L'enquête sur les intentions d'achats des particuliers, réalisée en novembre, fait apparaître une dégradation du climat à l'inverse de la tendance à l'amélioration observée de mai 1975 à mai 1976. Plusieurs facteurs jouent en ce sens dont certains peuvent faire double emploi : d'abord les conséquences de la sécheresse, qui affectent très fortement l'opinion des agriculteurs sur l'évolution récente et l'état présent de leur situation financière mais aussi, à travers le supplément d'impôt, celle des salariés, ensuite les mesures de blocage des prix qui sont traditionnellement perçues dans un premier temps par les artisans et commerçants comme une menace pour leurs revenus futurs.

Enfin, l'évolution récente de l'emploi est apparue moins favorable qu'en mai dernier et les ménages s'attendent à une nouvelle aggravation du chômage après la stabilisation de cet été. Ils sont à l'inverse assez nombreux (40 %) à envisager un ralentissement des prix après l'accélération constatée à la rentrée, ce qui peut expliquer l'optimisme relatif des inactifs.

Les perspectives de niveau de vie font donc vraisemblablement preuve d'un pessimisme exagéré dans leur retombée ; elles entraînent simultanément à la baisse les indicateurs d'opinion sur l'opportunité de faire actuellement des achats importants et sur l'opportunité d'épargner. Cependant la propension à consommer qui ressort de la comparaison de ces deux indicateurs ne se modère que faiblement et retrouve le niveau moyen du début de l'année ; cette inflexion concerne surtout les intentions d'achats de biens d'équipement. Il ne semble donc pas qu'il faille attendre d'arrêt de la progression de la consommation.

#### La demande adressée à l'industrie deviendrait moins active au cours des prochains mois.

Les enquêtes de novembre traduisent une nette détérioration du climat dans le commerce. Peu confiants dans leurs perspectives de ventes, les détaillants envisagent une réduction de leurs approvisionnements. Les grossistes jugent leurs stocks excessifs pour de nombreux produits, et leurs prévisions de commandes sont faibles. L'assez bonne tenue du volume de la demande étrangère, favorisée par la dépréciation récente du franc, ne serait pas suffisante pour compenser le fléchissement du marché intérieur.

## 2 - LES BIENS D'ÉQUIPEMENT

Après avoir augmenté de 7 à 8 % de novembre 1975 à juin 1976, la production de biens d'équipement s'est à peu près stabilisée au cours du second semestre de 1976. Les commandes qui avaient été passées à la fin de 1975 dans le cadre de l'aide fiscale ont soutenu l'activité pendant la plus grande partie de l'année ; on se rappelle qu'elles portaient sur des équipements d'une valeur totale d'environ 100 Milliards (1), livrables dans les trois ans. Les matériels les plus légers ont donné lieu à une livraison rapide : en témoignent la baisse des stocks enregistrée au premier trimestre chez les producteurs, et le niveau très élevé alors atteint par l'indice de la production industrielle (2). La production des autres a été plus étalée, et certaines livraisons n'interviendront qu'en 1977. L'incertitude qui règne quant aux délais de livraison après une telle poussée de commandes rend délicate l'appréciation de la conjoncture du secteur. On sait que certains acheteurs n'étaient pas très pressés d'être livrés, mais, de leur côté, les producteurs, dont le potentiel était peu employé à la fin de 1975, trouvaient intérêt à accroître immédiatement leur activité afin de réduire leurs coûts unitaires. A en juger par le dégonflement rapide des carnets de commandes dans plusieurs branches productrices, il semble que les délais aient été assez courts. Les livraisons ont conservé un bon niveau jusqu'à l'automne après avoir culminé au 1er trimestre et les ventes des grossistes n'ont que peu fléchi depuis le début de l'année.

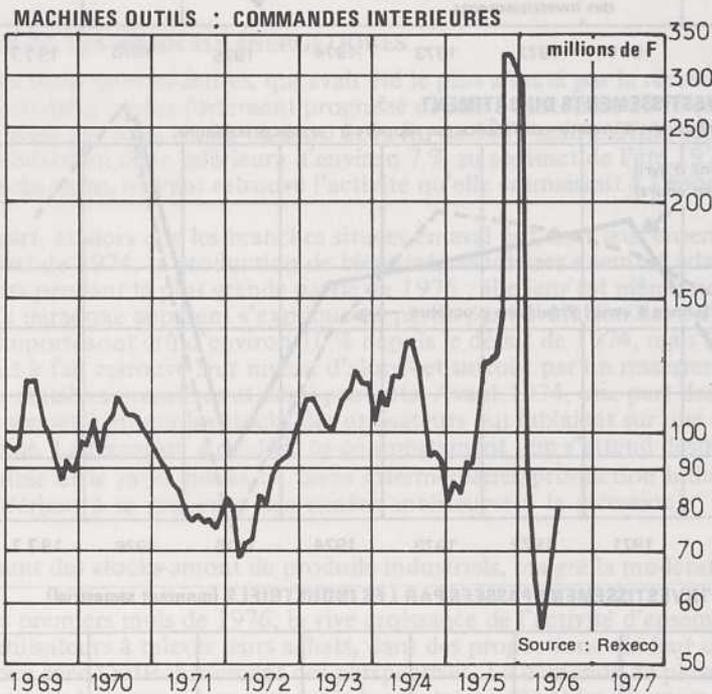
(1) soit près de la moitié de l'investissement productif d'une année.

(2) qui retrace essentiellement l'évolution des livraisons.

Une demande inégale selon les produits.

Les producteurs indiquent en novembre une baisse de la demande qu'ils reçoivent notamment pour les matériels admis au bénéfice de l'aide fiscale : ainsi les commandes de machines-outils, très fortes à la fin de 1975, ont marqué un recul prononcé au premier trimestre et sont à un niveau comparable à celui du début de 1975 ; de même la demande de véhicules utilitaires a fortement diminué. En conséquence, la situation des branches produisant ces matériels, lesquelles sont d'une façon générale tournées vers la demande privée, s'est nettement dégradés à partir de l'été. Dans la construction de machines et le secteur de l'équipement général, les carnets de commandes sont maintenant très peu garnis et la production diminue. De même, la conjoncture de la construction électrique, encore favorable à l'automne, semble devenir plus difficile. Les autres branches (construction électronique, informatique) apparaissent beaucoup plus favorisées : elles bénéficient de marchés publics ou de fortes commandes à l'exportation.

GRAPHIQUE 17



D'une façon générale, et si l'on exclut les gros contrats à l'exportation qui ne concernent qu'un faible nombre d'entreprises, les industriels estiment que la demande étrangère, dont la forte progression avait constitué un important soutien à l'activité du secteur en 1974 et 1975, s'est affaiblie dans la seconde moitié de 1976.

Forte croissance de l'investissement en 1976.

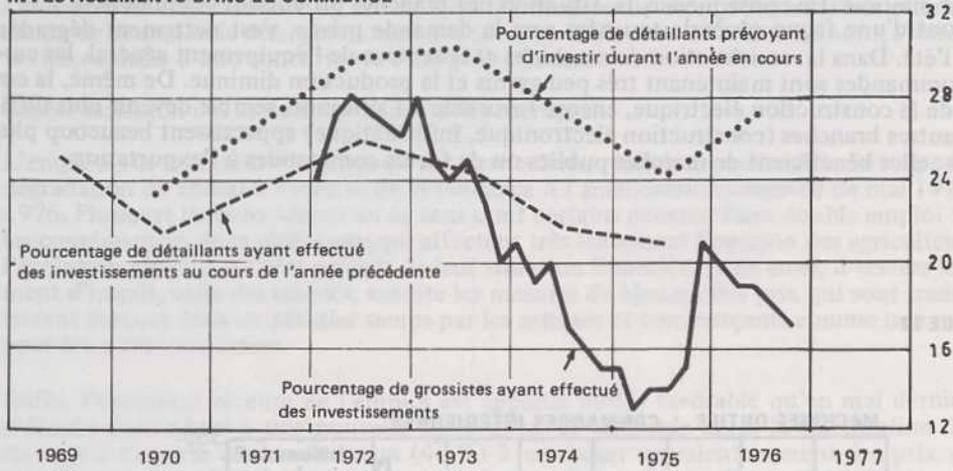
Au total, 1976 apparaît comme une année de forte croissance de l'investissement productif (environ 7 %), succédant il est vrai à la baisse enregistrée en 1975. Celui des entreprises industrielles est finalement plus élevé que prévu (de l'ordre de 3 % à 4 %). Il est dû à une nette reprise des dépenses d'équipement des petites entreprises. Le taux d'investissement se maintient au même niveau qu'en 1975, inférieur aux taux d'avant la récession, mais l'évolution depuis 1973 de l'investissement, et surtout de la production de biens d'équipement, est plus favorable qu'en Allemagne et aux Etats-Unis (moindre baisse, reprise plus précoce). Ce résultat doit beaucoup à l'aide fiscale qui a entraîné l'avancement de nombreux programmes d'investissement, et aux dépenses publiques. Ces soutiens ayant pour l'essentiel disparu, c'est désormais sur les déterminants habituels de l'investissement qu'il faudra compter.

Vers une stabilisation de l'investissement productif en 1977.

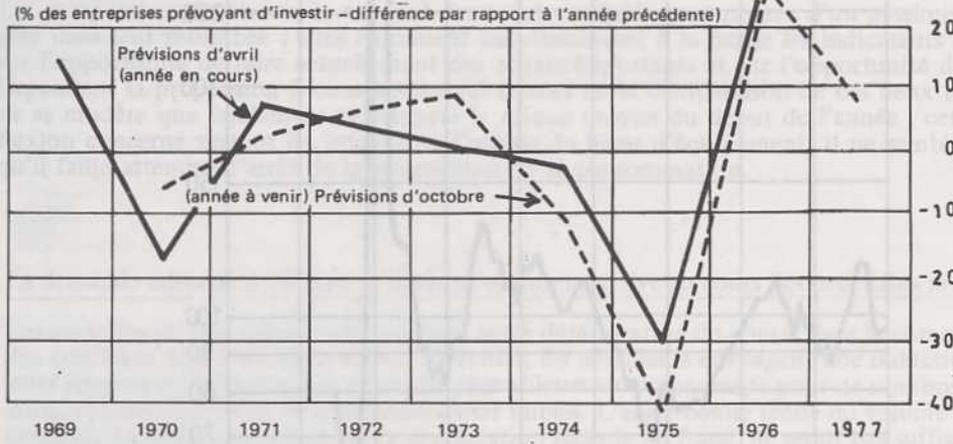
Par rapport à 1976, qui a bénéficié de facteurs exceptionnels, 1977 risque d'apparaître comme une année de faible investissement.

GRAPHIQUE 18

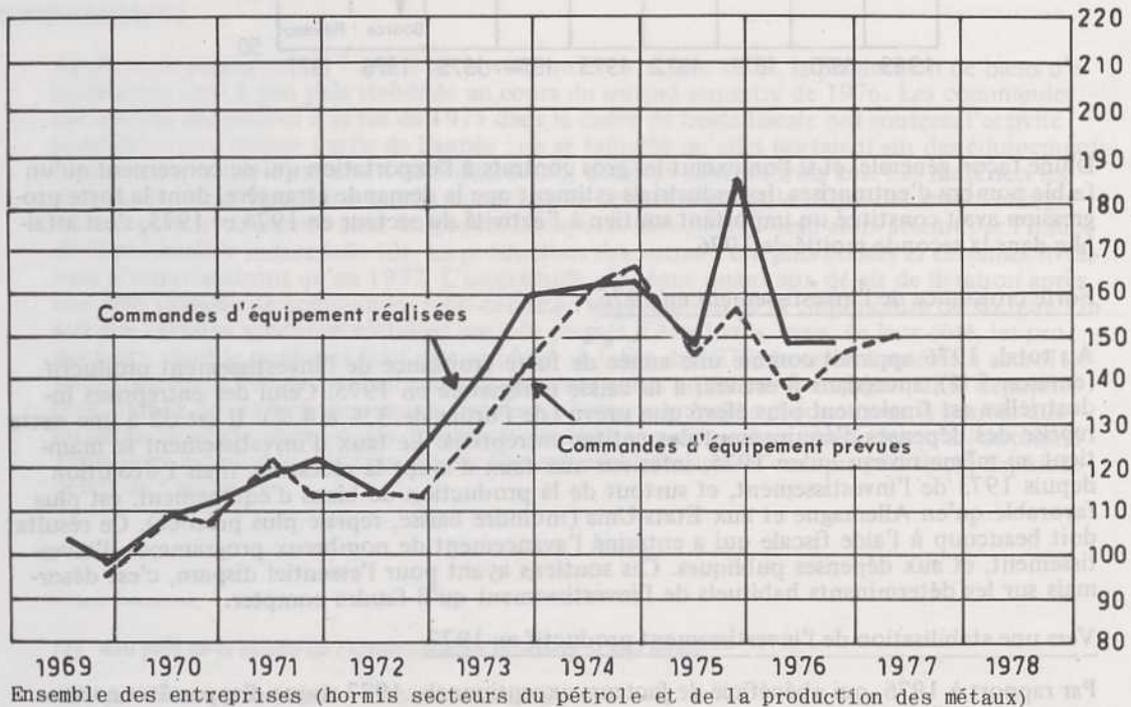
INVESTISSEMENTS DANS LE COMMERCE



PRÉVISIONS D'INVESTISSEMENTS DU BATIMENT



COMMANDES D'INVESTISSEMENT PASSES PAR LES INDUSTRIELS (montant semestriel)



Ensemble des entreprises (hormis secteurs du pétrole et de la production des métaux)

Comme en 1976, le principal soutien devrait venir des entreprises publiques, avec une progression en volume de l'ordre de 10 % (1).

En revanche, après la faible croissance enregistrée en 1976, l'investissement productif de l'industrie privée devrait légèrement diminuer en 1977. Les prévisions des chefs d'entreprise recueillies en novembre font attendre une baisse de 2 % : Il faut cependant remarquer que les perspectives sont très variables suivant les secteurs : baisse dans la sidérurgie, reprise dans l'automobile et même forte croissance dans le secteur du verre. De fait, les marges d'autofinancement restent faibles dans l'ensemble, le redressement des résultats n'ayant pas permis, sauf dans quelques secteurs généralement tournés vers la consommation, de compenser la baisse de 1975. L'importance des marges de capacité disponibles reste un frein à l'investissement (2). Interviennent également la médiocrité des anticipations de croissance à moyen terme et un franc pessimisme dans le court terme. L'attentisme qui en résulte dans le comportement des chefs d'entreprise se traduit par la faiblesse des commandes d'équipement. S'il devait se prolonger, la diminution de l'investissement productif dans l'industrie privée serait nettement plus importante en 1977 que celle qui est actuellement inscrite dans les budgets, pour la plupart élaborés avant l'automne.

Dans les autres secteurs, on peut attendre une stabilisation de l'investissement pour le B.T.P., une progression, mais nettement plus faible qu'en 1976, pour les services et les commerces. Une baisse marquée est prévisible pour les transports et l'agriculture. Enfin, à la différence de ce qui a été observé les années précédentes, l'investissement des administrations n'augmenterait pas en 1977.

### 3 - LES BIENS INTERMÉDIAIRES ET LES PRODUITS ÉNERGÉTIQUES

Le secteur des biens intermédiaires, qui avait été le plus affecté par la récession, est également celui dont l'activité a le plus fortement progressé depuis l'automne 1975 (environ 20 %). Mais le rattrapage n'est pas total : si les niveaux de la fin de 1973 sont parfois dépassés (sidérurgie, chimie), la production reste inférieure d'environ 7 % au sommet de l'été 1974, aucune branche, à l'exception du verre, n'ayant retrouvé l'activité qu'elle connaissait à l'époque.

Malgré cet écart, et alors que les branches situées en aval ont dans leur ensemble dépassé les niveaux du début de 1974, la production de biens intermédiaires a semblé adaptée aux besoins des utilisateurs pendant la plus grande partie de 1976 ; elle leur est même supérieure depuis quelques mois. Ce paradoxe apparent s'explique en partie par l'évolution des échanges extérieurs - les volumes importés ont crû d'environ 10 % depuis le début de 1974, mais les exportations n'ont pas tout à fait retrouvé leur niveau d'alors - et surtout par un resserrement de la gestion des stocks de matières premières et demi-produits. Avant 1974, une part des achats de biens intermédiaires servait à grossir les stocks des utilisateurs qui tablaient sur une croissance régulière de leurs besoins. La récession a modifié ce comportement : on s'attend désormais à une croissance plus faible et le ratio stocks de biens intermédiaires/production industrielle est à présent nettement inférieur à sa moyenne des années antérieures à la récession.

#### Alourdissement des stocks-amont de produits industriels, malgré la modération des achats.

Au cours des premiers mois de 1976, la vive croissance de l'activité d'ensemble avait incité de nombreux utilisateurs à relever leurs achats, dans des proportions qui leur ont ensuite parfois paru excessives avec l'infléchissement des perspectives. La demande de plusieurs produits (acier, carton) est devenue moins active dès le printemps (3) et les réponses faites par les chefs d'entreprise en novembre indiquent une progression très ralentie de leurs approvisionnements en produits industriels depuis le mois de juin. Cette modération du rythme des achats, par ailleurs confirmée par les producteurs (4), a toutefois été moindre que celle de l'activité puisqu'elle n'a pas empêché un certain gonflement des stocks-amont des entreprises. Ceux-ci, qui restaient proches de la normale jusqu'en juin, sont jugés excessifs en novembre, notamment pour

(1) Répartition des investissements productifs par secteur

Industrie privée	39 %
Entreprises publiques	18 %
Agriculture	7 %
B.T.P.	6 %
Transports	4 %
Services-Commerces	26 %

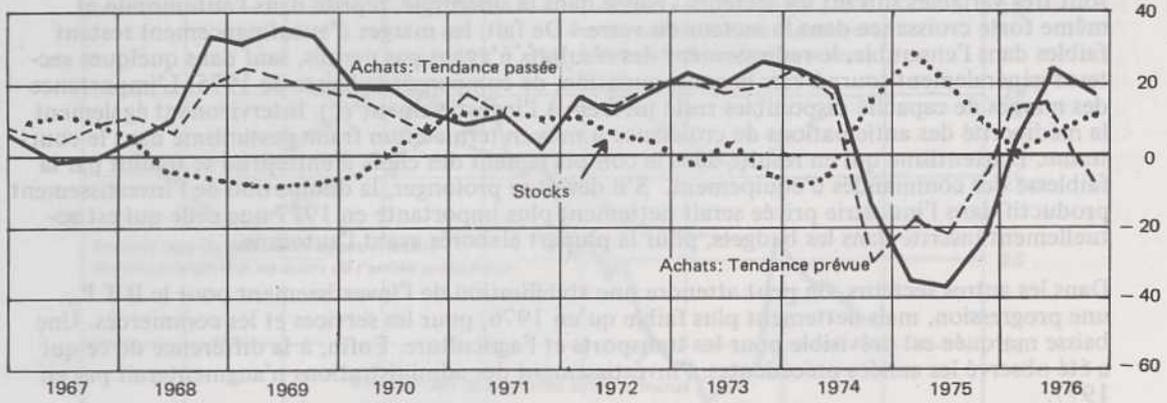
100 %

(2) Compte tenu de la demande attendue, les entreprises industrielles jugent leur capacité de production nettement excédentaire en novembre 1976.

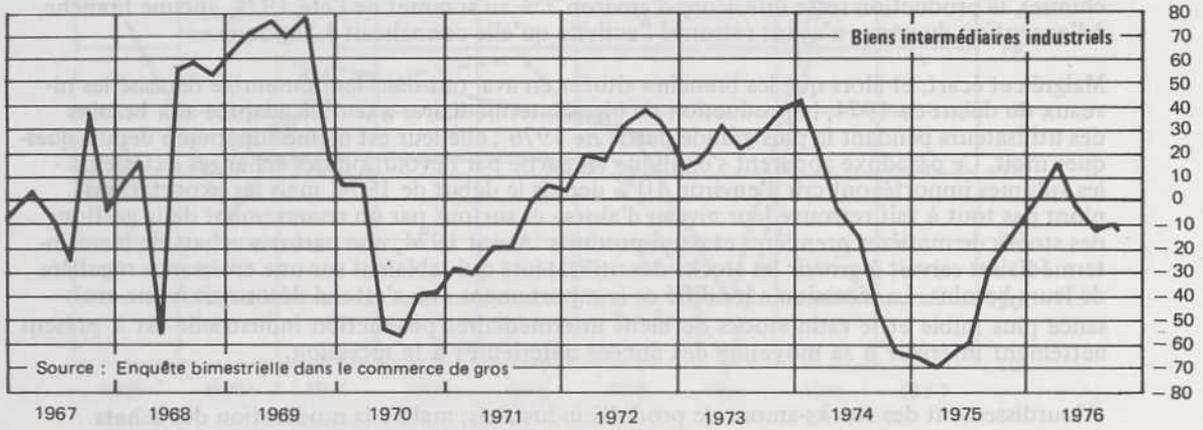
(3) Le premier signe en est la baisse des ventes des commerçants en gros, qui s'affirme au cours de l'été et concerne la quasi-totalité des produits. Seuls les produits chimiques sont épargnés. Les stocks des grossistes s'alourdissent et leurs intentions de commandes fléchissent dès le mois de juillet.

(4) dont les carnets de commandes se dégarnissent depuis le milieu de l'été.

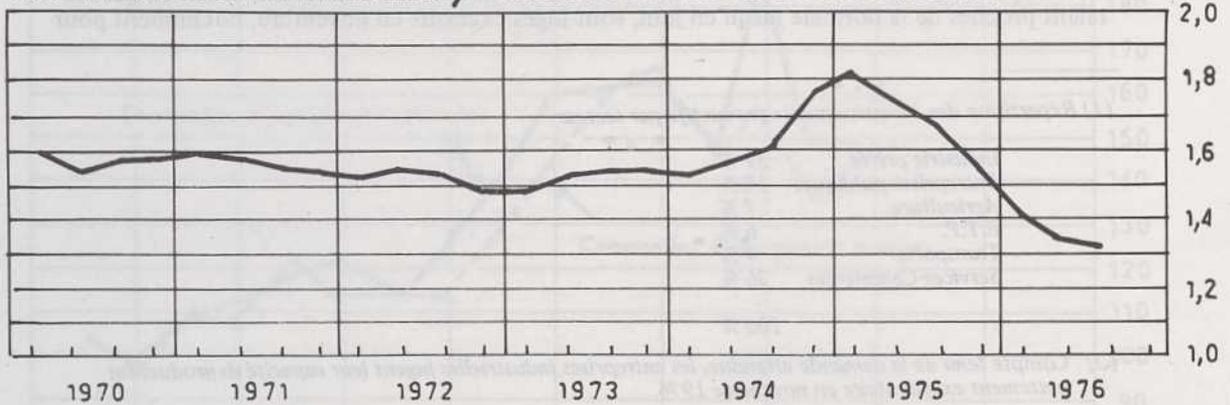
TENDANCE DES ACHATS DES INDUSTRIELS ET DES STOCKS DES UTILISATEURS



OPINION DES GROSSISTES SUR LE VOLUME DE LEURS VENTES

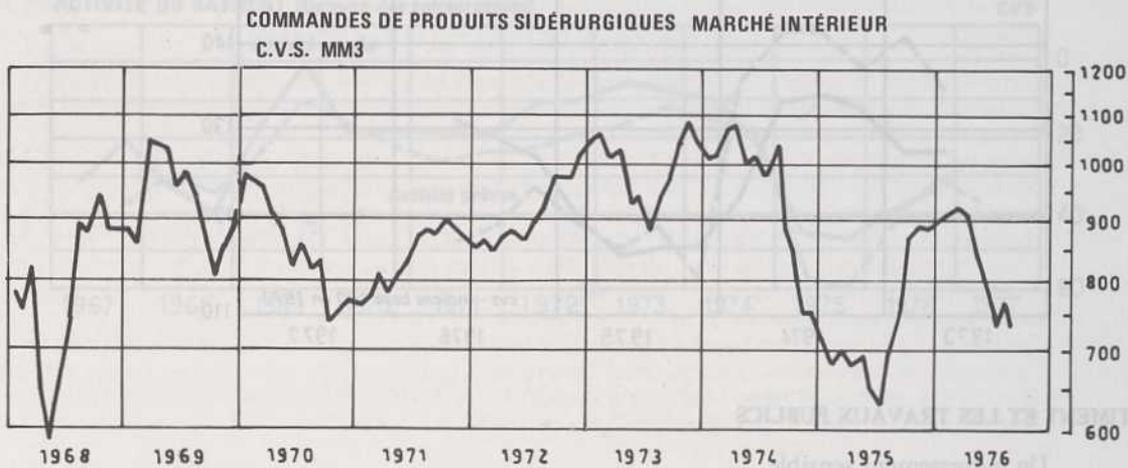


RATIO : STOCKS DE BIENS INTERMÉDIAIRES / VALEUR AJOUTÉE AUX PRODUITS DE L'INDUSTRIE



les métaux ferreux, les cuirs et le bois. Il est possible que cette appréciation soit liée à la dégradation des perspectives et au resserrement des trésoreries au moins autant qu'à l'augmentation des stocks. Toujours est-il qu'elle tendra à renforcer la rigueur de gestion à court terme : les prévisions d'achats des industriels s'orientent désormais à la baisse pour la plupart des produits.

GRAPHIQUE 20



Source : Chambre Syndicale de la Sidérurgie française

L'infléchissement des achats se retrouve sur les importations, dont le volume a cessé d'augmenter au début du printemps. La forte croissance des valeurs encore enregistrée par la suite tient à la hausse des prix à l'importation, proche de 20 % en rythme annuel depuis le début de l'année.

Dans le même temps, le volume des exportations a continué de progresser, atteignant même à l'automne des niveaux élevés qui semblent résulter, avec un certain décalage, du redressement des carnets-étranger enregistré au printemps. La croissance devrait être moindre au cours des prochains mois, car la demande étrangère connaît à présent une évolution plus modérée avec la pause de l'activité chez nos principaux partenaires. Il semble toutefois que la position des producteurs français se soit nettement améliorée dans la compétition internationale ; jusqu'à l'été, malgré des prix légèrement supérieurs à ceux de la concurrence (1), leurs marges sur les marchés étrangers se dégradaient. La dépréciation du franc leur a sans doute permis à la fois de retrouver un certain avantage de prix, la hausse des prix à l'exportation restant modérée de juin à novembre, et de restaurer partiellement leurs marges.

Un certain stockage de produits pétroliers depuis le début de l'été.

Parmi les consommations intermédiaires des entreprises, il convient de dire un mot de l'énergie ; l'industrie a réalisé dans ce domaine des économies importantes de produits pétroliers : pour une production industrielle voisine de celle du début de 1974, les achats de fuel-lourd (2) sont inférieurs d'environ 15 % pendant l'été 1976. Les causes de cette diminution sont de plusieurs ordres : reprise économique modérée des secteurs de base gros consommateurs (sidérurgie, chimie), transfert au gaz naturel, faible utilisation du potentiel productif qui permet de mettre en oeuvre prioritairement les matériels les moins gourmands en énergie, enfin lutte contre le gaspillage à la suite de la très forte hausse du prix du produit.

L'ampleur des économies réalisées explique que la consommation de produits pétroliers n'ait augmenté que très modérément au début de l'année malgré la vigueur de la reprise ; leur poursuite explique que sans marquer d'accroissement notable jusqu'en novembre (3), les livraisons de ces produits effectuées depuis le mois de juin aient pu conduire à un stockage jugé important par les industriels. Ceux-ci pourraient à présent réduire légèrement leurs achats.

(1) Les écarts ne peuvent être durablement importants pour des produits aussi peu élaborés, donc interchangeables.

(2) qui représentent l'essentiel de la consommation industrielle de produits pétroliers : à eux seuls près du cinquième de la consommation intérieure de produits pétroliers en 1975.

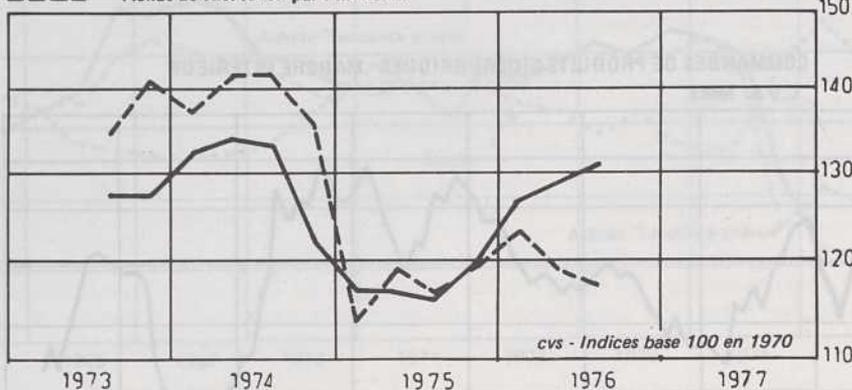
(3) sauf peut-être pour les carburants ; on dispose de peu d'information sur la répartition de leurs ventes par secteur utilisateur.

GRAPHIQUE 21

LA CONSOMMATION DE FUEL LOURD DANS L'INDUSTRIE

— Production industrielle pondérée par les consommations de produits pétroliers en 1975  
(Supposée représenter les besoins sur la base des consommations de 1975)

- - - Achat de fuel lourd par l'industrie



4 - LE BATIMENT ET LES TRAVAUX PUBLICS

Un redressement sensible

Le redressement du secteur a été sensible depuis la mi 1975 : le chiffre d'affaires des entreprises de travaux publics a crû de 19 % en un an, et la croissance en volume de l'activité du bâtiment peut être estimée à 6-7 % si l'on en juge par la progression des livraisons de matériaux de construction et par la remontée du degré d'utilisation des capacités.

Malgré ce rattrapage, l'activité reste sans doute inférieure à celle des années 1973-1974 ; et sa reprise n'a pas suffi à interrompre la baisse des effectifs, qu'elle a simplement ralentie.

Depuis 1973, l'économie du secteur a subi les effets conjugués de la récession et du ralentissement structurel de la construction de logements : les effectifs ont diminué de 8 %, la durée hebdomadaire du travail de près de 10 % (1), ce qui, compte tenu des niveaux respectifs d'activité, traduit des gains de productivité considérables.

Au milieu de 1976, le secteur retrouvait un certain équilibre, caractérisé par de faibles difficultés de trésorerie, et un nombre de cessations d'activité à nouveau presque normal.

Stabilisation à l'automne

Les enquêtes de conjoncture effectuées en octobre traduisent un retournement de tendance : la progression de l'activité s'est ralentie, ou interrompue, le climat général est à l'inquiétude et les perspectives à court terme s'orientent à la baisse. Trois raisons principales expliquent cette inflexion, d'ailleurs plus marquée dans les travaux publics et le gros oeuvre que dans le second oeuvre :

- le soutien apporté par l'effort budgétaire de la fin 1975 touche à sa fin : les carnets de commandes des entreprises de travaux publics se réduisent depuis la fin du premier semestre, entraînant un recul de l'activité en fin d'année
- la demande des entreprises privées reste peu active (2) malgré une certaine amélioration par rapport à 1975
- la demande de logements non aidés, qui s'était redressée jusqu'au printemps dernier (3), est retombée dès le second trimestre ; en témoignent les réponses des promoteurs, et le retour des crédits à la construction et à l'acquisition de logements sur une pente plus modérée. Le resserrement des moyens de financement, la modération de la hausse des prix après l'accélération du

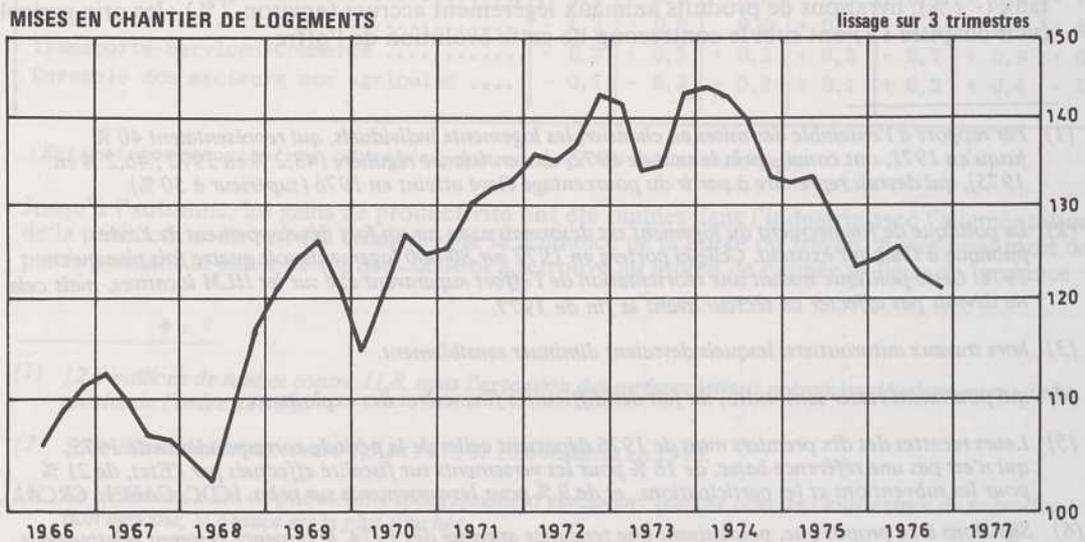
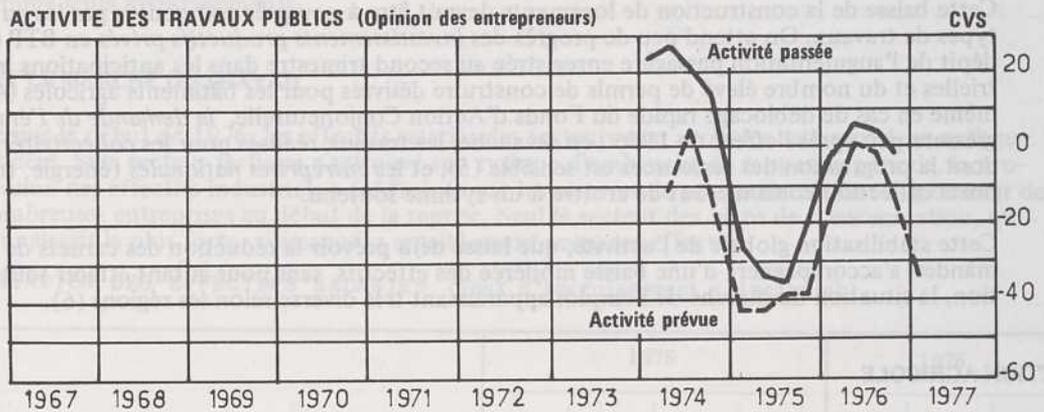
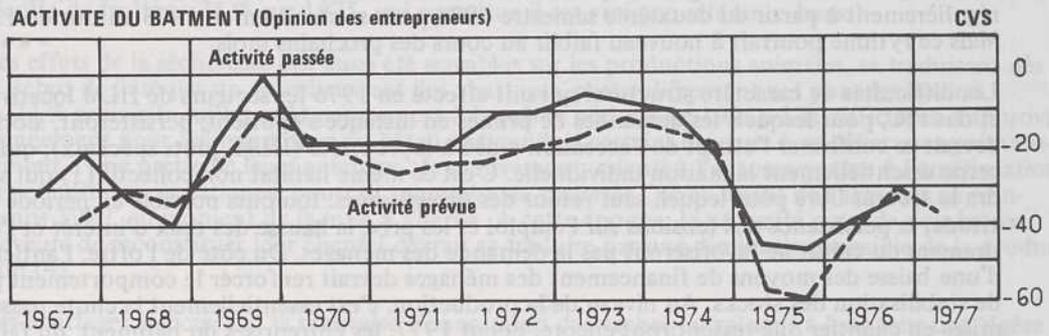
(1) Il faut cependant noter qu'une partie de la baisse observée au troisième trimestre 1976 (1,1 heure) est fictive : les temps de pause ne sont plus comptés dans la durée du travail. La durée effectivement travaillée n'a pas diminué dans les mêmes proportions.

(2) Rappelons que les investissements en bâtiment et génie civil ne pouvaient bénéficier de l'aide fiscale à la fin de 1975.

(3) Les ventes du premier semestre 1976 dépassaient celles du premier semestre 1975 de 60 % à Paris et de 27 % en province. Elles restaient cependant inférieures, surtout pour la province aux niveaux exceptionnels du début de 1974.

GRAPHIQUE 22

LE BATIMENT ET LES TRAVAUX PUBLICS



premier semestre, ainsi que les hésitations des investisseurs accentuent le mouvement à l'automne ; font cependant exception les deux secteurs les plus aidés (PSI, HLM location). La progression satisfaisante des travaux d'entretien, qui explique la meilleure situation relative de l'artisanat et des petites entreprises, et plus généralement du second oeuvre, ne compense pas le ralentissement du gros oeuvre.

... qui devrait se poursuivre

Les mises en chantier de logements, trimestriellement voisines de 140 000 dès 1972, ont diminué régulièrement à partir du deuxième semestre 1974 pour se stabiliser en 1976 autour de 125 000. Mais ce rythme pourrait à nouveau faiblir au cours des prochains mois.

Les difficultés de caractère structurel qui ont affecté en 1976 les secteurs de HLM locatives et des PIC, pour lesquels les demandes de primes en instance s'épuisent, persisteront, alors que devrait se confirmer l'attrait de l'accession aidée à la propriété (HLM, prêts spéciaux), qui concerne essentiellement la maison individuelle. C'est ce même habitat non collectif (1) qui soutiendra le secteur libre pour lequel, sauf retour des investisseurs, toujours possible en période d'incertitude, la persistance des tensions sur l'emploi et les prix, la hausse des taux d'intérêt et l'encadrement du crédit ne favoriseront pas la demande des ménages. Du côté de l'offre, l'anticipation d'une baisse des moyens de financement des ménages devrait renforcer le comportement prudent de stabilisation des stocks. Au niveau de la production, c'est essentiellement la chute passée des mises en chantier que ressentiront encore, début 1977, les entreprises du bâtiment, du fait de l'étalement des chantiers dans le temps, et ce malgré une certaine flexibilité des délais et de l'avancement des travaux. Leur activité «logement» continuera de décroître au même rythme qu'en 1976, même en tenant compte d'une probable amélioration dans le gros entretien, que le budget 1977 favorise explicitement (2).

Cette baisse de la construction de logements devrait être à peu près compensée par les autres types de travaux. On attend peu de progrès des *investissements productifs privés* en BTP (3), en dépit de l'augmentation passagère enregistrée au second trimestre dans les anticipations industrielles et du nombre élevé de permis de construire délivrés pour les bâtiments agricoles (4) ; même en cas de déblocage rapide du Fonds d'Action Conjoncturelle, la demande de l'état progressera peu après l'effort de 1976 ; en revanche, les travaux réalisés pour les *collectivités locales*, dont la progression des ressources est sensible (5), et les *entreprises nationales* (énergie, transports collectifs) continueront de croître à un rythme soutenu.

Cette stabilisation globale de l'activité, que laisse déjà prévoir la réduction des carnets de commandes, s'accompagnera d'une baisse modérée des effectifs, sans pour autant effacer toute tension, la situation du marché de l'emploi apparaissant très diverse selon les régions (6).

## 5 – LA PRODUCTION AGRICOLE

Les conditions climatiques particulièrement défavorables de l'année 1976 ont profondément affecté la production agricole. Leur effet a été d'autant plus sensible qu'il s'exerçait après une année 1975 déjà difficile.

De 1975 à 1976, le volume des livraisons de produits agricoles recule d'environ 2 % ; l'impact de la sécheresse a été très différent selon le type de production : forte baisse pour les produits végétaux (- 7 %), livraisons de produits animaux légèrement accrues (environ 2 %) ; les prix agricoles (voir chapitre IV) ont subi le contrecoup de cette évolution de l'offre.

- (1) Par rapport à l'ensemble des mises en chantier, les logements individuels, qui représentaient 40 % jusqu'en 1971, ont connu, après le saut de 1972, une croissance régulière (43,2 % en 1972 ; 46,2 % en 1975), qui devrait reprendre à partir du pourcentage élevé atteint en 1976 (supérieur à 50 %).
- (2) La politique de financement du logement est désormais axée sur un fort développement de l'aide publique à l'habitat existant. Celle-ci portera en 1977 sur 80 000 logements soit quatre fois plus qu'en 1976. Cette politique traduit une réorientation de l'effort auparavant axé sur les HLM locatives, mais cela ne devrait pas affecter ce secteur avant la fin de 1977.
- (3) hors travaux autoroutiers, lesquels devraient diminuer sensiblement.
- (4) qui pourraient rester sans suite, du fait des difficultés financières des exploitants.
- (5) Leurs recettes des dix premiers mois de 1976 dépassent celles de la période correspondante de 1975, qui n'est pas une référence basse, de 16 % pour les versements sur fiscalité effectués par l'Etat, de 21 % pour les subventions et les participations et de 9 % pour les versements sur prêts (CDC, CAECL, CRCA).
- (6) Signalons à ce propos que, poursuivant une tendance apparue dès 1974, la province resterait relativement favorisée par rapport à la région parisienne pour la construction de logements.

La production céréalière a été la plus touchée. Si la collecte de blé a été un peu plus importante qu'en 1975 (1), année médiocre, les récoltes d'orge et surtout de maïs (2) sont particulièrement faibles ; fait exceptionnel, des importations seront nécessaires pour satisfaire les besoins nationaux ; l'approvisionnement du marché ne pose pas de problème compte tenu de l'abondance générale des récoltes dans les pays tiers (3), mais la réduction de l'excédent céréalier pèse depuis le début de l'été et continuera de peser jusqu'à la mi 1977 sur le solde de nos échanges extérieurs.

Les légumes ont été touchés par les conditions climatiques, et particulièrement la pomme de terre (- 26 % par rapport à 1975). Cette baisse en volume est plus que compensée par la bonne récolte de fruits (+ 35 % sur 1975, qui constitue il est vrai une référence basse).

Les effets de la sécheresse ont aussi été sensibles sur les productions animales, se traduisant dès le début de l'été par un accroissement des abattages, particulièrement net pour les bovins (+ 24 % pour juin-juillet-août par rapport à la même période de 1975). Les difficultés d'approvisionnement pour l'alimentation du bétail ont conduit certains éleveurs à se débarrasser prématurément d'une partie de leurs animaux ; le mouvement, ralenti à l'automne grâce à l'amélioration des conditions climatiques, pourrait reprendre au cours de l'hiver, avant de s'inverser au printemps 1977, au moment de la mise à l'herbe. A cette époque, la nécessité pour de nombreux éleveurs de reconstituer leur cheptel devrait se traduire par une diminution sensible de la production (4).

Les abattages anticipés et la mauvaise alimentation des vaches entraînent à leur tour une légère baisse de la production laitière au second semestre de 1976.

Les conséquences de cette évolution de la production agricole sur les prix et les échanges extérieurs de produits agro-alimentaires continueront de se faire sentir en 1977. La situation financière des agriculteurs les a conduits à limiter strictement leurs consommations intermédiaires comme leurs investissements.

## 6 - LES EFFECTIFS ET LE MARCHE DU TRAVAIL

Depuis le début de 1976, les effectifs salariés des secteurs non agricoles croissent à un rythme modéré. Si le secteur tertiaire a retrouvé son rythme d'embauche de moyenne période, la progression des effectifs industriels a été freinée par les réserves de productivité dont disposaient de nombreuses entreprises au début de la reprise. Seul le secteur des biens de consommation, qui connaissait la plus forte croissance, a sensiblement accru ses effectifs.

VARIATION DES EFFECTIFS SALARIES (Taux d'accroissement trimestriel)

	1975				1976		
	I	II	III	IV	I	II	III
Industries d'équipement .....	- 0,6	- 0,7	- 1,0	- 0,6	- 0,6	+ 0,1	- 0,2
Industries intermédiaires .....	- 0,8	- 0,8	- 0,5	- 0,2	- 0,1	+ 0,1	- 0,1
Industries de consommation .....	- 1,1	- 0,7	- 0,9	- 0,2	+ 0,3	+ 0,3	0,0
Ensemble de l'industrie .....	- 0,9	- 0,8	- 0,8	- 0,3	+ 0,1	+ 0,2	- 0,1
B. T. P. ....	- 1,2	- 0,9	0,0	+ 0,2	+ 0,1	- 0,3	+ 0,3
Transports-Services-Commerce .....	- 0,3	+ 0,5	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,7	+ 0,9	+ 0,5
Ensemble des secteurs non agricoles ....	- 0,7	- 0,2	- 0,3	+ 0,1	+ 0,3	+ 0,4	+ 0,2

(Estimations provisoires corrigées des variations saisonnières).

Jusqu'à l'automne, les gains de productivité ont été rapides dans l'industrie avec l'augmentation de la production. Ils ont été accélérés par la tendance de la durée du travail. Après neuf mois de pause pendant la phase de reprise - celle-ci a retrouvé au milieu de l'année sa ligne de tendance

(1) 12,6 millions de tonnes contre 11,8, mais l'extension des surfaces laissait prévoir un développement de la récolte de l'ordre de 30 %.

(2) 3,8 millions de tonnes contre 6,5 en 1975 et 10,6 millions en 1973.

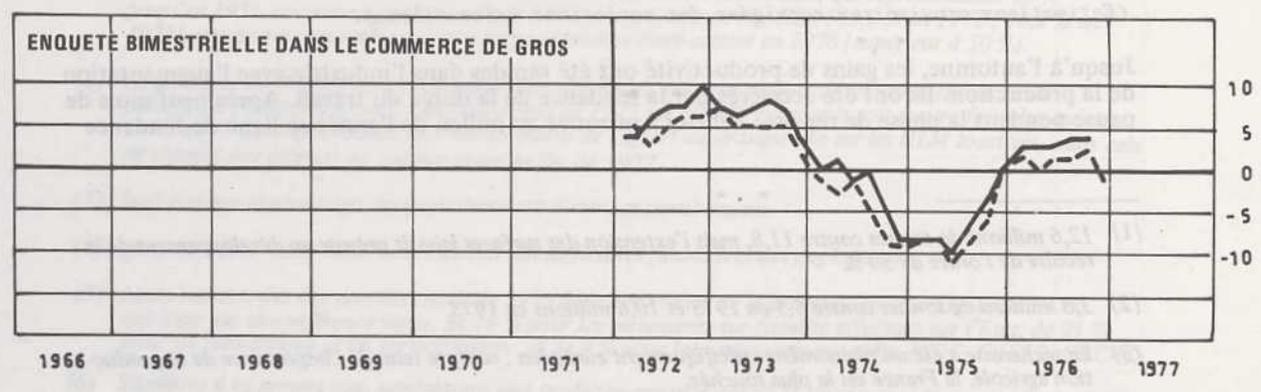
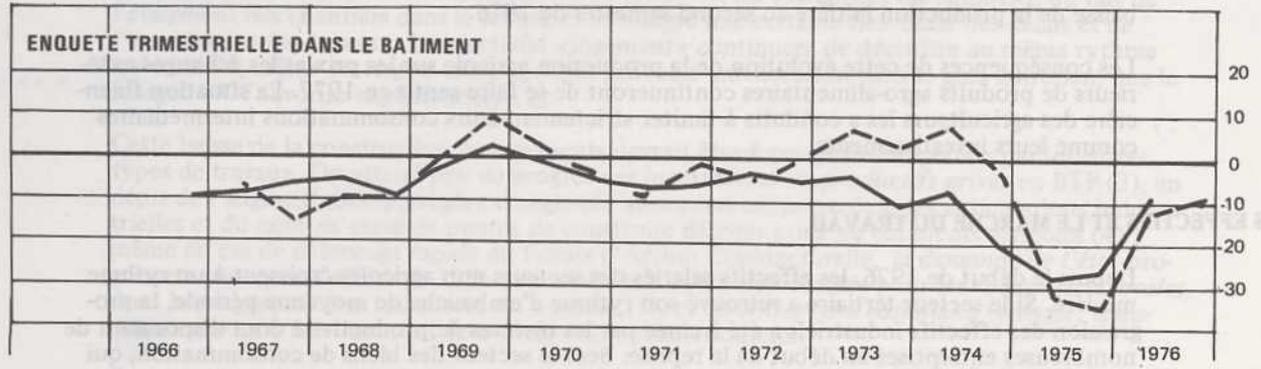
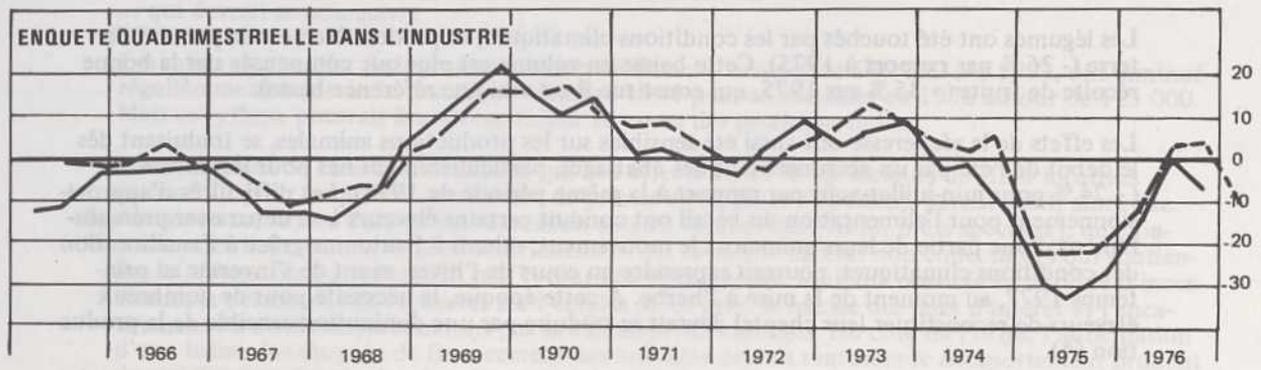
(3) La sécheresse a été un phénomène spécifiquement européen ; compte tenu de l'importance de sa production agricole, la France est la plus touchée.

(4) Celle-ci pourrait amener quelques tensions sur les prix, les stocks actuellement constitués étant peu susceptibles de réduire le déséquilibre offre-demande dans la mesure où ils correspondent peu, pour la présentation et la qualité, aux habitudes des consommateurs (viande congelée, conserves).

GRAPHIQUE 23 :

TENDANCE DES EFFECTIFS (Soldes d'opinion)

— tendance passée  
 - - - - - tendance prévue



antérieure et sa décroissance a repris ; la baisse a été forte au troisième trimestre dans l'industrie (- 0,3 heure) et surtout dans le bâtiment et les travaux public (- 1,1 heure) (1). Au cours des neuf premiers mois de 1976 l'activité hebdomadaire (2) a ainsi diminué de 0,2 % dans l'industrie.

L'offre d'emploi est restée faible pendant toute l'année malgré un certain redressement au printemps (3). A l'automne, les offres recensées par l'Agence, freinées par les perspectives générales d'activité dans tous les secteurs industriels et commerciaux, ont retrouvé les niveaux de 1975. Cette faiblesse de l'offre n'exclut pas certaines difficultés d'embauche : en novembre, 29 % des entreprises industrielles éprouvent des difficultés à trouver le personnel dont elles ont besoin.

Bien que la progression des effectifs soit restée faible, notamment dans l'industrie, et en tout cas inférieure à l'accroissement théorique des ressources en main d'oeuvre, le chômage n'est pas notablement supérieur à ce qu'il était il y a un an. Le nombre des demandes d'emploi corrigé des variations saisonnières était de 931 000 à la fin du mois de novembre.

Les comportements d'activité expliquent en partie cette quasi-stabilité : la basse conjoncture de 1975, par la difficulté qu'elle entraînait dans la recherche d'un emploi, avait conduit de nombreuses personnes (environ 300 000) à ne pas se présenter sur le marché du travail ou à s'en retirer. La crainte, souvent exprimée, que les premiers signes de reprise ne provoquent un retour massif de ces personnes ne s'est pas vérifiée, malgré la perception par les ménages d'une nette amélioration de l'emploi au premier semestre.

D'une façon générale, la composition par sexe, âge et type de métier des demandes et des offres, qui avait été bouleversée par la récession, se rapproche à l'automne 1976 de ce qu'elle était auparavant. Ainsi en est-il de la structure des demandes, qu'avait temporairement modifiée une croissance plus rapide du chômage industriel, et par conséquent du chômage masculin : la part des femmes y redevient prépondérante, et les demandes pour des métiers de l'industrie, qui étaient devenues proportionnellement plus nombreuses au milieu de 1975, ne représentent plus que 40 % de l'ensemble, comme à l'automne 1974 ; depuis un an, leur nombre a diminué de près de 40 000, tandis que la croissance était de 47 000 pour les métiers du tertiaire.

A la fin de 1976, le sous-emploi du personnel dans les entreprises, qui s'est nettement réduit depuis un an, ne freine plus guère l'embauche. Mais c'est la médiocrité des perspectives de production qui pèse sur l'emploi. La progression des effectifs s'est infléchi dès le troisième trimestre, et ce ralentissement s'est vraisemblablement poursuivi en fin d'année. Les perspectives recueillies dans les enquêtes de conjoncture font attendre une légère décroissance de l'emploi dans l'industrie - la baisse s'accroîtrait dans le secteur des biens d'équipement - et le bâtiment. Compte tenu d'une légère inflexion probable dans le secteur tertiaire, les effectifs salariés des secteurs non agricoles ne devraient progresser qu'à un rythme très lent (environ 0,5 % l'an) au cours des six prochains mois. Une nouvelle baisse des taux d'activité est possible : les ménages, qui ont perçu une dégradation de l'emploi entre mai et novembre, jugent vraisemblablement la situation peu favorable à l'embauche. Mais elle ne pourra empêcher une certaine augmentation du chômage au cours du premier semestre 1977.

Le chômage partiel, en décroissance régulière au premier semestre 1976, retrouvait au cours de l'été les niveaux antérieurs à la récession. Il s'est accru à la rentrée (sidérurgie, véhicules utilitaires) (1). Les perspectives de production établies par ailleurs conduisent à prévoir une nouvelle extension au cours des prochains mois.



(1) L'institution, par une loi du 16.7.76, d'un repos compensateur en matière d'heures supplémentaires est à l'origine de cette accélération de la baisse.

(2) Effectifs x durée hebdomadaire du travail.

(3) Les niveaux atteints restaient néanmoins très inférieurs à ceux de 1973 : d'environ 30 % pour les offres enregistrées mensuellement par l'Agence, de moitié pour les offres en fin de mois.

(4) En octobre, il touchait 74 000 personnes, contre 51 000 en septembre, mais plus de 300 000 en moyenne, en 1975.

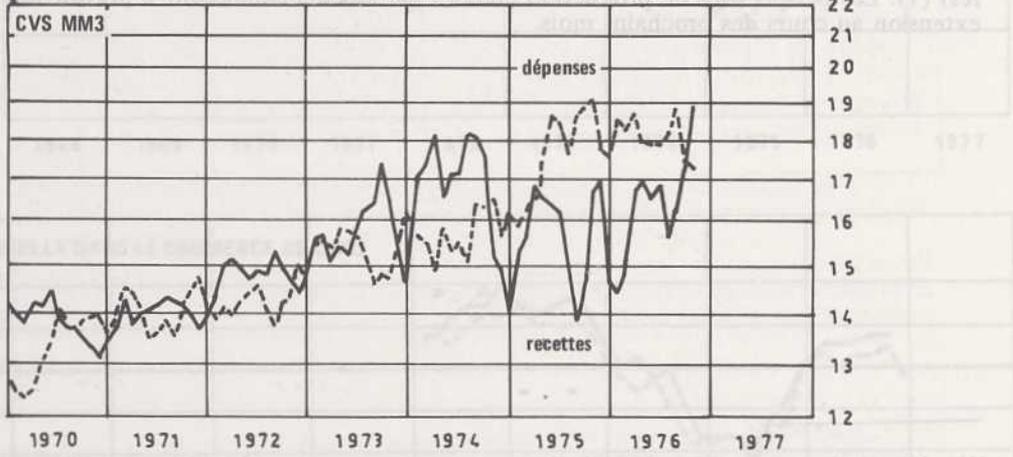
SOLDE D'EXECUTION DE LA LOI DE FINANCES, RAPPORTE AU MONTANT DE LA PRODUCTION INTERIEURE BRUTE

Données semestrielles corrigées des variations saisonnières



\* Hors reports éventuels

EVOLUTION DU BUDGET GENERAL  
DEFLATE DE L'INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION (base 100 en 1970)



Le dispositif arrêté le 22 septembre s'ordonne autour d'un objectif prioritaire : la modération des évolutions nominales. Les actions mises en oeuvre à cet effet sont d'ordre budgétaire - retour à l'équilibre des finances publiques - et monétaire - ralentissement de la progression de la masse monétaire -, mais elles sont complétées par des mesures spécifiques touchant à l'évolution des prix et des revenus (1) ; celles-ci visent, par une action autoritaire préalable sur les prix, à modifier les anticipations et infléchir la progression des rémunérations, qui apparaît comme le facteur essentiel de hausse des coûts. Avant d'indiquer (chapitre IV), l'effet qu'on peut en attendre à l'horizon de six mois, nous précisons le cadre dans lequel s'exercent désormais les actions budgétaire et monétaire, et leur impact prévisible sur l'activité jusqu'à la mi-1977.

## 1. LA POLITIQUE BUDGETAIRE

En 1975 et 1976, l'exécution du budget a été déficitaire. Rapporté à la production, le découvert reste éloigné de ceux qui ont été enregistrés dans la plupart des pays développés, mais il alimente la masse monétaire en raison de son mode de financement (2). La diminution progressive des dépenses liées au Programme de Développement, et les initiatives prises depuis le début de 1976, ont permis une résorption du déficit en fin d'année, et entraîné la neutralité monétaire du Trésor. L'effort dans ce sens se poursuivra en 1977.

### Une gestion excédentaire à la fin de 1976 ...

La fin d'année enregistre une forte pression fiscale : les reports d'impôts d'entreprises, la majoration exceptionnelle des impôts directs (3), et de nouveaux barèmes pour diverses taxes cumulent leurs effets ; la TVA progresse légèrement après un palier de six mois, et les fortes émissions de rôles d'impôt sur le revenu pendant l'été dernier, dues en partie à leur mécanisation, permettent un pourcentage inhabituel de recouvrement du titre courant.

Malgré le versement supplémentaire que constitue l'aide aux agriculteurs, les dépenses se modèrent. Elles n'ont progressé que faiblement du début à la fin de l'année.

Avec un dernier trimestre en net excédent, la gestion 1976 devrait ainsi se clore par un déficit des opérations définitives d'une vingtaine de milliards (4), que l'on peut considérer comme acquis pour la plus grande part en début d'année.

### Les finances publiques se rapprocheront de l'équilibre en 1977

Du côté des recettes, l'ajustement du barème de la taxe intérieure de consommation applicable aux carburants sera compensé, et au-delà, par la baisse du taux normal de TVA ; celle-ci entraînera une diminution des recouvrements de taxe d'environ 4 % en régime permanent ; par ailleurs, la liquidation de l'impôt sur les sociétés au printemps prochain bénéficiera de la croissance des résultats des sociétés en 1976, après une stagnation en francs courants en 1975 ; en contrepartie, le ralentissement des prix se répercuterait directement dans l'évolution de la TVA, dont le changement de taux affectera spécialement les recouvrements à partir de février, du fait du mode de calcul de la taxe.

#### (1) Pour mémoire :

- gel des prix à leur niveau du 15 septembre jusqu'au 31 décembre 1976 (sauf prix alimentaires)
- pour les tarifs publics, stabilisation jusqu'au 1er avril 1977, et augmentation inférieure à 6,5 % en moyenne au cours de 1977
- au 1.1.1977, réduction du taux de TVA applicable à la majorité des biens de consommation non alimentaires et à de nombreux services de 20 % à 17,6 %
- norme de prix pour les décisions de l'état fixée à 6,5 % du début à la fin de 1977
- mise en application du prélèvement conjoncturel à partir du 1er janvier
- recommandation du maintien strict du pouvoir d'achat des revenus salariaux et non salariaux en 1977
- encouragement aux économies d'énergie et relèvement des prix des carburants (en novembre)

(2) Fin novembre, les bons du Trésor en compte courant s'élèvent à 59 milliards ; la Caisse des Dépôts en détient un peu moins du tiers.

(3) Dont une petite moitié, 1,5 milliard sur 3,35, correspondant à un emprunt, n'est pas comptabilisable en recettes budgétaires.

(4) Ce déficit a représenté respectivement 2 % et 1 % du PIB au premier et au deuxième semestre.

GRAPHIQUE 25

EVOLUTION TRIMESTRIELLE DU TAUX DE LIQUIDITE DE L'ECONOMIE\*



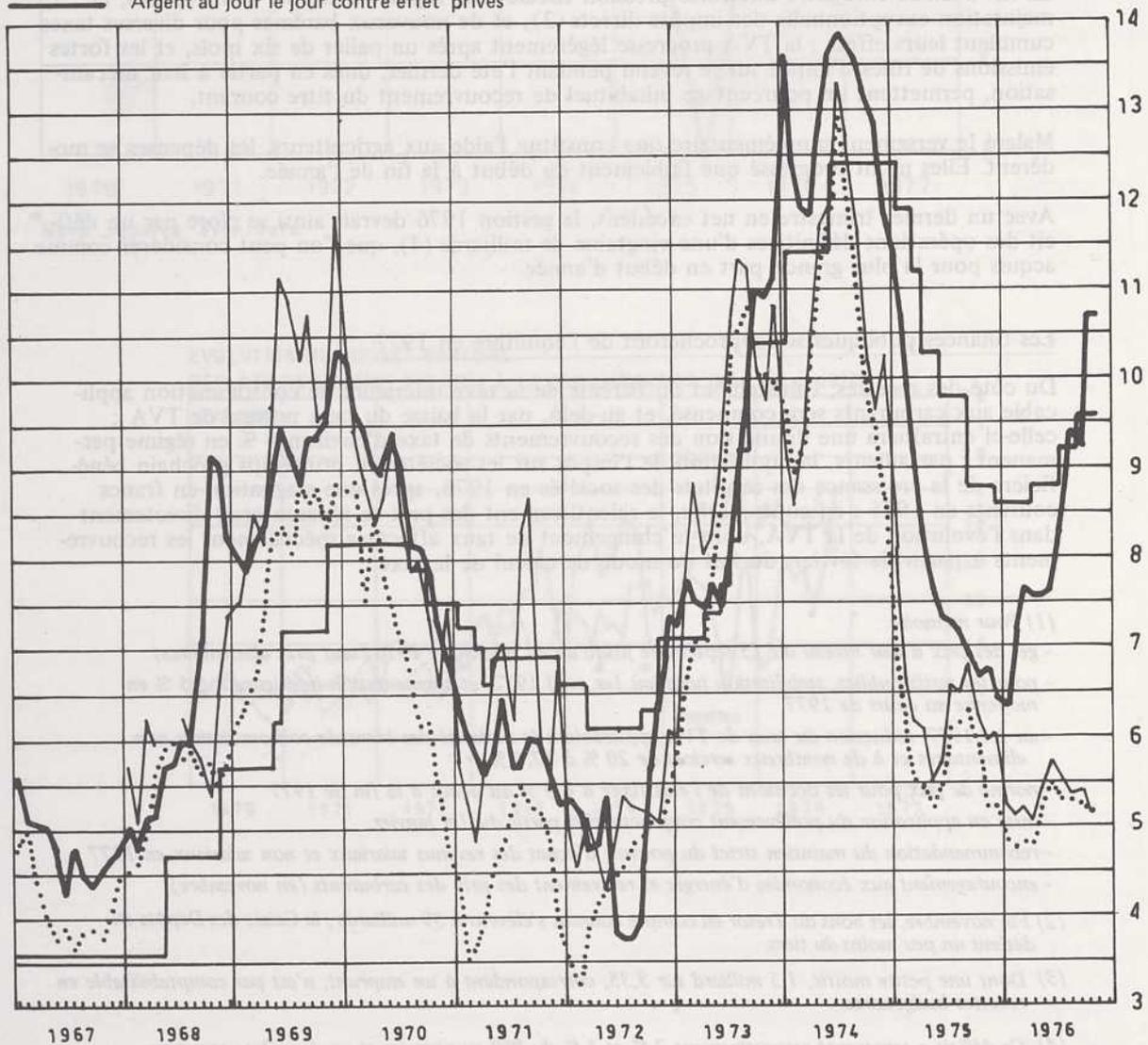
\* Le taux de liquidité de l'économie est mesuré par le rapport

$$\frac{\text{Total des ressources} - (\text{Exportations en valeurs}) \times 4}{\text{Total des ressources}}$$

GRAPHIQUE 26

TAUX D'INTERET A COURT TERME

- Taux de base bancaire
- Etats-Unis - Taux de «Fédéral Funds»
- Eurodollar à 1 mois à Paris
- Argent au jour le jour contre effet privés



Dans le même temps, les dépenses poursuivront leur repli relatif, malgré certains décalages qui étaleront l'effort de freinage manifesté par la loi de finances 1977 dans la progression des effectifs (1) ou dans celle des crédits d'équipement ; ceux-ci correspondent, pour la FBCF de l'Etat, à un retour au volume d'avant la récession (2) ; d'autre part les prélèvements (Sécurité Sociale, CEE), ne devraient pas poursuivre leur forte croissance récente.

L'orientation anti-inflationniste des finances publiques devrait permettre un rapprochement de l'équilibre en 1977. L'assainissement reste cependant fragile. L'empreinte de la crise (3) se lit dans la subsistance d'un déficit désormais strictement « automatique », c'est-à-dire engendré par l'écart résiduel entre production effective - sur laquelle s'alignent les recettes - et production potentielle. Compte tenu de la volonté du gouvernement d'éviter toute majoration systématique de la pression fiscale, le retour à l'équilibre passe par un infléchissement marqué des dépenses.

## 2. LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Le rythme de la création monétaire s'est ralenti en 1976, perdant progressivement son caractère expansionniste.

Le taux de liquidité de l'économie, qui avait fortement augmenté en 1975, ne s'est pas accru en 1976.

Evolution du taux de liquidité

(Masse monétaire en moyenne annuelle sur emplois intérieurs en biens et services marchands) (4)

1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976 (estimation)
46 %	49,2 %	51,9 %	52,2 %	52,1 %	55,6 %	55,1 %

Après avoir été, en 1975, nettement plus rapide que celle de l'activité, exprimée en valeur, la progression de la masse monétaire s'est ralentie dès les premiers mois de 1976. Pour l'ensemble de l'année 1976, elle aura été de 13,5 % à 14 % (15,9 % en 1975). Depuis la fin du mois de mai, elle n'est plus que de 10 % l'an.

L'accroissement de la vitesse de circulation des moyens de paiement observée au premier semestre a pu, au cours de cette période, atténuer l'incidence du ralentissement de la création monétaire, mais il s'est interrompu depuis juin. Au second semestre, la création monétaire accompagnait donc l'évolution des transactions, alors qu'elle avait eu en 1975 un caractère expansionniste, en la précédant.

### L'évolution des taux d'intérêt

En 1976, les autorités monétaires ont été amenées, à plusieurs reprises, à provoquer un relèvement des taux auxquels les banques se refinancent sur le marché monétaire. C'est ainsi que le taux de l'argent au jour le jour, qui avait fléchi de 7 points 1/2 entre le milieu de 1974 et la fin de 1975, se situait en novembre 1976 aux alentours de 10 % soit 3 points et demi au-dessus de son niveau du début de l'année. Le refinancement des banques est ainsi devenu, en fin d'année, plus onéreux pour ces dernières.

Le taux de base bancaire a été porté de 8,60 % à 8,80 % en avril, puis à 9,20 % en juillet et à 9,60 % en septembre. Comme à l'accoutumée, ses fluctuations n'ont suivi qu'avec un certain retard celles des taux du marché monétaire et ont revêtu moins d'amplitude.

(1) En excluant le budget annexe des PTT, où se poursuit la tâche engagée en 1975, celle-ci reste forte en raison de nombreuses titularisations et régularisations, mais la création nette d'emplois retombe à 0,5 % après une moyenne de 1 % les deux années précédentes.

(2) Ce sont encore (si l'on exclut ici les entreprises publiques) les collectivités locales, dont la trésorerie reste satisfaisante et les prêts reçus importants (même si une inflexion dans les engagements apparaît désormais), qui compenseront, moins nettement toutefois qu'en 1976, cette évolution défavorable.

(3) Au niveau du budget social de la nation la récession s'est traduite en particulier par une progression de la part relative de la fonction Formation-Chômage de 1,9 % en moyenne en 1973-1974 à 3 % en 1975.

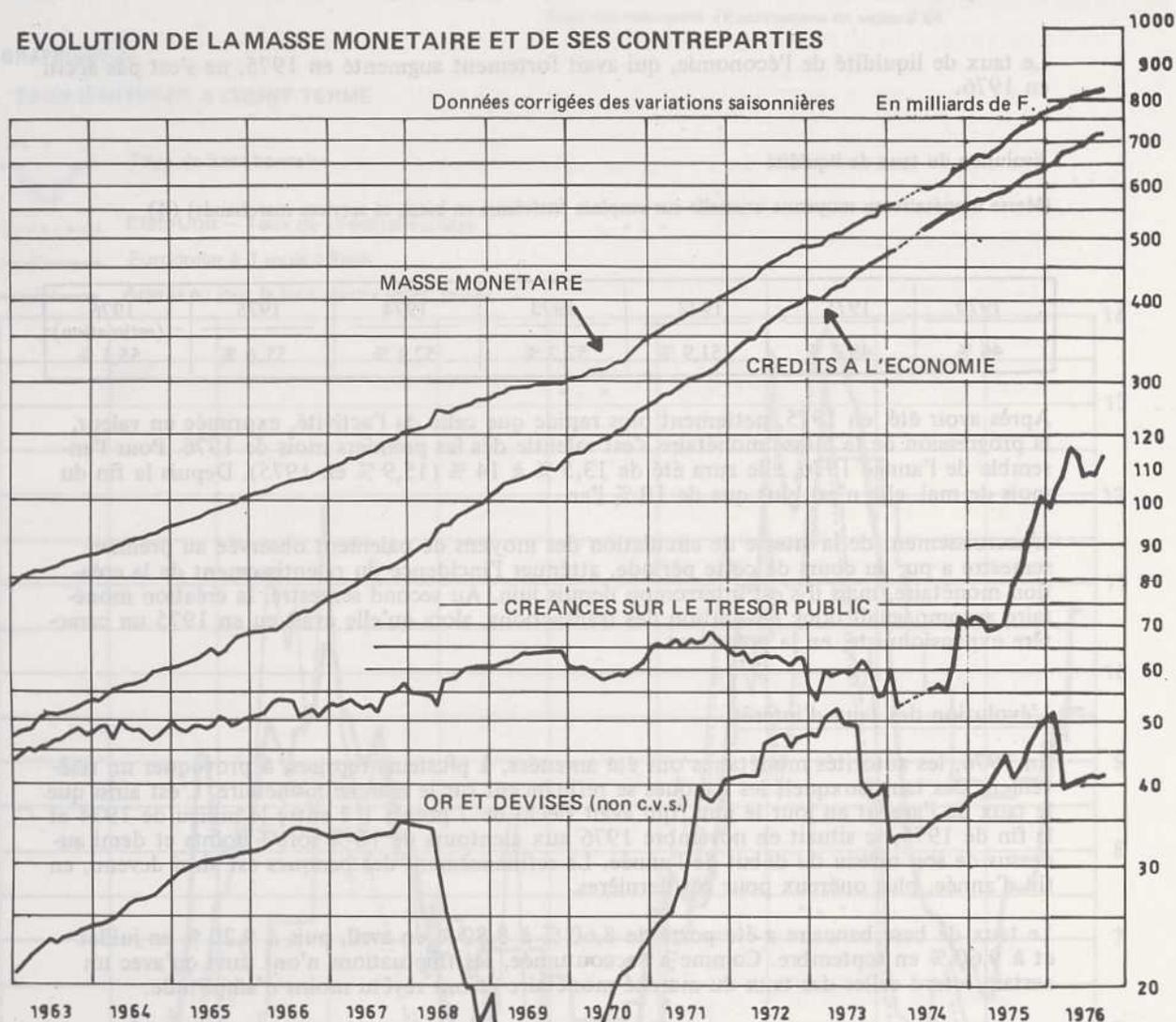
(4) L'ensemble des emplois intérieurs en biens et services marchands (Emplois en biens et services marchands - exportations PIB marchand importations - exportations) est une notion proche de celle de Dépense Nationale Brute).

Le raffermissement des taux d'intérêt a trouvé, pour l'essentiel, son origine dans les perturbations qui ont affecté en février-mars, en juillet-août, puis en octobre, le marché des changes. La pression des taux américains qui s'exerce, par l'intermédiaire de l'eurodollar, sur les taux des pays européens a pu également jouer un rôle dans cette évolution au premier semestre, mais pas au second. Le taux des «Fonds Fédéraux» en effet, après s'être inscrit en légère hausse au premier semestre, s'est stabilisé depuis juin légèrement au-dessus de 5%. L'écart entre les taux américains ou les taux de l'eurodollar d'une part, et les taux français d'autre part, est devenu très important (plus de 5 points).

L'évolution des taux d'intérêt au cours des mois à venir tiendra compte de la tenue du franc et des résultats de la lutte contre l'inflation. En ce qui concerne le taux de l'argent au jour le jour, les niveaux élevés enregistrés à la mi-octobre (12%), qui correspondaient à des situations très perturbées sur le marché des changes, ne devraient pas être dépassés, ni même atteints. Au début de décembre le taux au jour le jour se situait un peu en dessous de 11%.

GRAPHIQUE 27

EVOLUTION DE LA MASSE MONETAIRE ET DE SES CONTREPARTIES



Les sources de la création monétaire

Le ralentissement de la création monétaire au 2ème semestre s'explique surtout par l'arrêt de la progression des créances sur le Trésor Public, dont le niveau, en données désaisonnalisées, se maintient depuis fin avril en-dessous de 115 milliards de F, et aussi par un certain ralentissement, depuis fin juillet, de l'expansion des crédits à l'économie. Le niveau des réserves de changes, telles qu'elles figurent dans les contreparties de la masse monétaire, s'est stabilisé aux alentours de 41 milliards de F, après la baisse enregistrée en février-mars derniers.

L'action des Pouvoirs Publics s'est exercée aussi sur les crédits, principale contrepartie de la masse monétaire. Des normes relativement strictes ont été fixées, en avril 1976, pour la progression des crédits bancaires soumis à «encadrement» au 2ème semestre. Ce dispositif a été renforcé en septembre par le rétablissement, à compter du 21 octobre, des réserves ordinaires sur les crédits distribués, au taux de 0,50 %. Il en est résulté un accroissement des besoins de refinancement des banques sur le marché monétaire (1).

#### INDICES DE PROGRESSION AUTORISES

	Décembre 1975	Juin 1976	Décembre 1976
Etablissements "mensuels"*	112	113	117
Etablissements "trimestriels"	112	117	121
Etablissements de vente à crédit	118	127	132
Créances à C.T./l'étranger	124	134	142

Base 100 : encours autorisés au 2/1/1975.

Etablissements mensuels : moyenne des encours autorisés au 1/10/1974 et au 2/1/1975.

\* Etablissements astreints à la remise d'une situation mensuelle à la Commission de contrôle des banques. Ce sont essentiellement les grandes banques. Les autres banques ou établissements ne sont tenus qu'à la remise d'une situation trimestrielle.

Même en tenant compte d'une progression très rapide de la part des crédits de caractère bancaire qui n'est pas soumise à encadrement (2), soit un peu plus du cinquième, les normes de progression fixées pour le deuxième semestre impliquaient que le rythme de la distribution du crédit se ralentisse. Elles correspondaient, en effet, à une progression un peu supérieure à 6 % environ sur six mois - un peu moins de 14 % en rythme annuel - de l'ensemble des crédits de caractère bancaire, alors que le rythme annuel observé de fin janvier à fin juillet était de 21 %.

Ce ralentissement est effectif depuis fin juillet. Ainsi, le rythme annuel de progression des crédits de caractère bancaire était retombé à 8 % entre fin juillet et fin octobre. Pour les 10 premiers mois de 1976, il était de 15,6 %. Pour l'ensemble de l'année, la progression des crédits de caractère bancaire paraît devoir se situer entre 14,5 % et 15 %.

L'analyse de l'évolution respective des principales composantes des crédits de caractère bancaire permet de constater que le ralentissement de la distribution des crédits concerne davantage les ménages que les entreprises.

#### 10) Crédits aux ménages

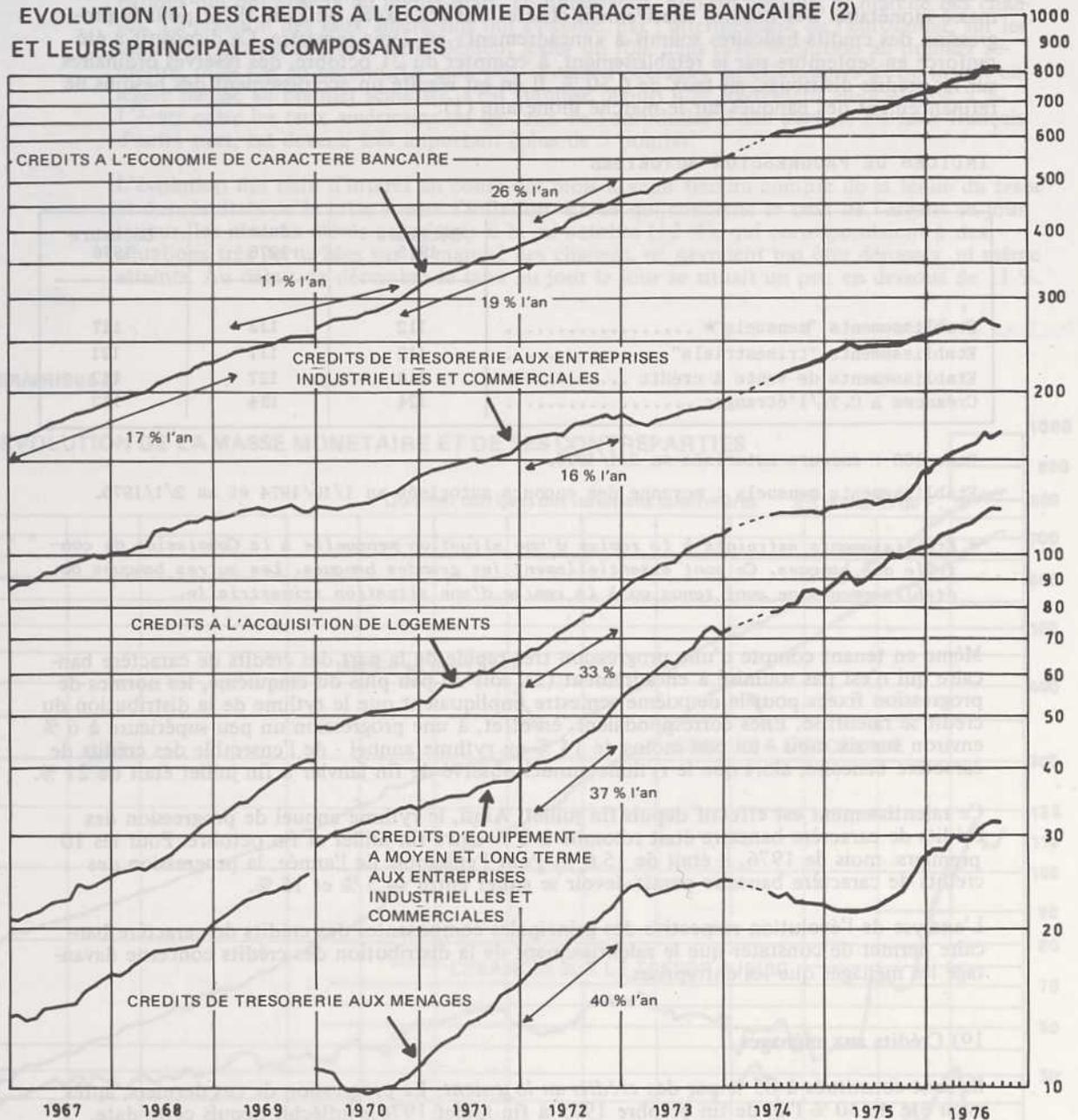
Ils sont constitués à 85 % par des crédits au logement. La progression de ces derniers, après avoir été de 30 % l'an de fin octobre 1975 à fin juillet 1976, s'infléchit depuis cette date. Cette évolution résulte aussi bien de l'attitude des banques, devenue progressivement plus restrictive, que du comportement des ménages, dont la demande de logement est moins soutenue après une période de rattrapage consécutive à la réserve dont ils avaient fait preuve pendant la plus grande partie de 1976. Il est à noter que, dans leurs réponses à l'enquête dans la construction immobilière, les promoteurs prévoient une baisse des moyens de financement consacrés par les ménages à l'achat de logements neufs au cours des mois à venir. Or cet indicateur est, en général, assez bien corrélé, avec un décalage de quelques mois, avec l'évolution des crédits bancaires au logement. Ceci fait attendre un ralentissement du rythme de progression des crédits au logement au début de 1977.

(1) L'obligation de constituer des réserves auprès de la Banque de France contraint les banques qui, en France, ne sont pas naturellement détentrices de monnaie centrale, à emprunter sur le marché monétaire pour alimenter leurs comptes auprès de l'Institut d'émission. En augmentant le taux des réserves obligatoires, on peut ainsi accroître le volume des refinancements bancaires sur le marché monétaire, à des taux contrôlés par la Banque centrale. Le maniement des réserves obligatoires ordinaires - qu'il ne faut pas confondre avec les réserves supplémentaires que les banques doivent constituer en cas de dépassement des normes de progression des crédits - permet ainsi d'accroître l'incidence de la politique de taux d'intérêt pratiquée par les autorités monétaires.

(2) Il s'agit notamment des crédits en devises, de la plupart des crédits à l'exportation, des prêts spéciaux à la construction, des prêts immobiliers conventionnés et de certains crédits d'équipement.

GRAPHIQUE 28

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



(1) Rupture de séries, 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 contreparties 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.

La progression des *crédits à court terme aux ménages* qui avait repris, à un rythme assez rapide, en avril 1975, s'est ralentie au 1er semestre de 1976. Elle a retrouvé un rythme relativement soutenu au début du 2ème semestre, du fait d'une reprise des prêts personnels et du crédit à la consommation. Mais la nécessité de respecter les normes de progression fixées pour le second semestre conduit les banques à freiner cette évolution en fin d'année.

## 20) Crédits aux entreprises

Pour les crédits aux entreprises, dont la progression, au demeurant, était déjà relativement modérée au 1er semestre, l'inflexion enregistrée au 2ème semestre aura été moins marquée que pour les ménages.

Modérée jusqu'à fin juillet (11 % en rythme annuel), la progression des encours de crédits à court terme aux entreprises s'est interrompue en août et en septembre. Mais elle paraît avoir repris à un rythme assez soutenu au 4ème trimestre. Cette reprise peut être rapprochée du relatif resserrement des trésoreries observé au deuxième semestre, et plus encore sans doute de l'accroissement de certaines charges fiscales (taxe professionnelle, majoration exceptionnelle de l'impôt sur les sociétés, incidence des reports antérieurs) et sociales (relèvement du taux des cotisations au 1er octobre).

*Les crédits à moyen et long terme à l'exportation* s'inscrivaient, en début de semestre, sur une pente supérieure à 30 % l'an. Ces crédits connaissent normalement, du fait qu'ils sont placés, pour leur quasi totalité, hors encadrement, une progression rapide.

De leur côté, les *crédits d'équipement* continuaient à s'accroître, en juillet-août, au rythme très rapide de 34 % l'an, mais ce rythme s'est infléchi ensuite. La progression des crédits d'équipement s'était nettement accélérée à partir de fin janvier, en liaison avec le financement des commandes passées fin 1975 - début 1976 au titre de l'aide fiscale, puis est restée rapide ensuite, alors même que l'évolution des commandes d'équipement paraissait se ralentir. Outre qu'un certain décalage dans le temps peut exister entre l'évolution des commandes et celle des crédits, compte tenu du délai de mise en place de ces derniers, un réflexe de précaution a pu jouer de la part des chefs d'entreprise en prévision d'un freinage de la distribution des prêts et d'une hausse du taux d'intérêt : dans cette perspective, les entreprises ont accru la part des emprunts longs dans le financement de leur activité. La retombée des commandes d'équipement après la période exceptionnelle de fin 1975 - début 1976 et les faibles perspectives d'investissement exprimées par les chefs d'entreprise dans les enquêtes permettent d'estimer que le rythme de la progression des crédits d'équipement est devenu sensiblement moins rapide au cours des quatre derniers mois de l'année. Les statistiques du mois de septembre reflètent d'ailleurs déjà cette inflexion.

Le dispositif de régulation de la création monétaire ne devrait pas avoir d'incidence restrictive au cours des premiers mois de 1977.

Pour 1977, l'objectif des Pouvoirs Publics est de limiter la progression de la masse monétaire à 12,5 %.

Le dispositif mis en place par les Pouvoirs publics se caractérise par la fixation, à l'avance, d'une norme de progression pour la masse monétaire. Il comporte, avec l'absence de création monétaire du fait des opérations du Trésor, la fixation de normes de progression des crédits.

INDICES DE PROGRESSION AUTORISES

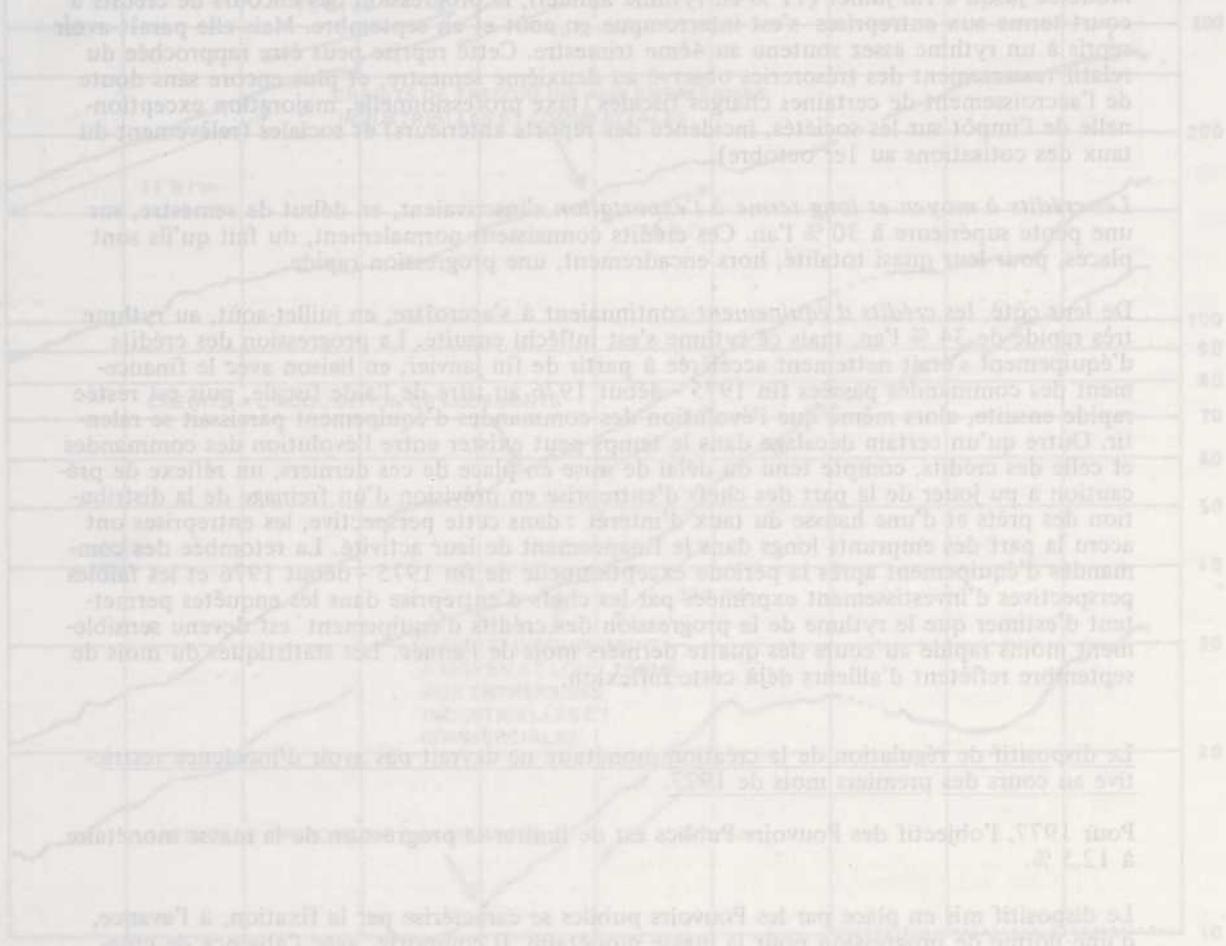
	décembre 1976	juin 1977	décembre 1977
Etablissements distribuant au 30.6.1976 plus de 6,5 milliards F. de crédits soumis à réserve .....	100	101	105
Etablissements de ventes à crédit .....	100	105	110
Autres établissements .....	100	104	108
Créances à C.T./étranger .....	100	106	112

Ces normes correspondent à une progression moyenne de 7,2 % des crédits soumis à réserves en 1977. Les crédits qui échappent à l'encadrement devant progresser à un rythme plus rapide, on peut estimer que la progression de l'ensemble des crédits de caractère bancaire compatible avec le respect des normes est de l'ordre de 14 % pour 1977.

Ce rythme n'implique pas un ralentissement de la distribution du crédit au début de 1977 : il est comparable, voire légèrement supérieur, à la tendance qui se dessine pour les derniers mois de 1976. Les banques auraient ainsi la possibilité de répondre, en respectant les normes, à un accroissement modéré des besoins de crédits des entreprises.

En effet, si l'augmentation de leurs charges fiscales et sociales et le resserrement de leurs trésoreries peuvent conduire les entreprises à accroître leur demande de crédit au début de 1977, cet accroissement devrait rester limité, compte tenu d'une gestion prudente des stocks, de la stabilisation de l'investissement et de l'attente vraisemblable d'une baisse des taux d'intérêt qui accompagnerait le ralentissement de l'inflation.

Au total, la politique monétaire ne devrait pas avoir une incidence restrictive au cours de cette période.



Evolution de la distribution du crédit au cours des premiers mois de 1977. Pour 1977, l'objectif des pouvoirs publics est de maintenir la progression de la masse monétaire à 12,5%.

INDICE	1975	1976	1977
Evolution de la distribution du crédit	100	105	110
Evolution de la masse monétaire	100	102	105
Evolution de la production	100	103	108
Evolution de l'investissement	100	101	104
Evolution de l'inflation	100	104	106

Ces normes correspondent à une progression moyenne de 7,5% des crédits bancaires à l'entreprise en 1977. Les crédits qui échappent à l'encadrement des entreprises à un rythme plus faible que la progression de l'investissement des entreprises ont des caractéristiques particulières qui leur permettent de répondre à des besoins de financement spécifiques.