



1. LES CONDITIONS D'EXPLOITATION DES ENTREPRISES

Des résultats d'exploitation peu satisfaisants

De l'automne 1975 au printemps 1976, la forte progression de l'activité s'était accompagnée d'un net redressement des résultats d'exploitation des entreprises privées. Dans l'industrie, le retour à des taux d'utilisation plus normaux du potentiel de production entraînait d'importants gains de productivité : les coûts salariaux par unité produite n'avaient pas augmenté pendant trois trimestres. D'autre part le plus grand dynamisme des marchés permettait un affermissement des prix à la production. En mai, les industriels ne jugeaient que partiel le rétablissement de leurs résultats, lesquels restaient moins satisfaisants qu'ils n'avaient été en moyenne de 1969 à 1973. Ils semblent s'être dégradés par la suite en raison d'une croissance plus rapide des coûts salariaux par unité produite, qui retrouvent alors un rythme d'environ 10 % l'an ; le renchérissement des approvisionnements en produits de base non pétroliers y a également contribué, mais il ne pèse plus sur les résultats depuis la fin de l'été, les cours des matières premières industrielles ayant cessé d'augmenter.

Un facteur important ayant contribué à l'amélioration des résultats est l'accroissement des marges à l'exportation. Celles-ci, jugées très dégradées à la fin de 1975, se sont un peu améliorées au premier semestre, et la dépréciation du franc enregistrée de juillet à octobre a pu permettre aux industriels de les relever à nouveau sans accroître leurs prix en monnaies étrangères. Cependant, cette possibilité, outre qu'elle ne s'offre qu'à une partie des entreprises - et risque donc d'accroître l'écart, déjà important en mai dernier, entre celles qui exportent et les autres - se heurte à l'exigence de compétitivité des prix français, qui devient plus forte à mesure que le ralentissement des économies occidentales accentue la concurrence. De fait, l'information récente semble indiquer que les industriels n'ont pas poursuivi au second semestre le gonflement de leurs marges à l'exportation amorcé au printemps, et qu'ils ont préféré tirer de la dépréciation du franc un avantage de prix qui leur permettra de développer leurs ventes à l'étranger.

Depuis la fin de 1975, les prix industriels à la production augmentaient à un rythme de 9 à 10 % l'an. Mais leur croissance s'infléchit en cette fin d'année, avec le gel des prix et la modération de la demande : les chefs d'entreprise interrogés au début de novembre prévoient le retour à un rythme de l'ordre de 7 % l'an.

Le ralentissement sera principalement constaté sur les biens d'investissement, et plus particulièrement sur les biens intermédiaires d'investissement, alors que de fortes hausses seront encore enregistrées sur les biens intermédiaires de consommation et sur les produits des industries agricoles et alimentaires, ces derniers subissant la vive augmentation des prix des matières premières domestiques et importées.

De fait, les cours des denrées (cacao, café) sur les marchés internationaux ont, d'après l'indice des prix des matières premières importées par la France, plus que doublé depuis octobre 1975, tandis que les cours des matières premières industrielles connaissent, à l'exception du caoutchouc, une évolution plus modérée.

(1) Déjà à l'usage de la main dans les temples.

LA SITUATION DE TRÉSORERIE

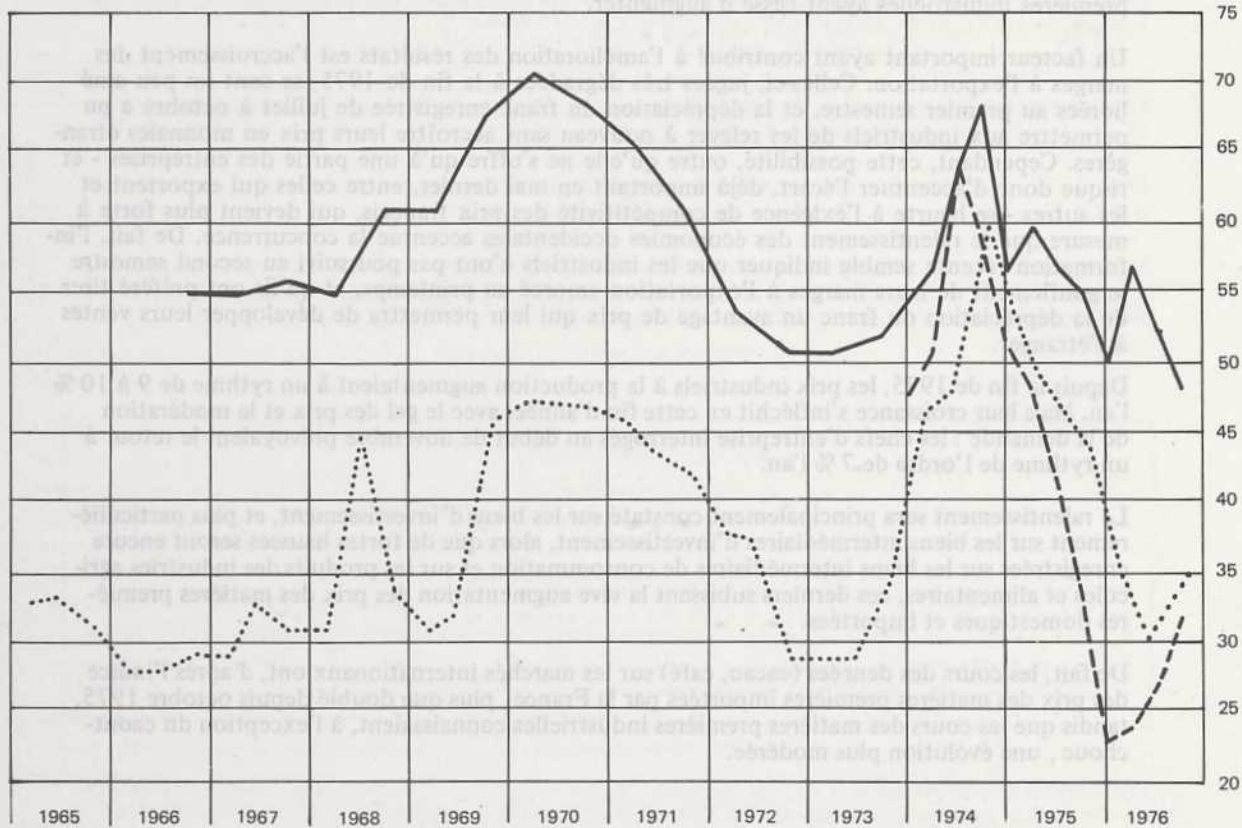
(Pourcentage d'entreprises éprouvant des difficultés)

COMMERCE



INDUSTRIE - BATIMENT - TRAVAUX PUBLICS

- Difficultés actuelles de Trésorerie dans le Bâtiment
- - - Difficultés actuelles de Trésorerie dans les T.P.
- ..... Difficultés actuelles de Trésorerie dans l'industrie



EVOLUTION DES PRIX A LA PRODUCTION DES PRODUITS INDUSTRIELS (hors taxes)

- résultats des enquêtes de conjoncture - corrigés du biais habituellement constaté.

Taux mensuel déclaré pour la période s'étendant de :	1974	1975			1976		
	nov. 74 à mars 75	mars à juin	juin à nov.	nov. 75 à mars 76	mars à juin	juin à nov.	nov. 76 à mars 77 (prévision)
	Biens d'investissement .....	1,0	0,6	0,6	0,9	0,75	0,65
Biens intermédiaires d'investis- sement .....	1,0	0,5	0,5	0,6	0,7	0,65	0,2
Biens intermédiaires purs y.c. énergie .....	0,1	- 0,9	- 0,2	0,6	1,25	0,8	0,7
Biens intermédiaires de consom- mation .....	- 0,9	0,4	0	0,75	0,9	0,95	0,9
Biens de consommation (1) .....	0,9	0,9	0,5	0,75	0,3	0,6	0,6
Industries agricoles et alimen- taires .....	1,25	2,25	0,9	0,75	0,7	0,9	0,9
ENSEMBLE .....	0,75	0,5	0,3	0,75	0,9	0,75	0,6

(1) Hors industries agricoles et alimentaires.

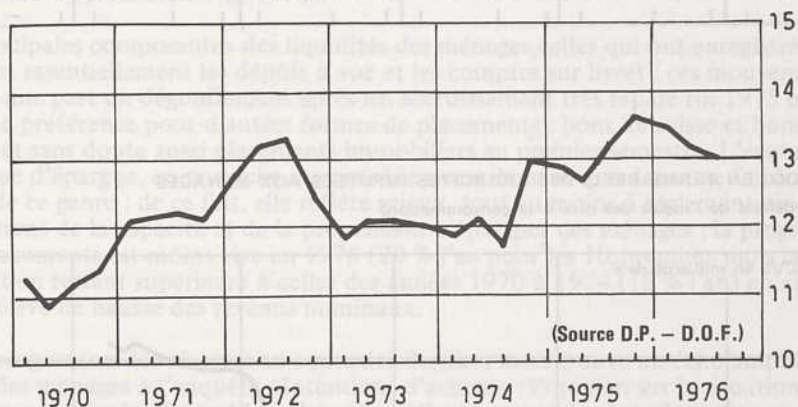
Même si les hausses de salaires sont plus modérées au début de 1977, l'arrêt probable de la croissance de la production entraînera encore une forte augmentation du coût salarial par unité produite au cours du premier semestre, au moment où la hausse des prix de vente industriels sera plus modérée. Dans ces conditions, et malgré la décélération prévisible des cours des produits de base (hors pétrole), il semble que les résultats d'exploitation doivent à présent se réduire.

Jusqu'en novembre les difficultés de trésorerie sont restées faibles et localisées

De la mi 1975 à mars 1976, les liquidités imputées aux entreprises (1) s'étaient accrues sensiblement plus vite que l'ensemble des liquidités (34 % en rythme annuel contre 22 % pour l'ensemble). L'accroissement en termes réels était également très rapide et le niveau atteint au début de 1976, nettement supérieur à ceux des années précédentes, expliquait l'aisance générale des trésoreries et la faiblesse des besoins des entreprises en crédits à court terme.

GRAPHIQUE 30

EVOLUTION TRIMESTRIELLE DES LIQUIDITES DES ENTREPRISES RAPPORTEES A LA P I B



\* Pour chaque fin de trimestre, les liquidités des entreprises comprennent les dépôts à vue et à terme les concernant (en francs et en devises) plus 20 % du total des billets et monnaies  
30 % du total des dépôts aux CCP  
20 % du total des bons de caisse

Après le mois d'avril, cette progression a fait place à une stabilisation en valeur, soit, en termes réels, à un dégonflement. Celui-ci n'apparaît pas anormal, plusieurs facteurs exceptionnels ayant joué en début d'année : aide fiscale et reports d'impôts, mise à la disposition des entreprises de crédits d'équipement non encore intégralement utilisés. Ce renversement de tendance, qui est également à rapprocher de l'évolution des résultats d'exploitation, correspond à une utilisation plus rationnelle des disponibilités des entreprises.

(1) dépôts à vue et dépôts à terme dans les banques.

**GRAPHIQUE 31**

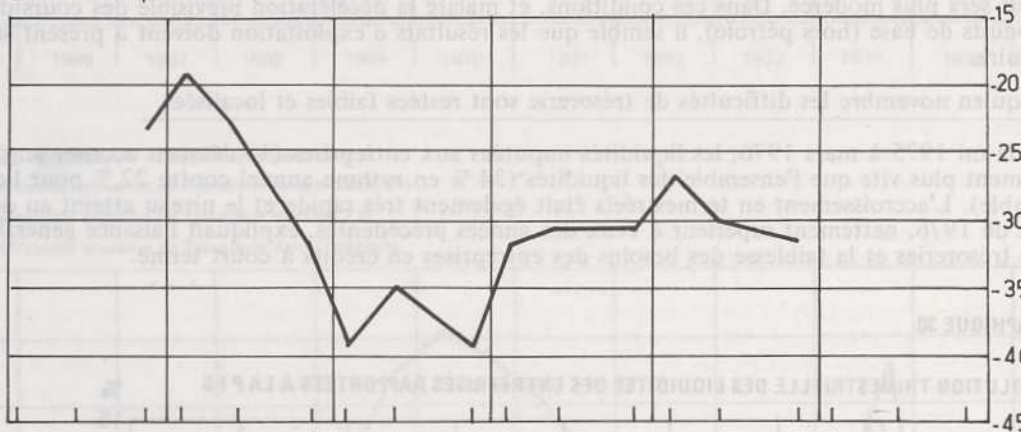
**INDICE DE PERCEPTION DE LA SITUATION FINANCIERE ACTUELLE**

DIFFERENCE ENTRE LES PROPORTIONS DES MENAGES METTANT DE L'ARGENT DE COTE ET TIRANT SUR LEURS RESERVES



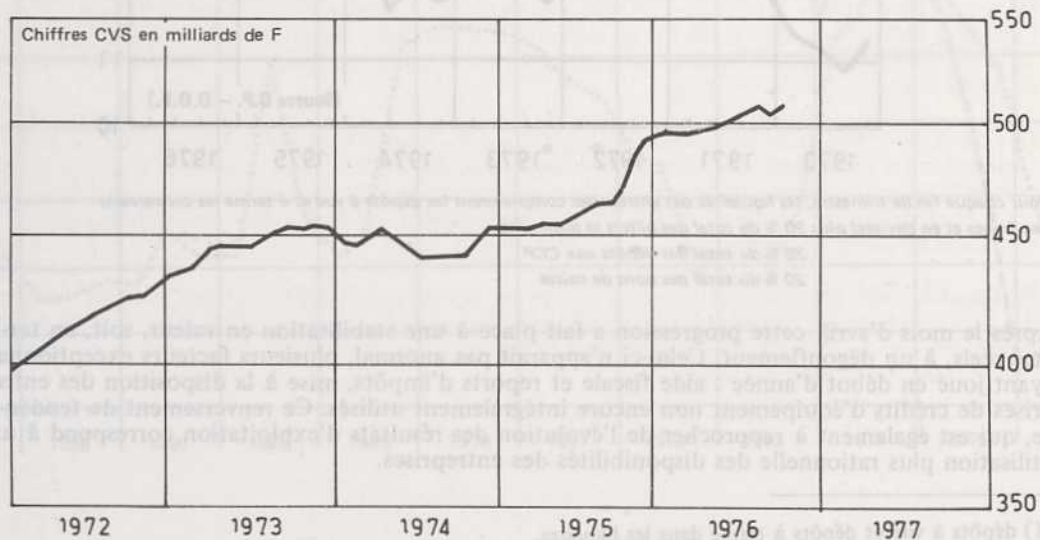
**JUGEMENT SUR LA CAPACITE A EPARGNER**

Différence entre les proportions des ménages pensant soit réussir soit ne pas réussir à mettre de l'argent de côté dans les mois qui viennent (voir tableau ci-contre)



**EVOLUTION, EN TERME REEL, DES LIQUIDITES IMPUTEES AUX MENAGES**

(Montant déflaté de l'indice des prix à la consommation)



D'après les réponses aux enquêtes de conjoncture, le resserrement des trésoreries est resté limité jusqu'en novembre. Dans l'industrie, les difficultés ressenties apparaissent inférieures à la moyenne de longue période : l'aisance est grande dans le secteur des biens de consommation (et particulièrement l'automobile) ; la situation est moyenne dans les industries d'équipement, un peu plus difficile dans le secteur des biens intermédiaires, où les difficultés sont essentiellement localisées dans la sidérurgie.

Les trésoreries restent généralement aisées dans les secteurs non industriels (bâtiment, travaux publics, commerces), à l'exception notable de l'agriculture, où l'absence de progression du revenu réel par exploitation depuis deux ans entraîne de fortes tensions sur les situations financières.

Elles se renforceront au cours des prochains mois.

Différents facteurs (paiements d'échéances fiscales différés ou majorés, relèvement de cotisations sociales), conjugués à une évolution moins favorable des résultats, tendent désormais à resserrer les trésoreries. Les tensions pourraient toutefois ne pas devenir trop aiguës dans l'immédiat du fait du caractère peu restrictif de la distribution des crédits, et du comportement prudent des chefs d'entreprise ; dès la fin de 1976, l'anticipation de telles difficultés conduit les industriels à limiter leurs stocks. Ils sont également plus nombreux - mais beaucoup moins qu'à la fin de 1974 - à envisager une réduction de leur activité ou de leurs effectifs.

Le besoin de crédits est resté modéré en 1976. Mais, à mesure que se poursuit le dégonflement des liquidités, disparaît la marge qui permettait aux entreprises de limiter leur appel à des concours extérieurs. Aussi peut-on penser que la demande de crédit à court terme émanant des entreprises sera un peu plus soutenue au cours des premiers mois de 1977. La perception de l'encadrement du crédit, par une difficulté accrue à obtenir des concours, date du mois de mars dans le commerce ; elle a été plus tardive et moins nette dans l'industrie. Les difficultés se sont accentuées jusqu'à la fin de l'année, où elles apparaissent voisines de ce qu'elles étaient à la fin de 1973.

## 2. LA SITUATION FINANCIERE DES MENAGES

Les réserves des ménages se sont accrues de février à août 1976, selon une tendance proche de la moyenne de longue période (5 % à 6 % l'an en termes réels) mais le rythme des derniers mois (août à octobre) est en retrait sur celle-ci. Cette évolution qui apparaît dans la période récente un peu plus rapide que celle du pouvoir d'achat des revenus salariaux et sociaux traduit un comportement toujours prudent, bien que moins orienté vers l'épargne que l'an passé (taux d'épargne de l'ordre de 17,5 contre 18 en 1975).

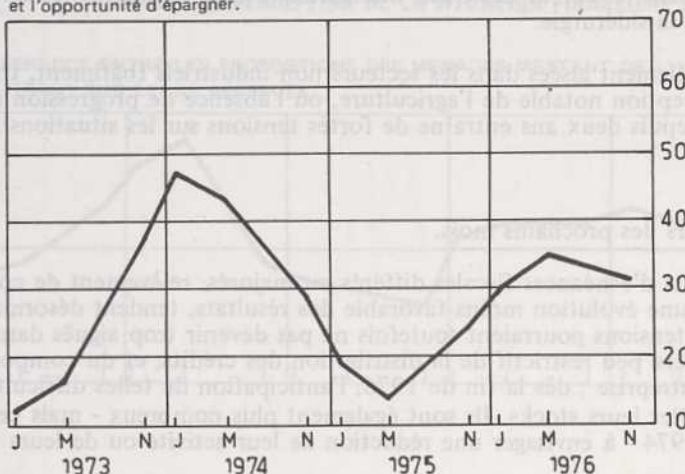
Parmi les principales composantes des liquidités des ménages, celles qui ont enregistré un ralentissement sont essentiellement les dépôts à vue et les comptes sur livret : ces mouvements traduisent pour une part un dégonflement après un accroissement très rapide fin 1975 et pour une autre part une préférence pour d'autres formes de placements : bons de caisse et bons du trésor sur formules et sans doute aussi placements immobiliers au premier semestre. L'évolution des avoirs en caisse d'épargne, en revanche, ne procède normalement que dans une faible mesure d'arbitrages de ce genre ; de ce fait, elle reflète mieux, tout au moins à réglementation inchangée, les variations de la capacité et de la propension à épargner des ménages ; la progression de ce type de placements est moins vive en 1976 (20 % l'an pour les 10 premiers mois contre 26 % en 1975) tout en restant supérieure à celles des années 1970 à 1974 (16 % l'an) en raison du rythme plus élevé de hausse des revenus nominaux.

La moindre progression des réserves au cours des derniers mois trouve un écho amplifié dans les réponses des ménages à l'enquête « Intentions d'achats » : l'opinion sur la situation financière redevient nettement moins favorable qu'en début d'année, sans doute influencée par une évolution récente des revenus un peu moins soutenue et par la perception de hausses de prix plus vives. Bien que ce pessimisme soit également marqué pour la situation financière future, il n'a qu'un faible impact sur la capacité à épargner dans les mois à venir, en léger retrait sur les prévisions de mai 1976 : la propension à épargner se serait donc un peu renforcée à l'automne ; elle autoriserait, compte tenu des revenus prévus, une progression des liquidités en termes réels proche de 4 % à 5 % l'an.

GRAPHIQUE 32

ARBITRAGE ENTRE ACHATS IMPORTANTS ET EPARGNE

Différence des soldes de réponses sur l'opportunité d'acheter et l'opportunité d'épargner.



3. LES PRIX ET LES SALAIRES

Les prix à la consommation se sont accélérés au cours de l'été

Le rythme mensuel de hausse des prix à la consommation s'était maintenu en moyenne à 0,8% au premier semestre avec un fléchissement en mai-juin en raison de faibles augmentations dans le secteur alimentaire et d'une certaine modération des prix des services et des tarifs publics. A partir du début du second semestre la tendance se renforce, entraînée par une vive poussée des prix alimentaires.

Tableau : EVOLUTION DES PRIX A LA CONSOMMATION

Taux trimestriel constaté au cours de la période	1975		1976			
	3ème trim.	4ème trim.	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	octobre (1)
Alimentation .....	3,0	2,0	2,9	1,7	3,7	1,2
Produits manufacturés du secteur privé ..	1,7	1,7	1,8	1,7	1,1	0,7
Dont : habillement .....	1,5	3,1	1,5	1,9	1,5	1,1
Services du secteur privé .....	3,2	2,1	3,7	3,1	3,4	1,1
Combustibles, énergie .....	0,6	2,6	5,7	2,5	0,4	0,8
Loyers - eau .....	3,1	1,8	3,7	3,1	2,8	1,1
Ensemble .....	2,2	2,0	2,7	2,0	2,8	0,9

(1) hausse mensuelle

L'accélération des prix alimentaires a suivi à partir d'août celle des prix à la production ; elle atteint tous les postes à l'exception des fruits, l'indice du groupe s'élevant de 4,6 % en trois mois. Les différents facteurs de hausse peuvent se regrouper sous trois rubriques :

- le renchérissement des produits importés (triplant des cours des cafés, quasi-doublement de ceux du cacao et redressement des corps gras).
- la majoration de certains prix communautaires au 1er août (blés : de 5 % à 9 %, lait : 3 %) qui, jointe aux conséquences de la sécheresse a entraîné de fortes remontées des cours à la production et au détail (près de 7 % sur les produits à base de céréales ; de 4 % à 5 % sur les produits laitiers).
- les déficits de production intérieure (légumes, produits de la pêche).

Enfin les prix des viandes n'ont pas connu l'accalmie que l'on pouvait attendre des abattages élevés de l'été dernier en raison du stockage intensif réalisé par les organismes d'intervention puis du ralentissement de cette production à partir de septembre.

La hausse des prix industriels est demeurée modérée jusqu'en août : 0,5 % à 0,6 % par mois hors effet de baisse de la T.V.A. sur la pharmacie ; l'habillement et les articles textiles ont vu l'évolution de leurs prix freinée par une concurrence très vive malgré la remontée des cours des matières premières ; les secteurs de parachimie, librairie-papeterie, loisirs ont également connu une nette décélération ; enfin les prix de l'automobile se sont élevés de 10,7 % cette année contre 15,6 % en 1975, ce ralentissement étant en partie le résultat du blocage applicable à compter du 15 septembre. A partir de la rentrée on note une nette reprise dans l'habillement, la pression de la concurrence s'atténuant du fait de la baisse du franc, et d'importants relèvements de prix dans l'équipement et l'entretien ménager, annoncés dès juin par les industriels en liaison avec les hausses de cours de matières premières au premier semestre ; on observe également une accélération dans la photo-optique-électroacoustique (hausses des prix des articles importés). Le rythme mensuel de hausse est ainsi de 0,7 % - 0,8 % en septembre et octobre pour l'ensemble des produits manufacturés du secteur privé.

Enfin, la hausse des prix des services s'est constamment maintenue au dessus de 13 % l'an, plus rapide de 2 % en moyenne que celle de l'an dernier dans la plupart des postes de dépenses (soins personnels et de l'habillement, utilisation de véhicules, cafés restaurants) ; en 1975 et 1976 elle est supérieure de plus de 4 % par an à la hausse des autres secteurs après lui avoir été comparable en 1973 et 1974. En revanche, les hausses des loyers et des services de santé sont inférieures de 1 % à 2 % à celles de l'an passé.

L'évolution des prix aux mois de novembre et décembre et au début de 1977 sera marquée par le blocage des prix du 15 septembre au 31 décembre et par la réduction de 2,4 points du taux normal de la T.V.A. au 1er janvier. Le blocage a apparemment peu affecté les résultats d'octobre (0,9 %) ; ce constat doit cependant être nuancé par les remarques suivantes : tout d'abord une part importante de la hausse récente est due aux produits alimentaires et, pour 60 % d'entre eux, seules les marges commerciales sont réglementées ; ensuite le calcul des indices se fait en comparant les prix du mois d'octobre à ceux de septembre dans son ensemble pour les relevés mensuels, à ceux des mois de juillet à septembre pour les relevés réalisés à cadence trimestrielle (habillement, équipement ménager, certains services), à ceux de la saison antérieure pour les produits saisonniers (produits frais, articles de rentrée) ; aussi les hausses de prix enregistrées en octobre, novembre ou décembre relèvent-elles de décisions qui peuvent dans certains cas être antérieures à la date d'effet du blocage ; enfin le blocage intervient à un moment où une accélération sensible était attendue pour de nombreux produits industriels : celle-ci reste, compte tenu de la remontée saisonnière, d'une ampleur limitée (0,7 % à 0,8 % contre 0,5 % à 0,6 % au 1er semestre).

Au cours des prochains mois, la baisse passée du franc, qui s'est déjà accompagnée depuis la fin du 1er semestre d'une hausse des prix des importations de produits industriels supérieure de 6 % à celle des exportations et vient donc atténuer la vigueur de la concurrence étrangère, la prochaine augmentation du prix du pétrole brut ainsi que des tensions toujours fortes sur les marchés agricoles seront autant de facteurs inflationnistes qui limiteront le ralentissement attendu.

L'inertie opposée au ralentissement constatée dans la première phase du blocage jouera en sens inverse contre une accélération des hausses de prix après le 31 décembre, reprise qui pourrait s'appuyer sur des intentions de rattrapage de la tendance antérieure : en particulier le coup de frein donné à l'automne aux augmentations de prix à la production se fera sentir dans les prix de détail début 1977 avec le décalage habituel. Par ailleurs la réduction du taux de T.V.A. dont l'incidence mécanique est un peu supérieure à 0,6 % pèsera sur les premiers mois, principalement janvier.

Plusieurs déterminants de l'évolution des prix vont dans le sens d'une modération des hausses au cours des prochains mois : l'activité s'est nettement ralentie dans l'ensemble du monde occidental depuis le printemps entraînant une stabilisation des cours internationaux des matières premières industrielles après la phase de rattrapage du 1er semestre et les prévisions actuelles de reprise progressive et modérée ne permettent pas d'attendre de nouveau relèvement rapide de ces cours ; la pression de la demande interne restera également trop faible pour permettre un redressement des marges des entreprises industrielles et commerciales ; enfin la modération des gains de pouvoir d'achat devrait freiner la montée des coûts de main-d'œuvre malgré l'interruption des gains de productivité.

Malgré les réajustements de prix consécutifs à la sortie du gel et des tensions dans le domaine de l'alimentation, la hausse des prix commencerait à se ralentir pour redevenir de l'ordre de 0,7 % dès le début de l'année.

*L'excédent global du pays de l'OCDE au troisième trimestre 1976 s'élève à 63 milliards de dollars en 1974, 46,74 en 1975 et 42,4 en 1976.*

*(3) Les montants bruts réajustés du Japon sont de 200,000 milliards.*

Les salaires ont maintenu jusqu'à la rentrée une vive progression autorisant une croissance du pouvoir d'achat par tête un peu supérieure à 4 % l'an.

L'enquête trimestrielle du Ministère du Travail sur les conditions d'activité de la main-d'oeuvre a fait apparaître au 3ème trimestre 1976 un accroissement du taux de salaire horaire de 3,4 %. Ce résultat s'est trouvé rehaussé par certains réaménagements contractuels de la durée du travail (visant notamment à prendre en compte la législation sur le repos compensateur) dans les activités à durée longue et saisonnière (en particulier le bâtiment et les industries agricoles et alimentaires). En définitive le salaire hebdomadaire des ouvriers s'est maintenu, après correction des variations saisonnières, sur la pente annuelle de 15 % acquise en début d'année 1975 : la progression s'avère la plus forte dans le bâtiment (où un relèvement des salaires minima devant atteindre 20 % avant le 30 novembre était prévu contractuellement pour 1976) ; elle reste élevée pour les biens de consommation (automobile) et la construction électrique ; elle est très limitée dans les biens intermédiaires mal remis de la récession (chimie, sidérurgie). Par comparaison à l'évolution des prix à la consommation l'élévation du pouvoir d'achat par tête s'est donc établie depuis la fin 1975 à 4 % - 5 % l'an pour les ouvriers contre 2 % - 3 % l'an antérieurement.

Les résultats de l'enquête semestrielle sur les gains des salariés montrent que la fermeture de l'éventail des salaires constatée ces dernières années et interrompue pendant la crise a repris à un rythme renforcé à partir de la fin 1975 : d'avril 1975 à avril 1976, les gains hebdomadaires des ouvriers se sont accrus de 14 % et les gains mensuels des autres catégories de 11 %, la majeure partie de l'écart s'étant creusée entre les dates des deux dernières enquêtes (octobre 1975 et avril 1976), soit au cours de la période des révisions annuelles des rémunérations. Le contre-coup de la crise aura donc été ressenti avec un décalage de près d'un an par les non-ouvriers qui ne s'étaient pas trouvés atteints par les réductions d'horaires. Ce point semble trouver une confirmation dans les réponses des industriels aux enquêtes de conjoncture qui indiquent pour 1976 une hausse des salaires proche de 12 % l'an assez nettement inférieure à celle du seul taux de salaire horaire ouvrier.

Pour les prochains mois, les industriels interrogés en novembre s'attendent à une tendance moins rapide des rémunérations (22 % croient à une hausse sensible contre 54 % en juin dernier) à la suite de l'énoncé du plan Barre et du fléchissement des perspectives d'activité.

Catégorie	1975		1976	
	Janv.	Avril	Janv.	Avril
Ouvriers	14,2	14,2	14,2	14,2
Autres salariés	11,0	11,0	11,0	11,0
Industriels	5,0	5,0	5,0	5,0

Plusieurs éléments de l'évolution des prix sont dans le cadre d'une modération des salaires au cours des prochains mois : l'attente est notamment élevée dans l'économie du monde occidental à l'égard de la production de pétrole et de la production de gaz. La production de pétrole est en baisse dans les pays producteurs et la production de gaz est en baisse dans les pays consommateurs. Les salaires sont en baisse dans les pays producteurs de pétrole et de gaz.

Le plan Barre prévoit une hausse des salaires de 12 % l'an en 1976, ce qui est nettement inférieur à la hausse de 15 % l'an en 1975.

Enfin, les prix des matières premières ont augmenté l'an dernier et il est attendu que l'on pourra atteindre des abattements importants d'ici à la fin de l'année 1976.



La forte reprise qui, selon les pays, s'était amorcée au milieu ou à la fin de 1975 s'est rapidement atténuée. Partout, alors que les niveaux de production antérieurs à la crise n'ont pas été retrouvés et que le redressement des situations financières reste partiel, on observe depuis le printemps une sensible modération de l'activité, qui a parfois débouché sur une stagnation. La pause des derniers mois tient à la perte de dynamisme de plusieurs facteurs qui avaient temporairement exercé un effet d'impulsion sur la demande : accélération des dépenses publiques, réalisation d'achats différés par les ménages, et surtout mouvement des stocks.

Ces stimulants se sont atténués dans la seconde moitié de l'année : la formation de stocks, en retrouvant dans la plupart des pays un rythme régulier, contribue beaucoup moins à l'augmentation de la demande ; le démarrage de l'investissement est lent, les entreprises ayant mis à profit la période récente pour améliorer leurs structures de bilans et consolider leur position en matière de liquidités ; enfin, la consommation ne progresse que lentement. Dans ces conditions, la progression de l'activité est devenue notablement inférieure à sa moyenne de longue période.

La reprise, malgré sa vigueur, a en effet été trop brève et n'a pas mené l'activité à un niveau suffisant pour que les mécanismes habituels de formation de la demande, qui redeviennent prédominants à mesure que s'estompent les effets d'impulsion de la phase d'ajustement, puissent jouer comme par le passé : la subsistance d'importantes capacités inutilisées, malgré une résorption de l'ordre de la moitié dans la plupart des pays, et la faiblesse de l'embauche continuent de peser respectivement sur l'investissement et la consommation. Rappelons d'autre part que le prélèvement pétrolier continue de s'exercer sur les revenus nationaux, et qu'il s'est même accru en 1976 (1) avec l'augmentation des besoins en énergie et le ralentissement des achats des pays producteurs. A ces facteurs mécaniques, dont la conjugaison suffirait à maintenir la croissance nettement en-deçà de son rythme tendanciel antérieur, il faut ajouter la modification du comportement des chefs d'entreprise dans un sens plus restrictif : le choc qu'a constitué en 1974 l'effondrement de la production a anéanti la foi, jusque là à peu près générale, en une croissance forte et régulière ; dans leurs décisions qui engagent l'avenir, les entrepreneurs tablent désormais sur une croissance plus lente. Cet infléchissement des perspectives à moyen terme et sans doute l'incertitude ajoutée par les changes flottants ont des conséquences sur l'activité : en particulier la prudence est manifeste dans les approvisionnements en matières premières et demi-produits, qui restent proches des besoins immédiats dans tous les pays.

Ces différents facteurs, qui continueront de peser sur l'activité en 1977, expliquent la modération de l'expansion au cours des derniers mois, à laquelle plusieurs événements exceptionnels (sécheresse en Europe, grèves dans l'automobile aux Etats-Unis) ont également contribué. La disparition, ou au moins l'atténuation, de ces facteurs circonstanciels au cours des prochains mois et la mise en oeuvre probable de politiques modérément expansionnistes (2) dans les pays qui ont le mieux maîtrisé l'inflation pourraient entraîner un certain regain d'activité.

Celui-ci semble peu susceptible d'intervenir avant la fin de l'hiver, compte tenu de la médiocrité présente des perspectives à très court terme dans la plupart des pays. A cette date, l'activité économique, après l'évolution hésitante qui la caractérise depuis quelques mois, devrait retrouver un rythme d'expansion plus rapide aux Etats-Unis, et sans doute également en Allemagne et au Japon. Ces trois pays, qui, au moins pour les deux premiers, ont obtenu des résultats appréciables dans la lutte contre l'inflation, apparaissent seuls en mesure de stimuler leur demande interne. Ils devraient jouer un rôle moteur en 1977. A cette occasion pourrait apparaître, pour la première fois depuis plusieurs années, un déphasage conjoncturel entre ces pays et la plupart des autres, qui resteront limités dans leur action par la nécessité du retour préalable à l'équilibre interne.

(1) Le déficit des échanges de la zone OCDE avec les pays de l'OPEP a augmenté de 8 milliards de dollars en 1976.

De 1974 à 1975, il avait diminué de 22 milliards de dollars ; les économies réalisées dans la consommation d'énergie et le développement considérable des achats des producteurs expliquent l'amélioration obtenue de 1974 à 1976.

L'excédent global des pays de l'OPEP au titre des opérations courantes a été respectivement de 65 milliards de dollars en 1974, de 34 en 1975 et de 42 en 1976.

(2) Les mesures prises récemment au Japon vont déjà dans ce sens.

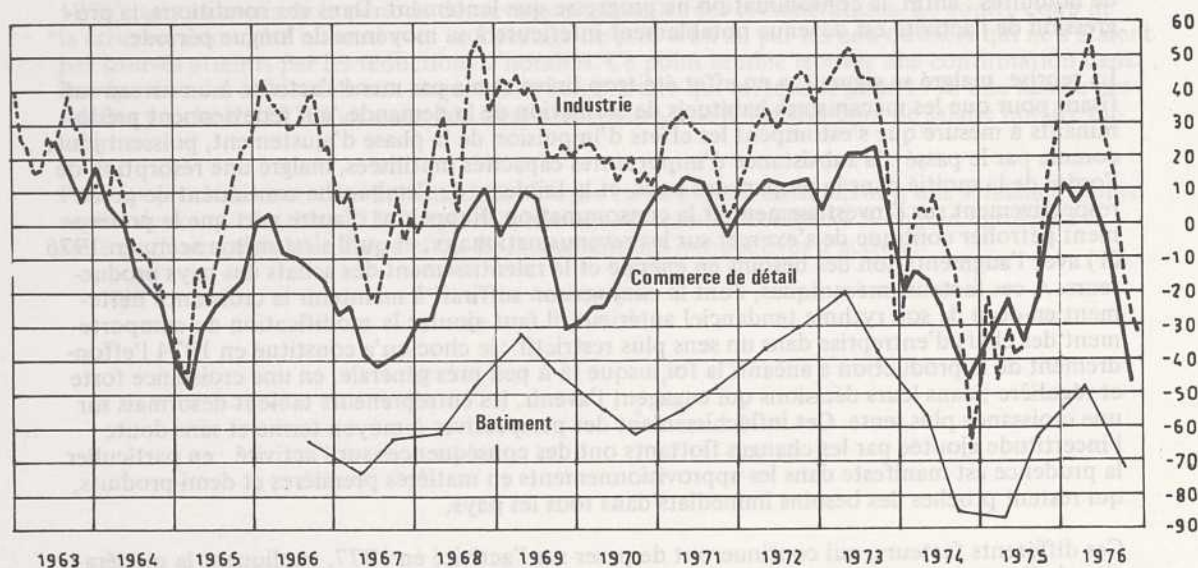
La dernière année a vu s'affirmer le clivage - dont la tenue des monnaies est le véritable indicateur - entre ces pays et ceux qui, faute d'une gestion interne suffisamment rigoureuse, sont jugés incapables de maîtriser leurs évolutions nominales. Après avoir conservé une position moyenne pendant plusieurs années, la France a paru glisser dans le second groupe au début de l'été. La nécessité de briser les enchaînements pervers aggravés par la dépréciation de la monnaie a conduit à la mise en oeuvre du Programme anti-inflation.

Ses effets s'exercent dans un contexte qui présente certaines particularités. D'une part, la reprise a été un peu plus forte et un peu plus prolongée en France qu'à l'étranger : le mouvement des stocks y a été plus prononcé, l'aide fiscale a temporairement entraîné un fort courant d'investissement, enfin la consommation s'est redressée plus nettement que chez nos principaux partenaires. Cette dernière évolution - et c'est là la deuxième caractéristique importante de la situation française - tient à un déplacement de la répartition du revenu national en faveur des ménages, dont l'origine se situe au cours de la récession. L'évolution récente n'a pas substantiellement modifié cette répartition défavorable aux entreprises, qui pèse sur leur capacité de dépense et constitue un facteur d'inflation dans la mesure où elles peuvent augmenter leurs prix pour restaurer leurs marges.

#### GRAPHIQUE 33

#### PERSPECTIVES GÉNÉRALES D'ACTIVITÉ

Solde des réponses "Augmentation" et "Diminution"



La troisième particularité, commune à tous les pays européens mais sans doute plus marquée en France, est la profonde dégradation du climat général depuis la rentrée. Au début de l'été, les perspectives générales d'activité marquaient dans l'industrie et le commerce un infléchissement qu'on pouvait considérer comme normal à l'issue d'une phase de croissance exceptionnelle. Mais le mouvement s'est accentué jusqu'à la fin de l'année. Les raisons de ce pessimisme sont multiples : infléchissement précoce de la reprise, accumulation de statistiques alarmantes, mauvaise compréhension de la politique économique, inquiétude à l'annonce du Programme anti-inflation. S'y ajoute sans doute, dans une mesure plus difficile à préciser, l'incertitude du contexte politique. L'histoire des vingt dernières années comprend d'autres exemples de dégradations brutales du climat général (1). Dans les cas où le pessimisme était lié à un événement extérieur imprévu et où l'examen de la situation réelle montrait qu'il était peu justifié, la remontée a été rapide. En revanche, quand ce pessimisme résultait d'un infléchissement de l'activité, il a pu se prolonger et même accentuer ce fléchissement. En effet, le comportement des chefs d'entreprise qui résulte d'une morosité prolongée a des conséquences sur le niveau de l'activité : embauche réduite, politique restrictive d'approvisionnement et d'investissement. L'attente d'une récession, si elle est assez générale et prolongée, est en elle-même un facteur de récession. Dans les circonstances présentes, seuls des résultats économiques favorables, peu probables avant la fin de janvier, semblent susceptibles d'inverser la tendance. Ce climat déprimé est un élément dont il faut tenir compte dans le cadre d'une prévision à six mois.

(1) Automne 1958, 1964, début 1967, fin 1971, fin 1973, fin 1974.

Une progression très lente de la demande finale au cours des prochains mois.

La consommation des ménages devrait continuer de croître selon une tendance lente (2 à 3 % l'an), un peu inférieure à celle du pouvoir d'achat des revenus salariaux et surtout sociaux : d'une part, le transfert réalisé en faveur des agriculteurs soutiendra les dépenses liées à leur production (consommations intermédiaires, amortissements, achats d'équipement) plus que leur consommation personnelle ; d'autre part, la pression fiscale s'est accentuée en fin d'année après avoir été relativement neutre, et la distribution des crédits aux particuliers devrait rester limitée ; enfin, la propension à consommer des ménages ne semble pas devoir s'accroître.

Les dépenses alimentaires reprendraient une lente progression après s'être ralenties à la fin de 1976 ; celles d'énergie, qui ont subi en octobre-novembre le contrecoup du stockage antérieur pourraient se renforcer temporairement en cas de hausse du prix du pétrole. Les achats de produits industriels resteraient dans la tendance faiblement positive des derniers trimestres et se réduiraient légèrement pour les biens durables, bien que les commandes récentes d'automobiles et l'accroissement de la pénétration étrangère témoignent d'un sursaut de demande qui peut assurer au quatrième trimestre le maintien du haut niveau d'immatriculations du milieu de l'année ; ce phénomène, qui paraît surtout imputable aux anticipations de prix des éventuels acquéreurs, devrait être de courte durée.

Les commerçants avaient accru leurs approvisionnements jusqu'à la rentrée malgré la quasi-stabilité de leurs ventes. L'assombrissement de leurs perspectives d'activité et un certain resserrement de leurs trésoreries leur dictent un comportement plus réservé depuis l'automne. Cependant leurs stocks, déjà réduits au stade du gros, n'apparaissent pas excessifs dans l'ensemble de la profession. Malgré la faiblesse de leurs intentions de commandes, leurs achats à l'industrie pourraient se maintenir à leur rythme actuel.

La demande de biens d'équipement subit toujours le contrecoup de la poussée enregistrée à la fin de 1975 : de nombreuses commandes avaient alors été avancées pour bénéficier de l'aide fiscale. La persistance de facteurs défavorables à l'investissement, accentués par l'attentisme du moment, devrait entraîner une diminution de la demande privée, que ne suffira pas à compenser l'effort des entreprises nationales. La réduction des plans de charge qui en résultera accentuera le contraste entre les branches bénéficiant de commandes publiques ou de gros contrats à l'exportation et les autres.

La demande inter-industrielle a fait preuve jusqu'à l'automne d'une relative fermeté. La hausse des cours des matières premières industrielles, et l'anticipation de leur renchérissement par la dépréciation du franc, ont pu inciter les utilisateurs à un restockage modéré, par ailleurs permis par l'aisance de trésorerie. Mais tous les facteurs jouent désormais en sens inverse : la baisse du franc s'est interrompue ; les cours des matières premières, stabilisés depuis l'été, ne semblent pas devoir augmenter substantiellement au cours des prochains mois compte tenu du ralentissement de la conjoncture mondiale. Les industriels jugent désormais ces stocks excessifs et leurs perspectives d'achats traduisent bien leur volonté de les réduire. Cependant l'infléchissement des prévisions formulées dans ce domaine est beaucoup moins net qu'il ne l'était à la fin de 1974 ; la réduction volontaire des stocks-amont devrait rester sans commune mesure avec le mouvement observé à l'époque pour deux raisons essentielles : d'une part, leur volume, considérablement réduit en 1975 et peu accru par la suite, offre de moindres possibilités de compression ; d'autre part, les difficultés de trésorerie, qui ont commencé à se renforcer, ne devraient pas retrouver l'acuité de la fin de 1974 compte tenu des résultats d'exploitation prévus et du degré modéré de contrainte que semble devoir exercer sur ce point la politique économique.

Le bâtiment et les travaux publics sont également entrés dans une phase de ralentissement : les mesures de relance de la fin de 1975 ont cessé d'exercer leurs effets, la construction de logements se ressent de plus en plus de la chute passée des mises en chantier, les investissements en BTP des entreprises restent faibles pour les mêmes raisons que leurs achats de matériels ; les travaux toujours importants réalisés pour les entreprises nationales et les collectivités locales pourraient cependant assurer le maintien de l'activité du secteur de 1976 à 1977.

Au total, la demande intérieure devrait marquer une certaine faiblesse au cours des prochains mois. Le Programme de lutte contre l'inflation, qui vise à rétablir les conditions nécessaires à un développement équilibré de la production, en ralentissant les évolutions nominales, tend, dans un premier temps, à peser sur l'activité. D'abord il intervient dans un climat déjà très marqué par l'inquiétude, qu'il contribue à renforcer ; le blocage temporaire des prix sans inflexion notable des salaires entraîne dans un premier temps une compression des marges des entreprises, accentuant leurs comportements restrictifs ; ensuite le ralentissement des gains de pouvoir d'achat et la faiblesse de l'emploi limitent la croissance de la consommation ; et le redressement de la situation des entreprises qui devrait en résulter est interdit par l'infléchissement de l'activité.

Dans ces conditions, la demande étrangère paraît devoir jouer un rôle plus actif au cours des prochains mois. L'environnement international, nettement moins dynamique qu'il y a un an,

semble néanmoins promis à une plus grande fermeté que la conjoncture française. Les trois principaux pays de l'OCDE, dont la production représente les deux tiers de celle de l'ensemble, pourraient enregistrer en 1977 une croissance assez soutenue (Japon, Etats-Unis) ou modérée (Allemagne) de nature à jouer un rôle d'entraînement vis-à-vis des autres pays de la zone (1). D'autre part, les pays en voie de développement non producteurs de pétrole limités dans leurs achats par des difficultés de paiement en 1976, sont désormais en mesure d'accroître leurs importations, avec le décalage qui suit habituellement l'amélioration de leurs balances courantes et de leurs réserves. La France paraît assez bien placée pour bénéficier de cette relative fermeté du commerce mondial, du fait de la structure de son commerce extérieur, et surtout grâce à l'amélioration de sa compétitivité consécutive à la dépréciation du franc, et qui ne semble pas avoir été annulée par la hausse des prix à l'exportation. Ce redressement devrait entraîner des gains de parts de marchés en volume au cours du premier semestre de 1977.

La lente croissance de la consommation et le soutien apporté par les exportations assureront une faible progression de la demande finale. Mais le mouvement des stocks ne contribuera plus au développement de l'activité et pourra même jouer à l'encontre : stabilisation des encours, réduction des stocks-amont des industriels et des commerçants ; enfin, la médiocrité des perspectives, et le souvenir de l'effondrement des achats de la fin 1974, devraient conduire les industriels à limiter l'accumulation involontaire de produit finis, en adaptant sans retard leur production à la demande. Dans ces conditions, la production devrait stagner, voire légèrement diminuer au cours des prochains mois. Ce recul, prévu par les chefs d'entreprise en décembre (2), pèsera sur l'emploi, dont la croissance pourrait cependant rester légèrement positive compte tenu de l'évolution des effectifs dans le secteur tertiaire.

Le ralentissement de l'activité intérieure aura en revanche un effet favorable sur le commerce extérieur, dont le taux de couverture devrait se rapprocher de l'équilibre pour retrouver un niveau proche de celui du premier semestre 1976, malgré le frein à l'exportation que constituera encore jusqu'à la mi-1977 la faiblesse de la récolte céréalière.

La situation actuelle présente deux risques, d'ailleurs non exclusifs. Le premier est celui d'un échec dans le ralentissement des évolutions nominales.

Malgré l'imperfection du blocage des prix et avec sans doute un peu de retard, des résultats devraient être obtenus dans ce domaine : la médiocrité de la demande interne, l'atténuation des effets de la dépréciation du franc et le contexte international (3) y aideront en l'absence de nouvelle baisse de la monnaie sur le marché des changes. La hausse des prix à la consommation pourrait ainsi retrouver un rythme plus modéré dès le début de 1977.

Le second risque est celui d'un fléchissement plus prononcé que prévu de l'activité (4) conduisant, à échéance de six mois, à une forte augmentation du chômage. Si cette évolution s'amorçait avant qu'ait été obtenue une décélération raisonnable de l'inflation, le coût de l'opération pourrait apparaître excessif en regard des résultats obtenus.

Le succès de la politique économique actuelle reposera en grande partie sur deux conditions : le maintien d'une conjoncture plus soutenue à l'étranger qu'en France, et l'obtention de résultats favorables sur la situation interne. Bien que tardifs, ceux-ci devraient apparaître à partir de janvier. Ils pourraient contribuer à ramener la confiance et écarteraient sans doute la menace d'une dégradation supplémentaire du franc, permettant une certaine détente des taux d'intérêt, dont le niveau élevé est défavorable au développement de l'activité.

Si ces deux conditions sont remplies, le fléchissement de la production actuellement prévu par les industriels pourrait être de courte durée : pour l'essentiel, il présente en effet un caractère technique - réajustement en baisse des plans de charge dans les industries d'équipement, après la forte avance prise en 1976, stabilisation ou compression des stocks chez les industriels et les commerçants - alors que la demande finale continue de progresser lentement. Dans les tout prochains mois, la faiblesse de leurs résultats conduira vraisemblablement les entreprises à réduire leurs achats. A l'issue de cette phase d'ajustement, le P.I.B. pourrait retrouver une lente croissance à la fin du deuxième trimestre, avec une reprise modérée de la demande interindustrielle. En revanche l'investissement des entreprises restera faible ; sa reprise suppose, outre l'amélioration des perspectives, un redressement des résultats d'exploitation. Malgré la modération probable des hausses de salaires, celui-ci est peu susceptible d'intervenir avant le milieu de 1977, compte tenu de la stagnation de l'activité.

(1) Il faut cependant noter que le regain d'activité prévu pour l'Allemagne pourrait être compromis par une pause prolongée des autres pays européens, compte tenu de l'importance de son commerce avec ces pays.

(2) Leurs perspectives, qui font référence à l'année passée, sont toutefois tirées à la baisse par le fait que la tendance de la production était fortement croissante à la fin de 1975.

(3) Dans lequel le récent réajustement du prix du pétrole constitue toutefois un élément défavorable.

(4) qui pourrait résulter d'une croissance à l'étranger moins soutenue qu'il n'a été retenu.

