

IV - LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE ET LA SITUATION FINANCIERE DES ENTREPRISES ET DES MÉNAGES

1 - LA POLITIQUE BUDGETAIRE

L'exécution des lois de finances s'est soldée en 1975 par un déficit de l'ordre de 39 Milliards (1). Ce déficit traduit le soutien, puis l'impulsion apporté temporairement par les finances publiques à une économie en récession.

Le soutien est manifeste à partir du printemps 1975 : mais le retournement de tendance était perceptible environ six mois plus tôt ; son impact est d'ailleurs accentué par le fait qu'il succède à un important surplus de recettes sur les dépenses (2 % de la P.I.B. du 3ème trimestre 1973 au 2ème trimestre 1974). Le déséquilibre de la gestion budgétaire atteint un maximum au troisième trimestre 1975 (environ 25 Milliards).

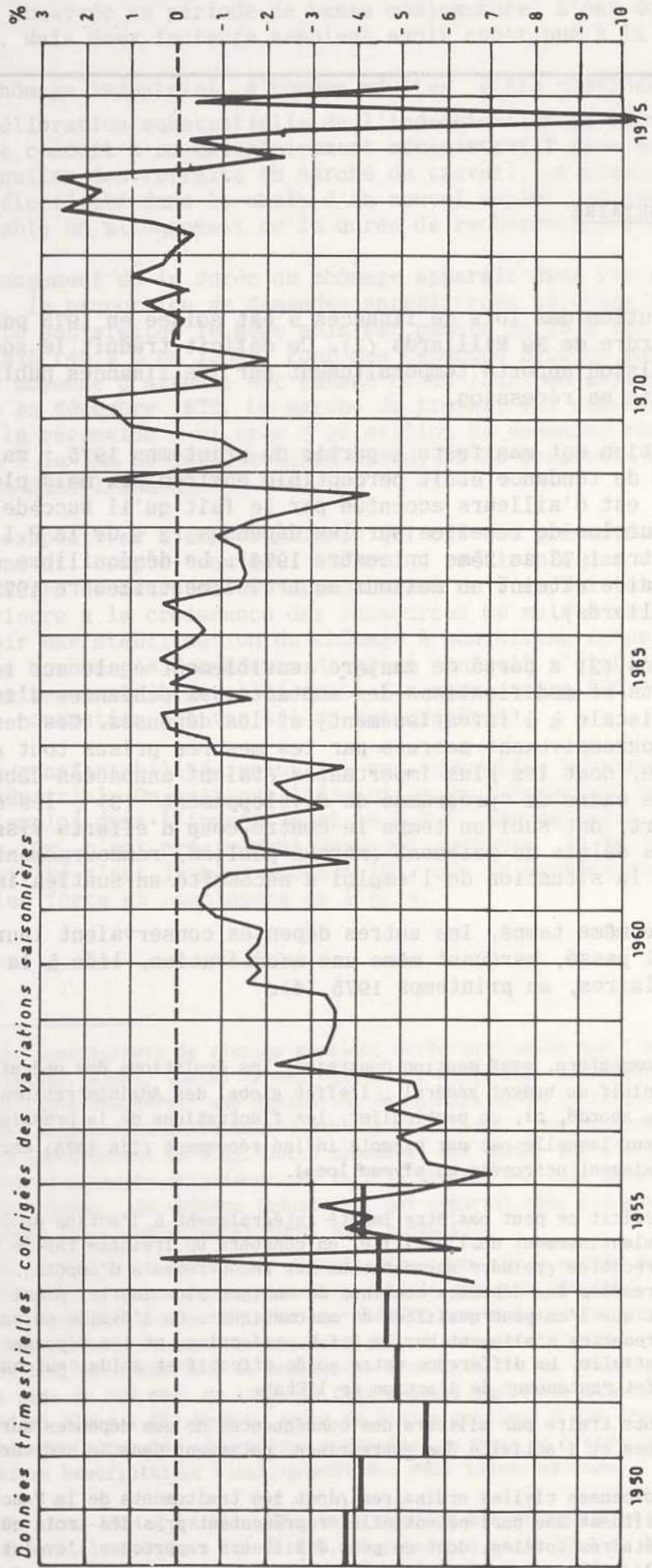
L'action (2) a porté de manière sensiblement égale sur les recettes (reports et modifications des montants des échéances d'impôts directs, aide fiscale à l'investissement) et les dépenses. Ces dernières ont été progressivement accrues par les mesures prises tout au long de l'année, dont les plus importantes étaient annoncées début septembre dans le cadre du "programme de développement" (3) ; les charges, d'autre part, ont subi un temps le contre-coup d'efforts visant à raccourcir les délais de paiement (marché publics, remboursement de taxes) ; enfin, la situation de l'emploi a nécessité un soutien important.

Dans le même temps, les autres dépenses conservaient leur rythme tendanciel passé, marquant même une accélération, liée à la progression des salaires, au printemps 1975 (4).

- (1) On commentera, sauf mention contraire, les évolutions des opérations à caractère définitif du budget général ; l'effet global des Administrations ne sera donc guère abordé, ni, en particulier, les fluctuations de la pression fiscale locale, sur laquelle ont par exemple influé récemment (fin 1975) certaines facilités de paiement octroyées au niveau local.
- (2) Le déficit ne peut pas être imputé intégralement à l'action de l'Etat. En période de ralentissement de l'activité, on constate un freinage rapide de la croissance des recettes (moindre augmentation des recouvrements d'impôts), alors que la progression des dépenses continue de manière plus inerte. Ainsi se creuse un écart que l'on peut qualifier d'"automatique". On l'évalue en considérant que les recettes s'alignent sur la P.I.B. effective, et les dépenses sur la P.I.B. potentielle. La différence entre solde effectif et solde "automatique" traduit l'effet "autonome" de l'action de l'Etat.
- (3) La note traite par ailleurs des conséquences de ces dépenses sur la demande des ménages et l'activité des entreprises, notamment dans le secteur du B.T.P.
- (4) Les dépenses civiles ordinaires (dont les traitements de la Fonction publique constituent une part essentielle) représentent près des trois quarts des dépenses budgétaires totales, dont on peut d'ailleurs rapprocher l'évolution à cette époque de celle d'autres charges, comme les prestations-maladies de la Sécurité Sociale.

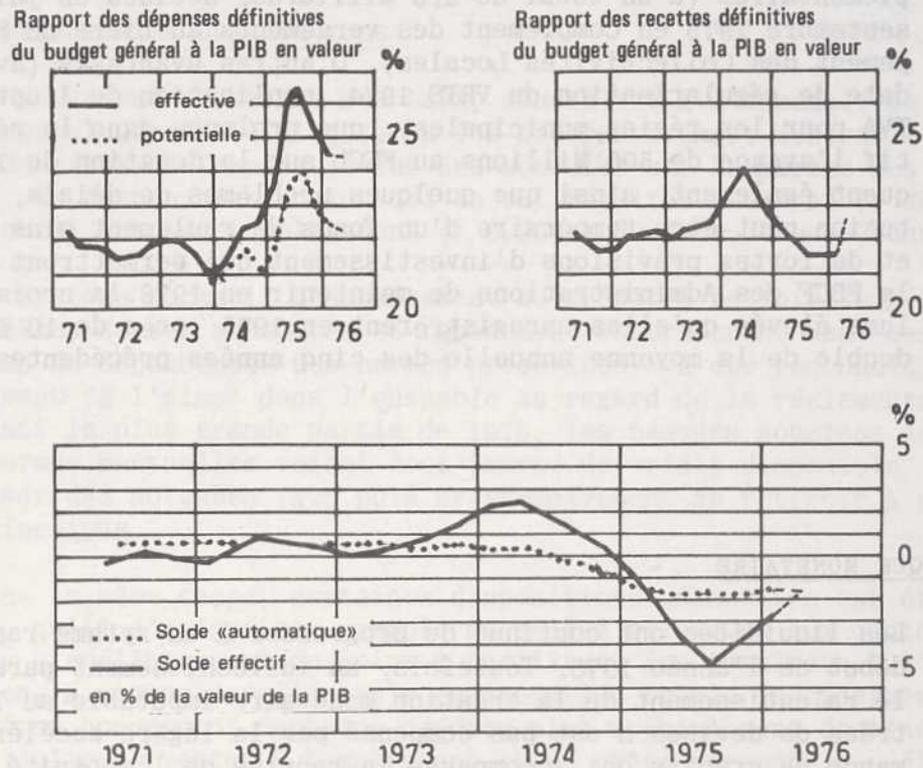
SOLDE D'EXECUTION DE LA LOI DE FINANCES, RAPPORTE AU MONTANT DE LA PRODUCTION INTERIEURE BRUTE

Données trimestrielles corrigées des variations saisonnières



En fin d'année, la reprise de l'activité a permis aux recettes de couvrir une part plus grande des dépenses, grâce à des rentrées accrues de T.V.A. Si l'on fait abstraction de l'incidence de l'aide fiscale, les recouvrements de T.V.A. croissent au cours des derniers mois à un rythme élevé d'environ 18 % l'an.

GRAPHIQUE 32



Cependant, un écart entre les dépenses et les recettes subsistera dans la première moitié de 1976. Certes, le souci de limiter désormais l'effet d'impulsion du budget, conduit le gouvernement à infléchir la progression des dépenses : la loi de finances pour 1976, le récent collectif, vont dans ce sens ; et l'augmentation des dépenses, qui s'était effectuée à un rythme de l'ordre de 27 % au cours de l'année dernière est ralentie depuis la fin de l'année 1975. Mais plusieurs particularités contribueront à maintenir un déséquilibre au début de 1976 : dépenses liées au Programme de Développement encore importantes au cours des premiers mois de 1976, faiblesse de l'impôt sur les sociétés (1) en raison de la détérioration des résultats d'exploitation 1975 ; et reports du paiement d'impôts directs du début à la fin de l'année.

Sur la voie du retour à l'équilibre, la France, qui a observé une relative prudence dans le maniement de l'outil budgétaire, et dont la dette publique (2) demeure modérée au regard du produit national, se trouve cependant mieux placée que la plupart des autres pays.

Il convient enfin de mentionner la situation des Collectivités locales (3) auxquelles les circonstances, et l'Etat, ont fait jouer sur la période récente un rôle important.

(1) A la différence des recettes de T.V.A., qui s'alignent immédiatement sur l'activité intérieure (et les importations), l'évolution des impôts sur les sociétés se trouve décalée dans le temps (les variations se trouvent répercutées pour l'essentiel dans le règlement du solde avec un retard d'environ 10 mois).

(2) Dont l'accroissement a porté sur environ 15 % du budget en 1975.

(3) Rappelons que la modernisation de la fiscalité locale, qui avait perturbé, inégalement selon les régions, le rythme des émissions de rôles au cours des dernières années, est en voie d'achèvement.

Du fait du gonflement des dépôts d'épargne, le groupe de la Caisse des Dépôts et Consignations s'est trouvé en position particulièrement favorable pour contribuer au financement du redressement économique.

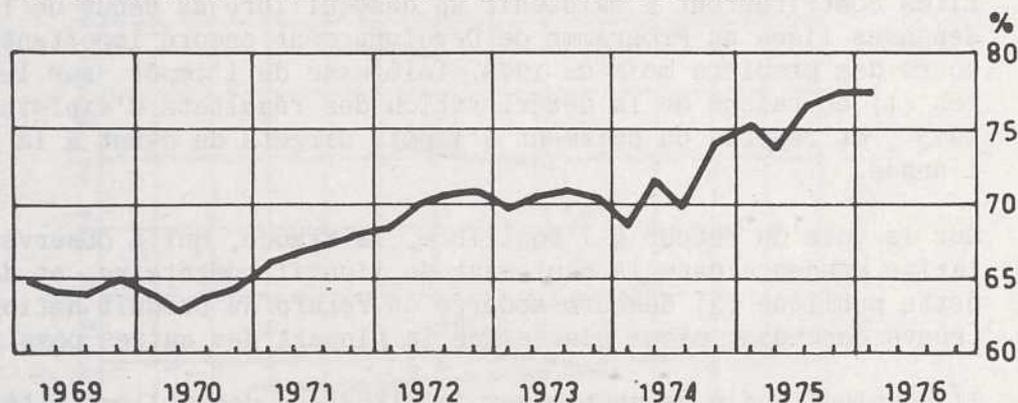
A ses forts engagements de prêts, notamment dans l'équipement local, se sont ajoutés, à la demande du Gouvernement, des financements supplémentaires (d'un total de 2,5 Milliards, décidés en juillet puis en septembre 1975 en complément des versements au titre du Fonds d'Équipement des Collectivités Locales). D'autres avantages (avance de la date de régularisation du VRTS 1974, application de l'option pour la TVA pour les régies municipales), que prolonge dans le récent collectif l'avance de 500 Millions au FECL sur la dotation de 1977, expliquent également, ainsi que quelques problèmes de délais, la reconstitution peut-être temporaire d'un fonds de roulement plus satisfaisant, et de fortes prévisions d'investissement qui permettront sans doute à la FBCF des Administrations de maintenir en 1976 la croissance en volume élevée qu'elles enregistrèrent en 1975 (près de 10 %, soit le double de la moyenne annuelle des cinq années précédentes).

2 - LA POLITIQUE MONETAIRE

Les liquidités ont continué de progresser à un rythme rapide depuis le début de l'année 1976. Toutefois, un infléchissement paraît se dessiner : le ralentissement de la création monétaire imputable au Trésor et aux entrées de devises n'est pas compensé par la légère accélération de la demande de crédits qui accompagne la reprise de l'activité. En conséquence, le caractère expansionniste de la politique monétaire - mesuré par l'évolution du taux de liquidités de l'économie (1) - s'atténue.

GRAPHIQUE 33

EVOLUTION TRIMESTRIELLE DU TAUX DE LIQUIDITE DE L'ECONOMIE*



* Le taux de liquidité de l'économie est mesuré par le rapport :
$$\frac{\text{moyenne trimestrielle du total des liquidités}}{\text{P I B trimestrielle (en valeur) X 4}}$$

Le total des liquidités comprend les disponibilités monétaires (monnaies, billets, dépôts à vue dans les banques et aux CCP) et l'épargne liquide qui recouvre

- les disponibilités quasi monétaires (dépôts à terme - bons de caisse - bons de la CNCA - comptes sur livrets - épargne logement)
- les placements auprès des caisses d'épargne (livrets épargne logement - bons)
- les bons du trésor (sur formules essentiellement)

Sources : CNC

INSEE Conjoncture

(1) Rapport $\frac{\text{Ensemble des liquidités}}{\text{P.I.B.}}$

Après avoir rappelé le cadre dans lequel s'exerce cette politique depuis le début de l'année, on analysera l'évolution des taux, qui demeure, à côté de l'encadrement du crédit, un élément essentiel du dispositif mis en oeuvre, puis on mettra en évidence les sources de la création monétaire.

Les principales orientations

- Le mouvement de baisse des taux, généralisé à l'ensemble du monde occidental depuis la mi-1974, a été progressivement contrarié à partir du début de l'année (tenue des monnaies sur le marché des charges). En France, la tension qui en est résultée a entraîné, dès le 1er avril, un léger relèvement (+ 0,20 %) du taux de base bancaire.

- Le système normatif d'encadrement du crédit à la fois souple dans certaines de ses modalités et rapidement contraignant dans ses effets en cas de dépassement des normes prescrites - a été reconduit. Relativement "à l'aise" dans l'ensemble au regard de la réglementation pendant la plus grande partie de 1975, les banques soumises au respect de normes mensuelles voient leur "marge de crédit disponible" se stabiliser dès novembre 1975 puis progressivement se rétrécir à partir de février 1976.

- Dans le même temps, certaines dispositions sélectives ont été prorogées, qu'il s'agisse par exemple de celles relatives aux concours destinés à améliorer, ou du moins à faciliter, les résultats à l'exportation, à économiser l'énergie (exonération totale de réserves)... ou d'autres concernant certains crédits plus spécialement destinés aux particuliers (ventes à tempérament (1) ; prêts personnels ; élargissement des conditions d'éligibilité au marché hypothécaire...).

- La prise en compte du mouvement généralisé de fléchissement des taux (en dépit de la hausse provoquée par la défense du franc - cf. ci-dessus) et de l'augmentation du taux de liquidité de l'économie ont rendu nécessaire tout à la fois un abaissement de la rémunération de certains placements (comptes sur livrets) et une "consolidation" de l'épargne liquide (épargne logement ; taux évoluant en fonction du terme), le réaménagement intervenu début 1976 étant par ailleurs mis à profit pour harmoniser les conditions créditrices pratiquées par les différents réseaux de collecte (banques et caisses d'épargne notamment) (2).

L'évolution des taux

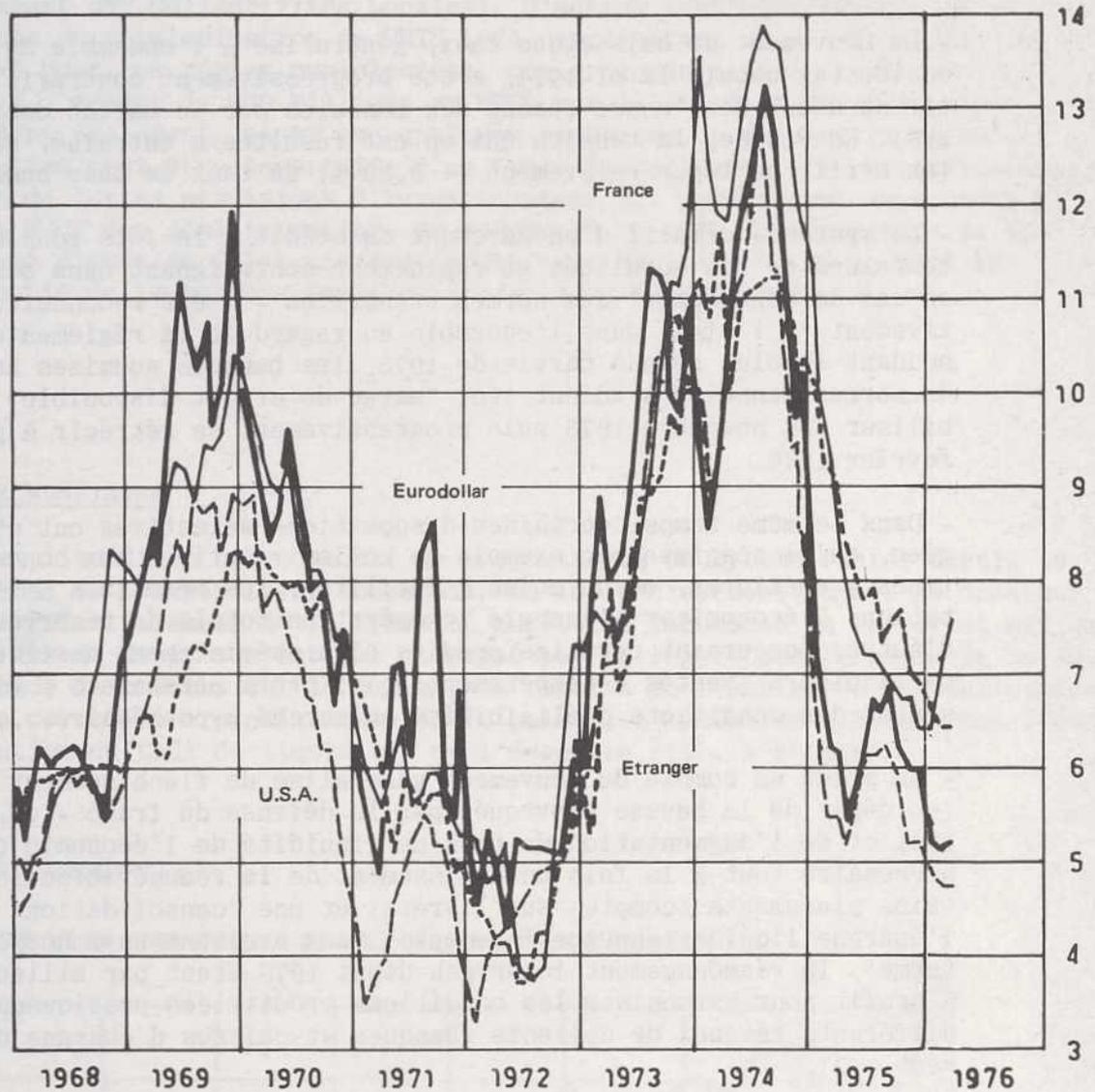
Depuis le milieu de 1975, la baisse des taux s'est ralentie pour faire place au printemps 1976 à une légère tension. Plusieurs raisons étroitement imbriquées les unes aux autres, sont à l'origine d'un tel mouvement :

- la baisse des taux américains - qui, par le canal de l'euro-dollar, demeurent des taux pivots pour bon nombre de marchés monétaires nationaux - semble interrompue.

(1) Depuis fin mars 1976, toutefois, le crédit à la consommation a été rendu un peu moins facile (réduction de la durée des prêts).

(2) Si le taux des comptes sur livrets est désormais le même pour les banques et les caisses d'épargne - soit 6,5 % - ces dernières conservent un avantage du fait de l'exonération fiscale des revenus du 1er livret dont le plafond a été relevé de 25.000 F. à 32.500 F. début 1976.

TAUX DE L'ARGENT A COURT TERME



- FRANCE : taux de l'argent au jour le jour contre effets privés
- ETRANGER : Taux moyen pondéré (1) de l'argent au jour le jour sur les principaux marchés monétaires (France, Pays-Bas, Belgique, Royaume-Uni, Japon, Allemagne de l'Ouest) à l'exception des U.S.A.
- TAUX DE L'EURODOLLAR A 1 MOIS
- U.S.A. : taux des «Federal Funds»

(1) Ce taux est pondéré par l'importance (sur la période 69-73) de la balance des capitaux monétaires privés à court terme - Source OCDE.
Il traduit donc la diversité des situations propres à chacun des pays retenus. On notera ainsi que depuis le printemps 75, le taux français est inférieur au taux pondéré en raison du niveau relativement élevé des taux pratiqués au Japon et au Royaume-Uni.

- le redressement de l'activité économique entraîne depuis le début de l'année un léger raffermissement de la demande de crédits.

- les désordres monétaires récents, liés à la chute de certaines monnaies, ont constitué l'un des facteurs principaux de tension des taux.

Après avoir fléchi de 4 points 1/2 entre décembre 1974 et juin 1975 (11,9 % à 7,3 %) et seulement d'1 point environ dans la 2ème partie de 1975 (7,3 % à 6,5 %) ; le taux au jour le jour entre banques sur le marché monétaire s'est stabilisé autour de 6 1/2 % en décembre et janvier 1976 pour se redresser en février (environ 7 %) et surtout dans la 1ère quinzaine de mars, période de forts mouvements sur les marchés des changes. Depuis, il fluctue entre 7 1/2 et 8 %.

Cette évolution s'est répercutée partiellement sur le taux de base bancaire qui a été relevé de 8,60 % à 8,80 % le 1er avril.

Si l'évolution des taux en France est demeurée influencée par le contexte international, ce dernier n'a pas, comme à certaines époques, constitué - si ce n'est tout récemment - une contrainte susceptible de compromettre la politique interne. L'importance de l'écart entre les taux français et le taux de l'euro-dollar à 1 mois a permis d'amortir les à-coups de la politique des taux suivie à l'étranger, essentiellement aux U.S.A. Alors qu'il était de 2 à 3 points durant le 1er semestre 1975, l'écart de taux en faveur de la France s'est trouvé ramené aux environs de 1/2 point au 2ème semestre ; il s'est creusé ensuite pour atteindre plus de 2 points à la mi-mars.

Les sources de la création monétaire

Après avoir évolué sensiblement en parallèle avec l'activité (1) en 1973 et pendant la plus grande partie de 1974, les liquidités mises à la disposition de l'économie se sont par la suite développées plus rapidement en raison du fléchissement de l'activité et de la politique de soutien menée à partir du printemps 1975. Le caractère expansionniste de la politique monétaire s'affirme surtout à partir du 3ème trimestre 1975. La croissance de la masse monétaire s'accélère avec l'augmentation des encaisses de transaction, et dépasse légèrement alors le rythme de 20 % l'an. Quant au développement de l'épargne liquide il s'effectue depuis le milieu de l'année dernière au rythme de 25 % l'an (contre 19-20 % depuis 1971).

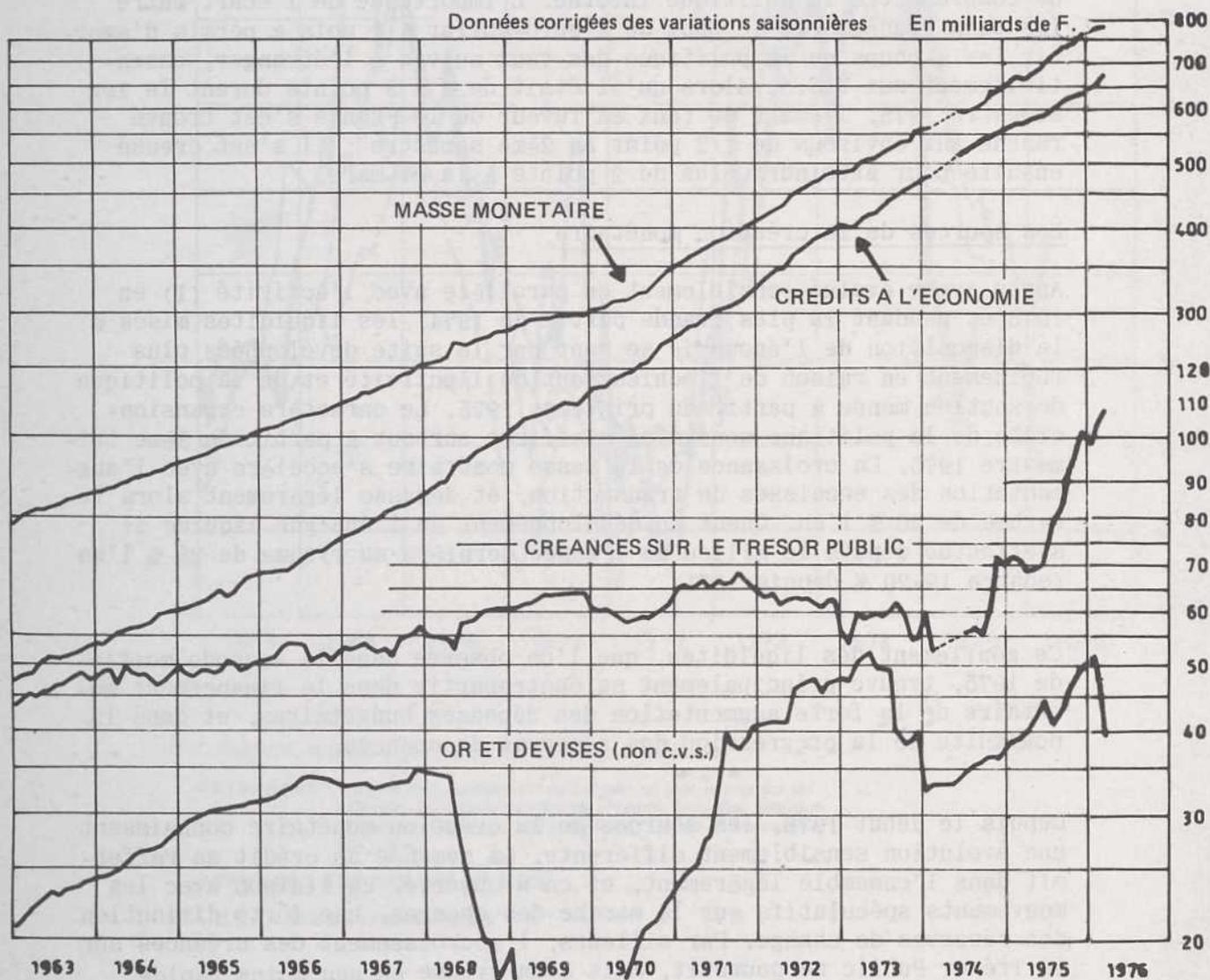
Ce gonflement des liquidités, que l'on observe dans la seconde moitié de 1975, trouve principalement sa contrepartie dans le financement monétaire de la forte augmentation des dépenses budgétaires, et dans la poursuite de la progression des réserves de changes.

Depuis le début 1976, les sources de la création monétaire connaissent une évolution sensiblement différente. La demande de crédit se raffermi dans l'ensemble légèrement, et on a observé, en liaison avec les mouvements spéculatifs sur le marché des changes, une forte diminution des réserves de change. Par ailleurs, l'accroissement des créances sur le Trésor Public se poursuit, mais à un rythme un peu moins rapide.

(1) Que l'activité économique soit "mesurée" par la P.I.B., le total des ressources ou par le total des ressources moins les exportations. (notion voisine de la dépense nationale brute).

GRAPHIQUE 35

EVOLUTION DE LA MASSE MONETAIRE ET DE SES CONTREPARTIES



La demande de crédit

Jusqu'au début de 1976, elle n'avait pas marqué d'accélération apparente. La régularité de sa progression en 1975 recouvre toutefois plusieurs mouvements.

Certains types de concours distribués par les organismes spécialisés (1) (Crédit National, Crédit hôtelier, S.D.R.) ont fortement progressé au détriment, des crédits de caractère bancaire, dont le rythme d'expansion demeurait néanmoins voisin de 13-14 % l'an (contre 20 % depuis 1971).

EVOLUTION DES CREDITS D'EQUIPEMENT

	En Milliards de Francs			Taux de progression	
	Fin 1973	Fin 1974	Fin 1975	en 1974 en %	en 1975 en %
1) Crédits de caractère bancaire (entreprises industrielles et commerciales)	73.79	88.43	105.68	19,8	19,5
2) Crédits de caractère non ban- caire distribués par les orga- nismes spécialisés	32.32	38.19	46.15	18,2	20,8
dont :					
- Crédit National	15.61	17.99	22.-	15.2	22.3
- Crédit Coopératif	6.59	8.36	10.71	26.7	28.1
- S.D.R.	4.63	5.15	7.08	11.2	37.5

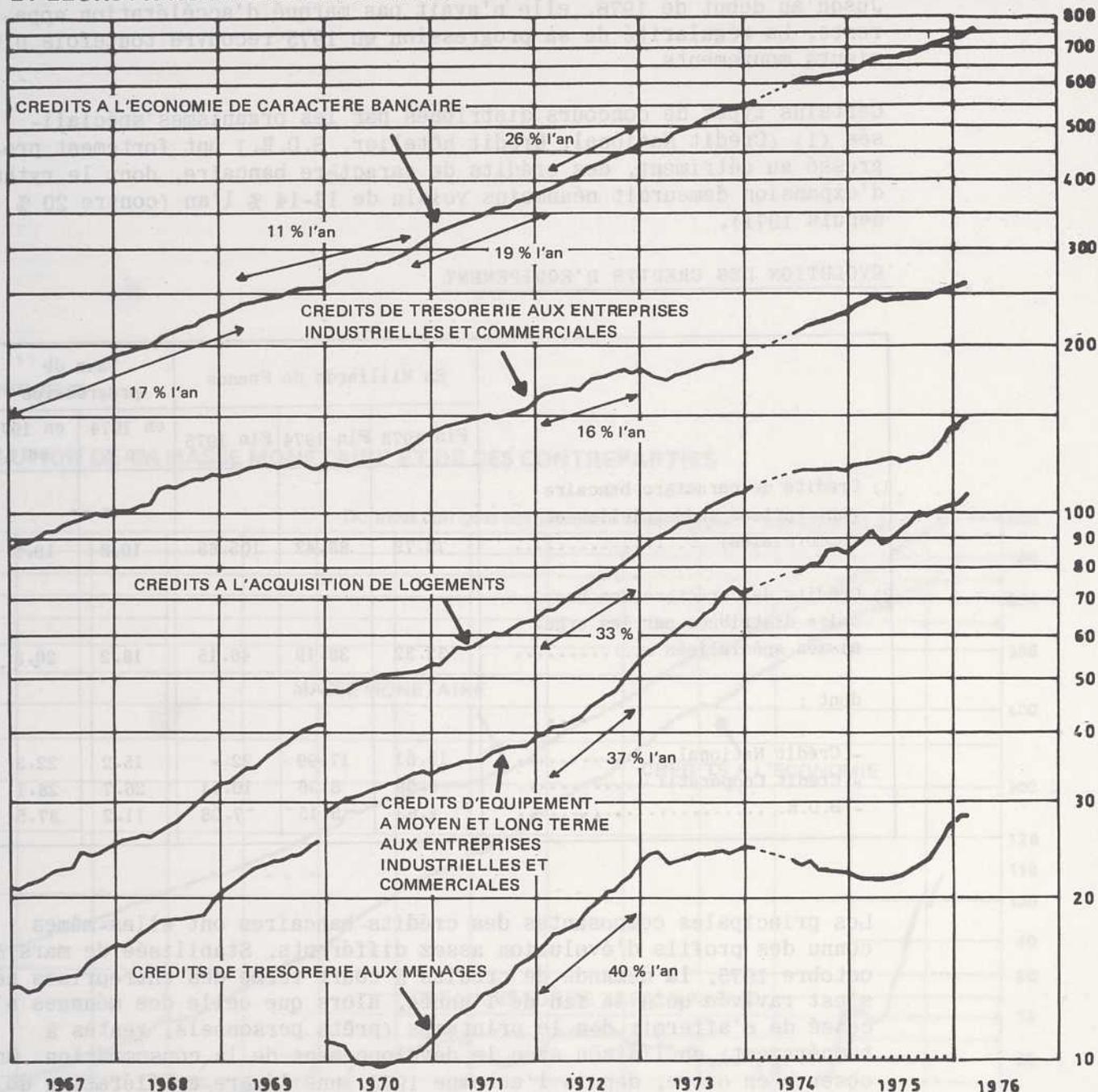
Les principales composantes des crédits bancaires ont elles-mêmes connu des profils d'évolution assez différents. Stabilisée de mars à octobre 1975, la demande de crédits à court terme des entreprises ne s'est ravivée qu'à la fin de l'année, alors que celle des ménages n'a cessé de s'affermir dès le printemps (prêts personnels, ventes à tempérament) en liaison avec le développement de la consommation. On observe en outre, depuis l'automne 1975, une légère accélération de la croissance des crédits immobiliers, et un tassement de l'encours

(1) La procédure de prêts aux entreprises exportatrices, mise en place en juin 1974, engage les bénéficiaires à accroître la part de leur chiffre d'affaires à l'exportation d'au moins 5 points dans un délai de 4 ans. L'enveloppe de ces prêts (à taux bonifiés) fixée initialement à 4 Milliards, a été portée en deux étapes à 7 Milliards (en avril 1975 et 1976).

- C'est le 23 avril 1975 qu'a été annoncée la mise en place d'une procédure visant à soutenir l'investissement productif (accroissement des capacités de production ; création d'emploi ; économie d'énergie). L'enveloppe, fixée à 5 Milliards de F. (recueillis sur le marché financier) a permis la distribution de prêts à 15 ans au taux de 10,75 % assortis d'un différé d'amortissement de 5 ans pendant lequel le taux est ramené à 8,5 % (bonification d'intérêt par l'Etat) ; Contrairement à la procédure précédente ces prêts n'ont pas été reconduits au début de 1976.

- Ces deux catégories de concours ont concerné essentiellement les P.M.E., les secteurs d'industries électriques et mécaniques ayant été les principaux bénéficiaires.

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.

des prêts d'équipement (1). Enfin, si aucune évolution nouvelle ne se manifeste pour les crédits à l'exportation (environ 17 % l'an depuis le printemps 1975), on remarque en revanche un redressement des crédits en devises distribués par les banques inscrites à partir du milieu de 1975. La poursuite depuis octobre 1974 du remboursement des avances à court terme consenties par l'étranger aux résidents a en effet progressivement fait place à une expansion plus soutenue des crédits aux non résidents, cette dernière accompagnant de façon concomitante un accroissement des avoirs en devises : ce phénomène traduit semble-t-il le rôle accru qu'exerce la place de Paris dans le domaine des relations financières internationales (transformation).

Au début de 1976, les marges dont disposent les banques par rapport aux normes fixées à la distribution du crédit tendent à se resserrer tout en restant très importantes pour les principaux établissements. La progression des crédits de caractère bancaire s'accélère légèrement avec l'affermissement de la demande de crédits à court terme des entreprises et une progression plus rapide des crédits immobiliers. Le développement des autres types de crédit (crédits à la consommation et crédits d'équipement) se poursuit à un rythme pratiquement inchangé (toutefois, les crédits d'équipement commencent à porter la trace des mesures d'incitation à l'investissement prises fin 1975).

Cette reprise modérée s'analyse de façon différente selon les agents bénéficiaires en liaison avec le mouvement des liquidités :

Pour les ménages, le gonflement des encaisses observé pendant la plus grande partie de 1975 semble recouvrir, pour une part difficile à estimer mais sans doute importante, des apports personnels immobilisés du fait du retardement d'achats de logement ; le développement des crédits à la construction qui se dessine depuis quelques mois s'accompagne ainsi d'un infléchissement du rythme d'expansion des liquidités imputées aux ménages.

Pour les entreprises, en revanche, il apparaît que les liquidités accumulées ont constitué une sorte de frein au développement du crédit. Si certains transferts ont continué de s'opérer entre les différents types de concours, globalement la demande de crédits est restée peu active (2) jusqu'en décembre alors que la tendance de l'activité s'était retournée depuis plusieurs mois (3). Durant ce laps de temps, le financement de l'activité paraît avoir été assuré par les liquidités constituée antérieurement. On observe en particulier que les secteurs industriels qui ont connu par ailleurs l'amélioration la plus nette de leurs trésoreries, ont réduit leur demande de crédits à court terme dans les plus fortes proportions à partir du printemps 1975 (4).

(1) L'incidence des mesures de soutien de l'investissement, sur la demande de crédits pour financer les achats réalisés, ne devrait faire sentir pleinement ses effets qu'en 1976 (cf. ci-après).

(2) Ceci est confirmé par l'enquête sur les trésoreries industrielles (voir chapitre suivant).

(3) Il s'agit principalement de l'activité non industrielle ; la reprise de la production industrielle ne s'amorce qu'au dernier trimestre.

(4) De même, à la fin de l'année, les industries d'équipement, qui ont bénéficié d'acomptes dans le cadre de l'aide fiscale à l'investissement, ont vu leurs liquidités s'accroître, et exprimaient de ce fait l'intention de réduire leur recours au crédit.

Le taux de liquidité de l'économie diminuera légèrement au 2ème trimestre.

Le ralentissement dans la progression des liquidités, amorcé en novembre dernier, devrait se poursuivre, le Trésor diminuant progressivement sa participation à la création monétaire ; mais le crédit jouera un rôle plus actif qu'en 1975 avec la reprise de l'activité. Les normes mises en place pour le 1er semestre n'autorisent qu'une progression d'environ 7 % en rythme annuel des crédits encadrés (1) (les 4/5 du total des crédits bancaires). Mais les banques disposent d'importantes marges de crédit, même si celles-ci se réduisent depuis février; d'autre part, certains des crédits exonérés de réserves supplémentaires devraient continuer de se développer plus rapidement que l'ensemble (exportation, prêts en devises, construction).

Au total, le dispositif en place ne semble pas devoir constituer un 'butoir' effectivement contraignant dans l'immédiat, d'autant que la reconstitution des résultats d'exploitation, qui est en cours, favorisera le financement de l'activité sur des ressources propres gratuites plutôt que sur des ressources externes (crédit et marché financier). Enfin, le niveau élevé de l'endettement des entreprises, et, dans un premier temps, l'abondance des liquidités, peuvent constituer un frein au développement du crédit.

Toutefois, les normes actuellement fixées pour le deuxième semestre pourraient se révéler contraignantes dans les derniers mois de 1976, dans l'hypothèse de la poursuite d'un rapide développement nominal de l'activité.

Au total, la croissance de la masse monétaire, après avoir été très rapide, s'infléchirait progressivement et le taux de liquidité de l'économie diminuerait légèrement.

(1) Indices de progression autorisés				
	Juin 1975	Décembre 1975	Juin 1976	Décembre 1976
- Encours globaux de crédit				
. établissements "mensuels" (*) ..	105	112 (109.8 constaté)	113	117
. établissements "trimestriels" ..	105	112	117	121
- Créances à CT/l'étranger	112	124	134	142
- Etablissements de ventes à crédit.	-	118	127	132

Source : Bulletin TRIM. de la Banque de France.

(*) Les Etablissements "mensuels" sont tenus 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 publication d'une situation trimestrielle.

Amélioration sensible des trésoreries

Il faut bien dissocier les revenus d'exploitation, qui demeurent faibles, et les situations de trésorerie, dont l'amélioration générale depuis le début de 1975 est due pour l'essentiel à des évolutions qui n'apparaissent pas dans les comptes d'exploitation : compression des dépenses (investissements, stocks), reports d'impôts, progression des crédits soutenue en regard du niveau de l'activité.

Il est probable que le premier facteur joue le rôle essentiel, une réduction des stocks d'ampleur inhabituelle (entre 30 et 40 Milliards de 1974 à 1975) a constitué une source de financement temporaire considérable. Les entreprises ont donc prélevé une part de leur capital, et elles ont réduit leurs dépenses d'investissement pendant la plus grande partie de l'année.

La contribution de l'Etat à l'allégement des trésoreries a surtout pris la forme de reports d'impôts, mais elle s'est également exercée par la prise en charge d'une part des dépenses des entreprises : aide fiscale à l'investissement, conventions passées avec plusieurs branches pour l'indemnisation du chômage partiel (1).

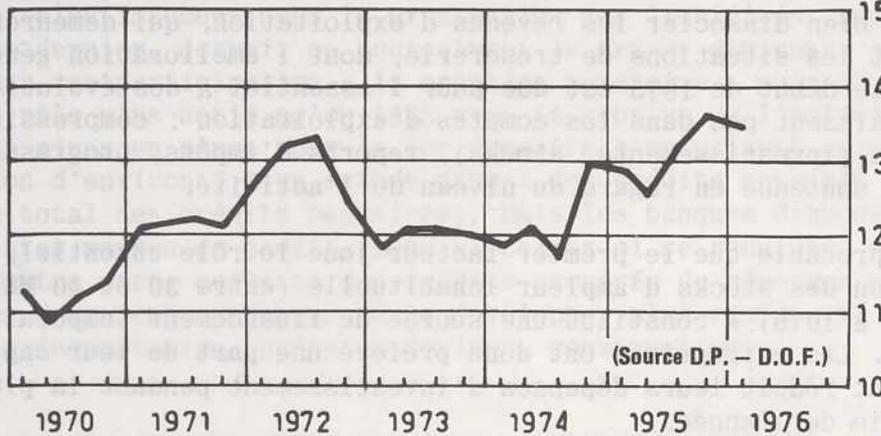
Enfin, le recours au crédit, favorisé par la réduction progressive des taux et devenu très facile dans la seconde moitié de l'année à mesure que les contraintes de l'encadrement se sont relâchées, est resté important par rapport au niveau de l'activité.

Les entreprises ont modifié la structure de leur endettement, utilisant moins de crédits à court terme (2), et consolidant leurs dettes par un recours accru aux crédits à moyen terme (notamment grâce à des bonifications d'intérêt) et par un développement des émissions obligataires dont la couverture s'est trouvée facilitée par la détente des taux sur le marché monétaire : les sommes nettes recueillies par les entreprises privées industrielles et commerciales ont doublé entre 1974 et 1975.

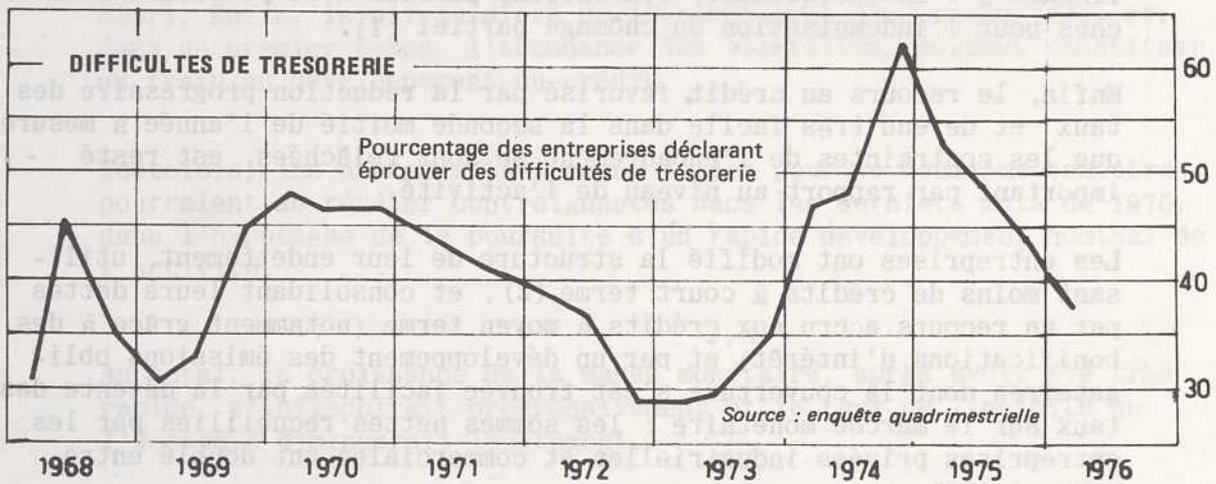
Ces différents facteurs ont contribué à un gonflement rapide des liquidités des entreprises ; celui-ci apparaît dans la seconde moitié de 1975 et concerne à la fois les dépôts à vue et à terme (3). Au dernier trimestre 1975 le montant des liquidités des entreprises rapporté à la PIB a retrouvé ainsi le niveau élevé atteint à l'automne 1972 à l'issue d'une période caractérisée par la poursuite d'une politique monétaire très libérale. Les difficultés de trésorerie ressenties par les industriels sont cependant supérieures à ce qu'elles étaient à l'époque (celles des commerçants sont du même ordre) : cette différence d'appréciation tient à la diversité des situations, mais aussi à la perception du caractère temporaire de plusieurs des facteurs qui ont joué favorablement au cours de la période récente.

- (1) A l'automne 1975, report d'échéances fiscales afférentes à l'acompte de l'impôt sur les bénéfices des sociétés et l'impôt sur le revenu des entrepreneurs individuels, portant sur environ 9,6 Milliards. Un second report, estimé pour un montant de 4 Milliards, a été autorisé de mars-avril à décembre 1976. D'autre part, le montant de l'aide fiscale à l'investissement a atteint 8,4 Milliards.
- (2) Le ralentissement est net d'après la dernière enquête sur les trésoreries industrielles. Remarquons toutefois que la différence d'évolution entre le court et le moyen terme tend à s'estomper depuis l'automne 1975.
- (3) Le montant total de ces dépôts est d'environ 120 Milliards à la fin de 1975.

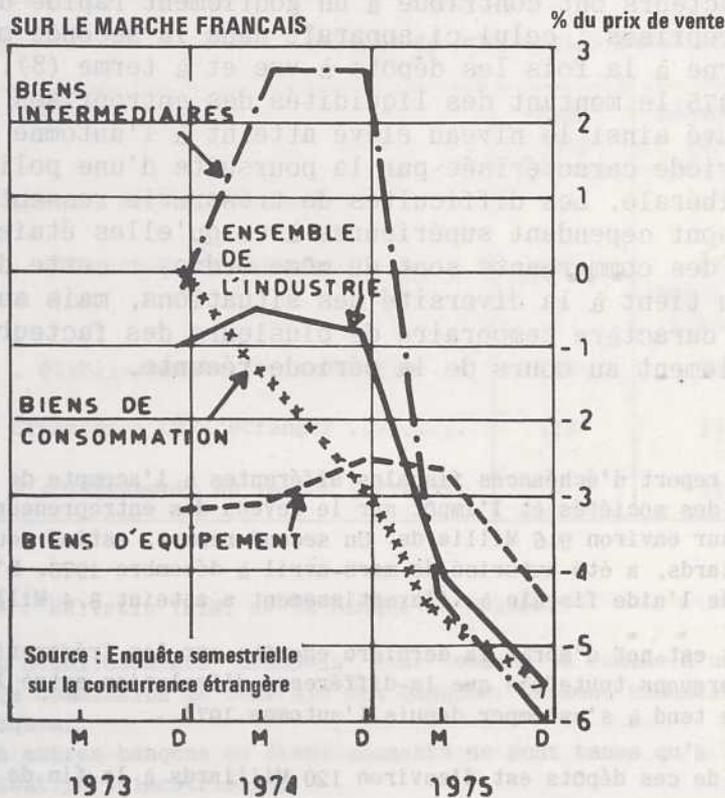
EVOLUTION TRIMESTRIELLE DES LIQUIDITES DES ENTREPRISES RAPPORTEES A LA P I B



* 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



ECART ENTRE MARGES A L'EXPORTATION ET MARGES SUR LE MARCHE FRANCAIS



Malgré des situations très contrastées, les trésoreries industrielles et commerciales sont, dans l'ensemble, jugées normales à la fin du premier trimestre 1976. Dans l'industrie, les secteurs produisant des biens intermédiaires, qui ont sans doute procédé au déstockage le plus ample, enregistrent la plus nette amélioration de leurs trésoreries depuis un an.

Dans les autres industries, les trésoreries apparaissent plus larges qu'en novembre dernier, mais la très grande aisance procurée à la fin de 1975 aux secteurs tournés vers la consommation et l'équipement par l'afflux des commandes ne s'est pas maintenue.

Redressement des résultats d'exploitation avec la reprise de l'activité.

Malgré un léger redressement par rapport au premier semestre, les résultats d'exploitation des entreprises industrielles sont restés faibles au second, particulièrement pour les grandes entreprises.

Pourtant la productivité après une chute d'environ 7 % dans l'industrie, croît à nouveau depuis le second trimestre 1975 : dans un premier temps, les gains résultaient de la baisse des heures travaillées, la production ayant cessé de diminuer ; depuis le dernier trimestre, l'augmentation de la production donne une nouvelle impulsion à la productivité. Ses progrès depuis la mi-1975 sont de l'ordre de l'augmentation du taux de salaire horaire. Aussi le coût salarial par unité produite, qui s'était accru d'environ 15 % du 3^{ème} trimestre 1974 au premier de 1975, n'augmente-t-il pratiquement plus depuis. Dans le même temps, la hausse des prix à la production, s'effectuant au rythme de 5-6 % l'an, assure l'amélioration des résultats d'exploitation (voir graphiques). Celle-ci est la plus avancée dans les industries de consommation, les premières à avoir bénéficié de la reprise, et dont certaine se trouvaient, par leurs augmentations de prix antérieures, très bien placées pour reconstituer leurs marges avec la reprise de leurs ventes. Elle s'est amorcée plus récemment dans les autres secteurs.

Un autre facteur a continué de peser défavorablement sur les résultats : la dégradation des marges à l'exportation.

Elle est liée à la rigueur de la concurrence étrangère, qui n'a cessé de s'accroître depuis la mi-1974 du fait d'une part de l'excédent de l'offre par rapport à la demande et d'autre part du maintien du franc à un niveau élevé sur les marchés de changes alors que la croissance des coûts salariaux en France restait généralement supérieure à celle enregistrée chez nos principaux partenaires commerciaux.

Pour conserver leurs marchés à l'étranger, les industriels français ont dû modérer la croissance des prix de leurs exportations, ainsi qu'on peut le voir dans les résultats des enquêtes de conjoncture ; dans presque toutes les branches les prix à l'exportation ont crû en 1975 moins vite que les prix à la production.

La concurrence étrangère est également très forte sur le marché intérieur depuis la mi-1975, mais la relative protection dont y bénéficient à court terme les producteurs nationaux - due en particulier, à la lenteur de constitution des réseaux commerciaux - les a autorisés à resserrer leurs marges dans une proportion moindre que sur les marchés étrangers, et même parfois semble-t-il à compenser par une élévation des prix intérieurs les pertes subies à l'étranger. Cet écart de prix a permis une augmentation progressive de la pénétration étrangère sur le marché français (particulièrement pour les biens de consommation).

La poursuite d'une vive augmentation de la production, au moins dans la première moitié de 1976, contribue encore à l'allègement relatif des coûts fixes et des coûts salariaux des entreprises : les gains de productivité restent importants et les hausses de salaires modérées. La dépréciation du franc atténuée légèrement la concurrence étrangère et permet d'envisager une évolution relativement moins défavorable des marges à l'exportation. Enfin, les impôts payés par les entreprises seront réduits en 1976 (de l'ordre d'un tiers) du fait de la chute des bénéfices en 1975.

Ces facteurs, et plus particulièrement la stabilisation des coûts salariaux par unité produite, sont à l'origine d'une amélioration rapide des situations financières. Le redressement des résultats d'exploitation des entreprises non financières devrait atteindre 15 % entre le dernier trimestre de 1975 et le deuxième de 1976, ce qui les ramènerait, en termes réels, au niveau moyen de 1974.

La hausse des prix industriels à la production s'accélère légèrement

Bien qu'elles n'aient pas joué un rôle prépondérant au cours de la période récente, les hausses de prix à la production permises par l'évolution du marché ont également contribué au rétablissement des marges. Après s'être ralenties jusqu'à la mi-1975, où elles étaient revenues à un rythme de 4 à 5 % l'an, elles sont plus rapides depuis les derniers mois de 1975 : 7 à 8 % l'an à partir de novembre, d'après les déclarations des industriels en mars 1976, ce qui confirme la remontée des perspectives mensuelles constatées dès septembre.

Evolution des prix à 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 :	1 9 7 4			1 9 7 5			1 9 7 6
	mars	juin	nov.74	mars	juin	nov.75	mars
	à juin 74	à nov.	à mars 75	à juin	à nov.	à mars 76	à juin (prévis.)
Biens d'investissement	1,3	0,8	0,9	0,6	0,6	0,7	0,7
Biens intermédiaires d'investissement	1,9	0,8	0,9	0,5	0,5	0,6	0,8
Biens intermédiaires purs y compris énergie	2,6	0,8	0,1	-0,6	-0,1	0,6	0,7
Biens intermédiaires de consommation	2,2	-0,2	-0,6	0,4	-0,1	0,1	1,0
Biens de consommation (1)	1,5	0,9	0,8	0,8	0,5	0,7	0,6
Industries agricoles et alimentaires	1,0	0,6	1,0	2,0	0,8	0,7	0,5
Ensemble	1,6	0,7	0,7	0,5	0,3	0,6	0,6

(1) Hors industries agricoles et alimentaires.

L'accélération qui atteint tous les stades de fabrication est la plus nette pour les biens intermédiaires purs dont les prix s'étaient stabilisés en milieu d'année après avoir baissé au printemps, mais les hausses sont loin d'être générales, l'essentiel de l'accroissement provenant d'abord du pétrole puis de la chimie et du caoutchouc ; dans la métallurgie des hausses n'apparaissent que pour les non-ferreux. Dans les autres secteurs de produits de base, ce sont les textiles et les matériaux de construction qui enregistrent les plus fortes augmentations.

Ainsi, mis à part ces derniers, abrités de la concurrence étrangère, on retrouve dans les tendances des prix intérieurs celles visibles dans les échanges internationaux de produits de base : la remontée des cours s'est d'abord manifestée dès l'été 1975 dans les secteurs de la chimie, du caoutchouc et des textiles tournés vers la consommation ; en revanche les métaux, matières premières d'investissement ne voient leur cours se redresser qu'à partir du début de l'année 1976, soit un peu plus d'un an et demi après leur retournement à la baisse.

C'est dans les industries intermédiaires mais aussi dans les industries de consommation que la rigidité des prix de ventes apparaissait le plus comme un facteur de détérioration des trésoreries à l'enquête de décembre 1975. La reprise de l'activité et l'allègement des stocks qui en est résulté pour les industriels de ce secteur ont permis à ceux-ci de réaliser les plus forts relèvements de prix fin 1975 et début 1976. En revanche les hausses de prix des biens d'équipement se révèlent plutôt inférieures aux prévisions formulées en novembre dernier et ne sont élevées que pour les véhicules utilitaires.

Le souci de rétablissement des marges conduit les chefs d'entreprise à prévoir la poursuite des hausses de prix au même rythme de 7 % à 8 % l'an. Cette moyenne recouvrerait un léger ralentissement dans les biens de consommation, notamment dans l'automobile où la reconstitution des marges est déjà acquise, et une évolution plus rapide dans les biens intermédiaires à mesure que la généralisation de la reprise atténuerait la pression de la concurrence étrangère, qui a été jusqu'ici le principal facteur de limitation des hausses. Pour les biens d'équipement, producteurs et investisseurs s'accordent en mars à prévoir une augmentation des prix d'environ 8 % en 1976, soit le maintien du rythme récent.

Cependant la vive accélération des cours des matières premières intervenue à partir de mars et renforcée courant avril, dont une large part est liée à la dépréciation de la livre (1), constitue un élément nouveau non pris en compte dans les prévisions des chefs d'entreprise. Les hausses devraient encore être importantes au deuxième trimestre, notamment pour les métaux non-ferreux, et elles risquent d'accentuer les tensions inflationnistes au delà des simples effets mécaniques sur les prix à l'importation.

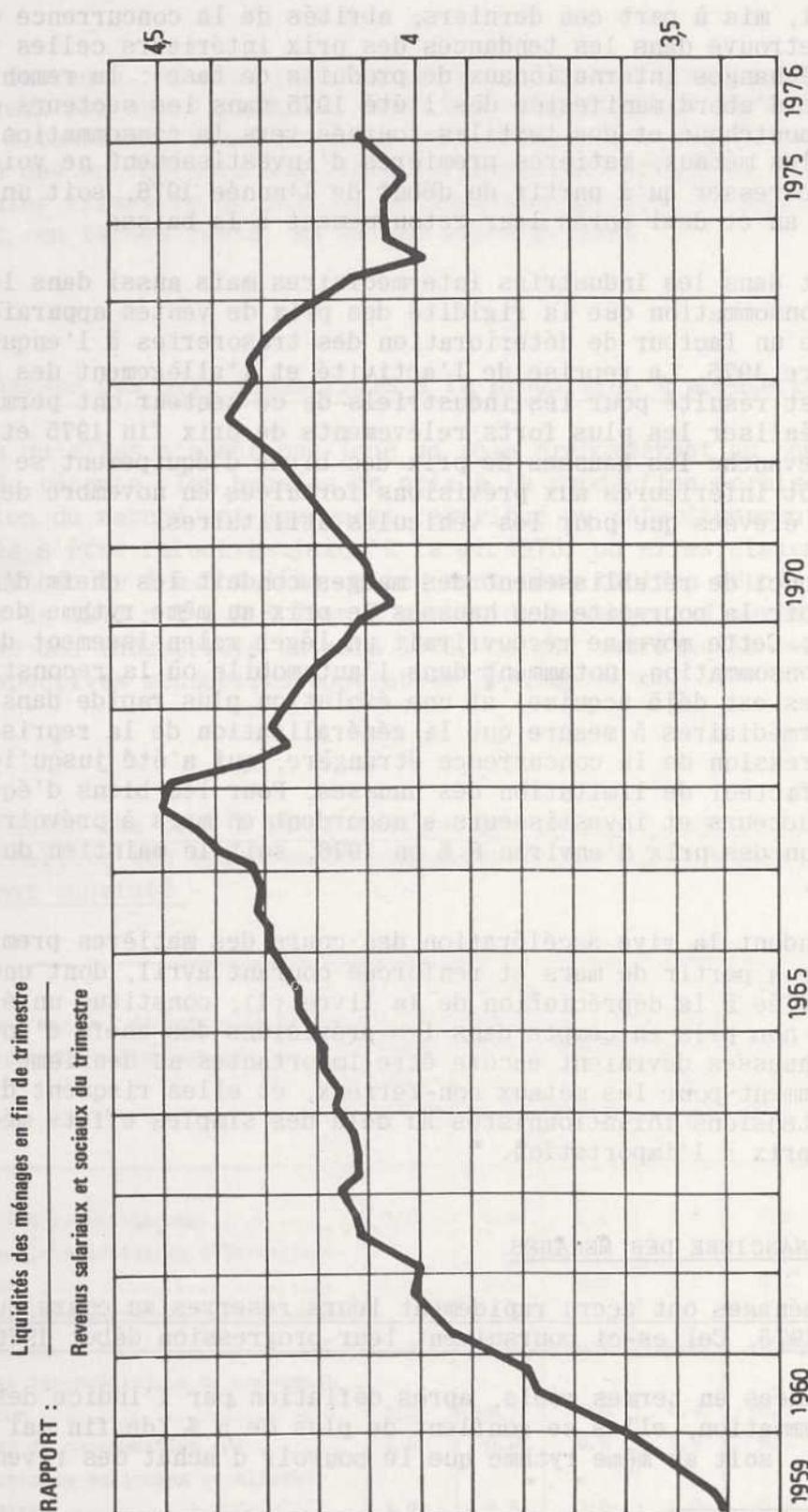
4 - LA SITUATION FINANCIERE DES MENAGES

Les ménages ont accru rapidement leurs réserves au cours du 2ème semestre 1975. Celles-ci poursuivent leur progression début 1976

Exprimées en termes réels, après déflation par l'indice des prix à la consommation, elles se gonflent de plus de 5 % (de fin mai à fin janvier), soit au même rythme que le pouvoir d'achat des revenus salariaux

(1) L'effet serait nul pour les acheteurs français si les hausses de cours en livres compensaient exactement la dépréciation de cette monnaie. Mais il apparaît que les hausses vont généralement au delà, et que l'impression d'une envolée des cours (à la Bourse des Métaux de Londres) tend à renforcer le mouvement ascendant sur toutes les places.

GRAPHIQUE 38



RAPPORT :

— Liquidités des ménages en fin de trimestre

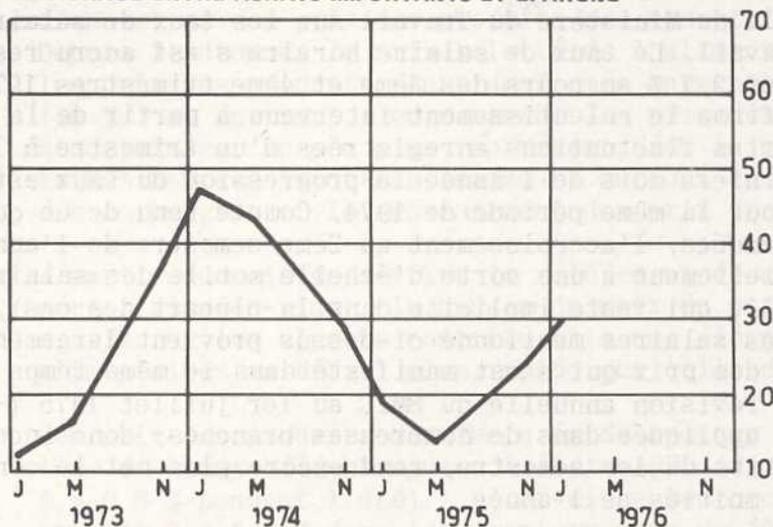
— Revenus salariaux et sociaux du trimestre

et sociaux. Si dans l'absolu la formation d'épargne paraît toujours très importante, elle est cependant relativement moins marquée qu'il y a un an : + 3 % d'octobre 1974 à mars 1975 malgré une stagnation des revenus sur la même période.

Les enquêtes sur les intentions d'achat des particuliers retracent cette modification de comportement : l'opportunité d'épargner, qui s'était renforcée de novembre 1974 à mai 1975, fléchit régulièrement depuis ; encore cet indicateur, affecté par l'amélioration de la situation financière des ménages (1), minore-t-il sans doute la flexion du taux d'épargne intervenue depuis le printemps 1975.

GRAPHIQUE 39

ARBITRAGE ENTRE ACHATS IMPORTANTS ET EPARGNE



Le redressement de la situation financière récente s'accompagnant d'une amélioration des perspectives dans ce domaine, les ménages s'attendaient donc en janvier à voir s'accroître leur capacité à épargner. Le souci de protection des encaisses contre l'érosion monétaire avait entraîné en 1975 de nettes modifications dans la structure des placements au bénéfice des dépôts en caisse d'épargne ; une évolution inverse s'est dessinée en fin d'année et début 1976 : en janvier, 53 % des ménages contre 56 % en novembre pensaient placer leur épargne nouvelle sur un livret d'épargne. Plusieurs facteurs ont pu intervenir parmi lesquels le ralentissement des prix, la baisse des taux de rémunération et l'accélération des dépenses qui nécessite un plus grand volume de moyens de paiements.

L'effort d'épargne des ménages devrait rester soutenu en 1976, après le relâchement qui s'est manifesté à partir de la rentrée 1975, mais sans toutefois retrouver l'intensité provoquée par la montée du chômage. Malgré la croissance des liquidités constatée en 1975, celles-ci restent faibles relativement aux revenus après les ponctions exercées en 1973 et 1974 par l'inflation et les restrictions monétaires : rapportées aux revenus salariaux et sociaux (les 2/3 du revenu disponible) elles ont diminué de 20 % depuis la fin 1972 et se comparent à celles du précédent creux de 1970 amené par les fortes dépenses de 1969 et l'encadrement du crédit.

(1) Une amélioration des revenus a pour effet de relever simultanément les pourcentages de ménages disposés à dépenser et à épargner, indépendamment de la modification de la propension à consommer.

Leur situation financière continue de s'améliorer

Après avoir partiellement redressé leur situation financière, début 1975, grâce à un effort d'épargne accru et à la meilleure rémunération de celle-ci, les ménages ont constaté au 2ème semestre 1975 et jusqu'au début de 1976 une amélioration régulière mais cependant plus lente qu'au cours des années 1968 à 1973. Cette appréciation est conforme aux éléments disponibles par catégories socio-professionnelles : quasi-stabilisation du revenu des agriculteurs en 1975 et tendance à un accroissement modéré en fin d'année par relèvement des prix relatifs ; bonne tenue des résultats des commerçants et transporteurs qui bénéficient de la reprise des transactions (poussée de consommation, livraisons d'équipement agricole et industriel, reprise des achats de biens intermédiaires) ; réanimation de l'activité pour les artisans du bâtiment.

Les salaires et les prix

Pour les salariés les principales indications sont fournies par l'enquête trimestrielle du Ministère du Travail sur les taux de salaires et la durée du travail. Le taux de salaire horaire s'est accru respectivement de 2,8 % et 2,7 % au cours des 3ème et 4ème trimestres 1975, évolution qui confirme le ralentissement intervenu à partir de la mi-1974 au delà des fortes fluctuations enregistrées d'un trimestre à l'autre : sur les six derniers mois de l'année la progression du taux est de 5,6% contre 7,8 % pour la même période de 1974. Compte tenu de ce que, depuis quelques années, l'accroissement au 2ème semestre de l'année correspond essentiellement à une sorte d'échelle mobile des salaires sur les prix (échelle qui reste implicite dans la plupart des cas), le ralentissement des salaires mentionné ci-dessus provient largement du ralentissement des prix qui s'est manifesté dans le même temps ; de plus le fait que la révision annuelle du SMIC au 1er juillet 1975 (+ 6,0 %) a été aussitôt appliquée dans de nombreuses branches, donc incorporée dans les résultats du 1er semestre, rend encore plus net le contraste entre les deux moitiés de l'année.

En 1975, les différences d'évolution selon l'activité économique tiennent d'abord à la proportion de salariés payés au SMIC ou à son voisinage immédiat ; ainsi les hausses les plus fortes se retrouvent dans les services (+ 18 %) (hygiène, restauration, hôtellerie) et les plus faibles dans la chimie, le matériel de transport (+ 12 % à + 13 %) et l'imprimerie-édition (+ 14 %). Cette tendance s'est trouvée de plus accentuée par celle de la productivité qui s'est en général maintenue dans les activités tertiaires alors qu'elle se réduisait fortement dans de nombreuses branches industrielles.

Si l'on tient compte de la réduction des horaires et des fluctuations saisonnières, le salaire par tête a connu au 2ème semestre un rythme de progression de l'ordre de 11 % - 12 % l'an, soit, par comparaison à l'évolution des prix à la consommation, une augmentation du pouvoir d'achat comprise entre 2 % et 3 % l'an, avec, en fin d'année, une légère reprise due à la stabilisation de la durée du travail.

Selon les déclarations faites début mars 1976, par les industriels, la hausse des salaires se serait établie aux alentours de 1 % par mois : ces réponses semblant dans la période récente suivre d'assez près l'évolution du salaire par tête, il en résulterait une augmentation un peu plus rapide des évolutions nominales, conforme aux prévisions qualitatives formulées en novembre dernier. Cependant l'accélération resterait de faible ampleur en raison de la médiocrité des résultats d'exploitation de l'an dernier ; elle porterait essentiellement sur les plus basses rémunérations qui doivent bénéficier de l'effort de revalorisation du travail manuel.

Le pouvoir d'achat de la masse salariale s'accroît en définitive surtout grâce à la reprise de la croissance des effectifs ; après avoir augmenté de 2 % du 1er trimestre 1975 au 1er trimestre 1976, il progresserait de 2 à 3 % jusqu'au 4ème trimestre 1976. La tendance serait du même ordre pour l'ensemble des revenus salariaux et sociaux.

Le rythme mensuel de hausse des prix à la consommation avait continué de se ralentir au 2ème semestre 1975, revenant à 0,6 % par mois en fin d'année. A partir du mois de janvier, la hausse des prix apparaît plus vive, à la fois sous l'effet des relèvements de plusieurs tarifs publics (énergie au 15 décembre, SNCF, PTT, redevances radio-télévision) et d'une légère accélération dans l'ensemble des services du secteur privé, pour lesquels le rythme mensuel s'élève à 1 %.

La hausse des prix alimentaires était en 1975 plutôt inférieure à celle des prix agricoles relevés en amont (prix à la production et prix de gros) : cette divergence d'évolutions se retrouvait dans les rythmes d'accroissement des prix des produits peu transformés (+ 13 % en cours d'année) et des prix des produits des industries alimentaires (+ 6,5 %). Depuis l'automne, le prix relatif de l'alimentation s'est stabilisé, les prix des produits peu transformés augmentant légèrement moins vite (10 % l'an environ) ; en revanche les prix des produits plus élaborés s'accroissent un peu plus rapidement avec la reprise des cours de certaines denrées importées (cacao et surtout café), la moindre baisse des corps gras et le redressement des prix des conserves.

A partir du mois de février le relèvement de certaines marges du commerce (viandes-vins), la hausse du prix du pain et la majoration des droits sur les alcools contribuent à une élévation de l'indice des prix alimentaires au détail plus rapide que celle des prix à la production.

Les prix des produits manufacturés du secteur privé avaient vu leur rythme de hausse fléchir jusqu'à l'été 1975 (de 0,8 % en début d'année à 0,5-0,6 % pendant l'été) : celui-ci se renforce depuis l'automne et atteint 0,6-0,7 % dans les premiers mois de 1976. Jusqu'en janvier la hausse est restée très élevée dans l'automobile, bien que moins vive qu'auparavant (+ 5,5 % depuis août) ; elle est également supérieure à la moyenne pour l'habillement ; en effet, dans ce secteur, le fléchissement récent (+ 0,6 % par mois depuis décembre contre + 1,1 % par mois à la rentrée) provient des fluctuations saisonnières du vêtement alors que les prix des articles peu élaborés ne sont plus freinés par les cours des textiles à nouveau en forte hausse. Les commerçants détaillants s'accordent depuis la rentrée à constater une hausse de prix plus rapide, mais celle-ci leur apparaît jusqu'à présent encore inférieure à la moyenne des années 1970 : de fait si celle-ci devient plus vive pour les articles de loisirs, et l'électricité quincaillerie, elle reste encore modérée pour l'ameublement, l'équipement ménager (0,4 % - 0,5 % par mois), la photo-optique-électro-acoustique (0,3 %) et les produits d'entretien.

La hausse des prix des services du secteur privé, un moment ralentie fin 1975, reprend au même rythme rapide enregistré un an plus tôt (+ 1 % par mois) avec le renouvellement des conventions des services de réparation, de restauration et de spectacles. Les prix relatifs ont ainsi augmenté de 3 % depuis le début de 1975 après être restés stables en 1973 et 1974.

La reprise est générale dans le monde occidental, mais elle est la plus avancée dans les trois pays où elle s'est amorcée par la demande interne : les Etats-Unis, l'Allemagne et la France.

A l'augmentation de la demande intermédiaire des entreprises, liée au ralentissement du déstockage, s'est superposée celle de la demande finale, les deux effets s'accéléraient l'un l'autre pour exercer leur plus forte impulsion au cours des six derniers mois : ainsi la meilleure orientation des commandes de demi-produits a conduit les entreprises à renoncer à des licenciements ; l'inflexion dans la croissance du chômage qui en est résultée et l'amélioration du climat général ont stimulé les dépenses -des entreprises et surtout des ménages- en fin d'année ; en retour, la poussée de la demande a accéléré la normalisation des stocks.

Un processus analogue s'est déroulé dans les trois pays avec de légers décalages ; partout l'action gouvernementale a contribué à stimuler la demande totale, mais elle n'a été vraiment efficace que lorsque l'assainissement des situations financières a été assez avancé. Dans les trois pays, la reprise des achats des ménages a joué un rôle important, et les industries tournées vers la consommation ont, les premières, relevé leur production.

Dans ce contexte, la situation de la France présente cependant plusieurs particularités. Le déstockage y a été plus ample et plus prolongé qu'ailleurs : en raison de situations financières sans doute plus dégradées qu'à l'étranger, les entreprises ont dû opérer un prélèvement plus marqué sur leurs patrimoines, lequel a essentiellement pris la forme d'une réduction des stocks. Alors que celle-ci était achevée dès le dernier trimestre 1975 en Allemagne et aux Etats-Unis, elle s'est poursuivie en France jusqu'au printemps 1976.

A l'origine de cette particularité de la France se trouvent la rétention de main-d'oeuvre, à laquelle ont procédé les entreprises, et la poursuite de la progression du pouvoir d'achat des taux de salaire. Le maintien de la croissance des revenus réels des ménages a assuré sur toute la période une augmentation de la consommation. La réticence à consommer a toujours été moindre qu'à l'étranger et elle s'est dissipée plus rapidement. La contrepartie s'en est trouvée dans une dégradation du compte des entreprises incitant celles-ci à réduire leurs investissements et leurs stocks.

Sur le plan de l'activité, les baisses de production ont été du même ordre dans les trois pays, mais c'est en France que la demande hors stocks a le moins diminué. L'arrêt du déstockage devrait y ramener la production à un niveau comparativement plus élevé. D'autre part, la France présente une légère avance conjoncturelle dans la reprise de la consommation, et un certain retard dans le ralentissement du déstockage, décalages qui ont eu et auront encore au cours des prochains mois des conséquences sur le solde de nos échanges commerciaux.

Toutefois, la différence la plus nette par rapport aux situations des deux pays comparés tient aux rythmes de hausses des prix et des salaires : malgré leur modération très sensible en 1975, ceux-ci demeurèrent nettement plus élevés en France (1).

(1) Les fortes hausses de coût salarial unitaire imposées par la rétention de la main-d'oeuvre en fournissent très probablement un élément d'explication.

La forte augmentation de l'activité enregistrée depuis la rentrée de 1975 résulte de l'abandon, par les entreprises et les ménages, des comportements restrictifs qu'ils avaient adoptés à la fin de 1974. Elle a été favorisée par les mesures gouvernementales et en particulier par le plan de septembre, qui a visiblement précipité la réalisation d'achats différés. La rapidité de la reprise, comparable à celle de la chute antérieure, tient aux réajustements qui se sont ainsi opérés à partir de la mi-1975 : celui, progressif, des achats des entreprises aux besoins de leur production (ou de leurs ventes) avec l'arrêt du déstockage, celui, amorcé dès le 3ème trimestre mais accéléré par les mesures, de la consommation des ménages à un niveau plus élevé.

Ce retour à des tendances plus conformes à celles du passé -taux d'épargne proche de la moyenne des années antérieures à 1974, stabilisation ou légère croissance des stocks amont (1) des entreprises- permis par l'assainissement des situations financières et la dissipation des craintes qu'avait fait naître la chute de l'activité, contribue à un relèvement de la demande et, à plus ou moins longue échéance, de la production.

Mais cette phase de "remise à niveau" n'a qu'un temps. Sa contribution à l'augmentation de l'activité cesse quand le taux d'épargne se stabilise ou quand les stocks retrouvent une tendance régulière.

En France, la phase de réajustement rend la reprise temporairement spectaculaire. Elle s'étendra encore sur environ un trimestre pendant lequel la production de biens intermédiaires devrait achever de s'ajuster aux besoins des branches situées en aval. A l'issue de cette phase, la production industrielle rejoindra, en termes trimestriels, son plus haut niveau du 3ème trimestre 1974.

Des processus amplificateurs à la hausse sont amorcés, qui excluent toute rechute de l'activité.

Dans l'immédiat, le retour aux tendances restrictives de l'année dernière est exclu, les conditions qui l'avaient entraîné n'étant pas réunies, ni proches de l'être (difficultés de trésorerie, crainte du chômage). On peut donc penser qu'à partir du milieu de l'été, les mécanismes habituels de formation de la demande redeviendront prépondérants.

Or l'ampleur de la reprise technique, et la simultanéité de la croissance dans plusieurs pays, ont entraîné le retournement, puis l'orientation à la hausse des tendances de la demande. Ainsi l'interruption de la baisse des effectifs accroît le pouvoir d'achat de la masse salariale et contribue à relever la consommation. Le rétablissement des résultats des entreprises permet une lente reprise de l'investissement, en liaison avec une remontée modeste des taux d'utilisation des capacités, et surtout avec l'amélioration des perspectives. Enfin le développement du commerce mondial entraîne les exportations.

La demande privée n'avait au cours de la récession que faiblement diminué, et pendant une courte durée. Sa progression peut maintenant soutenir l'activité et prendre progressivement le relais des dépenses publiques dont l'impulsion, encore forte au début de l'année, s'atténue progressivement ; d'autant que le mouvement, une fois amorcé, tend à se renforcer, l'augmentation de l'activité entraînant celle de l'investissement, mais aussi des effectifs et de la consommation qui soutiennent à leur tour l'activité.

(1) Stocks de matières premières et demi-produits

Une progression modérée de la demande au second semestre

Au premier trimestre 1976, la consommation s'est stabilisée au niveau élevé du dernier trimestre 1975 au cours duquel la baisse sensible du taux d'épargne traduit la réalisation d'achats différés ou avancés. Le redressement des anticipations des ménages sur leur situation financière, et la perspective d'une stabilisation du chômage font attendre pour la demande des ménages un accroissement parallèle à celui des revenus. Ainsi, le volume de la consommation croîtrait d'environ 2 % du 1er au 4ème trimestre 1976 en marquant une légère accélération après le palier de début d'année. Malgré la croissance des effectifs, la progression du revenu disponible réel resterait assez nettement inférieure à sa moyenne de longue période en raison d'une moindre croissance du pouvoir d'achat du taux de salaire horaire, sur lequel continuerait de peser la médiocrité des résultats d'exploitation de l'an dernier.

Cette évolution d'ensemble recouvrirait au 1er semestre un tassement des achats de produits industriels consécutif à la poussée de la fin 1975 puis une reprise à l'été accompagnant la poursuite de l'augmentation des revenus et peut-être légèrement stimulée par la hausse des prix. Les recouvrements d'impôts et la distribution du crédit qui ont joué l'un négativement, l'autre positivement sur l'évolution des achats en début d'année, devraient être relativement neutres par la suite.

Une croissance plus vive de la consommation semble peu probable compte tenu de la situation financière des ménages : malgré les taux d'épargne élevés constatés fin 1974 et début 1975 et la progression toujours rapide des liquidités nominales, celles-ci, une fois rapportées aux revenus, ne sont encore que faiblement redressées après la chute de 1974.

La demande de logements devrait continuer de se redresser. Elle pourrait être stimulée par l'anticipation d'un retournement à la hausse des taux d'intérêt.

La situation des entreprises s'améliore rapidement avec la reprise de l'activité, et l'état des trésoreries ne nécessite pratiquement plus la compression des dépenses et des personnels engagée à la fin de 1974. Le déstockage sur les matières premières et demi-produits, fortement ralenti au premier trimestre, est à présent achevé.

Et l'investissement, après avoir atteint un minimum au premier semestre 1975, retrouve progressivement des niveaux plus élevés. Les agriculteurs, les commerçants et les industriels ont successivement relevé leurs dépenses. La vague de commandes liée à la déduction fiscale masque les tendances profondes de la demande, mais il n'est pas douteux que l'orientation est à la hausse, et que le point bas du cycle est désormais passé. Compte tenu des révisions prévisibles en cours d'année, à mesure que les entreprises seront plus nombreuses à dégager des bénéfices satisfaisants et à retrouver une utilisation de leurs capacités plus normale, l'investissement productif devrait augmenter entre 1975 et 1976.

La demande étrangère croît à un rythme rapide dans la première partie de l'année. Mais elle est temporairement gonflée par les réajustements en cours, -notamment celui des stocks- et sa progression devrait s'infléchir. Pour l'ensemble de nos échanges, l'absence de décalage conjoncturel significatif entre la France et l'étranger fait attendre des évolutions parallèles des volumes exportés et importés.

La croissance de la production va retrouver un rythme plus normal au milieu de l'année.

Bien que toutes les composantes de la demande soient à la hausse, les chiffréments qui précèdent traduisent des rythmes de progression inférieurs aux moyennes de longue période. On connaît les facteurs qui freinent le développement de l'activité, et qui tiennent à l'ampleur de la récession : les taux d'utilisation des capacités de production restent trop faibles pour justifier dès à présent un effort d'investissement important ; et surtout les réserves de main-d'oeuvre dont disposent les entreprises limitent leur embauche et donc leur distribution de salaires. Mais ces freins se relâcheront progressivement.

Aussi, en l'absence de modifications dans les comportements, et bien que le climat général, influencé par le passé récent, soit actuellement plus expansionniste dans l'industrie qu'il n'a jamais été, ces prévisions rendent vraisemblable, à l'issue de la phase de reprise technique, une croissance modérée de la production à un rythme un peu inférieur à la moyenne de longue période.

Le profil de l'année présenterait donc deux parties très contrastées, reflétant les deux phases de la reprise : 6 à 7 mois de très vive croissance, puis sur la deuxième partie de l'année, une progression plus modérée qui aurait tendance à s'accélérer progressivement à mesure que s'atténueraient les facteurs de limitation. La tendance serait toutefois plus régulière dans les industries d'équipement, dont la charge de travail est plus étalée.

Il est désormais possible de chiffrer approximativement l'évolution prévisible de l'activité industrielle. L'indice trimestriel de la production industrielle s'est vraisemblablement situé à un niveau de l'ordre de 121 au premier trimestre 1976. La production de biens de consommation, encore soutenue au deuxième trimestre par une reconstitution des stocks des commerçants, verrait sa croissance se modérer par la suite. De même, l'augmentation des livraisons de biens d'équipement engendrée par la poussée de commandes de la fin 1975 serait suivie d'un ralentissement en attendant qu'un affermissement de la demande ne prenne le relais en fin d'année. La poursuite d'une vive croissance dans les industries intermédiaires devrait porter l'indice d'ensemble à un niveau de l'ordre de 124-125 au deuxième trimestre. Après neuf mois de vive progression (13 % en rythme annuel), il rejoindrait alors pratiquement son niveau le plus élevé atteint deux ans plus tôt. Ce niveau serait ensuite légèrement dépassé au troisième trimestre, à partir duquel la croissance deviendrait plus modérée (4 à 5 % l'an).

Malgré ce développement très vif de la production, les goulots de production seraient encore peu élevés, dans l'ensemble, en fin d'année.

Une partie de la production supplémentaire pouvant être assurée par des effectifs déjà en place, mais une partie seulement compte tenu de la diversité des situations, la croissance de l'emploi resterait inférieure à la moyenne de longue période. Dans ces conditions, il paraît difficile d'obtenir une diminution significative du chômage avant la fin de l'année. La prévision est toutefois rendue particulièrement délicate dans ce domaine par la flexion des taux d'activité.

Par rapport à la tendance centrale qui vient d'être présentée, deux facteurs pourraient être à l'origine d'une croissance plus forte au deuxième semestre : le développement du commerce mondial et la reconstitution des stocks.

Les échanges extérieurs sont appelés à un vif développement en 1976 : les pays industriels y retrouvent un rôle moteur. Mais le dynamisme de la demande extérieure s'exerce dans le cadre d'un déséquilibre commercial global pour la zone OCDE, l'extension des débouchés vers les pays de l'Est et les pays en voie de développement non producteurs de pétrole

n'étant plus susceptible, comme en 1975, de compenser le prélèvement pétrolier (1).

La croissance de l'activité doit donc s'accompagner d'un déséquilibre global des paiements des pays de l'OCDE. Ceci explique qu'aient seuls pu jouer un rôle moteur dans la reprise des pays dont les balances commerciales avaient dégagé des excédents substantiels en 1975 ; ces pays ont assumé la dégradation de la balance de l'OCDE dans la première phase de la reprise. Il explique également que l'Italie et la Grande-Bretagne n'aient pas soutenu leurs monnaies, afin de favoriser une reprise de leurs économies par la demande étrangère.

La tendance récente de la demande à l'importation de nos principaux partenaires n'est pas extrapolable (30 % l'an depuis la rentrée) ; sa progression pourrait néanmoins rester assez soutenue au second semestre ; d'une part, la demande des pays producteurs de pétrole et d'autres matières premières pourrait être accrue du fait des revenus qu'ils tirent de la reprise ; mais ce retour peut n'intervenir qu'avec décalage, et il est limité, au moins pour les pays pétroliers, par les capacités d'absorption ; d'autre part, si les croissances américaine et allemande doivent prochainement se modérer, pour des raisons analogues à celles qui ont été vues pour la France, l'affermissement, avec un léger décalage, de l'activité dans plusieurs autres pays avec lesquels la France a des échanges importants est susceptible d'apporter un soutien à nos exportations. Dans ce contexte, l'évolution de la balance commerciale de la France dépend de son aptitude à exporter sur ces marchés et particulièrement de sa compétitivité, puisque le sous-emploi des capacités n'offre guère de frein à la réalisation de surplus exportables.

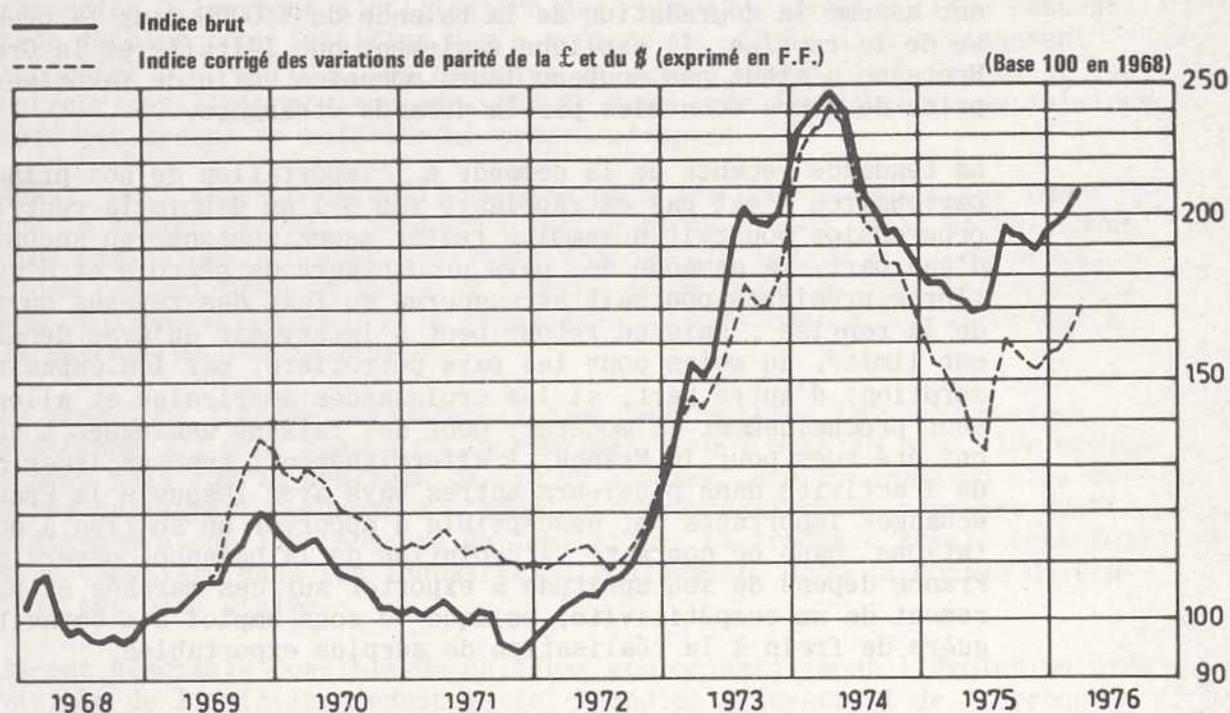
Mais un autre type d'évolution, qui acquiert une certaine vraisemblance depuis quelques semaines, est susceptible de stimuler l'activité et les importations. Nous avons prévu une augmentation des stocks à partir du printemps 1976. Mais les chiffrements auxquels nous avons procédé retiennent l'hypothèse d'un ratio stocks/production demeurant en retrait sur sa moyenne d'avant 1973. Ils ne supposent aucune constitution de stocks à des fins spéculatives, ou de précaution : or une telle éventualité, qui semblait peu réaliste au début de l'année, est désormais envisageable. Certes, des pénuries ne sont pas à craindre, et les délais de livraison devraient rester assez courts dans les prochains mois : les stocks des producteurs et les capacités inutilisées restent importants. Néanmoins les cours des matières premières, dont la progression était jusque là modérée, marquent depuis le début avril une véritable envolée, croissant de plus de 20 % en l'espace d'un mois, et retrouvant en monnaies étrangères (Dollar et Livre) le plus haut niveau du printemps 1974 (2).

Dans un contexte où les perspectives de ventes sont redevenues élevées, et où nombre de secteurs retrouvent une certaine aisance de trésorerie, une telle flambée est de nature à interrompre le déstockage dans les entreprises où il se poursuivait, et à favoriser une reconstitution des stocks : pour surprenant que puisse sembler un tel comportement après la réduction de l'an dernier, il devient rationnel pour le chef d'entreprise, dès que la hausse anticipée des cours dépasse le coût du crédit à court terme.

(1) L'excédent des paiements de la zone OPEP a été d'environ 25 Milliards de Dollars en 1975. Sa résorption pourrait s'interrompre provisoirement en 1976 du fait de la vigueur de la reprise. La saturation de la capacité d'absorption de plusieurs pays de l'OPEP (les moins peuplés) entraîne en effet la stérilisation d'une part des revenus supplémentaires tirés des ventes de pétrole.

(2) En Francs, ils restent inférieurs de 15 à 20 % au maximum de la même période.

INDICE I.N.S.E.E. DES PRIX INTERNATIONAUX DE MATIERES PREMIERES IMPORTEES PAR LA FRANCE



Cette évolution des cours des matières premières conduit à souligner le risque d'une résurgence rapide des tensions inflationnistes : à l'exception des Etats-Unis et de l'Allemagne, tous les pays occidentaux ont abordé la reprise avec des rythmes d'évolutions nominales très supérieurs à ceux qui avaient été observés au terme des récessions antérieures - pourtant moins prononcées. En France la stabilisation des coûts salariaux par unité produite a joué un rôle modérateur ; mais ce facteur va disparaître progressivement avec l'épuisement des réserves de productivité ; et le besoin de reconstitution des marges est tel que les relèvements de tarifs semblent plus déterminés par les conditions du marché, redevenues plus favorables aux producteurs, que par l'évolution des coûts. Les perspectives de prix des industriels s'élevèrent progressivement depuis l'automne dernier ; et la hausse des cours des produits de base renforcera leur tendance ascendante. Malgré le sous-emploi des capacités de production, la recrudescence des tensions inflationnistes est le risque majeur. Une croissance maîtrisée apparaît à terme comme le plus sûr moyen de réduire progressivement le chômage.

