

L'activité industrielle a continué de progresser au premier trimestre 1980. A l'automne 1979, on percevait une tendance à l'inflexion de la demande, qui pouvait traduire les premiers effets du prélèvement sur les revenus intérieurs dû à la hausse des prix des importations et semblait annoncer un retournement proche. Ce mouvement s'est interrompu au cours de l'hiver. On en voit maintenant les raisons : maintien d'une consommation et d'un investissement très soutenus, regain de demande étrangère traduisant un sursaut de même nature chez nos partenaires. L'accélération de la hausse des prix a favorisé à court terme la baisse du taux d'épargne des ménages et stimulé leurs achats. L'aisance générale des trésoreries, d'autre part, a permis aux entreprises de poursuivre leur effort d'investissement - formation de capital fixe et stocks - et explique la bonne tenue de leur demande en ce début d'année. Peut-elle se maintenir alors que le rythme de l'inflation semble désormais devoir refluer après avoir atteint son maximum au premier trimestre et que les contraintes monétaires deviennent de plus en plus fortes ? Par ailleurs, la répercussion sur l'activité industrielle du sursaut de la demande des ménages observé durant l'hiver est-elle déjà achevée ou va-t-elle se poursuivre jusqu'à l'été ?

1 - LES BIENS DE CONSOMMATION

Variations trimestrielles de la consommation des ménages

	1 9 7 8				1 9 7 9				1 9 8 0	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II *
Consommation totale	1.2	1.9	- 0.6	1.9	0.5	0.3	0.4	1.8	0.9	0.1
dont : produits industr.	- 0.6	4.0	- 1.0	1.4	- 0.4	0.2	0	1.7	0.4	- 0.1
Energie	7.5	0.0	- 8.0	11.4	1.3	-2.7	- 3.8	1.5	1.7	- 1.8
Services	1.5	1.6	0.8	1.3	0.9	1.2	1.5	1.4	0.5	0.8
Alimentat.	1.3	0.3	0.0	0.6	0.8	-0.1	0.2	1.1	0.5	0.0

* prévision

(volume en %)

Restée très soutenue de novembre à février, la consommation marque un recul sensible en mars

La consommation des ménages n'avait que faiblement progressé pendant les trois premiers trimestres de 1979. Elle a marqué une reprise en fin d'année ; le niveau élevé atteint au quatrième trimestre a de nouveau été dépassé sur les deux premiers mois de 1980, alors que les revenus des ménages stagnaient en termes réels : ainsi le taux d'épargne a continué de diminuer, pour atteindre au premier trimestre son plus bas niveau des cinq dernières années.

Le regain de consommation observé jusqu'en février a été général, mais il a porté surtout sur l'énergie - dont les achats présentent d'amples fluctuations et sur les produits industriels. Parmi ces derniers, les ventes de biens durables sont stabilisées depuis l'été, les progrès de l'électroménager et de la radio-télévision compensant le recul modéré de l'automobile, mais une reprise s'était manifestée pendant l'hiver pour le textile et pour de nombreux produits d'importance moindre dans le budget des ménages (quincaillerie, droguerie, optique-photo, librairie).

Le mois de mars marque un recul sensible et quasi-général des achats des ménages, auquel seule échappe l'automobile en reprise depuis les points bas de la dernière rentrée. Ce repli, dont il est trop tôt pour apprécier s'il correspond à l'atténuation des comportements d'anticipation, est assez prononcé pour avoir un impact sur les approvisionnements des commerçants.

Les commerçants ont allégé leurs stocks

Les stocks de la distribution s'étaient beaucoup alourdis au printemps et à l'été 1979. Le regain de consommation, que les commerçants n'ont pas totalement répercuté dans leurs approvisionnements, s'est ensuite traduit par un allègement des stocks pour les produits faisant l'objet de la plus

forte demande (1), notamment le textile-habillement. Les seules exceptions sont les chaussures et le gros équipement ménager, pour lesquels les détaillants ont récemment accéléré leurs achats.

Dans l'ensemble, les stocks au négoce apparaissent encore un peu supérieurs à la normale surtout au stade du détail ; la perspective d'un tassement de l'activité et la nouvelle difficulté d'accéder au crédit devraient conduire les commerçants à demeurer prudents dans leurs approvisionnements au cours des prochains mois, et à répercuter rapidement un retournement éventuel de la consommation.

La production : croissance lente après une pause

Depuis un an, la production de biens de consommation est irrégulière mais n'a au total que très peu progressé : environ 1 % selon des estimations convergentes (indice de la production industrielle, marges de capacité disponibles) ; après avoir fléchi à la dernière rentrée elle connaît un regain très modéré au début de 1980. Cette divergence avec l'évolution des ventes s'explique par le mouvement des stocks de la distribution, mais également par l'accroissement de la pénétration étrangère : les importations de biens de consommation courante qui avaient légèrement fléchi en volume à la fin de 1979, ont progressé de plus de 6 % au premier trimestre 1980. C'est là un déplacement très important du partage de l'offre, comparable à ce qui avait été observé à l'été dernier, et qui doit pouvoir s'expliquer par la nature des produits en regain (notamment l'habillement) et une nette détérioration de notre compétitivité sur le marché intérieur.

Ainsi, malgré la bonne tenue de la consommation, la demande reçue par l'industrie est stabilisée depuis l'été dernier et les modestes progrès de l'activité se traduisent par un alourdissement des stocks des producteurs. Sans atteindre le niveau très élevé de la mi-1977, ceux-ci apparaissent excessifs depuis le début de l'année, particulièrement dans le textile-habillement.

Vers une baisse de la production de biens de consommation

La baisse du taux d'épargne s'est poursuivie au premier trimestre. Depuis l'été dernier les liquidités des ménages se sont stabilisées en termes réels. Surtout, l'accélération de l'inflation, qui avait suscité des achats d'anticipation, et le développement rapide du crédit, qui les avait facilités, ont vraisemblablement atteint leur terme. Les ménages devraient désormais consacrer une part plus grande de leurs revenus à reconstituer des encaisses érodées par la hausse des prix, aux dépens de leur consommation. Celle-ci connaîtrait une pause jusqu'à l'été, comportant une baisse des achats de produits industriels dont l'évolution de mars est vraisemblablement le premier signe. Le mouvement serait amplifié, dans sa répercussion sur l'activité, par la résorption des stocks des producteurs. L'activité faiblirait de 3 ou 4 % d'ici la rentrée.

2 - LES BIENS INTERMEDIAIRES

Depuis deux ans, la production de biens intermédiaires a augmenté de près de 10 % contre 7 % pour les autres produits industriels. Le redressement est généralisé à toutes les branches, sauf le textile et le cuir. Il a été à peu près continu pour la chimie, le papier-carton et la première transformation des métaux, mais ne s'est vraiment dessiné qu'après la mi-1979 pour la sidérurgie, principale responsable de la croissance du secteur au cours des derniers mois.

Le fait que l'expansion du secteur ait été supérieure à la croissance d'ensemble, alors que le taux de couverture des échanges extérieurs en volume diminuait sur la période, et, sectoriellement, qu'une brusque croissance apparaisse dans certaines branches comme la sidérurgie, montre le rôle du stockage dans cette reprise.

En se limitant aux demi-produits détenus par l'industrie, les stocks amont des industriels comme les stocks à la production de demi-produits ont augmenté dans des proportions très supérieures à la croissance de l'économie (plus de 10 % en volume). Par ailleurs, il est vraisemblable que les grossistes et les entrepreneurs du bâtiment ont pour leur part procédé à une certaine accumulation de demi-produits sur la période. Volontaire quand il a été le fait des utilisateurs (principalement à l'été 1979), le stockage paraît davantage subi depuis la fin de 1979 : la progression de la demande s'est un peu ralentie (métaux, papier-carton) alors que la croissance de la production restait soutenue.

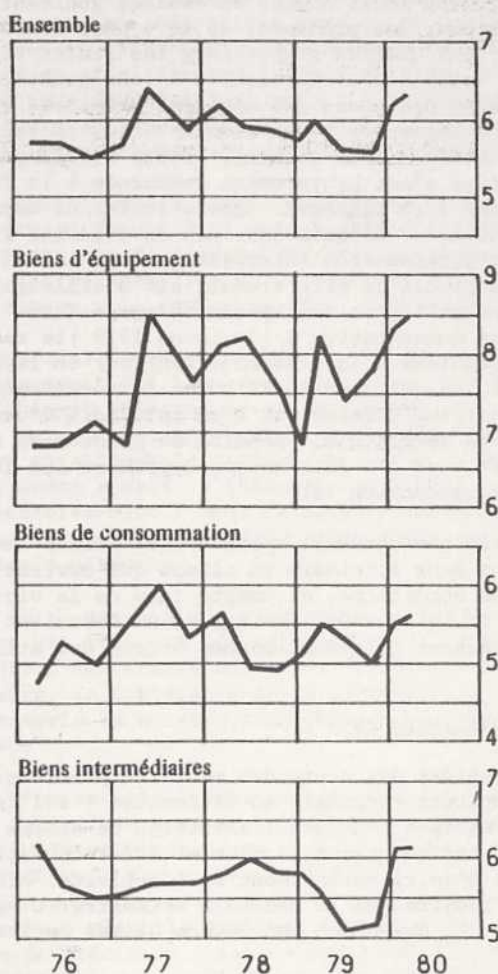
(1) Biens de consommation courante : Evolution des stocks en proportion des ressources (%).

1978				1979				1980
I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
1.3	1.7	2.0	2.1	3.1	3.3	3.7	3.3	3.7

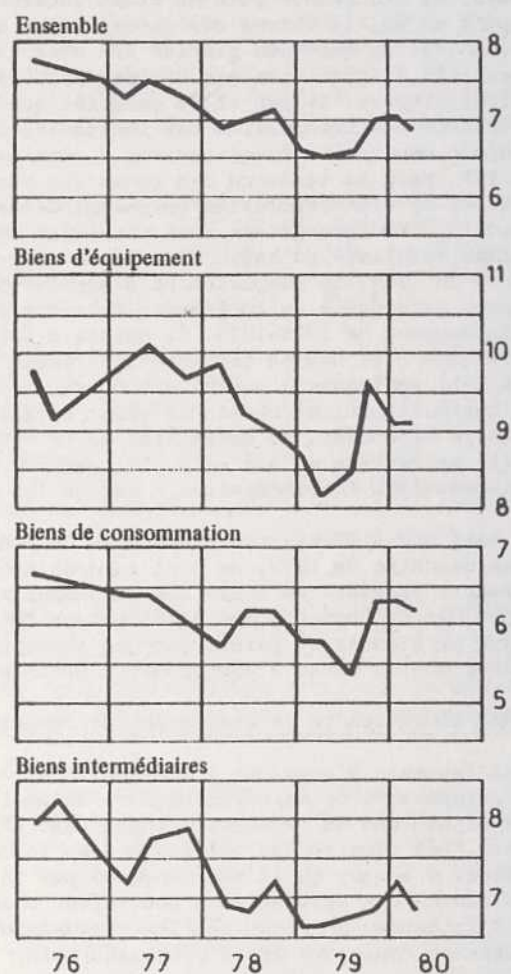
La formation de stocks est très importante depuis le début de 1979. D'abord localisée dans le commerce, elle s'effectue surtout dans l'industrie depuis la dernière rentrée, alors que les stocks des commerçants tendent à s'alléger.

GRAPHIQUE 12

**PRODUITS FINIS
STOCKS EN SEMAINES DE PRODUCTION**



**MATIERES PREMIERES ET DEMI-PRODUITS
STOCKS EN SEMAINES D'UTILISATION**



Alors que s'est déjà amorcé le ralentissement de la demande finale, on peut se poser deux questions sur le degré de désajustement manifesté par les stocks au printemps 1980 : y a-t-il actuellement dans l'économie un excès de stocks de demi-produits ? Si oui, à combien peut-on chiffrer l'impact sur l'offre de biens intermédiaires d'un retour à la normale de ces stocks ?

Il faut évidemment définir ce qu'on entend par "excès de stocks". En mars 1980, ni les utilisateurs, ni les producteurs de biens intermédiaires ne jugent leurs stocks excessifs. Pourtant, depuis un an, le volume des stocks s'est accru de 10 % pour les premiers, de 15 % pour les seconds (1). La question précise est donc la suivante : dans quelles proportions les stocks risquent-ils d'apparaître excessifs quand les conditions actuellement favorables à leur constitution auront disparu. Il est clair en effet que la forte hausse des cours des matières premières et l'aisance des trésoreries ont incité les utilisateurs à augmenter leurs stocks : ceux-ci représentent depuis l'automne environ 7 semaines de consommation intermédiaires, contre 6,6 il y a un an (2). Mais la tendance des cours des matières premières s'est brutalement retournée à la fin de février et les trésoreries devraient désormais commencer à se resserrer. Quels stocks de demi-produits les entreprises voudront-elles détenir à l'automne ? Le graphique met en évidence la baisse régulière du ratio "stocks de demi-produits sur consommation intermédiaire" de 1976 au début de 1979. Le comportement d'approvisionnement restrictif qu'elle traduit est d'ailleurs la raison principale de la lenteur du redressement des industries de demi-produits après leur effondrement de 1974-1975. La baisse a fait place à une augmentation à l'automne 1979 ; le ratio reviendra-t-il sur sa tendance antérieure (6,2 - 6,3 semaines à la prochaine rentrée) ou reviendra-t-il seulement à son niveau du début de 1979 (6,5), ce qui signifierait que le mouvement de rationalisation des stocks-amont aurait atteint son terme ? Selon que l'on retiendra l'une ou l'autre hypothèse, la diminution de ce type de stocks va de 0,4 à 0,7 semaine de production ; si celle se réalise en six mois, l'impact de ce seul effet - on n'a fait aucune hypothèse sur les consommations intermédiaires - est de 1,5 à 3 % sur la production (3).

On sait par ailleurs que les stocks de demi-produits des producteurs, après avoir diminué au premier semestre de 1979, se sont reconstitués à l'automne pour atteindre un niveau qui devrait paraître excessif au cours des prochains mois. Dans ces conditions, et compte tenu de la vigilance des producteurs qui attendent un ralentissement de la demande, ces stocks ne devraient plus guère progresser et paraissent peu susceptibles de compenser la réduction des stocks des utilisateurs, dont l'effet s'exercerait à plein sur l'offre.

Quand interviendra ce changement de comportement des utilisateurs ?

Deux facteurs s'opposent : l'orientation désormais baissière des cours des matières premières, et la perspective de moindres hausses de demi-produits incitent désormais au déstockage ; à l'inverse des situations de trésorerie encore satisfaisantes permettent toujours l'entretien de stocks importants. Les simulations réalisées avec le modèle METRIC indiquent que le premier effet devrait l'emporter, d'autant qu'il est renforcé par la perspective d'un ralentissement de l'activité. Ainsi les stocks des utilisateurs pourraient commencer à se réduire dès le deuxième trimestre. C'est bien là l'intention annoncée par les industriels : en mars ils prévoient une légère baisse de leurs achats au cours des trois prochains mois.

Cette baisse devrait s'accompagner d'une évolution similaire des commandes étrangères (4) : les carnets-étranger des producteurs se dégarnissent rapidement depuis 4 mois. Au total, le tassement de la demande finale et la résorption des stocks auraient comme conséquence une diminution sensible de l'activité des industries intermédiaires. D'après les réponses fournies en avril par les producteurs, cette baisse paraît s'engager dès le deuxième trimestre.

Profil de production prévu pour les biens intermédiaires

1 9 7 9				1 9 8 0		
I	II	III	IV	I	II	III
123	123	131	130	131	129	126

(1) Estimations tirées de l'enquête trimestrielle dans l'industrie.

(2) Le relèvement de la portée de ces stocks entre juin à octobre expliquerait environ 3 % de croissance de la production sur la période.

(3) Pendant que se réalise l'ajustement des stocks au niveau désiré, la demande (et la production) doit être inférieure de 1,5 à 3 % à la consommation de biens intermédiaires.

(4) Après leur repli de la fin 1979 (- 2 % du troisième au quatrième trimestre), les exportations de biens intermédiaires ont fortement progressé (environ 7 %) au début de l'année (grâce à la reprise des métaux et produits du travail des métaux).

3 - LES BIENS D'EQUIPEMENT

La production de biens d'équipement s'est redressée rapidement à partir de l'été et a continué de progresser jusqu'à la fin du premier trimestre 1980 (1) ; cette évolution tranche avec celle des deux précédentes années, marquées par un repli de l'activité au cours de l'hiver. Il est vrai qu'à une demande intérieure soutenue (voir ci-après en partie 4 l'analyse de l'investissement) s'est superposé en début d'année un regain de demande étrangère ; ce regain a été perçu par les industriels mais ne se traduit toutefois pas encore dans les exportations, qui restent en retrait de leurs niveaux de l'été. La progression récente des commandes étrangères s'est en effet étendue à l'ensemble des secteurs de biens d'équipement (à l'exception de la mécanique de précision) mais a plus particulièrement profité à la construction électronique et à l'aéronautique, c'est-à-dire à des branches qui pratiquent des délais de livraison généralement longs (en moyenne supérieurs à une année).

Conséquence de la bonne tenue de la demande, les carnets des producteurs ont sensiblement progressé depuis deux ans et semblent bien garnis ; leurs niveaux et l'attente d'une légère augmentation de la demande, essentiellement alimentée par sa composante étrangère, expliquent que les perspectives de production des industriels du secteur soient généralement orientées à la hausse ; il semble en effet probable que l'activité soit assurée jusqu'à l'automne.

Toutefois, l'évolution des stocks de produits finis suscite des interrogations : leur décroissance avait été l'un des effets les plus nets de la reprise de la demande à l'automne. Elle s'est maintenant interrompue et ces stocks sont à nouveau jugés légèrement excessifs (2), ce qui semble un peu contradictoire avec l'orientation des opinions sur les carnets. Une première explication serait que la production a maintenant rejoint la demande, qui elle-même n'augmente plus que lentement ; mais le phénomène peut aussi résulter de l'existence de disparités sectorielles : l'accroissement récent du niveau quantitatifs des stocks de produits finis est surtout localisé dans la construction électrique et la construction électronique, secteurs où actuellement la demande plafonne.

De fait, une analyse globale de la situation conjoncturelle des industries de biens d'équipement est toujours délicate, même si les derniers mois ont été marqués par une tendance à la réduction des écarts entre les différents secteurs : grâce à la progression de la demande intérieure, la croissance de la production s'est au premier trimestre étendue à toutes les branches, y compris la construction de machines dont l'activité était restée stagnante au second semestre 1979.

Si l'on excepte le cas particulier de l'informatique, qui bénéficie depuis plusieurs années à la fois d'une demande intérieure et d'une demande extérieure soutenue, et en conséquence d'une activité en progression régulière (3) - le tassement de production enregistré à l'automne n'ayant été dû qu'à des motifs techniques -, les disparités sectorielles sont déterminées par l'existence pour certains produits de marchés extérieurs qui assurent le maintien des carnets de commandes : c'est le cas pour la construction aéronautique la construction électronique, la mécanique de précision ; par contre la construction de machines, l'équipement général industriel et la construction électrique ont des carnets peu étoffés et de ce fait, leur légère croissance actuelle est à la merci d'un fléchissement de la demande intérieure, toutefois improbable avant l'automne ; signalons enfin la persistance de difficultés dans deux secteurs : la construction navale - en attente d'une reprise de la demande mondiale de navires - et la construction de poids lourds où, malgré une tendance à une croissance lente des immatriculations (environ 4 % par an) et une augmentation des exportations - ces dernières sont cependant un peu retombées en fin d'année après leur pointe de l'été qui avait permis d'approcher les rythmes de vente à l'étranger en 1974 - la production ne peut se développer à cause de la poursuite de la pénétration du marché intérieur par les véhicules étrangers.

(1) D'après les marges de capacités, la production se situerait actuellement environ 3 % au-dessus de son maximum antérieur de l'automne 1978.

(2) Ce jugement reste néanmoins nettement plus favorable que celui formulé au printemps 1979 ; il est comparable à celui de l'automne 1978, où la demande était soutenue.

(3) L'informatique est le seul secteur où les effectifs progressent ; ces derniers sont stabilisés dans l'aéronautique et la construction électronique et se réduisent dans les autres branches : au total le glissement des effectifs dans les biens d'équipement (y compris l'automobile qui est intégrée au "transport terrestre") a été de - 1,5 % en 1979.

Biens d'équipement : Carnets de commandes (exprimés en semaines de production)

1 9 7 8			1 9 7 9				1 9 8 0	
mars	juin	oct	janv	mars	juin	oct	janv	mars
27,4	29,8	31,5	31,6	31,8	31,2	32,7	33,0	32,7

4 - LES TENDANCES RECENTES DE L'INVESTISSEMENT

Depuis la rupture de 1974, de nouvelles caractéristiques sont apparues dans la tendance longue du cycle. Le souci accru de la rentabilité a poussé à un effort d'amélioration de la productivité du capital après la chute qu'elle a connue en 1974-75. Cet effort se manifeste par diverses modalités : déclassements accélérés d'unités insuffisamment productives, gestion plus rigoureuse de l'investissement, recherche d'une meilleure utilisation des capacités. La structure de l'investissement s'est modifiée au profit de l'investissement de remplacement et de productivité, au détriment de l'investissement de capacité. Par ailleurs, la conception des projets d'investissement est devenue plus modulaire, permettant une adaptation rapide de la formation de capital aux fluctuations à court terme de la demande.

Le mouvement positif actuel de l'investissement a débuté au printemps de 1978. Après une pause au début de 1979 il s'est accéléré en milieu d'année et paraît se poursuivre en 1980. Il est dû à la conjonction de plusieurs causes générales : amélioration des anticipations de demande, redressement des profits, amenuisement progressif des marges de capacité. Cependant, les enquêtes conjoncturelles de l'I.N.S.E.E. auprès des chefs d'entreprises permettent une analyse structurelle plus fine qui fait apparaître l'importance de la meilleure répartition des profits dans la diffusion du phénomène et le rôle moteur de l'industrie.

. Le mouvement actuel de l'investissement est favorisé par la redistribution des profits entre les secteurs

En 1978-1979, la redistribution sectorielle des profits introduit un élément conjoncturel nouveau qui peut permettre à l'investissement de "tenir" au-delà d'éventuelles fluctuations de l'activité. Le mouvement relatif des prix et productivités favorise en effet en 1978-1979 les secteurs initialement les plus touchés par la crise (biens de consommation, biens intermédiaires dans l'industrie ; l'industrie plutôt que le non-industriel) : la stabilité du partage de la valeur ajoutée pour l'ensemble des branches marchandes recouvre une modification de ce partage dans l'industrie, plus précisément dans les secteurs de biens de consommation et de biens intermédiaires, en faveur des profits : l'écart défavorable à ceux-ci qui s'était créé en 1974-1975 entre prix de la production, prix de la valeur ajoutée, coût salarial unitaire est en voie de résorption en 1979, sans que les effets du second choc pétrolier soient encore très sensibles. Les secteurs obtiennent un renouveau de leur rentabilité : la coïncidence d'une capacité d'offre limitée et de cette amélioration peut induire des profits élevés sur l'ensemble des générations d'équipement et pousser à un effort d'investissement. C'est d'ailleurs ce qui explique en partie les projets importants pour 1980 des secteurs de biens intermédiaires (verre, matériaux de construction, papier-carton, sidérurgie, pétrole et, dans une moindre mesure, chimie), qui semblent décidés à élargir leurs capacités de production et prévoient une reprise de leurs investissements. Certains secteurs de biens de consommation courante ont déjà connu une reprise de l'investissement en 1979 (textile, cuir-chaussures), après une longue phase de diminution : cette reprise paraît cependant peu durable ; elle ne semble pas se poursuivre en 1980 et reste prioritairement orientée vers les investissements de remplacement (1).

Les prévisions favorables de l'enquête Investissement pour 1980 correspondent à l'extension sur l'ensemble de l'année d'un mouvement en cours au premier semestre : cette extension s'appuie sur le mouvement différencié des profits et est en correspondance avec les taux d'autofinancement sectoriels relevés dans la même enquête. Les prévisions sectorielles sont en conformité avec l'allocation des profits, ce qui n'était pas le cas des années précédentes et donne de la solidité aux intentions des industriels.

(1) Dans le textile, le diagnostic de la croissance de l'investissement est conforté par la forte croissance des commandes de matériel textile en 1979.

Commandes (moyenne mensuelle en millions de francs)

1978	III-78	IV-78	I-79	II-79	III-79
125,7	99,7	136,6	154,7	170,3	151,9

Au second semestre, cette tendance va s'opposer à l'effet défavorable du resserrement du crédit et à la diminution des anticipations de croissance. On ne peut donc exclure que l'investissement soit affecté par l'inflexion générale de l'activité ; mais il semble qu'il pourrait cependant constituer un élément modérateur si cette inflexion n'est pas suffisamment profonde pour venir modifier les perspectives plus structurelles décrites ici.

Le redémarrage de l'investissement paraît assez général

En 1979, le mouvement ascendant de l'investissement, toujours soutenu par les grandes entreprises nationales, est entraîné par l'investissement industriel et connaît une diffusion progressive, maximale à la fin 1979 et au début 1980. Cette diffusion s'étend :

- aux différentes entreprises, avec la réduction simultanée des marges disponibles et de la dispersion de ces marges entre entreprises. Les réalisations pour 1979 et les intentions pour 1980 que révèle l'enquête Investissement sont d'ailleurs assez homogènes en fonction de la tranche de taille : les différentes tailles ont contribué à la croissance modérée du volume de l'investissement en 1979 et prévoient d'investir fortement en 1980.
- aux différents secteurs : A la fin de l'année 1979, ce développement de l'investissement se généralise aux commerces (surtout commerces de gros de biens intermédiaires et, moins nettement, de biens de consommation), aux services, au B.T.P. et aux transports. Les autorisations de construire, qui avaient nettement crû dès le deuxième trimestre pour les bâtiments industriels, s'améliorent nettement en fin d'année pour les bâtiments de stockage, les locaux commerciaux, les bureaux. Il y a un mouvement de diffusion du phénomène d'accélération, sous la pression de l'activité.
- aux différents produits : alors que depuis 1979, l'investissement délaissait certains produits (ceux de la construction mécanique au profit de l'électronique), les commandes et ventes de machines-outil en France (d'après les enquêtes de branche et les séries des enquêtes commerce) connaissent un regain très important en fin d'année 1979 et au début 1980 (mais cette croissance est compensée pour les producteurs par un repli des marchés extérieurs). Il en est de même pour la mécanique de précision. Cette extension aux produits "classiques" se constate aussi pour le matériel pour travaux publics et la sidérurgie, la grosse et moyenne mécanique. Il y a un effort de renouvellement du parc d'équipements traditionnels, vieillissant, alors que l'effort antérieur d'investissement de remplacement portait sur la mise en place d'automatismes, d'améliorations électroniques des processus existants.

Le développement de l'investissement en 1979 et au début de 1980 est donc le fruit d'un double mouvement d'accélération et de diffusion, qui atteint un maximum d'intensité à la fin de l'année 1979 et se maintient au premier trimestre 1980. Ce qui fait la caractéristique de ce mouvement d'investissement est sans doute plus sa diffusion que son ampleur.

Le mouvement d'investissement paraît se maintenir dans la première moitié de 1980

Les flux de commandes reçus par les producteurs de biens d'équipement restent importants, et ces flux semblent principalement alimentés par les commandes intérieures.

Par ailleurs l'examen d'indicateurs qui reflètent spécifiquement le marché intérieur confirme l'évolution positive de l'investissement au premier semestre 1980 : les ventes de biens d'équipement du commerce de gros (qui sont pour 4 % destinées à l'extérieur et incorporent 37 % d'imports) restent à un bon niveau jusqu'en mars et s'accroissent encore en ce qui concerne les biens d'équipement industriels, en particulier les produits "classiques" (machines-outils, outillage, matériel de soudage). Or l'examen des évolutions passées montre que le solde d'opinion relatif à ces ventes est bien corrélé aux mouvements de l'investissement des entreprises.

Quelques indications sectorielles

- Initiatrice du mouvement d'investissement en 1979, (1) l'industrie continue à en être le principal soutien au début 1980 ; les indications de l'enquête sur l'investissement de mars 1980 et de l'enquête dans le commerce de gros sont sur ce point convergentes. Les ventes de biens d'équipement industriels continuent à croître.
- L'agriculture avait investi fortement en 1978, ce qui constituait un rattrapage. Les différents indicateurs concourent à indiquer une baisse modérée en 1979, qui pourrait s'aggraver en 1980 (2).

(1) Rappelons que, selon l'enquête sur les investissements de novembre 1979, les commandes des investisseurs industriels ont progressé de 15 % en valeur au second semestre 1979 (par rapport au premier semestre).

(2) Dans l'enquête réalisée en janvier-février auprès des ménages, les agriculteurs indiquent une évolution défavorable de leur situation financière.

Déjà, le commerce de gros enregistre une baisse des ventes de matériel agricole après leur faible remontée de la fin de l'année 1979. La tendance des immatriculations de tracteurs agricoles reste étale et les autorisations de construction des bâtiments agricoles enregistrent un recul de 3,5 % en 1979 par rapport à 1978.

- Dans le commerce, l'intention d'investir s'est renforcé à la fin de l'année 1979 et au début de 1980, surtout dans le commerce de gros de biens intermédiaires. La pression de l'activité pourrait donc favoriser une progression modérée de l'investissement du commerce, très inerte depuis plusieurs années. Les autorisations de construire des locaux commerciaux ont progressé de 5 % en 1979 sur 1978.

Dans les services et transports privés, l'accélération des immatriculations de véhicules utilitaires (neufs et d'occasion) au second semestre 1979, le regain en fin d'année des ventes de matériel de bureau et leur maintien à un niveau correct en début d'année peuvent contribuer à une évolution positive de l'investissement du secteur en 1980, d'autant que les autorisations de construction de bureaux ont fortement crû au deuxième semestre 1979. Les autorisations de construction de garages ont cependant évolué négativement.

- Dans le B.T.P. : les réponses que font les entreprises à l'enquête B.T.P. d'octobre sur leurs prévisions d'investissement pour l'année à venir extrapolent en général un mouvement en cours. Dans le cas de 1979, il semble cependant que le mouvement n'ait pris naissance qu'au second semestre et qu'il puisse donc se maintenir à un niveau satisfaisant au début de 1980, sans pour autant s'accélérer. C'est ce que donne à penser également l'enquête de février dans l'artisanat et les petites entreprises du Bâtiment.

5 - LES STOCKS A LA FIN DU PREMIER TRIMESTRE 1980

La formation de stocks de produits industriels s'est accélérée modérément dès le début de 1979, puis très fortement à partir du milieu de l'année.

	1978				1979				1980
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Variation des stocks de produits industriels en % des ressources (1)	1,3	1,3	1,0	1,4	1,9	2,3	2,9	2,8	3,6
dont : biens intermédiaires ..	1,1	1,5	-0,1	1,0	1,2	1,9	1,8	3,3	3,3
biens de consommation	1,3	1,7	2,0	2,1	3,1	3,3	3,7	3,3	3,7

(1) Produits industriels hormis énergie et agro-alimentaire

La rupture de rythme s'effectue dès le début de 1979 pour les biens de consommation courante, à partir du printemps pour les biens intermédiaires dont l'accumulation s'accélère jusqu'à la fin de 1979. Au total, la contribution à la croissance de l'offre industrielle est de l'ordre de 0,7 % en moyenne annuelle 1979.

Une décomposition par type de stocks fait apparaître que :

- jusqu'à la mi-1979, l'industrie prise dans son ensemble n'accroît pas ses stocks plus rapidement que la production ; la réduction des stocks-amont y équilibre un début d'alourdissement des stocks de produits finis (biens de consommation et surtout biens d'équipement) ; en revanche, l'accumulation commence dès le printemps dans le commerce.
- au troisième trimestre apparaît un stockage volontaire important de matières premières et demi-produits dans l'industrie, alors que les stocks de produits finis marquent une pause sous la pression de la demande.
- les six mois suivants voient se ralentir la formation de stocks amont ; en revanche l'inflexion de la demande se traduit par un alourdissement des stocks de produits finis dans l'industrie alors qu'un début d'allègement intervient dans le commerce.

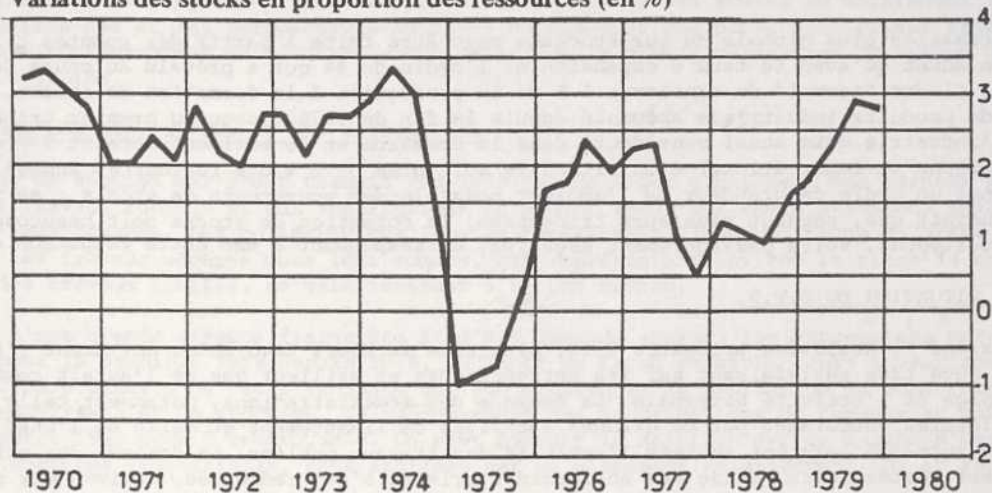
Au total, les stocks détenus par l'industrie ont augmenté de plus de 5 %, en volume, depuis le second semestre 1978. Cette progression est du même ordre que celle de la production, mais elle rompt avec une stabilité de deux ans.

En mars 1980, par comparaison avec le passé on peut considérer que les stocks de produits finis sont excessifs bien que ce ne soit pas encore l'avis des industriels. Par ailleurs, la portée des

GRAPHIQUE 13

PRODUITS INDUSTRIELS

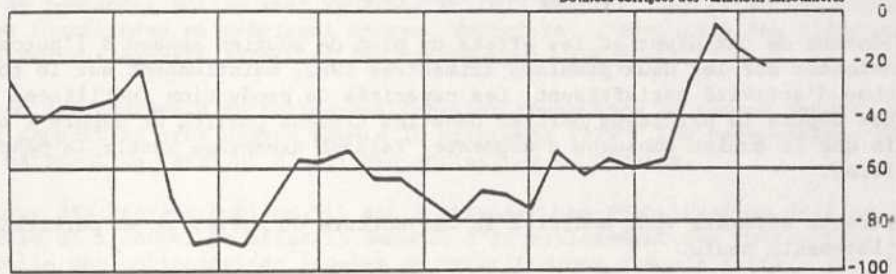
Variations des stocks en proportion des ressources (en %)



GRAPHIQUE 14

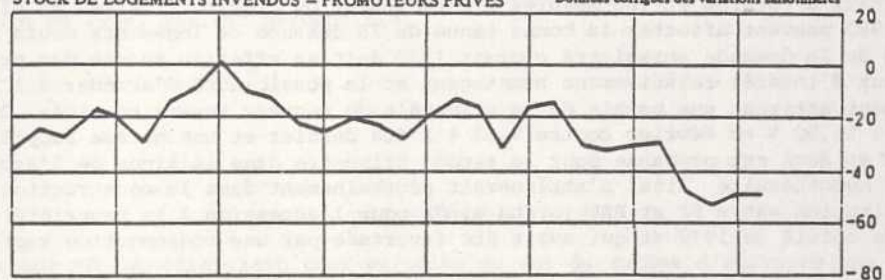
DEMANDE DE LOGEMENTS NEUFS A ACHETER - PROMOTEUR PRIVES

Données corrigées des variations saisonnières



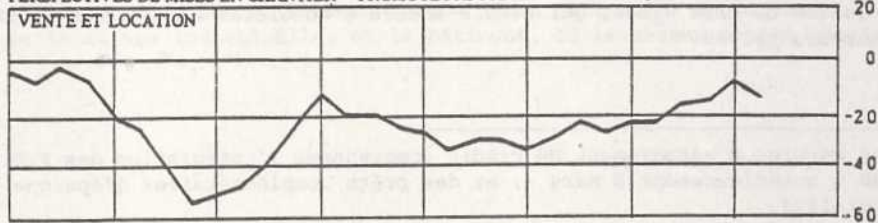
STOCK DE LOGEMENTS INVENDUS - PROMOTEURS PRIVES

Données corrigées des variations saisonnières



PERSPECTIVES DE MISES EN CHANTIER - PROMOTEURS PRIVES

Données corrigées des variations saisonnières



stocks de matières premières et demi-produits, longtemps décroissante, a crû au second semestre 1979 ; on peut penser que le retournement des anticipations inflationnistes et le resserrement des trésoreries auront pour effet de ramener le ratio "stocks sur consommation" sinon sur sa tendance antérieure, du moins à ses niveaux du premier semestre 1979 ; c'est près d'une demi semaine de consommation intermédiaire qui serait alors prise sur les stocks ce qui correspond à un déficit de production de 4 % sur un trimestre ou de 2 % sur un semestre.

Une estimation plus globale du sur-stockage peut être faite à partir des comptes trimestriels. Si l'on admet qu'avec le taux d'expansion de l'ordre de 3% qui a prévalu au cours des dernières années, il est "normal" de consacrer 1 % de la production à la formation de stocks, l'excès de stock de produits industriels accumulé depuis la fin de 1978 (jusqu'au premier trimestre 1980) dans l'industrie mais aussi sans doute dans le commerce et le bâtiment atteint 9 % des ressources (productions et importations) d'un trimestre soit plus de 2 % des ressources annuelles. Ce chiffre donne un ordre de grandeur de l'ampleur possible des mouvements de stocks : sa résorption impliquerait que, pendant plusieurs trimestres, la formation de stocks soit beaucoup plus faible qu'actuellement, voire passagèrement négative, correspondant à une nette réduction de l'activité.

6 - LA SITUATION DU B.T.P.

Au deuxième et troisième trimestre 1979, plusieurs facteurs favorables ont amené l'activité à un rythme jugé très satisfaisant par les entrepreneurs et meilleur que ne l'aurait commandé le simple rattrapage de l'activité hivernale. La demande des administrations, notamment celle des collectivités locales encouragée par de grandes facilités de financement et celle de l'Etat concernant les travaux auto-routiers ont soutenu l'activité des travaux publics. La demande des entreprises nationales est restée forte. Celle des entreprises privées s'est redressée, motivée par des investissements de capacité, et s'est traduite par une accélération sensible des autorisations de bâtiments industriels courant 1979. La demande de logements neufs s'est accrue très vivement en cours d'année, émanant à la fois d'investissements et de ménages attirés par les nouveaux prêts conventionnés (P.C.). Aussi en liaison avec un niveau très bas des stocks, les perspectives de mises en chantier des promoteurs privés, avec un léger décalage, se sont-elles redressées en fin d'année. Les travaux d'entretien se sont par ailleurs montrés très actifs.

La relative clémence de cet hiver et les effets du plan de soutien engagé à l'automne dernier, qui vont s'échelonner sur les deux premiers trimestres 1980, maintiennent sur le tout début de l'année un rythme d'activité satisfaisant. Les capacités de production inutilisées se sont sensiblement réduites depuis le printemps dernier dans les travaux publics et depuis l'automne dans le bâtiment tandis que le goulot embauche a augmenté, faisant davantage sentir la pénurie de main-d'oeuvre qualifiée.

Cependant différents éléments vont modifier la conjoncture du B.T.P. et en particulier agir sur la demande de logements neufs.

La demande de logements neufs

La hausse des taux d'intérêt et les mesures d'encadrement du crédit (1) mises en place à partir du printemps 1980 peuvent affecter la bonne tenue de la demande de logements neufs dans le secteur privé. Le bond de la demande enregistré courant 1979 doit en effet au succès des prêts conventionnés dont le taux d'intérêt relativement avantageux et la possibilité d'accéder à l'aide personnalisée au logement attirent une partie de la clientèle du secteur accession aidée. Or le taux des PC est relevé à 11,90 % en février contre 9,65 % l'été dernier et une hausse supplémentaire d'environ un point et demi est probable pour le second trimestre dans la ligne de l'accélération des taux du marché hypothécaire. Ainsi s'atténuerait prochainement dans la construction de logements neufs la substitution entre PC et PAP (prêts aidés pour l'accession à la propriété) observée dans la seconde moitié de 1979 et qui avait été favorisée par une consommation rapide des dotations PAP.

Au-delà de conditions de financement plus difficiles, les candidats au logement du secteur libre, déjà affectés par le freinage de la croissance de leur pouvoir d'achat, se trouveront confrontés à un rythme de hausse de prix élevé, qui semble encore s'accélérer en début d'année d'après l'opinion des promoteurs privés.

(1) Les récentes mesures d'encadrement du crédit comprennent l'intégration des P.C. à hauteur de 50 % - 40 % antérieurement à mars -, et des prêts complémentaires d'épargne logement dans leur totalité.

Cependant les ménages seraient de plus en plus nombreux à investir dans le logement en cas d'amélioration notable de leurs ressources ; en outre, la clientèle des investisseurs, moins gênée par l'encadrement du crédit et les hausses de prix, soutiendra au moins à court terme la demande, le taux d'inflation actuel rendant attractif les placements immobiliers. De fait, les promoteurs privés n'enregistrent pas au premier trimestre 1980 d'inflexion sensible de la demande. Il est vrai, par ailleurs, que règne une relative pénurie de l'offre, les stocks se maintenant toujours à un niveau très bas et les perspectives de mises en chantier des promoteurs privés restant modérées en raison notamment de l'obstacle que constitue la vive accélération du rythme de hausse du prix des terrains.

La demande des administrations et des entreprises

Grâce au plan de soutien qui s'est traduit fin 1979 par un léger gonflement des carnets de commande des Travaux Publics et aux inscriptions du budget 1980, les administrations sont à même d'améliorer leur demande. Les collectivités locales bénéficient d'une politique de prêts très favorable : les travaux engagés pour leur compte, qui représentent environ le tiers du chiffre d'affaires des travaux publics, se maintiendront à un bon niveau.

Bénéficiant d'une grande aisance financière et d'une demande accrue, les entreprises privées ont, en 1979 et pour la première fois depuis 1974, augmenté de façon sensible leurs investissements de capacité. La poursuite de cette tendance en 1980 soutiendra la reprise de la construction de bâtiments industriels et de stockage. Le redressement des autorisations de bureaux au cours du dernier semestre 1979 paraît remarquable. On peut prévoir le maintien sur ce marché d'une forte demande des sociétés immobilières, très attirées par ce placement relativement sûr et rentable.

Les perspectives d'activité

Dans l'ensemble, l'activité du secteur BTP garderait un bon rythme pour les deux premiers trimestres

D'après les premières réponses des chefs d'entreprises de bâtiment interrogés à l'enquête d'avril, les carnets de commandes qui se sont regarnis en 1979 restent fournis et les marges de capacité de production inutilisées se réduisent encore. Toutefois, l'évolution des différentes demandes adressées au secteur devrait accentuer les divergences sectorielles.

La progression des travaux d'entretien-amélioration favorisera le second oeuvre, déjà nettement avantagé par rapport au gros oeuvre depuis le printemps 1979 ; les perspectives d'activité des artisans du bâtiment se révèlent d'ailleurs optimistes en février.

Dans le secteur des Travaux Publics, il est à attendre une stabilisation de l'activité sur la première partie de l'année. En effet la demande d'investissement des entreprises publiques et privées et celle des collectivités locales se maintiendront jusqu'à l'été ; les chefs d'entreprise enregistrent au niveau des marchés conclus un sensible redressement. L'activité à l'étranger des entreprises françaises de TP a connu un rythme satisfaisant au quatrième trimestre 1979 : mais un infléchissement des marchés conclus, à un niveau toutefois bien supérieur à celui de la période correspondante de 1978, devient perceptible.

Ainsi le secteur BTP bénéficierait tant au point de vue du rythme d'activité que de la situation de l'emploi d'une évolution plus favorable que le reste de l'industrie au premier semestre 1980 ; la hausse des coûts de production ne paraît l'affecter que modérément.

A court terme, les principales inflexions toucheraient le secteur du logement, avec une moindre progression de la maison individuelle, et le bâtiment, où le second oeuvre serait davantage privilégié.

En 1979, redressement de la productivité

La productivité

Le regain de l'activité économique à partir de l'été 1979 s'est traduit par une très nette amélioration de la productivité. Sa croissance approche 6 % du début à la fin de l'année dans les industries manufacturières ; elle dépasse 6,5 % en moyenne, avec un glissement de près de 9 % dans le secteur des produits de base, où cette croissance a permis la résorption de déséquilibre qui perduraient depuis 1974. Pour l'ensemble des activités (hors agriculture) la croissance atteint 3,5 % sur l'année 1979, équivalente à celle de 1978.

Cette croissance de la productivité a été largement acquise au troisième trimestre 1979 du fait de la brutalité de la croissance. Depuis, la production se maintient sur un plateau élevé de sorte que les gains de productivité sont très probablement beaucoup plus faibles en ce début de 1980 comme tout à la fin de 1979.

..... Croissance lente des effectifs

Evolution trimestrielle des effectifs

	78.1	78.2	78.3	78.4	79.1	79.2	79.3	79.4
Industrie n.c. BTP	- 0,5	- 0,6	- 0,7	- 0,4	- 0,4	- 0,6	- 0,2	- 0,2
B.T.P.	- 2,0	- 0,7	+ 0,1	+ 0,3	- 1,4	- 0,3	- 0,2	+ 0,8
Industrie y.c. BTP	- 0,7	- 0,7	- 0,7	- 0,2	- 0,6	- 0,6	- 0,1	-
Tertiaire marchand	+ 1,0	+ 0,4	+ 0,1	+ 0,6	+ 0,9	+ 0,7	+ 0,2	+ 0,6
Ensemble marchand								
hors agriculture	+ 0,1	- 0,1	- 0,3	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,1	-	+ 0,3

L'analyse trimestrielle de l'évolution de l'emploi salarié montre que celle-ci est assez régulière sur les secteurs marchands non agricoles, elle progresse de 0,1 % par trimestre soit de 15 000 emplois environ. Le tableau ci-dessus présente ce profil, stagiaires inclus (1). En ne prenant en compte que les seuls salariés, le profil devient : + 0,1 % ; + 0,2 % ; + 0,1 % et 0,0 %.

L'accroissement de la production a surtout porté sur la productivité mais il a aussi contribué à améliorer les effectifs. Dans l'industrie, leur réduction s'est ralentie d'un point (- 1,4 contre - 2,4) de 1978 à 1979. Compte tenu des délais d'ajustement des effectifs à la production, les deux points de croissance en sus de la tendance enregistrée au cours de l'été 1979 devaient entraîner une augmentation d'emploi d'environ 0,5 % sur le dernier semestre de 1979. C'est pour cette raison que les effets apparents du 3ème pacte pour l'emploi paraissent plus importants au second semestre que ne le laissait attendre l'intensité des dispositions de ce Pacte. Une amélioration réelle de l'emploi semble avoir résulté de l'accélération de la croissance.

..... et moindre dégradation du marché du travail

Bien que se traduisant surtout par des améliorations de productivité, le regain de croissance de 1979 a provoqué l'amélioration de plusieurs indicateurs : le chômage partiel est en très forte régression jusqu'en janvier 1980 (mais il remonte en février, dernier mois connu). De même, les licenciements pour cause économique ont fortement baissé : 18 % en un an avec une petite remontée en janvier. Il semble à ce propos que le développement des embauches sur contrat limité provoque un effet de substitution entre les inscriptions à l'ANPE pour fin de contrat et pour motif économique.

(1) Il s'agit des jeunes effectuant des stages pratiques en entreprise. Ces stages, d'une durée de quatre mois, sont rémunérés à 90 % du SMIC dont 70 % du SMIC remboursés par l'Etat. Les entreprises ne considèrent pas ces stagiaires comme faisant partie de leurs effectifs, bien qu'ils contribuent à leur force de travail et soient souvent embauchés au terme de leur stage. Depuis le 1er janvier 1979, l'UNEDIC inclut ces stagiaires dans ses statistiques d'effectifs.

Demandes enregistrées selon la raison du dépôt (en %)

	1978	1979	1 ^{er} trim. 1980
Licenciements pour cause économique	14,8	12,9	13,5
Autres licenciements	14,5	12,2	15,0
Fins de contrats	22,7	25,3	26,0
Fins d'intérim.	5,1	5,7	7,1
Première entrée	17,4	17,2	10,3
Reprise d'activité	9,0	9,0	9,6
TOTAL	100	100	100

L'indication la plus significative d'une amélioration de la situation de l'emploi peut être trouvée dans la stabilisation du nombre des demandeurs d'emploi, hommes, provenant des secteurs industriels. Ce résultat semble en effet indépendant des modifications juridiques qui rendent parfois difficile l'interprétation des statistiques de l'ANPE ; il est bien cohérent d'autre part avec ce que l'on peut attendre d'un redressement conjoncturel portant principalement sur le secteur des produits de base.

Une seconde indication favorable est constituée par la croissance des offres d'emploi des premiers mois de 1979 jusqu'au premier trimestre 1980, même si une partie de cette croissance s'explique par les efforts spécifiques de l'ANPE pour améliorer ce stock.

Malgré l'appréciation plus positive que l'on peut porter sur le marché du travail au second semestre 1979 à la suite du redressement de la croissance, il reste que le nombre total des demandeurs d'emploi a progressé en 1979 de 130 000 personnes contre 200 000 l'année précédente. Fonction du calendrier de la mise en oeuvre de Pactes pour l'emploi, la progression a été forte au premier semestre (+ 160 000) en raison de l'effet défavorable des sorties de pacte de l'année précédente, alors que le deuxième semestre est marqué par les effets favorables du pacte de l'année et du regain de la production (- 30 000).

Vers une baisse des effectifs au second semestre

Pour 1980, l'inflexion de tendance de la production doit se traduire avec le décalage habituel par une accentuation de la baisse des effectifs industriels, encore compensée par la croissance du secteur tertiaire. Le point de retournement serait atteint au cours de l'été, les intentions d'embauche des producteurs de biens d'équipement étant susceptibles d'éviter une forte dégradation au deuxième trimestre.

La durée du travail est restée stable au second semestre 1979 ce qui est sans doute une conséquence du regain de la croissance ; un retour à une baisse de la durée devrait se faire jour dès le début de 1980.

Au total les mouvements des effectifs et de la durée devraient se compenser au premier semestre, le glissement pouvant devenir sensiblement négatif, selon l'intensité de l'inflexion de la croissance, au second semestre.

Dans ces conditions, la croissance du chômage serait plus forte en 1980 que l'année précédente ; la saisonnalité apparente introduite par les Pactes pouvant s'atténuer ou disparaître cette année. Le premier semestre enregistrerait une augmentation du nombre des demandeurs de l'ordre de 100 000 en raison des effets de sortie de Pacte ; au second semestre, malgré la mise en oeuvre du Pacte prenant effet à la rentrée 1980, le nombre des demandeurs continuerait d'augmenter en raison de la dégradation des effectifs.

1 - LES PRIX A LA PRODUCTION

Après une croissance au rythme d'environ 7 % l'an durant 1977 et 1978, quelques signes d'accélération des prix à la production sont apparus au début de 1979, localisés dans le secteur des biens intermédiaires. Cette accélération paraissait résulter d'un effet de contagion entre les prix de ce secteur et un certain nombre de prix internationaux (cours des métaux notamment) dont les cours s'étaient orientés à la hausse depuis le milieu de 1978. Cependant, les hausses intérieures ont anticipé les hausses plus importantes des matières premières importées qui devaient se développer sur la première moitié de 1979. En effet, ces hausses initiales des prix de production ne semblent pas s'expliquer par celles des coûts salariaux unitaires.

Par la suite le rythme de prix plus rapide dans le secteur des produits de base s'est maintenu tout au long de l'année en même temps que s'accéléraient les prix des importations, entraînant une lente accélération des prix dans le secteur des biens de consommation par un classique effet de diffusion des coûts. Pendant ce temps, le prix des biens d'équipement conservait son rythme de hausse antérieur.

Au début de 1980 les prix de production des biens intermédiaires se trouvaient donc établis depuis un an sur une tendance à 16 % l'an environ : les prix des biens de consommation s'étaient peu à peu relevés d'un rythme de 8 % l'an à un rythme de l'ordre de 13 % tandis que les biens d'équipement restaient sur un rythme inchangé de 8 % l'an, probablement parce que les délais de fabrication de ces biens sont en moyenne plus longs et que la conjoncture des prix du secteur était encore marquée par la faiblesse de la demande au premier semestre.

Durant les deux premiers mois de 1980, l'ensemble des prix de production subit une accélération brutale avec un rythme mensuel moyen de 1,8 % ; celle-ci affecte particulièrement les biens intermédiaires mais aussi les biens de consommation et d'équipement. Dans les biens intermédiaires ces hausses répercutent celles des cours des matières premières industrielles (26 % entre le quatrième trimestre 1979 et le premier trimestre 1980, 14 % seulement en excluant l'argent). Les autres secteurs subissent, par effet de diffusion, la hausse des prix des produits de base. On pouvait craindre dans ces conditions que ne s'instaure un rythme d'inflation analogue à celui des premiers mois de 1974 lorsque s'étaient mis à peser les effets des hausses des prix de l'énergie. Les prévisions des chefs d'entreprise quant au rythme de leurs prix entre mars et juin 1980 sont de nature à tempérer ces craintes. C'est le premier signe - avec le retournement des cours des matières premières - que la poussée d'inflation enregistrée depuis plus d'un an faiblit. Bien sûr, il ne s'agit encore que de prévisions mais le retournement est très net, sur les biens intermédiaires d'abord, qui retrouveraient leur rythme du début 1979, mais aussi sur les deux autres secteurs. La prévision d'un infléchissement du rythme des prix est renforcée par le retournement de l'indicateur qualitatif des enquêtes mensuelles les plus récentes. Ce retournement semble aussi perçu au stade du commerce. Si ces prévisions s'avèrent justes, l'ampleur du développement de l'inflation dans l'appareil productif apparaîtra, eu égard aux montants respectifs des hausses de prix importées, sensiblement moins fortes en 1980 qu'en 1974, une fois passés les deux premiers mois de l'année, où, depuis la libération des prix, se concentrent les changements de tarifs.

Tableau des hausses de prix déclarées à l'enquête

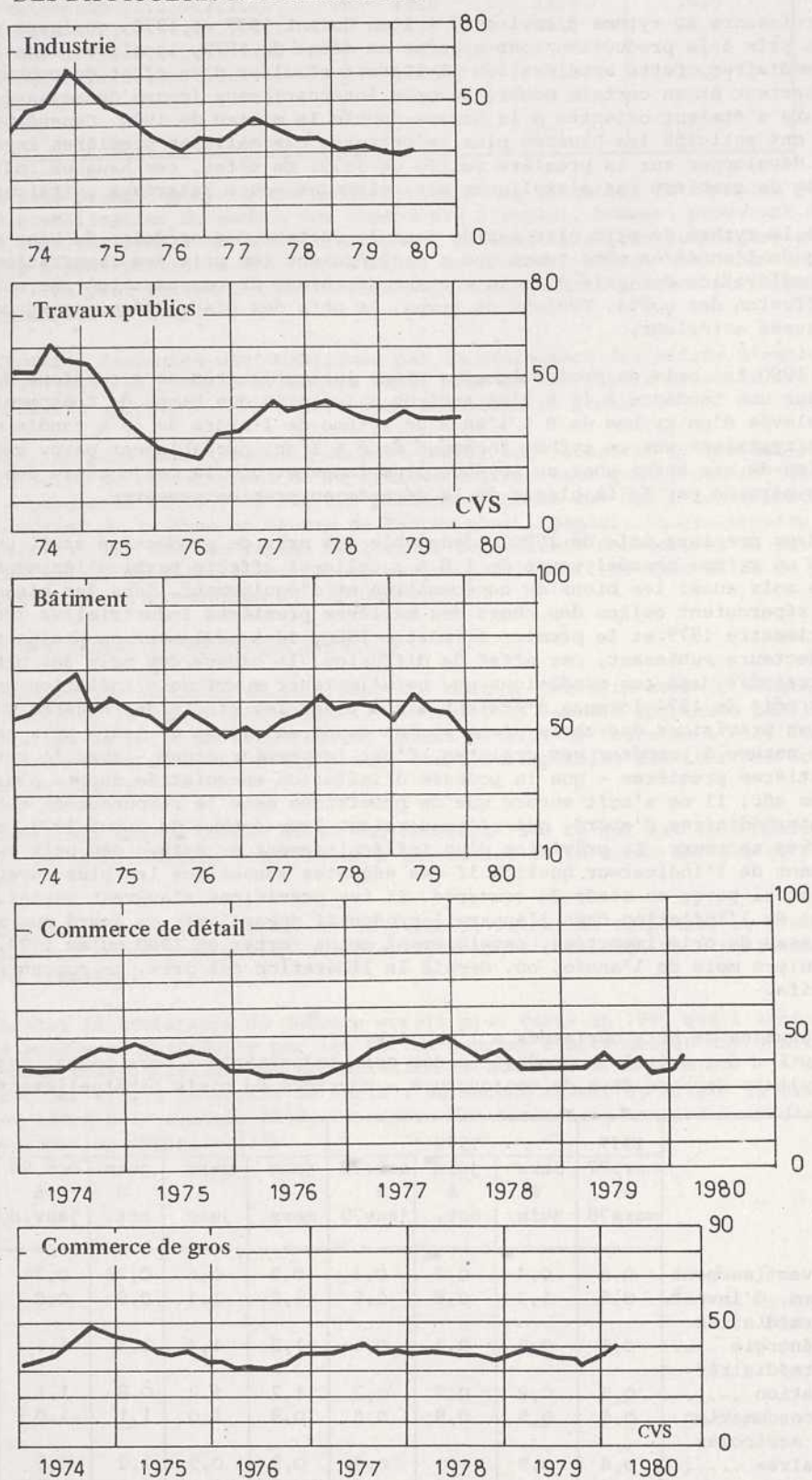
Evolution des prix à la production des prix industriels - hors taxes, rythme mensuel -
(résultats des enquêtes de conjoncture - corrigés du biais habituellement constaté)

	1977	1978			1979				1980	
	nov.77 à mars78	mars à juin	juin à oct.	oct.78 à janv79	janv à mars	mars à juin	juin à oct.	oct.79 à janv.80	janv à mars	mars à juin (prév.)
Biens d'investissement	0,6	0,4	0,7	0,3	0,7	0,6	0,75	0,7	1,2	0,9
Biens interm. d'invest.	0,5	1,3	0,8	0,5	1,2	1,1	0,9	0,8	1,9	1
Biens intermédiaires purs y.c. énergie	0,5	0,6	0,3	0,5	1,2	1,4	1,3	1,1	2,1	1,3
Biens intermédiaires de consommation	0,5	0,8	0,7	0,7	1,2	1,2	0,8	1,1	2,1	1,1
Biens de consommation	0,6	0,5	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,0	2,1	1
Industries agricoles et alimentaires	0,4	0,9	1,0	0,7	0,9	0,9	1,2	0,5	1,2	1
ENSEMBLE	0,6	0,6	0,7	0,6	0,9	1,0	1,1	0,9	1,75	1

GRAPHIQUE 15

DIFFICULTÉS DE TRÉSORERIE

POURCENTAGE D'ENTREPRISES DÉCLARANT ÉPROUVER
DES DIFFICULTÉS DE TRÉSORERIE



On peut trouver dans la structure des coûts des entreprises une explication à cet état de chose : à la différence de 1974 où les entreprises avaient répercuté dans leurs prix outre les hausses de l'énergie, celles des matières premières et une croissance rapide des taux de salaires, elles doivent faire face en 1979-1980 à des hausses de matières premières plus modérées et à des hausses de salaires bien moindres. Dans l'ensemble de l'industrie manufacturière, les coûts salariaux unitaires s'étaient accrus à un rythme annuel supérieur à 15 % pendant le premier semestre 1974. La hausse correspondante n'est que de 5 % sur le second semestre de 1979, caractérisé par une amélioration exceptionnelle de la productivité. Une hausse aussi faible des coûts salariaux unitaires ne se maintiendra pas au premier semestre 1980 en raison du retour à une productivité plus habituelle ; mais il reste que la progression des coûts sera plus faible que lors de la dernière crise pétrolière.

2 - LA SITUATION FINANCIERE DES ENTREPRISES

Tendance à l'amélioration

Évaluée à partir des comptes trimestriels, la croissance de la valeur ajoutée brute des Sociétés, Quasi-Sociétés et Entrepreneurs individuels s'est très vivement accélérée au second semestre 1979, atteignant un rythme de 17 % en taux annuel - après un premier semestre beaucoup plus faible. Il semble probable que ce mouvement s'est poursuivi au premier trimestre 1980, les entreprises ayant pu répercuter dans la valeur de leur production les hausses des consommations intermédiaires importées. Comme les salaires et cotisations sociales, qui constituent l'essentiel des charges, se sont accrus à un rythme un peu plus faible (14 % en taux annuel au second semestre), l'excédent brut d'exploitation s'est nettement redressé au second semestre et - très probablement - au premier trimestre 1980.

Les entreprises paraissent donc bénéficier, au printemps 1980, d'une situation financière relativement aisée ce qui constitue une différence majeure avec la situation de la précédente crise pétrolière en 1974. Notamment, l'effet des restrictions des conditions du crédit récemment décidées doit être apprécié en conséquence.

L'amélioration générale des situations financières des entreprises est nette pour les entreprises industrielles. Le redressement commencé dans les biens intermédiaires puis étendu aux biens de consommation paraît gagner, début 1980, le secteur des biens d'équipement à la faveur de la reprise de la demande dans ce secteur. Cette hiérarchie reflète assez bien celle des coûts unitaires eux-mêmes liés aux rythmes de productivité, la dispersion des hausses des taux de salaire étant faible en moyenne. Cette amélioration est par ailleurs favorisée par une hausse toujours rapide des prix des marchandises exportées.

Des trésoreries peu tendues

Cette amélioration des situations financières se reflète sur le niveau des indicateurs de difficulté de trésorerie dans l'industrie. Celui-ci est particulièrement bas dans le secteur des biens de consommation, plus élevé mais en amélioration régulière dans celui des biens intermédiaires. Enfin le petit relèvement observé en mars dans les biens d'équipement est localisé dans le sous-secteur du matériel de transport et ne paraît pas significatif pour l'ensemble.

Les secteurs des Travaux Publics et du bâtiment font apparaître une stabilisation pour le premier, une amélioration pour le second, des indicateurs de trésorerie. Une remontée des difficultés de trésorerie pourrait cependant se dessiner dans le bâtiment avec l'arrêt de la période d'expansion enregistrée au second semestre 1979 et le resserrement du crédit.

Dans le commerce en revanche, une remontée des difficultés de trésorerie est récemment apparue. Le mouvement est favorisé par l'existence de stocks importants. Il semble dû à une réaction rapide au durcissement récent des conditions de distribution du crédit. En effet, en même temps qu'un relèvement des difficultés de trésorerie, les grossistes et les détaillants signalent un très net accroissement des difficultés d'obtention des crédits bancaires.

GRAPHIQUE 16

M2 (moyenne trimestrielle)
PIB marchand en valeur



levée de l'encadrement
du crédit (octobre 1970)

mise en place
de l'encadrement

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

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

Sources : Comptes trimestriels
Publications du Conseil national du crédit

CREDITS AUX ENTREPRISES

(Crédits bancaires et crédits non bancaires)
- sociétés et entreprises individuelles -

	ENCOURS en décembre 79 (brut) Milliards de F	Glissement en termes annuels (en %)			
		1976	1977	1978	1979*
Crédits de trésorerie	277,1	7,4	7,7	8,1	4,6
Crédits à l'exportation (1) ..	70,9	6,9	7,7	-	8
Crédits à l'investissement ...	361,3	12,8	12,5	8	10,4
Crédits à l'habitat (2)	195,8	14,3	12,1	11,5	6,8
Autres crédits	58,1				
TOTAL	963,2	11,5	11	8,5	7,8
Pour mémoire : total des crédits à l'exportation (3) ..	143,7	29,3	25,6	12	14,6

(1) Crédits accordés aux résidents (crédits fournisseurs)

(2) Crédits aux sociétés HLM principalement

(3) Crédits aux résidents (crédits fournisseurs) et aux non-résidents (crédits acheteurs)

SOURCE : publication du Conseil National du Crédit

* données provisoires ou estimées

En 1979, les sociétés ont laissé s'accroître leurs liquidités suivant la tendance un peu supérieure à 12 % l'an observée depuis le second semestre de 1977. De même en termes réels (1) la progression est restée inférieure à 2 %. Comme la croissance de la production s'est renforcée, le taux de liquidité des sociétés - défini par le rapport entre leurs liquidités (2) et leur valeur ajoutée brute - s'est abaissé de 16,1 % en 1978 à 15,8 %. La hausse des taux d'intérêt n'a donc pas conduit les entreprises à gonfler leurs liquidités ; elle a simplement suscité des transferts des dépôts à vue vers les placements rémunérés, lesquels se sont accrus de plus de 40 % durant le second semestre.

L'amélioration des situations de trésorerie s'est donc essentiellement traduite par un moindre recours aux crédits - en particulier aux crédits de trésorerie qui ont progressé de 4,5 % contre 8 % en 1978. Ces derniers sont restés stationnaires au quatrième trimestre de 1979 (3) après s'être infléchis le trimestre précédent. Le surcroît de charges d'exploitation lié à la formation de stocks a donc été plus que compensé par la progression modérée des coûts unitaires.

Par ailleurs, à une époque où l'offre de crédits bancaires n'était pas une contrainte, les entreprises ne paraissent pas avoir anticipé comme de coutume leur demande de crédit dans la perspective du renforcement de l'encadrement ; les anticipations qu'elles forment quant à leur trésorerie future semblent donc rester suffisamment bonnes pour qu'elles n'aient pas à chercher à se constituer des bases de référence plus élevées.

Le niveau des taux d'intérêt constitue certes un facteur dissuasif ; mais les entreprises ne prévoient pas semble-t-il une reprise notable de leurs besoins de crédit. La prévision d'un ralentissement des stocks va dans ce sens. A l'inverse, la poursuite du développement des investissements signalée par l'enquête de mars 1980, pourrait alimenter la demande de crédit comme ce fût le cas au second semestre de 1979, lorsque la reprise de la FBCF s'est accompagnée d'un accroissement des crédits d'investissement à un rythme de 14 % l'an. Le financement par le crédit ne devrait cependant pas trop s'accroître car le taux d'autofinancement (4) (avec variations de stocks), même revenu de 64,4 % en 1978 à 62,8 %, demeure à un niveau élevé (pour mémoire ce taux s'établissait à 46,7 % en 1974 et à 56,1 % en 1977).

(1) Liquidités déflatées par le prix du PIB marchand

(2) Liquidités calculées en moyenne annuelle

(3) Il semble que la contraction de l'encours des crédits de trésorerie que font apparaître les statistiques de décembre ne soit pas significative : il est probable que parmi les chèques demeurés en suspens dans les banques en fin d'année, certains auraient dû être imputés à des comptes débiteurs.

(4) Il s'agit du taux d'autofinancement de la FBCF et de variation de stock :

Il conviendrait sans doute mieux de retenir la définition suivante :

$$\frac{\text{Epargne brute} + \text{aides à l'investissement}}{\text{FBCF}}$$

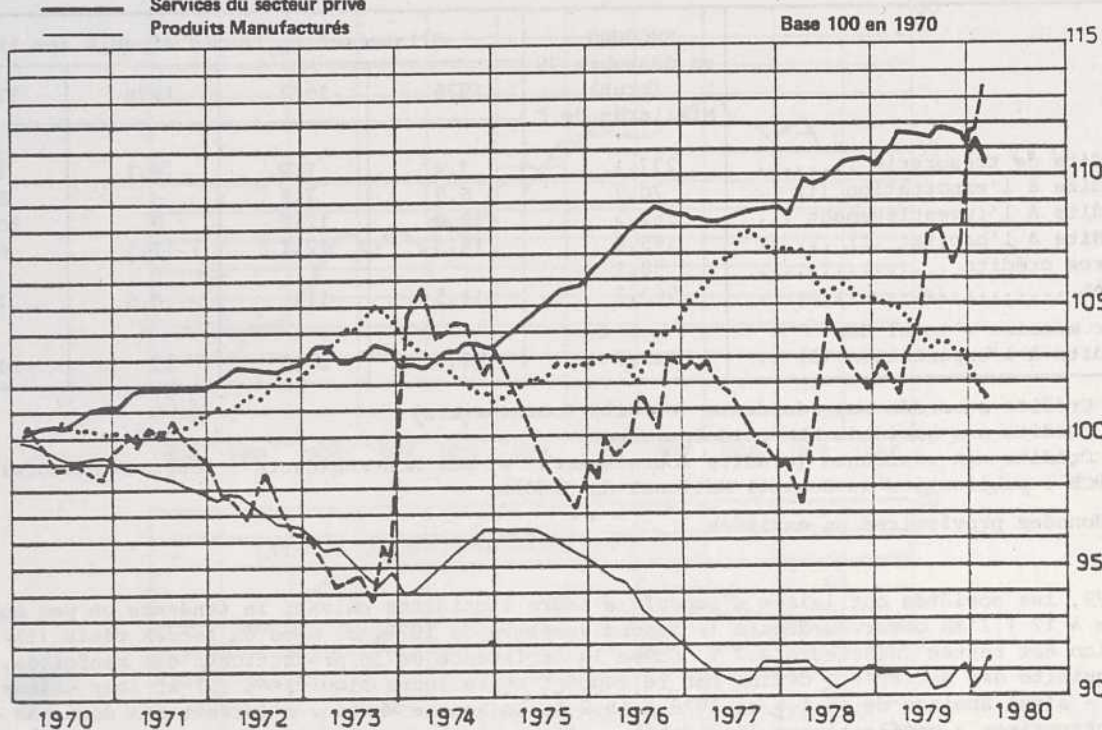
Le ratio serait alors

1979 =	71,8
1978 =	69,2
1977 =	62,8
1974 =	57,7

GRAPHIQUE 17

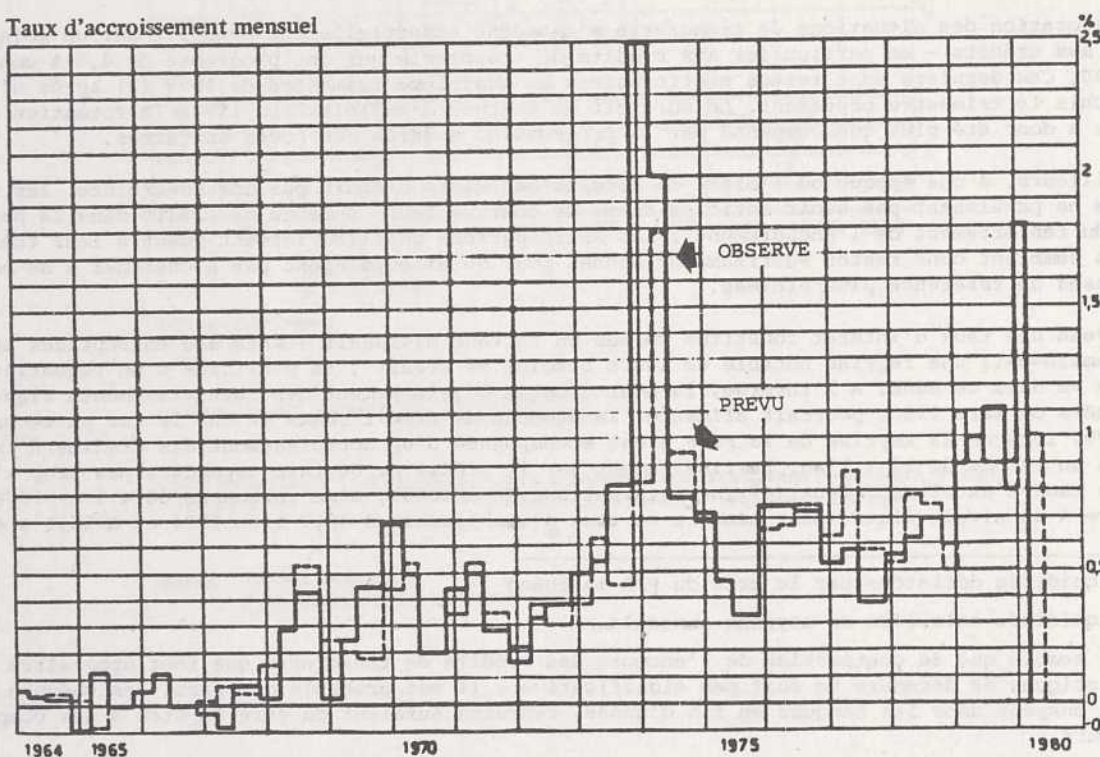
PRIX RELATIFS A LA CONSOMMATION

- Alimentation
- Tarifs publics
- Services du secteur privé
- Produits Manufacturés



PRIX INDUSTRIELS A LA PRODUCTION

Taux d'accroissement mensuel



Au total, l'encadrement du crédit pourrait être rapidement contraignant au niveau du négoce ; il peut le devenir dans le secteur du bâtiment, mais il n'entraînerait un resserrement effectif dans l'industrie qu'avec quelque délai en raison de la modération de la demande de crédit permise par l'aisance des situations financières. En revanche, la contrainte se ferait sentir plus fortement après les vacances.

3 - LES PRIX DE DETAIL

La poussée d'inflation ressentie au stade des prix de production durant 1979, l'effet direct des hausses de prix de l'énergie sur les prix de détail, l'importance des hausses des services privés au second semestre, enfin la fermeté des prix alimentaires en fin d'année se sont conjugués pour accélérer de 2 % le rythme de l'inflation sur l'ensemble de l'année 1979 par rapport à 1978.

Au début de 1980 se juxtaposent le plein effet au détail de l'accélération des prix à la production enregistrée courant 1979, l'effet direct des nouvelles hausses du prix de l'énergie et quelques hausses saisonnières mais fortes des tarifs des services privés. Le rythme de la hausse des prix de détail est donc exceptionnellement rapide au premier trimestre : 4,2 % (1). Il restera fort encore quelques mois puis devrait sensiblement décroître si se vérifient les prévisions de ralentissement annoncées au stade de la production et l'hypothèse de stabilisation du prix du pétrole importé.

Au total, le rythme de l'inflation atteindrait près de 7 % au premier semestre pour revenir entre 5 % et 6 % au second.

Evolution trimestrielle en taux annuels par groupe

	1 ^o tr. 1978	2 ^e tr. 1978	3 ^e tr. 1978	4 ^e tr. 1978	1 ^o tr. 1979	2 ^e tr. 1979	3 ^e tr. 1979	4 ^e tr. 1979	1 ^o tr. 1980
Alimentation	8,3	7,5	9,6	6,1	9,4	8,5	10,7	9,7	8,4
Produits industriels privés	8,5	9,6	7,9	11,2	9,4	11,1	11,5	15,2	18,0
Services privés	10,3	14,8	13,0	8,2	12,2	14,3	14,0	10,6	16,6
Tarifs publics	3,4	30,1	18,0	0,6	13,0	18,3	33,6	8,2	43,0
ENSEMBLE	8,7	11,9	10,2	8,1	10,4	12,2	13,6	11,4	18,0

Prix alimentaires

L'évolution des prix de l'alimentation modère la progression de l'indice d'ensemble ; elle correspond à une poursuite de la diminution rapide du prix relatif des produits alimentaires. Comparé aux divers indicateurs de prix de production, ce rythme apparaît néanmoins substantiel et correspond à un élargissement des marges. L'indice des prix agricoles à la production, hors fruits et légumes (2), s'est accru en un an de 5,2 %. L'indice des prix de gros à Paris, y compris produits frais, est orienté à la baisse depuis septembre dernier.

Au détail le maintien en 1980 d'un rythme de hausse du même ordre qu'en 1979 (9 % l'an) ; est vraisemblable en raison de l'orientation favorable des prix de production. Aucune tension n'est en effet attendue sur les prix de marché ; les facteurs spécifiques de hausse pris en compte sont la dévaluation du franc vert le 1^{er} avril de 3,7 %, l'hypothèse d'un relèvement de l'ordre de 5 % des prix communautaires et la majoration des droits sur les alcools en février.

Prix des manufacturés privés

L'accélération des prix à la production a commencé, on l'a vu, dès le début de 1979 dans le secteur des produits de base puis a diffusé au cours de l'année dans le secteur des biens de consommation en même temps que se développait la hausse des prix de l'énergie. A la consommation, alors que depuis le second semestre 1977, le rythme de hausse de ces prix oscillait aux alentours de 0,7 % - 0,8 % par mois, il monte à plus de 1 % au second semestre 1979 et culmine à 1,5 début 1980.

Cette accélération des prix industriels est relativement modérée si on la compare à l'importance du choc inflationniste extérieur. Le rythme très rapide de l'inflation au début de 1980, comparable à celui de 1974, résulte de ce que la marche d'inflation supplémentaire s'est ajoutée à un niveau déjà élevé : l'accélération elle-même est beaucoup plus modérée qu'en 1974, elle est en outre plus faible que dans bon nombre de pays partenaires (3). Ce comportement moins "amplificateur d'inflation" que naguère résulte, nous l'avons vu, de la très forte différence d'évolution

(1) l'effet du seul poste horlogerie-bijouterie est de 0,5 % en raison de la hausse des métaux précieux.

(2) 1 % seulement si on y inclut les fruits et légumes.

(3) l'accélération du glissement annuel entre 1978 et 1979 est de 3,2 % en France et de 5,6 % pour la moyenne de nos principaux partenaires (produits manufacturés y compris énergie).

des coûts unitaires de main d'oeuvre. Il résulte aussi de ce que la détérioration des termes de l'échange du commerce extérieur français due aux prix de l'énergie a été en partie compensée par un mouvement favorable des termes de l'échange industriel. Ceci signifie en terme d'équilibre global que la France (au prix peut-être de problèmes de compétitivité) a pu rapidement réexporter dans les prix de ses produits manufacturés une partie de ses coûts importés et diminuer ainsi la pression inflationniste interne. Il reste que cette dégradation des termes de l'échange est sensible : elle atteint environ 9 % au début de 1980 par rapport au maximum enregistré fin 1978.

On peut s'attendre à ce que le rythme d'inflation très élevé observé depuis le début de 1980 soit suivi d'un retour avant la fin de l'année au rythme qui prévalait avant le nouveau choc pétrolier. Cette prévision relativement favorable repose sur deux hypothèses majeures. La première est que le prix du pétrole joue un rôle neutre pour le reste de l'année ; la seconde est que se réalisent les prévisions des chefs d'entreprise quant au rythme des prix de production analysés au début de ce chapitre.

La réalisation de ces deux hypothèses n'est évidemment pas certaine mais les analyses précédentes montrent qu'elle est plausible. Elle conduit à une stabilité du prix relatif des manufactures privés, au niveau établi depuis la fin de 1977.

Prix des services privés

Dans ce secteur les hausses de prix se sont accélérées en 1979 et paraissent très vives au début de 1980. Les hausses sont particulièrement fortes dans les services de transport, l'utilisation des véhicules privés et dans le groupe hôtels-café-restaurants. Le secteur suit dans son ensemble la diffusion générale des hausses de prix, mais son prix relatif continue de croître nettement en 1979 pratiquement au rythme de la longue période. Tel n'avait pas été le cas en 1973-1974.

Pour les prochains mois, on doit s'attendre à un rythme de hausse légèrement supérieur à celui de l'ensemble, notamment au second semestre. Par ailleurs, la hausse devrait rester forte pour les loyers : revalorisation des loyers des HLM et répercussion des hausses récentes de l'indice du coût de la construction qui est souvent utilisé comme instrument d'indexation.

Tarifs publics

Ils comprennent le prix des diverses formes d'énergie et manifestent donc une accélération considérable depuis le printemps 1979. Ils se sont accrus de 18 % en 1979, et leur croissance serait du même ordre en 1980 : par rapport à une situation hypothétique d'alignement sur le reste des prix, les tarifs publics expliqueraient ainsi pour la seconde année consécutive environ un point du glissement annuel de l'indice d'ensemble.

Apprécié en terme de prix relatifs, l'effet des tarifs publics sur la hausse des prix serait un peu plus fort qu'en 1974, ceci traduisant la conséquence de la politique de "vérité des prix publics" qui vise à ne pas masquer dans un déficit des comptes des grandes entreprises nationales ou des administrations l'impact inflationniste de ces hausses.

4 - LES REVENUS DES MENAGES

Il est utile de rappeler qu'une appréciation complète de l'évolution du revenu des ménages ne peut se réduire à une mesure unique et simple en raison de la diversité tant des types de ménages que des natures de revenus. L'agrégat "pouvoir d'achat du revenu disponible brut" présente une synthèse macroéconomique complète et utile mais qui ne correspond pas à un type de ménage, car il regroupe tout à la fois sous forme d'une moyenne, les revenus des salariés et des entrepreneurs individuels, des actifs, retraités, hospitalisés ou chômeurs, des ménages avec ou sans enfant, imposés ou non etc .. Les agrégats intermédiaires salaires bruts (ou nets des cotisations sociales) ont un sens concret simple mais traduisent très incomplètement la notion de revenu ; l'agrégat salaires nets et prestations sociales, le plus usuel en conjoncture, reflète mieux cette notion mais sans recouvrir de ménages au sens concret.

Salaires

L'étude sur longue période du pouvoir d'achat du taux de salaire suggère que son évolution peut être expliquée par l'ensemble des tensions - sur le capital et la main d'oeuvre - existant dans l'économie. Appliqué à la situation actuelle de l'économie française, ce calcul conduit à retenir une croissance du pouvoir d'achat du taux de salaire de l'ordre de 2 % par an. Ce chiffre correspond à une situation d'équilibre de moyen terme. A court terme il peut varier de façon importante en fonction des fluctuations du rythme de l'inflation. En effet, pour correspondre à ce pouvoir d'achat, le taux de salaire nominal doit être égal à cette valeur augmentée de la hausse des prix. Or il se produit des retards dans cette indexation en raison des délais dans la perception du rythme des prix et dans les négociations salariales, de sorte que le pouvoir d'achat du taux de salaire, à court terme, est inférieur à sa valeur d'équilibre quand les prix accélèrent, supérieur dans le cas contraire.

Ces raisonnements permettent de représenter avec une bonne précision l'évolution des taux de salaires observée depuis quelques années. Ils expliquent notamment le net ralentissement du pouvoir d'achat des salaires bruts en 1979, en raison de l'accélération des prix et sous l'effet de la politique publique exogène.

Ce ralentissement devrait atteindre son maximum au début de 1980 : au point culminant de la phase d'inflation une légère décroissance de ce pouvoir d'achat pourrait être observée. Sur le reste de l'année en revanche, jouerait d'une part l'effet mécanique d'un rythme d'inflation un peu plus faible, d'autre part l'effet retardé de l'indexation sur la période de plus fort rythme d'inflation. Au total, le glissement du pouvoir d'achat du taux de salaire brut reviendrait à un peu moins de 2 % sur l'ensemble de l'année, soit un chiffre comparable à celui de 1979 avec un second semestre plus élevé que le premier. En moyenne annuelle, 1980 marquerait cependant un infléchissement par rapport à 1979.

En terme nominal, pour un glissement de prix de l'ordre de 13 % le glissement des taux de salaires bruts atteindrait 15 %.

En ce qui concerne la masse salariale brute, les évolutions seraient analogues ou un peu plus basses, la faible croissance des effectifs étant compensée par une décroissance égale de la durée du travail et les salaires publics connaissant une croissance légèrement moins favorable. Enfin, pour la masse salariale nette des cotisations sociales, compte tenu du déplaçonnement des cotisations d'assurance maladie, la croissance en pouvoir d'achat serait de l'ordre de 1 %.

Glissement trimestriel du pouvoir d'achat des salaires bruts

	Observé				Prévu	
	79-1	79-2	79-3	79-4	80-1	80-2
Taux de salaire	2,8	3,3	3,6	3,4	4,0	3,7
Prix	2,5	2,9	3,2	2,7	4,2	2,6
P.A. du taux de salaire	0,3	0,4	0,4	0,7	- 0,2	1,1
P.A. de la masse salariale brute ...	0,3	0,3	0,4	1,1	- 0,2	0,8

Ensemble des revenus

Quant au pouvoir d'achat du revenu salarial et social (salaires nets et ensemble des prestations), sa croissance est un peu plus rapide car le rythme de croissance du pouvoir d'achat des prestations serait plus élevé que celui des salaires, de l'ordre de 3 à 4 % l'an en 1980. Notons cependant que ce rythme de croissance des prestations est faible eu égard à sa tendance récente : 7,5 % annuel entre 1975 et 1978, 5,5 % en 1979. En ce qui concerne l'évaluation du pouvoir d'achat des entrepreneurs individuels, elle est très hypothétique, on peut cependant penser que ce pouvoir d'achat devrait ralentir en 1980.

Glissements semestriels, en pouvoir d'achat

	1 9 7 9		1 9 8 0
	1er semestre	2ème semestre	1er semestre *
Masse salariale nette	- 1,2	0,3	0,5
Ensemble des prestations	1,3	3,5	0,5
Revenu disponible brut	- 0,1	1,4	0,5

* prévision

5 - LIQUIDITES ET CREDITS DES MENAGES

Liquidités détenues par les ménages (corrigées des variations saisonnières)

	Décembre 1978 milliards de F.	Variation en 1978 Déc.1978/Déc.1977	Variation en 1979 (estimations) Déc.1979/Déc. 1978
Ensemble des liquidités	1 285,9	+ 14,7 %	+ 13,8 %
dont dépôts à vue	256,9	+ 14,8 %	+ 15,1 %
placements liquides	903,0	+ 15,6 %	+ 14,8 %

Source : Conseil National du Crédit

La croissance des liquidités détenues par les ménages s'est nettement infléchiée dès le début du second semestre, revenant d'un rythme de 16 % l'an à 12 %.

La progression des placements liquides rémunérés à taux fixes s'est sensiblement ralentie, surtout au second semestre. En revanche, les bons de caisse et comptes à terme (avoirs le plus souvent rémunérés aux taux du marché monétaire) se sont vivement développés en liaison avec la hausse des taux. La détention de ces placements est le plus souvent le fait, au sein des ménages, des entrepreneurs individuels.

En glissement sur l'année, la progression des encaisses réelles (1) des ménages est de 1,8 % au lieu de + 4,5 % en 1977-1978. C'est la plus faible valeur depuis 1974, année où les encaisses réelles avaient baissé de 0,4 %. Pourtant les ménages n'ont pas, sur l'ensemble de l'année, marqué un fort mouvement de défaveur à l'égard des liquidités, si l'on tient compte du ralentissement de leur revenu disponible (+ 12,6 % au lieu de 14,3 % en 1978) : le taux de liquidité des ménages exprimé par le rapport entre les liquidités qu'ils détiennent (2) et leur revenu disponible a marqué une forte hausse au 1er semestre que n'a pas compensé le repli observé par la suite ; ce taux s'établit à 76,8 % en 1979 au lieu de 75,6 % les deux années précédentes. De même, la part de leur revenu disponible que les ménages ont consacré à la constitution d'actifs financiers (accroissement des liquidités détenues, augmentation du portefeuille de valeurs mobilières et primes nettes d'assurance-vie) ne s'est-elle que peu infléchie : 12,6 % contre 13 % en 1978. Après l'essor de plus de 50 % des acquisitions de valeurs mobilières en 1978, la progression s'est sensiblement ralentie (10 % en 1979).

Puisque la part, dans le revenu disponible, de l'investissement (investissements en logement, FBCF et variation de stocks des entrepreneurs individuels) s'est accrue (10,9 % contre 10,5 % en 1978), la baisse du taux d'épargne des ménages (3) de 17,8 % à 16,7 % s'est traduite par un net fléchissement du taux d'épargne financière de 7,3 % en 1978 à 5,8 %. Ce dernier résulte pour une faible part, comme on l'a vu, d'un comportement moins favorable à l'égard des actifs financiers. Il résulte surtout de la vive expansion des crédits : l'accroissement des crédits rapporté au revenu disponible s'établit à 6,4 % au lieu de 4,3 % en 1978, soit un taux qui n'avait pas eu d'équivalent depuis 1972.

Crédits aux particuliers (crédits bancaires et non bancaires)

	Encours en déc. 197 (chiffres bruts)	Glissement en termes annuels (%)			
		1976	1977	1978	1979
Crédits à la consommation	55,8	21,9	5,4	13,5	32
Crédits à l'habitat	449,3	20,8	15,4	16,8	22,6
dont crédits bancaires	(281,6)	(22,-)	(14,3)	(17,6)	(24,5)
TOTAL	505,1	20,9	14,3	16,5	23,5

Source : Conseil National du Crédit

En 1980, le recours aux crédits devrait être plus limité en raison des directives récentes de l'encadrement du crédit et du niveau élevé des taux d'intérêt ; la hausse des taux est particulièrement marquée au premier semestre de 1980 pour les crédits au logement où les relèvements étaient restés limités en 1979 (voir la partie sur l'évolution monétaire). Par ailleurs, les ménages devront rembourser une large part des importants crédits à la consommation dont ils ont bénéficié en 1979. Le taux d'endettement supplémentaire devrait ainsi se réduire ; de plus, depuis le début de l'année, le regain des émissions obligataires, facilité par des taux très élevés, contribuerait lui aussi à la remontée du taux d'épargne financière (4). Au total dans l'hypothèse du maintien de la part du revenu disponible des ménages affectée à l'investissement, le taux d'épargne pourrait se redresser modérément mais sans retrouver le niveau de 1978.

(1) liquidités déflatées par l'indice des prix à la consommation

(2) liquidités détenues calculées en moyenne annuelle

(3) Pour mémoire : le taux d'épargne est représenté par la somme de la part de l'investissement dans le revenu disponible et du taux d'épargne financière ; ce dernier étant lui-même formé pour l'essentiel par l'écart entre le taux de constitution d'actifs financiers (variation des actifs financiers/revenu disponible) et le taux d'endettement (variation des crédits/revenu disponible)

(4) Cette remontée devrait cependant être limitée en raison du taux encore élevé de liquidité des ménages.

Les variations du taux d'épargne des ménages ont joué un rôle très important dans l'évolution conjoncturelle de l'année 1979 et le début de 1980. Le taux d'épargne a baissé de plus de 2 % en un an, variation considérable et rarement observée dans le passé. Deux raisons se sont ajoutées pour produire ce phénomène. D'une part, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages s'est infléchi à partir du printemps 1979 par rapport à sa tendance antérieure : le rythme de croissance a baissé de moitié. Les ménages ont alors amorti cet infléchissement en baissant leur taux d'épargne, de façon à en retarder les conséquences sur le rythme du développement de leur consommation. A partir du printemps d'autre part, le développement de la nouvelle crise pétrolière a poussé tous les agents économiques et notamment les ménages, à anticiper une forte accélération des prix : les enquêtes effectuées par l'I.N.S.E.E. auprès des ménages (1) sont à cet égard très révélatrices. Les ménages ont alors accéléré la baisse de leur taux d'épargne, réalisant notamment de façon précoce des achats d'équipement en biens durables. Ce comportement est particulièrement net à la fin de l'année 1979 où la croissance un peu plus vive du pouvoir d'achat des revenus a suscité une très importante vague d'achats de novembre à février.

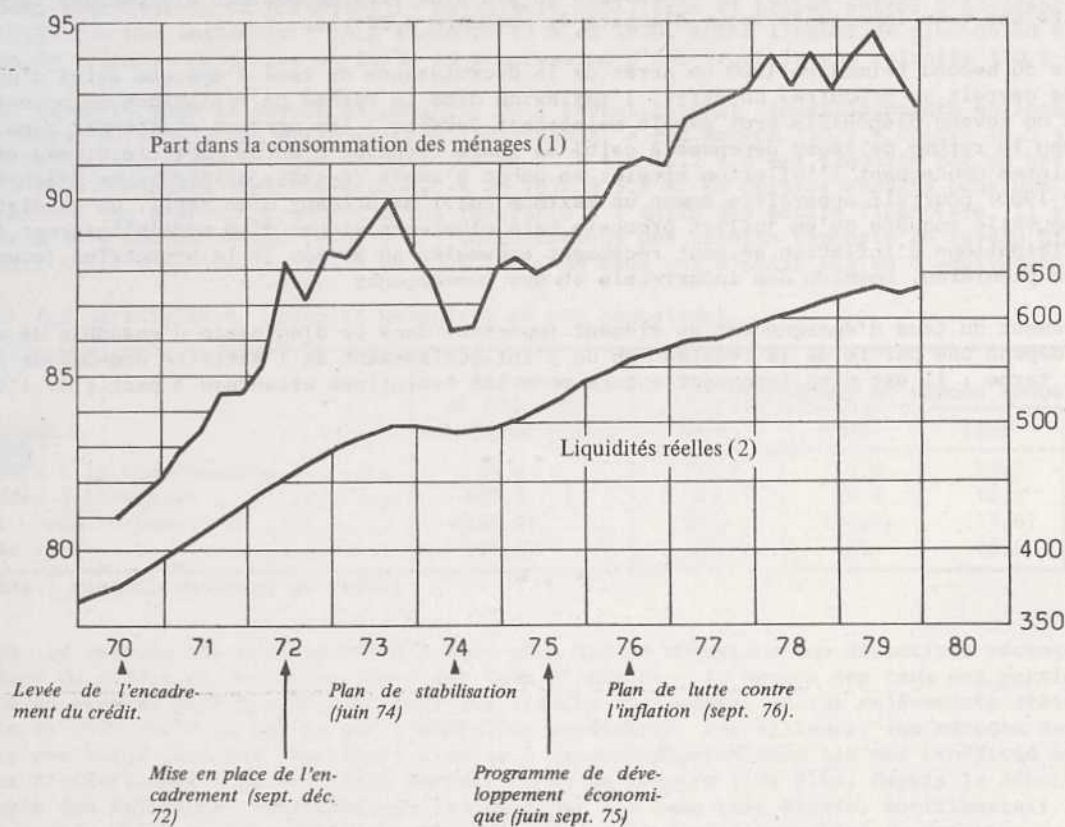
A partir du second trimestre 1980 un arrêt de la décroissance du taux d'épargne suivi d'une lente remontée devrait se produire. En effet, l'inflexion dans le rythme de croissance du pouvoir d'achat du revenu disponible brut paraît maintenant durable : les ménages ajusteront sans doute peu à peu le rythme de leurs dépenses à celui de leurs revenus. D'autre part, le niveau très élevé des craintes concernant l'inflation atteint en début d'année (enquête d'intentions d'achats de janvier 1980) pourrait apparaître comme un maximum suivi maintenant d'un repli. On ne disposera d'une nouvelle enquête qu'en juillet prochain mais plusieurs signes d'un affaiblissement de la vague des anticipations d'inflation se sont récemment accumulés au niveau de la production (cours des matières premières, opinion des industriels et des commerçants).

Ce mouvement du taux d'épargne est un élément important dans le diagnostic d'ensemble de cette note. De lui dépend une partie de la réalisation de l'infléchissement de l'activité économique prévu à court terme ; il est plus important encore pour les évolutions attendues à partir de l'automne.

(1) Enquête sur les Intentions d'Achats de juin et novembre 1979.

GRAPHIQUE 18

LIQUIDITÉS DÉTENUES PAR LES MÉNAGES



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

1 - LA POLITIQUE BUDGETAIRE

Le besoin de financement des Administrations avait dépassé 2 % du Produit Intérieur Brut marchand en 1978. Il revient à environ 1 % en 1979. Ce résultat doit évidemment beaucoup aux majorations des taux de cotisation sociale alors que s'infléchissait le rythme de développement des prestations ; mais il traduit aussi un effort de compression des dépenses de l'Etat et des Collectivités locales ; il résulte enfin des effets favorables sur les recettes de la reprise de l'activité au second semestre 1979. Cette situation se maintient au début de 1980 de sorte que le ralentissement conjoncturel de 1980 peut être abordé avec des possibilités d'actions budgétaires bien plus ouvertes qu'elles ne sont dans la plupart des pays étrangers.

Sécurité Sociale

En 1980, le relèvement des cotisations est limité. Le déplaçonnement en janvier dernier du dernier point de cotisations d'assurance-maladie était programmé depuis un an ; l'évolution du marché de l'emploi nécessitera sans doute prochainement un léger relèvement des taux des ASSEDIC. La progression du pouvoir d'achat de l'ensemble des prestations poursuit son infléchissement de 1979, en dépit d'allocations budgétaires exceptionnelles aux familles les plus défavorisées et aux personnes âgées (1,5 milliard en février) et d'une progression toujours vive de l'indemnisation du chômage. Cet infléchissement est assez général et concerne les retraites - indexées avec retard sur les salaires -, les prestations familiales qui atteignent leur régime de croisière après la réforme de 1978, enfin les dépenses maladie où ne semble pas remis en question le freinage enregistré fin 1979 sous l'impulsion des pouvoirs publics.

Etat et Collectivités Locales

Le ralentissement est général en ce qui concerne les dépenses de personnel. Il résulte du freinage de la croissance de l'emploi public, tant de la part de l'Etat que des autres Administrations. Il provient aussi de l'évolution en moyenne très proche de celle des prix des traitements bruts nominaux.

L'effort de modération porte aussi sur les dépenses d'équipement. La Formation Brute de Capital Fixe de l'Etat demeure, en 1979, aux trois quarts de son niveau de 1975 et l'évolution des dépenses civiles en capital semble révéler un nouveau ralentissement au début de 1980.

En revanche, après le brutal freinage de 1977, l'investissement des Administrations Locales (1) s'oriente plus favorablement, tout en restant contenu pour éviter un endettement excessif : il participe au soutien de l'activité du B.T.P. courant 1979 et sans doute début 1980 si l'on en juge par les forts engagements de la C.D.C. fin 1979 (leur hausse dépasse 40 % en deux ans, mouvement freiné toutefois par la stabilisation concomitante de l'activité de la CAECL en ce domaine) et l'évolution des recettes locales (notamment soutenues par l'Etat : dotation globale de fonctionnement, fonds de compensation de la TVA) ; les craintes manifestées par les entrepreneurs de Travaux Publics à l'enquête de janvier dernier seraient alors à relier au léger resserrement des trésoreries locales (et à l'allongement consécutif des délais de paiement) après leur élargissement de l'automne. La politique de vérité des tarifs publics limite enfin la croissance des subventions aux entreprises nationales.

Cet effort de modération s'est notamment traduit en gestion 1979 (2) par une sensible réduction du déficit du budget général : moins de 24 milliards de F., soit 1,1 % du PIB marchand contre 1,5 % chacune des trois années précédentes ; même s'il doit bientôt atteindre son terme, il permet au premier trimestre 1980 de limiter l'accélération des dépenses définitives constatée depuis trois ans en début d'année, cela en dépit d'un considérable alourdissement de la période complémentaire.

- (1) Plus des trois quarts de l'équipement réalisé par les Administrations publiques contre un peu plus des deux tiers au début de la décennie 70.
- (2) Un découpage plus classique par exercices, prenant en compte le gonflement des périodes complémentaires depuis deux ans, propose un profil légèrement différent : le déficit de 1979 (1,35 % du PIB) se compare alors à ceux de 1976 et 1977, et l'exercice 1978 se singularise (1,85 %).

La relative amélioration ce premier trimestre (- 2,5 % du PIB contre - 3 % les deux années précédentes) du déficit désormais saisonnier des opérations définitives tient aussi à des recettes fiscales soutenues : au-delà d'irrégularités mensuelles souvent redevables à des considérations d'ordre comptable, la TVA (+ 18 % en un an) reflète l'accélération des importations en valeur, la reprise de la consommation intérieure (son recul de mars ne joue pas sur les recouvrements du trimestre), la hausse des prix ; la taxe sur les salaires enregistre un versement tardif des P.T.T. ; le niveau des taux d'intérêt gonfle certaines recettes spécifiques.

La prise en compte des opérations temporaires relativise toutefois ces résultats, tout en permettant une vue plus complète de l'action économique de l'Etat. Hors opérations avec le FMI et le Fonds de Stabilisation des Changes, celles-ci se soldent par un déficit de 9 milliards pour l'exercice 1979 (contre l'équilibre en 1978). Cette évolution reflète notamment le volet "prêts" (CAPA, FDES) des 6 milliards d'aide de l'Etat à la sidérurgie. A plus court terme (puisque leur quasi-rééquilibrage s'effectue en fin d'année), les avances aux collectivités locales dénotent un fort creusement début 1980, atteignant 13 milliards dès la fin mars, un mois plus tôt qu'en 1979.

Avec un tel profit récent, les opérations temporaires paraissent peu susceptibles de participer, comme en 1974, à un éventuel accompagnement public des fluctuations conjoncturelles de l'activité.

Au reste, celui-ci ne pourrait être, du seul point de vue du budget de l'Etat, que modeste en l'absence de mesures nouvelles : d'une part la modulation des dépenses reste aléatoire, d'autre part l'inflexion des recettes de TVA qu'entraînerait spontanément une orientation déflationniste de l'activité ne se retrouverait pas sur les recouvrements d'impôts directs, soumis au jeu des décalages. La liquidation en cours de l'impôt sur les sociétés, bien qu'affectée par l'aide fiscale à l'investissement instituée l'été dernier, reflètera l'amélioration des résultats des entreprises en 1979.

L'emprunt de janvier, malgré son importance (12,5 milliards, soit presque autant que pour les années entières 1978 ou 1979 : respectivement 13,5 et 15 milliards), ne semble pas avoir pesé sur un marché financier très animé ; combiné à un moindre déficit courant, il limite le gonflement traditionnel de l'endettement monétaire en début d'année en dépit d'une absence d'émissions nettes de bons du Trésor sur formules. La contrepartie Trésor apparaît ainsi inférieure à celle du début 1979 (celle-ci marquait en revanche une hausse de 17 % sur celle du début 1978) ; depuis l'automne, le système bancaire détient un peu moins d'effets publics - 44 milliards fin mars - qu'à la même époque de l'année précédente.

2 - L'EVOLUTION MONETAIRE

a) les taux d'intérêt, le taux de change et le coût du crédit

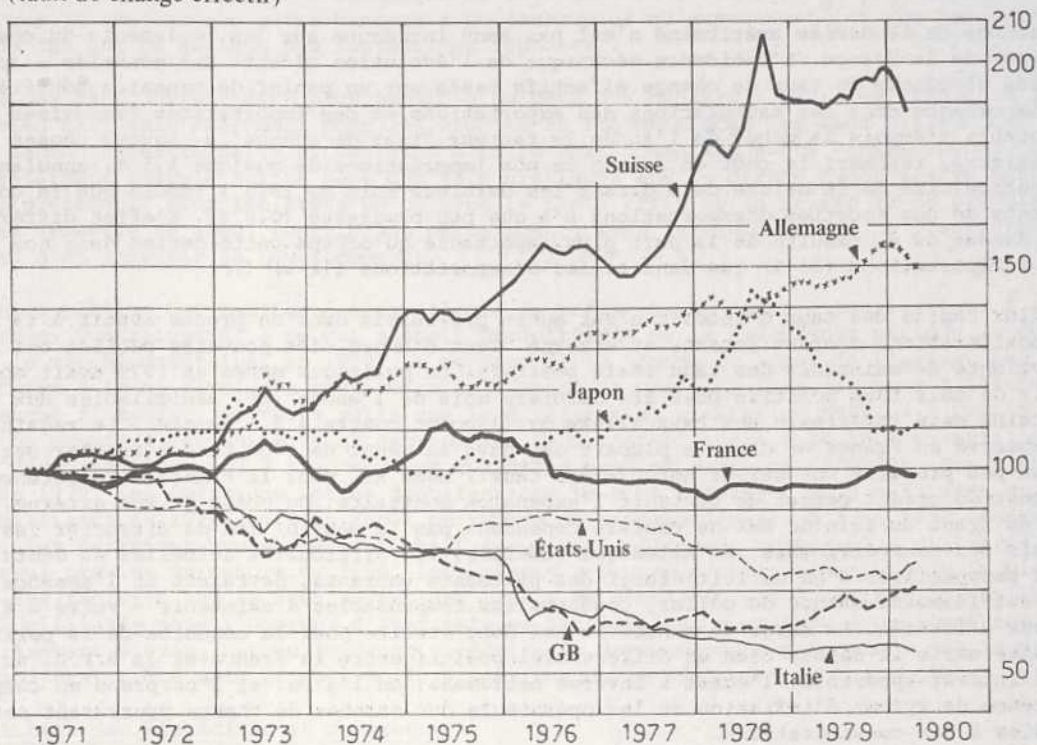
La hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire français s'est atténuée en décembre, plus sensiblement même qu'à l'étranger, puis stabilisée. Cette situation d'attente prévalait également sur les marchés extérieurs. Dès la mi-février, le redressement des taux étrangers a suscité le relèvement des taux français si bien que le taux de l'argent au jour le jour qui était, en moyenne, peu différent de 12 % depuis novembre 1979 s'est établi à 13 % en mars (moyenne mensuelle de taux quotidiens), atteignant durant ce mois un maximum de 13,5 %. Ce taux est revenu à 12,4 % en avril. Ainsi en un an le loyer de l'argent a pratiquement doublé.

Les taux français ont certes été influencés dans leur évolution par les taux étrangers ; mais pas totalement. Ainsi le différentiel d'intérêt négatif observé avec les U.S.A. (taux des federal funds), qui s'était peu à peu amenuisé durant l'année 1979, passant de 3,4 points en janvier 1979 à 1,6 point en décembre et à 2 points en février 1980, est remonté à quelque 4 points en mars. Un écart de même ordre existe entre le taux français à 1 mois et celui de l'euro-dollar. En revanche, la liaison avec les taux allemands a été plus forte, bien qu'un moment relâchée en décembre 1979 : l'écart de taux positif est alors revenu de 4,1 points à 3,1 points mais s'est ensuite rapidement reconstitué. L'appréciation du franc par rapport au deutsche-mark a permis un léger repli des taux français durant la seconde moitié du mois de mars, puis leur maintien à 12 1/4 % pendant la première quinzaine d'avril. Toutefois afin de prévenir des mouvements spéculatifs, les Autorités monétaires se sont assurées la maîtrise à très court terme des taux d'intérêt en substituant aux pensions qu'elles accordent pour une durée d'un mois contre effets publics, des pensions de très courte durée.

L'évolution récente des marchés de change est dominée par la remontée du \$, soutenu par un différentiel d'intérêt qui s'est encore élargi par rapport aux pays étrangers (4 points avec la France, 8 points avec l'Allemagne, en mars). Avant le repli enregistré au cours de la première quinzaine d'avril, le cours contre franc du \$ s'était redressé de 13 %. Ce relèvement s'est exercé encore plus fortement au détriment du deutsche-mark. Au début d'avril, la parité franc-deutsche-mark avait augmenté de 1,7 % par rapport à son cours le plus bas de la mi-janvier ; retrouvant le niveau du début de 1979, elle s'établissait à peine au-dessus de son cours-plancher au sein du SME en dépit des soutiens apportés par l'Institut d'émission. Il est vrai que depuis décembre le franc a pratiquement toujours figuré en tête des monnaies formant le S.M.E.

GRAPHIQUE 19

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

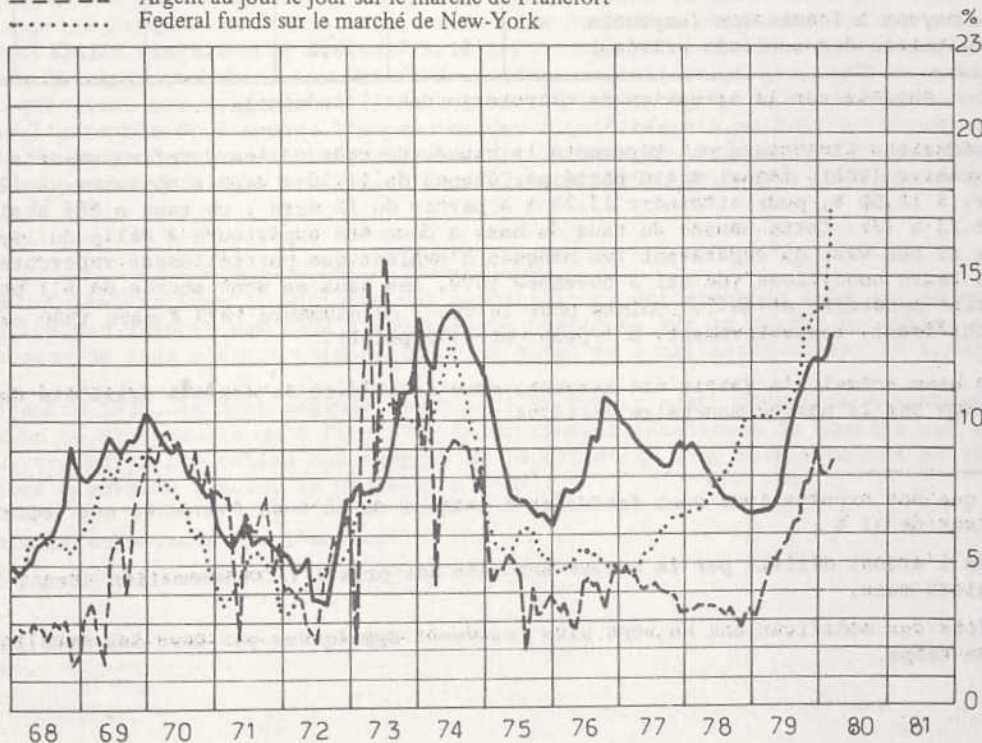


Source : INSEE ; Indices : base 100 décembre 1969
 - en moyenne géométrique
 - pondérations calculées sur les années 1974-1975-1975

GRAPHIQUE 20

TAUX D'INTÉRÊT DE L'ARGENT A COURT TERME

- Argent au jour le jour contre effets privés sur le marché monétaire français
- - - Argent au jour le jour sur le marché de Francfort
- Federal funds sur le marché de New-York



Au total, en termes de parités effectives, après le repli observé en avril, le gain de change du \$ s'est limité à 2,8 % entre son niveau le plus bas, début janvier, et fin avril. Sur la même période, la franc a perdu 1,6 % - après s'être apprécié depuis octobre 1979 - et le deutsche-mark 2,1 %.

La remontée de la devise américaine n'est pas sans incidence sur les règlements du commerce extérieur de la France. L'incidence mécanique de l'évolution récente des monnaies - appréciée à l'aide d'indices de taux de change effectifs basés sur un panier de monnaies pondérées par leur importance dans les facturations des exportations et des importations françaises - a été défavorable : depuis le début de l'année le facteur "taux de change" a, toutes choses égales par ailleurs, renchéri le coût en francs de nos importations de quelque 1,5 %, annulant presque le bénéfice tiré de la baisse du \$ durant les derniers mois de 1979 ; tandis que la contrevaletur en francs de nos recettes d'exportations n'a que peu progressé (0,5 %). L'effet différencié de la hausse du \$ résulte de la part plus importante qu'occupe cette devise dans nos facturations d'importations (31 %) que dans celles d'exportations (11 %) (1).

Un reflux rapide des taux d'intérêt n'est guère prévisible dans un proche avenir à la fois pour des considérations d'ordre interne et externe. Tout d'abord, les pouvoirs publics ont affirmé leur volonté de maintenir des taux réels positifs. La politique menée en 1979 avait abouti à obtenir de tels taux positifs pour les derniers mois de l'année (2), assimilables aux taux réels américains mais inférieurs aux taux allemands (1 point contre 4 à 5 points). Le regain d'inflation observé en France et dans la plupart des pays au début de 1980 tend à annuler cet effet, rendant peu probable une baisse notable des taux ; même si, pour la France, l'existence de l'encadrement du crédit permet de contenir l'expansion monétaire. Du point de vue externe, la bonne tenue du franc au sein du SME ne confère cependant pas la possibilité de dissocier les taux français des taux étrangers. En Allemagne fédérale, les difficultés actuelles du deutsche-mark et les perspectives d'un déficit élargi des paiements courants, devraient en l'absence d'un repli suffisamment marqué du dollar, conduire les responsables à maintenir - voire à élever - les taux d'intérêt. La marge de manoeuvre est donc étroite pour la conduite de la politique française car s'il existe bien un différentiel positif entre la France et la R.F.A. au niveau des taux d'intérêt apparents, l'écart s'inverse nettement, on l'a vu, si l'on prend en compte la différence de rythme d'inflation et les opérateurs des marchés de change pourraient redevenir sensibles à ces considérations.

Taux d'intérêt suivant leur nature	1 9 7 8		1 9 7 9		1980
	mai	déc.	mai	déc.	avril
Taux de base bancaire	9,3	8,8	8,8	11,5	13
Escompte commercial (1)	10,7	10,2	10,2	12,7	
Découverts (1)	11,4	11,0	10,9	13,3	
Crédits d'équipement à moyen terme mobilisables (1)	10,8	10,4	10,2	11,8	
Taux moyens à l'émission (emprunts obligataires des sociétés privées)	11,2	10,2	9,8	12,4	14,63

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

Les intermédiaires financiers ont répercuté la hausse du coût de leurs refinancements sur le taux de base bancaire (TBB), lequel a été porté par étapes de 11,50 % depuis novembre, à 12 % le 24 février, à 12,50 %, pour atteindre 13,25 % à partir du 12 mars ; ce taux a été abaissé le 25 avril à 13 % (3). Cette hausse du taux de base a donc été supérieure à celle du loyer de l'argent ; il est vrai qu'auparavant les banques n'avaient que partiellement répercuté la hausse du TBB sur leurs conditions (de mai à novembre 1979, les taux se sont accrus de 5,1 points sur le marché monétaire et de 2,7 points pour le TBB ; de novembre 1979 à mars 1980 ces accroissements se chiffrent, respectivement, à 1 point et 1,75 point).

Le taux de base actuel n'a jamais été atteint, même en 1974 où le maximum avait été de 12,4 % (pour un taux sur le marché monétaire de 13,84 %).

(1) Alors que nos exportations sont facturées à hauteur de 66 % en francs et nos importations à hauteur de 31 %.

(2) Taux de l'argent déflaté par la hausse annuelle des prix à la consommation durant les 3 derniers mois.

(3) Toutefois ces modifications ne sont plus forcément appliquées par tous les établissements en même temps.

L'impact sur la demande de crédit des entreprises, déjà très modérée, devrait être mesuré, mais significatif, cependant, du fait que les taux réels sont devenus positifs. Toutefois, l'enquête de trésorerie réalisée en décembre auprès des chefs d'entreprise avait montré que les banques n'avaient pas totalement appliqué la hausse du taux de base à leurs conditions débitrices. Il est vrai que la concurrence entre banques a pu jouer plus qu'auparavant (et que les relèvements répétés du TBB ont pu quelque peu fausser les réponses).

La hausse des taux devrait être plus sensible du côté des ménages ; pour les crédits à la consommation, bien sûr, mais également pour les crédits au logement dont les taux avaient été peu relevés au second semestre de 1979. Certains d'entre-eux, comme les prêts conventionnés, ont un taux de référence calculé sur la base des taux pratiqués sur le marché hypothécaire durant le trimestre précédent. Pour les prêts de ce type le plein effet de la hausse va se produire durant le premier semestre de 1980, contribuant normalement, avec le renforcement de l'encadrement du crédit, à en ralentir le développement.

Les pouvoirs publics ont manifesté leur volonté de préserver un écart entre les taux à court et à long terme, contrairement à ce qui s'était produit lors de la précédente période de forte tension sur le marché monétaire, en 1974. La reprise de la hausse du loyer de l'argent sur le marché monétaire à la mi-février a suscité un relèvement encore plus fort des taux à l'émission sur le marché financier, de telle sorte que le différentiel atteint en avril 2,2 points pour les emprunts de première catégorie (pour ceux-ci les taux s'établissent à 14,56 % en avril contre 12,14 % en décembre 1979 et 9,7 % en moyenne durant le premier semestre de 1979). Sur l'ensemble de l'année 1979, les émissions nettes d'obligations se sont élevées à 48,9 milliards au lieu de 43,7 milliards en 1978, soit un repli du rythme de progression (11,8 % en 1979 contre 17,5 % en 1978). Les émissions brutes se sont chiffrées à 65,5 milliards contre 57,8 milliards en 1978. Pour le seul premier trimestre de 1980, les émissions brutes d'obligations - dont le placement a certes été facilité par le haut niveau des taux - se sont établies à environ 30 milliards, dont 12,5 milliards pour l'emprunt d'Etat émis en janvier. Les émetteurs ayant jugé ces taux particulièrement élevés, ont eu tendance à réduire la durée moyenne des titres qu'ils proposent ; l'emprunt d'Etat a été émis au taux de 12 % pour une durée seulement de 6 ans (1).

b) L'évolution des liquidités et du crédit

L'objectif d'une croissance de la masse monétaire limitée à 11 % qui avait été retenu pour 1979 par les Autorités monétaires a été dépassé : le glissement de M2 s'est établi à 14,4 % en 1979 contre 12,2 % en 1978. Toutefois, ces pourcentages ne reflètent pas exactement l'accélération des liquidités d'une année sur l'autre, en raison de mouvements de sens opposé qui ont affecté le mois de décembre de chacune de ces années (2).

Au total, en tendance la progression des liquidités s'est inscrite sur une pente (de l'ordre de 13,5 %) environ 1/2 point supérieure à celle qui avait prévalu en 1978 alors même que l'objectif de progression avait été abaissé de 12 % en 1978 à 11 %.

L'accélération des liquidités s'est réalisée principalement au début de l'année 1979, en liaison avec une reprise marquée de l'endettement monétaire du Trésor et alors même que s'amorçait un renforcement de la distribution des crédits à l'économie. Bien que le dépassement de la norme soit devenu dès lors probable, les Autorités monétaires ont estimé que les perspectives économiques ne requerraient pas de renforcer l'encadrement du crédit pour le second semestre de 1979. Ainsi, sur l'ensemble de l'année, l'expansion des liquidités n'a qu'à peine accompagné la croissance de la production exprimée en valeur et le taux de liquidité de l'économie, représenté par le rapport M2/PIB (3), est revenu de 48,7 % en 1978 à 48,5 % en 1979 (ou respectivement

(1) Certaines institutions financières ont assorti leurs émissions de taux variables comportant une prime par rapport aux taux à court terme pratiqués sur le marché monétaire et incluant une clause de taux minimum garanti (pour un total de 3 milliards durant ce trimestre).

(2) En décembre 1978, le désengagement momentané du Trésor avait contribué à restreindre la progression de M2 ; tandis qu'à fin 1979, le gonflement inhabituel du montant des valeurs à recouvrer dont l'imputation aux comptes de la clientèle a dû être reportée en janvier, a majoré d'environ 1 point la croissance de M2.

(3) M2 calculé en moyenne sur l'année.

55,7 % et 55,4 % pour le seul PIB marchand). Le resserrement du taux de liquidité est plus marqué, comme ce fût déjà le cas en 1974, si l'on se réfère à la dépense intérieure brute (DIB = PIB + IMP - EXP), la hausse du prix des importations énergétiques ne se répercutant qu'avec retard dans le prix du PIB ; ainsi calculé, le taux de liquidité est revenu de 49 % en 1978 à 48,4 %. Cette baisse s'est réalisée au second semestre et principalement durant le troisième trimestre lors de la forte hausse de la production.

Passé le premier trimestre, l'endettement monétaire du Trésor s'est progressivement réduit ; sur l'ensemble de l'année la création monétaire du Trésor a donc été particulièrement modérée (+ 11 % en moyenne au lieu de + 17 % en 1978). Le Trésor a collecté 15 Mds de ressources à long terme sur le marché financier contre 13,5 milliards en 1978 et, en outre, l'activité économique plus soutenue a induit des recettes supplémentaires. Les opérations de balance des paiements ont également peu contribué à la création de monnaie. L'année 1979 s'est donc caractérisée par une reprise marquée de la distribution du crédit, 14 % au lieu de 11,7 % en 1978, à peine ralentie au second semestre (13 % l'an).

Les entreprises ont peu recouru au crédit, en accord avec l'aisance de leur trésorerie. La reprise au second semestre des crédits à l'investissement à un rythme supérieur à 14 %, après la quasi-stagnation observée auparavant, a été largement compensée par la faiblesse des crédits de trésorerie (+ 5 % contre + 8 % en 1978) alors que le financement des exportations a été un peu plus accentué que l'année précédente. Au total, la progression des crédits aux entreprises a atteint 7,8 %, poursuivant le mouvement de décélération progressive noté les années récentes.

De ce fait les intermédiaires financiers n'ont pas eu de difficultés à satisfaire la demande de crédit émanant des particuliers, d'autant que certains aménagements avaient été introduits depuis peu dans la réglementation du crédit : libéralisation des règles de financement des ventes à tempérament, classement parmi les crédits désencadrés de deux nouvelles formes de prêt au logement (prêts conventionnés et PAP *). Ainsi les prêts aux ménages se sont accrus de 24 % au lieu de 16,5 % en 1978. Les crédits à la consommation ont augmenté de 32 % au lieu de 13,5 % en 1978, en particulier du fait de la vive expansion des ventes à tempérament (les établissements spécialisés dans ce type de crédit disposaient d'une norme de progression autorisée plus élevée que les autres). Le développement des crédits au logement a atteint 23 % (25 % pour les seuls crédits bancaires) contre 16,8 % en 1978. La différence de rythme de progression d'une année à l'autre résultant pour l'essentiel des crédits désencadrés (1). L'essor de ces derniers reflète l'effet d'accélération né de la création récente des prêts conventionnés et des PAP.

Les caractéristiques de la distribution du crédit en 1979 expliquent qu'en dépit d'un développement soutenu, l'encadrement n'a finalement exercé qu'une contrainte modérée. Cette contrainte a cependant été plus vivement ressentie durant le second semestre comme en témoigne la hausse de la prime de désencadrement (taux que perçoit un établissement qui n'atteint pas la limite autorisée pour prendre à son compte des crédits distribués par un confrère). Cette moindre aisance s'exprime aussi par l'existence en fin d'année d'un volant "d'économies de crédit" reportables sur six mois réduit par rapport à 1978.

Au cours des premiers mois de 1980, l'évolution de la monnaie et du crédit a suivi les tendances antérieures : la croissance de M2 est restée proche de 13 % l'an et le développement des crédits ne s'est pas ralenti. Aussi le respect de l'objectif de progression maximum de M2 maintenu à 11 % pour l'année 1980 (soit un taux restrictif par rapport à la prévision du PIB en valeur) rendait nécessaire le renforcement de l'encadrement du crédit.

Déjà auparavant les normes fixées pour le premier semestre avaient été abaissées d'un demi point à fin juin par rapport à la norme de juin 1979 et le pourcentage de réintégration des crédits "désencadrés", dans l'encours soumis à norme, avait été porté de 20 % en 1979 à 40 %. Le caractère restrictif a été accentué pour le second semestre, afin de ramener la croissance des crédits bancaires à environ 10,5 % en 1980 (chiffre compatible avec une augmentation de 11 % de M2 compte tenu d'un appel limité du Trésor à la création monétaire). La gamme des normes publiées pour le second semestre réduit, par rapport à 1979, de 1/2 ou 1 point, suivant les établissements, les maxima autorisés et de 2 points ceux qui sont appliqués aux organismes spécialisés dans le financement des ventes à tempérament. L'essor des crédits à la consommation devrait être freiné, bien qu'un phénomène technique soit de nature à atténuer la vigueur apparente de la restriction : les normes s'appliquent aux encours de crédit constatés à fin décembre 1979 ; or, s'agissant de crédits à court terme, les établissements distributeurs vont bénéficier de remboursements substantiels provenant des nombreux prêts accordés en 1979. En termes de "prêts nouveaux" distribués en 1980, le dispositif ne serait donc pas excessivement sévère.

* PAP : Prêts aidés à l'accession à la propriété.

(1) En fait en 1979, 20 % de la progression depuis le début de l'année des crédits "désencadrés" entrait dans l'encours des crédits soumis à norme de progression maximum.

Le processus de réintégration progressive des crédits en francs "désencadrés" dans le régime commun a été poursuivi : 50 % de l'accroissement constaté depuis fin mars est réencadré et les prêts complémentaires aux prêts principaux d'épargne-logement cessent d'être exonérés à compter de fin avril. Ces derniers s'étaient accrus de 56 % en 1979 et 87 % en 1978. Les crédits en devises restent totalement désencadrés.

Parmi les crédits désencadrés l'impact devrait être particulièrement sensible pour les crédits au logement (30 % des "désencadrés") même si les prêts aidés à l'accession à la propriété (PAP) ne sont pas soumis à la mesure à la réintégration (1). L'effet restrictif devrait être moindre pour les crédits à l'exportation dont le développement, estimé à partir de l'échéancier de nos contrats importants avec l'étranger, devrait se ralentir spontanément.

Toutefois, il est probable que les banques ne pourront pas freiner brutalement la distribution des prêts au logement : les acquisitions et les mises en chantier réalisées au second semestre de 1979 et au début de 1980 exerceront encore leurs effets sur l'accroissement des encours en 1980. De ce fait, les Intermédiaires financiers devraient connaître plus de difficultés qu'en 1978-79 pour respecter les normes maximum autorisées ; d'autant plus qu'ils débutent l'année 1980 avec un potentiel d'"économies de crédit" reportables moindre qu'un an plus tôt et que l'aménagement de la réglementation en vigueur depuis avril tend à restreindre l'élément de souplesse que constituaient ces marges. En effet, les transferts de crédits entre établissements sont plus strictement réglementés et l'aménagement apporté au profil mensuel des normes devrait limiter la constitution de trop importantes "économies de crédit" certains mois.

Le dispositif actuel permet donc plus encore qu'auparavant le contrôle de l'octroi de crédits. La question de savoir si ce contrôle de l'offre va se montrer effectivement restrictif dépend maintenant de l'intensité de la demande. Dans la situation présente, l'aisance financière des entreprises est favorisée par la vigueur de l'activité conduisant à une forte productivité et à un partage du revenu qui leur est favorable en raison de la modération du pouvoir d'achat des salaires. Les perspectives retenues (cf. infra le chapitre sur la situation financière des entreprises) ne laissent pas anticiper d'effets restrictifs importants des limitations de crédit sur l'activité des entreprises. Des tensions localisées ne peuvent être pour autant écartées ; ainsi la dernière enquête réalisée dans le commerce fait état de difficultés plus grandes à obtenir du crédit. La remontée de la prime de désencadrement à environ 5 %, en moyenne, en mars (contre un peu plus de 1 % en mars 1979) indiquerait que, dès à présent, l'encadrement renforce son effet.

(1) en fait plusieurs types de crédits en francs restent hors encadrement ; il s'agit essentiellement de crédits qui font l'objet de procédures de financement particulières : PAP, part à long terme des crédits à l'exportation, prêts aux collectivités publiques, prêts - calamités ...

Un environnement international assombri

Le second choc pétrolier a frappé les économies occidentales au moment où s'étaient à peu près résorbées les conséquences du premier et où la croissance commençait à reprendre, notamment par l'investissement.

Un choc pétrolier se traduit par une détérioration des soldes extérieurs dans la mesure où les pays qui ont bénéficié de l'amélioration des termes de l'échange ne développent pas immédiatement leurs importations ; par une hausse du prix de l'ensemble des emplois, qui peut être très largement amplifiée par les comportements d'indexation des revenus des agents intérieurs à la zone ; et par une détérioration des termes de l'échange, c'est-à-dire par une baisse du pouvoir d'achat distribué aux agents de la zone sur laquelle porte ce choc pour un montant égal à la perte subie sur les termes de l'échange.

Mais il n'y a pas nécessairement ralentissement de la croissance car les agents intérieurs à la zone peuvent maintenir leur demande malgré la perte de pouvoir d'achat en diminuant leur taux d'épargne. Dans ce cas, rien n'est changé à la croissance réelle et l'égalité macro-économique globale entre épargne et investissement est assurée par un endettement des pays de la zone correspondant à la plus forte épargne des agents extérieurs.

Une situation de ce type s'est développée dans la zone O.C.D.E. depuis le milieu de 1979. L'accélération initiale des prix s'est fait sentir et elle est en cours d'amplification par le jeu des cycles d'indexation ; de façon progressive parce que la hausse du prix du pétrole n'a pas été instantanée, les balances commerciales se détériorent. Mais, jusqu'à la fin de 1979, la croissance ne semble pas avoir sensiblement ralenti. On peut théoriquement imaginer que le ralentissement des pays de l'O.C.D.E. ne se produise pas, la zone continuant de vivre à crédit avec un taux d'épargne faible ; mais l'hypothèse paraît invraisemblable en raison de l'ampleur des problèmes de financement international qu'entraînerait cette situation. Ce ralentissement viendra donc, soit de façon endogène si les agents intérieurs réajustent spontanément en hausse leur taux d'épargne, soit de façon exogène si ce sont les politiques publiques qui agissent sur leurs dépenses ou les crédits pour finalement provoquer ce même résultat.

L'examen de la conjoncture internationale montre que la seconde partie de ce schéma est en oeuvre dans beaucoup de pays. Le durcissement des politiques budgétaires, quand il a lieu, vise bien à une élévation du taux d'épargne des Administrations ; les restrictions apportées aux conditions du crédit et notamment la hausse des taux cherchent à provoquer le même effet chez les entreprises et les ménages tout en aidant à la compensation des déficits commerciaux par des entrées de capitaux. L'incertitude majeure porte sur la première partie du schéma : la remontée endogène des taux d'épargne. Elle peut avoir lieu maintenant et dans ce cas, l'infléchissement conjoncturel peut être profond. Il semble que ce doive être le cas par exemple aux Etats-Unis ; mais le ralentissement peut être beaucoup plus tardif s'il n'est induit que par le seul effet restrictif des politiques publiques exogènes.

Pour la moyenne de la zone, cette note suppose que le ralentissement est encore faible actuellement parce que les effets restrictifs exogènes des politiques publiques n'ont pas encore été relayés par un relèvement des taux d'épargne, mais qu'il va s'accroître parce que ce qu'un relèvement partiel va avoir lieu, au moins dans quelques pays. En revanche, bien qu'on ne puisse totalement l'exclure, l'hypothèse d'une remontée des taux d'épargne à leur niveau initial, entraînant un infléchissement profond de l'activité ne paraît pas la plus probable. En conséquence, les déséquilibres des balances des paiements des pays de la zone O.C.D.E. pourraient en moyenne ne s'atténuer que lentement.

En France : Assainissement structurel mais détérioration conjoncturelle

Comme pour l'ensemble de l'O.C.D.E., ces mêmes incertitudes pèsent sur la situation de l'économie française. A la fin de 1978, en dépit du maintien d'un fort niveau d'inflation, les principaux déséquilibres nés de la crise de 1974 étaient résorbés et la croissance paraissait pouvoir reprendre en 1979 sur une base assainie, notamment en ce qui concerne l'investissement, malgré la persistance de deux problèmes structurels : l'emploi et la redistribution sociale. Mais le second choc pétrolier représente en année pleine un accroissement du prélèvement extérieur équivalent à 2,5 % du PIB, avec ses conséquences sur l'équilibre extérieur, l'inflation et le pouvoir d'achat.

L'année 1979 est donc marquée par une opposition entre la situation structurelle et la situation conjoncturelle de l'économie. Structurellement prédomine un facteur favorable : la plus grande capacité à dégager une offre rentable. Ceci résulte des transformations subies par le stock de capital durant les cinq années qui suivent le premier choc pétrolier, années durant lesquelles sous l'apparente faiblesse du niveau de l'investissement était à l'oeuvre une reconversion dont témoignait la croissance de la part des investissements de productivité et des investissements

des entreprises publiques. Ceci résulte aussi des modifications dans le partage des revenus entre Entreprises, Administrations et Ménages, de nature à rétablir de meilleures conditions de rentabilité particulièrement dans l'industrie. Enfin, y contribue l'engagement de la politique publique d'une part en faveur d'une plus grande liberté accordée aux entreprises, spécialement dans la fixation de leurs prix, d'autre part en faveur d'une plus grande fixité des changes européens, de nature à réduire l'incertitude liée à la variabilité de ces changes. L'un et l'autre engagement accroît la capacité concurrentielle de l'industrie en contribuant à rendre les chefs d'entreprise totalement responsables de leurs prix intérieurs et à l'exportation.

La situation conjoncturelle depuis 1979, s'oppose à ces conditions favorables. D'une part au début de l'année l'accroissement des cotisations sociales pour financer le maintien de la croissance du volume des prestations est dynamiquement restrictif mais d'autre part le prélèvement pétrolier vient perturber l'équilibre extérieur, relancer l'inflation, restreindre la croissance des pouvoirs d'achat internes.

L'observation du déroulement de la seconde moitié de l'année 1979 et des premiers mois de 1980 montre que les facteurs structurels favorables et la vigueur de la demande qui émane des entreprises ont offert à l'économie française une bonne capacité de résistance aux éléments conjoncturellement défavorables se traduisant finalement par une croissance rapide, où l'investissement productif tient sa place, et une diffusion de l'amélioration des situations des entreprises.

On ne peut en conclure cependant que les éléments conjoncturels négatifs sont effacés. Dans la situation actuelle favorable aux conditions de l'offre, ces éléments conjoncturels ont eu un rôle paradoxalement positif : les craintes inflationnistes ont poussé la demande en avant sous forme d'un peu de stockage excessif dans les entreprises, bien qu'il ne soit pas ressenti comme tel, et surtout sous forme d'un excès de demande des ménages eu égard à l'infléchissement de leur pouvoir d'achat. Ainsi, le contenu du regain de croissance observé depuis neuf mois n'est-il pas entièrement favorable : il est durable pour ce qui est de son contenu en investissement, il est précaire pour sa partie liée à un excès spéculatif de demande.

Deux indicateurs illustrent bien, au début de 1980, le contraste entre la situation des entreprises et des ménages : l'indicateur d'opinion des chefs d'entreprise quant à l'aisance de leurs trésoreries est à un niveau historiquement haut et les signaux qui émanent des entrepreneurs témoignent certes, de l'inquiétude diffuse qu'inspire la situation générale mais aussi d'une plus grande confiance dans leur situation propre. En revanche, l'indicateur d'opinion des ménages sur leur niveau de vie est au plus bas. C'est en effet la baisse du taux d'épargne des ménages qui assure l'équilibre macro-économique actuel. En maintenant leur demande malgré un partage du revenu plus favorable aux entreprises, les ménages permettent l'amélioration de la situation des entreprises et la poursuite de la croissance. Le côté de l'offre se trouve en quelque sorte deux fois renforcé : ex ante, par un partage du revenu qui lui est plus favorable, ex post, par l'ajournement des conséquences négatives de ce partage. Mais le poids du prélèvement pétrolier paraît trop lourd pour que la baisse d'épargne des ménages puisse totalement le gommer. Cela ne paraît pas non plus souhaitable en raison du déficit du commerce extérieur que cette situation implique comme nous le montrent les chiffres du premier trimestre.

Pour ces raisons, nous persistons à prévoir que, pour un temps, la demande va maintenant commander l'offre et s'infléchir.

Un infléchissement au printemps 1980

Dans le réglage macroéconomique actuel l'élément déterminant est le comportement des ménages. Tant que la baisse du taux d'épargne assure, comme il a été expliqué, la poursuite de la croissance, les anticipations des entrepreneurs restent favorables, une formation rapide de stocks demeure légitime et le maintien de l'investissement est assuré. Seul l'extérieur pourrait venir affaiblir ce type d'équilibre. Mais ce n'est pas encore le cas au premier trimestre 1980, date jusqu'à laquelle cette situation a prévalu, malgré l'apparition au début de l'année et la confirmation récente d'une dégradation des carnets étrangers.

Des signes plus manifestes de rupture sont observés en mars et avril. Après cinq mois de croissance rapide, la consommation des ménages semble avoir nettement baissé en mars ; d'autre part, le retournement à la baisse de la conjoncture américaine paraît bien s'amorcer, sans qu'on puisse naturellement conclure que la remontée du taux d'épargne est commencée ou que tout l'environnement extérieur se retourne.

En avril, les réponses des industriels aux enquêtes conjoncturelles font apparaître un affaiblissement de la production récente et un infléchissement de la production attendue, un jugement plus pessimiste sur l'état des carnets et des stocks. Par ailleurs, le fléchissement des anticipations inflationnistes se confirme et conforte le changement d'opinion sur le niveau souhaitable des stocks. Cette variation est encore trop récente pour être jugée significative du déclenchement conjoncturel prévu. Deux fois déjà dans un passé récent, l'amorce d'un mouvement de ce type s'est trouvé interrompu par une nouvelle progression des prix pétroliers.

Pourtant, il nous semble plausible que ces événements aient lieu à partir du second trimestre. Le retournement devrait commencer par un infléchissement de la consommation des ménages, notamment en biens durables, entraînant un affaiblissement des anticipations. L'encours des stocks serait jugé trop lourd compte-tenu des nouvelles perspectives de demande et du reflux des anticipations de prix. La baisse du rythme de la formation des stocks puis l'impact sur l'offre du ralentissement de la demande des ménages se traduiraient par une baisse de quelques points de la production industrielle d'ici au courant de l'été. L'investissement jouerait d'abord un rôle de soutien mais pourrait se ressentir de l'affaiblissement conjoncturel à partir de l'automne. On observe en effet depuis plusieurs années un lien de court terme relevant de la théorie de l'accélérateur entre investissement et croissance globale. Quoi qu'il en soit, l'assainissement profond du stock de capital réalisé depuis 1975 devrait limiter ce mouvement à un ajustement transitoire.

Cette séquence d'événements a une bonne logique mais n'est pas certaine : l'exemple de l'économie américaine est là pour nous rappeler que les ménages, en partie poussés par leurs anticipations d'inflation, en partie pour des raisons qui dépassent la seule argumentation économique, peuvent très longtemps différer l'ajustement de leur demande à leurs revenus. Les ménages français ont déjà un peu différé cet ajustement si on compare à la situation de 1974 par exemple. Ils peuvent le différer encore : les liquidités des ménages représentent près d'un an de leur consommation. Dans ce cas, l'activité pourrait se poursuivre mais avec un problème croissant de déséquilibre extérieur appelant une réaction de politique économique.

°

° °

L'évolution récente et à court terme de l'économie française peut être analysée sous deux angles opposés suivant qu'on privilégie l'offre ou la demande. Le côté de l'offre suscite un optimisme raisonné. Par-delà les fluctuations du court terme, les conditions pour que soit durable la reprise de l'investissement sont réunies, la rentabilité est en voie de restauration et le stock de capital mieux adapté. Au total, plus grandes sont les capacités de dégager une offre rentable. Le côté de la demande est moins favorable : le prélèvement pétrolier joue inéluctablement sur les revenus intérieurs et il est déflationniste. La demande devrait donc temporairement s'affaiblir, entraînant un ajustement de l'offre.

Rédaction achevée le 5 mai 1980