

D'étroites marges de manœuvre pour l'Europe

Département des diagnostics de l'OFCE *

Les pays européens ont enregistré au cours des années récentes des performances moins spectaculaires que celles des Etats-Unis, mais peut-être garanties d'une croissance plus équilibrée à moyen terme. Les politiques budgétaires ont été strictes, ce qui a freiné la progression de l'activité économique et laissé s'accroître le chômage, mais a permis d'amorcer la réduction des déficits structurels. Combinées à des politiques monétaires restrictives, elles ont provoqué un ample mouvement de désinflation malgré le handicap constitué par l'appréciation du dollar.

Au cours des prochains trimestres les politiques économiques européennes demeureront vigilantes, mais seront confrontées à une contrainte extérieure moins forte. Notre continent pourrait alors poursuivre une croissance modérée, tandis que les Etats-Unis tendraient vers la stagnation, puis une légère récession.

En France, alors que la demande intérieure, contrainte par les politiques budgétaire et monétaire, a stagné en 1984, l'activité s'est néanmoins accrue grâce au développement des exportations et à une forte production agricole. Au cours des prochains dix-huit mois, en revanche, les croissances des diverses composantes de la demande auront tendance à s'uniformiser ; la politique monétaire restera restrictive, mais la politique budgétaire en particulier fiscale s'infléchira et soutiendra ainsi la consommation des ménages ; les entreprises, dont l'amélioration de la situation financière fut importante en 1984, développeront leurs dépenses d'investissement, même si le redressement des profits est moins soutenu. Le ralentissement américain limitera l'expansion des exportations.

A la suite de cette chronique une variante envisage les effets d'une baisse éventuelle du dollar.

* Cette chronique a été élaborée au département des diagnostics de l'OFCE dont le directeur est Philippe Sigogne. La partie environnement international a été établie par Monique Fouet et la partie française par Françoise Milewski, avec la collaboration de Michael Cocker et Alain Gubian.

L'environnement international

Les performances conjoncturelles de l'économie américaine ont été spectaculaires au cours des années récentes : la croissance économique a été rapide, la hausse des prix a été lente, le dollar s'est apprécié. Celles des pays européens ont été apparemment médiocres : la modération de l'inflation a été obtenue au prix d'une activité faible et d'un chômage grandissant, les capitaux ne s'investissent guère.

Cette constatation suffit-elle à fonder des prévisions pessimistes à court terme pour l'Europe ? La présente chronique de conjoncture ⁽¹⁾ tente de répondre à deux interrogations : l'Europe peut-elle être envisagée comme un tout, ou bien les divergences l'emportent-elles sur les convergences ? Les perspectives conjoncturelles des Etats-Unis sont-elles meilleures que celles de certains (ou de tous les) pays européens ?

Après avoir rappelé l'évolution des principales grandeurs économiques, on examinera les marges de manœuvre des politiques pour les trimestres à venir, pour conclure sur la possibilité d'un rétrécissement du décalage conjoncturel existant entre l'Europe et les Etats-Unis.

Le ralentissement de la croissance économique s'est accompagné en Europe d'une réduction des déséquilibres

Le PIB par habitant progresse plus lentement depuis dix ans...

La comparaison dans le temps et l'espace des PIB par habitant soulève des questions d'ordre conceptuel et statistique qui ne peuvent pas être résolues de manière pleinement satisfaisante ; aussi convient-il de s'attacher aux ordres de grandeur, non aux chiffres précis. On a retenu ici une évaluation en francs aux prix et parités de pouvoir d'achat de 1984 ⁽²⁾ (tableau 1).

Les Etats-Unis conservent une avance sur les pays européens, mais moindre qu'en 1954 : relativement à la France, pays qui représente assez bien la moyenne européenne, la production n'est plus supérieure que de 1,4 contre un rapport 2,1 il y a trente ans. C'est au cours des années 1954-1974 que cette réduction des écarts est intervenue, la croissance du PIB par habitant étant plus lente aux Etats-Unis que dans tous les pays européens, à l'exception du Royaume-Uni. Le retard japonais, à l'inverse, a continué à se réduire au cours des années récentes ; le niveau, qui était inférieur à celui de l'Italie en 1954, rejoint à présent celui du Danemark.

(1) On ne s'interroge pas sur les aspects structurels, sauf lorsqu'ils sont nécessaires pour appuyer l'analyse de courte période.

(2) Les PPA calculées par l'OCDE, substituées aux taux de change, permettent de rendre comparables les quantités de biens et services qui peuvent être achetées dans plusieurs pays. Elles incluent des biens et services ne faisant pas l'objet d'échanges internationaux, et ne constituent donc pas la mesure des taux de change susceptibles d'équilibrer les soldes commerciaux.

**1. Le PIB par habitant en francs
aux prix et parités de pouvoir d'achat de 1984 (*)**

	Milliers de francs		Taux de croissance annuels moyens, %	
	1954	1984	1954 à 1974	1974 à 1984
Suisse	59	110	3,0	0,4
Norvège	32	94	3,6	3,7
Suède	40	90	3,2	1,2
Danemark	35	85	3,4	2,1
RFA	34	82	3,5	2,0
Belgique	33	79	3,9	1,3
France	28	78	4,4	1,7
Pays-Bas	32	74	3,7	1,1
Autriche	29	71	3,8	1,6
Royaume-Uni	39	70	2,2	1,2
Espagne	20	60	5,1	1,1
Italie	20	59	4,7	1,3
Grèce	10	40	5,8	2,0
Portugal	9	31	5,5	1,4
Etats-Unis	59	108	2,2	1,8
Japon	13	84	8,0	3,4

Source : Calculs OFCE sur données OCDE et FMI.

(*) A partir de 1984, les données ont été rétropolées en volume.

Le classement des pays européens s'est modifié entre 1954 et 1984 pour trois d'entre eux : amélioration de la position relative de la Norvège, détérioration de celle des Pays-Bas et surtout du Royaume-Uni. Il s'agit des seuls pays européens exportateurs nets d'énergie au cours des années récentes, situation qui n'a donc pas enrayé la détérioration de deux d'entre eux et qui pourrait même en être pour partie à l'origine. Les autorités norvégiennes sont d'ailleurs préoccupées par le risque de désindustrialisation inhérent à l'abondance de telles ressources.

Les écarts entre pays européens se sont amenuisés entre 1954 et 1984 : le niveau de la Suisse est 3,5 fois celui du Portugal aujourd'hui, contre 6,5 alors. A l'exception de ces deux pays extrêmes, le PIB par habitant du pays le plus pauvre aujourd'hui est comparable à ce qu'était il y a trente ans celui du plus riche.

Les PIB par habitant ont continué à s'accroître au cours des dix années récentes, mais avec une double rupture relativement aux décennies précédentes : la croissance est plus lente pour tous et elle a cessé d'être plus rapide dans les pays d'Europe du Sud relativement à ceux du Nord. Le resserrement de la hiérarchie des niveaux s'est en fait opéré entre 1954 et 1974. Depuis lors c'est une stabilité, voire une légère réouverture qui s'opère. En effet la croissance démographique s'est beaucoup plus ralentie en Europe du Nord, allant jusqu'à laisser place à une diminution en RFA. Par ailleurs, l'évolution des PIB est moins divergente entre tous les pays.

... en raison d'un ralentissement des productions généralisé, mais inégal...

Les PIB à prix constants (graphique 1) atteignent en 1984 des niveaux sensiblement différents pour une base commune 100 en 1972. Ils étaient inférieurs dans les pays d'Europe du Nord, à l'exception de la Norvège et de l'Autriche. Toutefois ces différences sont imputables aux évolutions des années soixante-dix ; depuis le début des années quatre-vingt en revanche ce sont les pays d'Europe du Nord qui sont les plus dynamiques (tableau 2).

2. Le PIB à prix constants

Taux de croissance annuels moyens, %

	1972 à 1980	1980 à 1984
Norvège	4,7	1,5
Portugal	4,2	0,3
Grèce	3,9	0,5
Italie	3,3	0,4
Autriche	3,2	1,3
France	3,1	1,2
Espagne	3,0	1,5
Belgique	2,9	0,5
Pays-Bas	2,7	- 0,2
RFA	2,6	0,7
Danemark	2,0	2,2
Suède	2,0	1,4
Royaume-Uni	1,7	1,6
Suisse	0,7	0,8
Etats-Unis	2,8	2,2
Japon	4,4	3,8

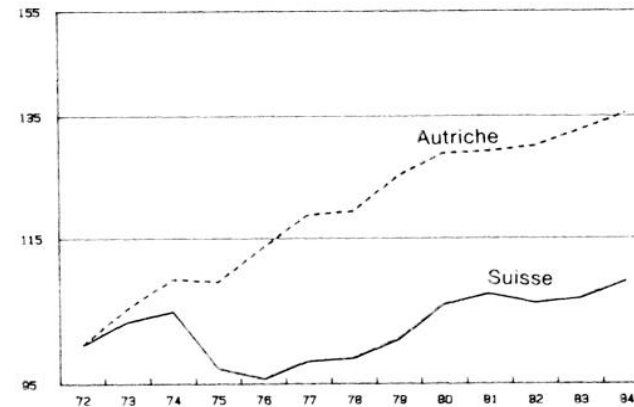
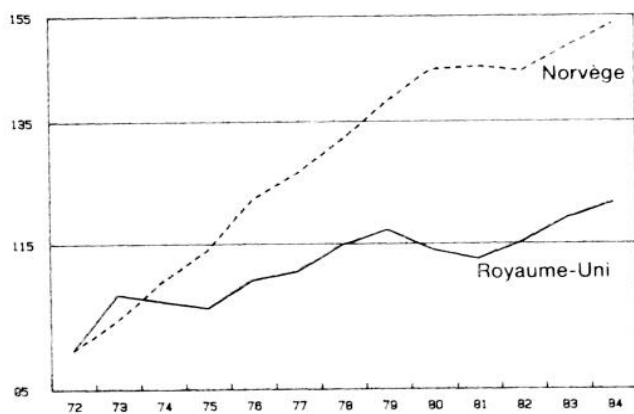
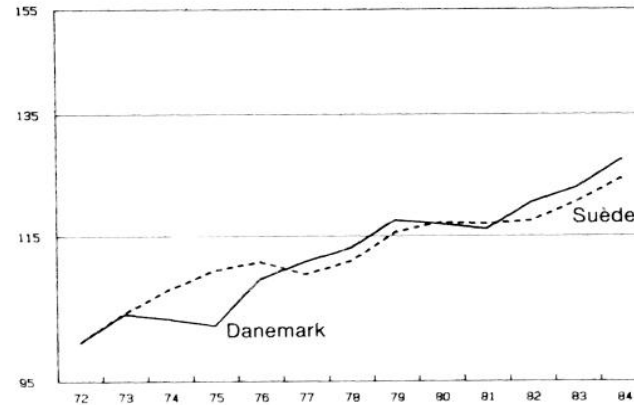
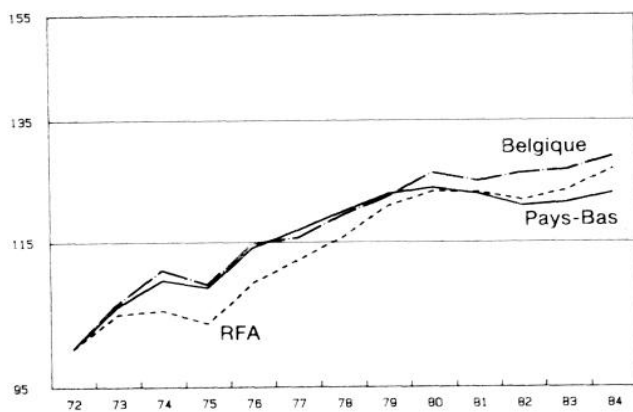
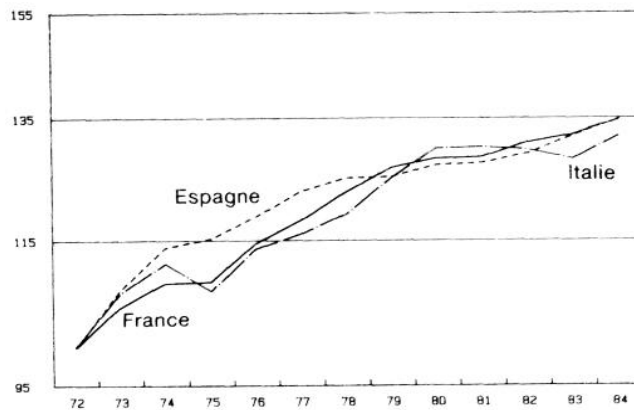
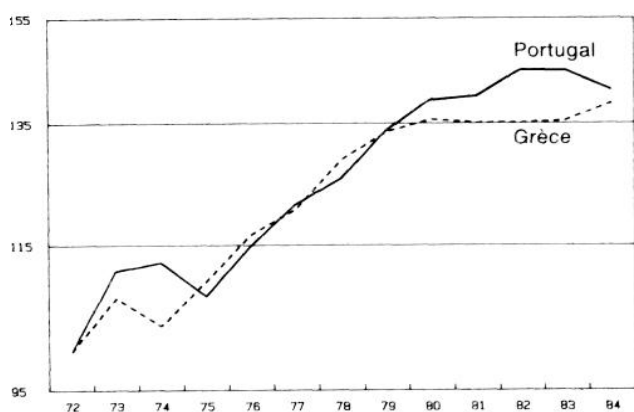
Source : OCDE, données nationales.

L'observation de la production industrielle du secteur manufacturier⁽³⁾ permet de préciser conjoncturellement cette évolution (graphique 2). A l'exception du Royaume-Uni, qui s'est engagé beaucoup plus tôt dans une phase de récession, la production a amorcé une diminution dans les pays européens, soit en même temps que dans les grands pays industrialisés (Etats-Unis, Japon, RFA) soit après. Elle a décliné d'abord dans les pays d'Europe du Nord ; c'est en partie ce qui explique que la plupart d'entre eux aient dépassé à la fin de 1984 le niveau pré-récessionniste (tableau 3). Toutefois l'Espagne, qui était entrée en récession en même temps que les pays d'Europe du Nord produit moins à la fin de 1984 qu'au début de 1980. De même, le décalage chronologique de l'Italie ne suffit pas à expliquer la faiblesse de l'activité récente.

(3) La production industrielle totale inclut notamment l'extraction d'hydrocarbures ; depuis 1972, elle s'est accrue plus fortement que la production manufacturière en Norvège, un peu plus rapidement au Royaume-Uni et aux Pays-Bas.

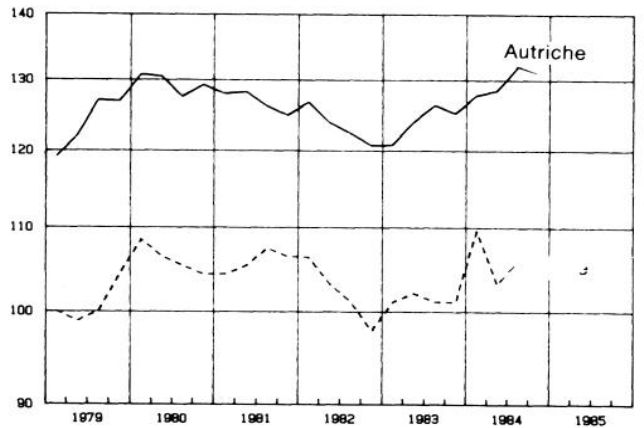
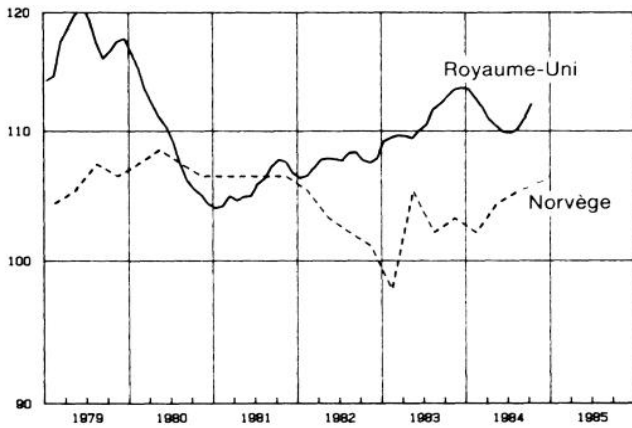
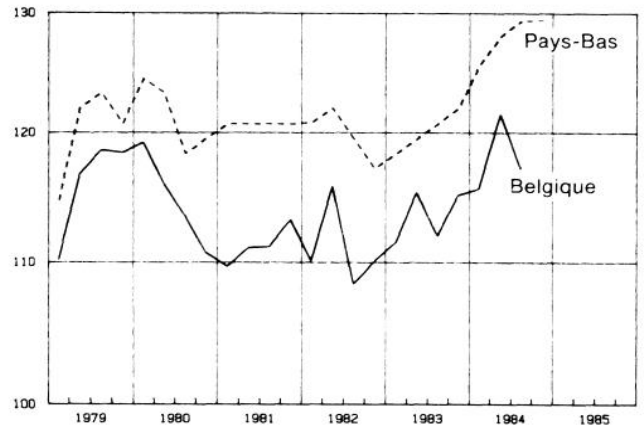
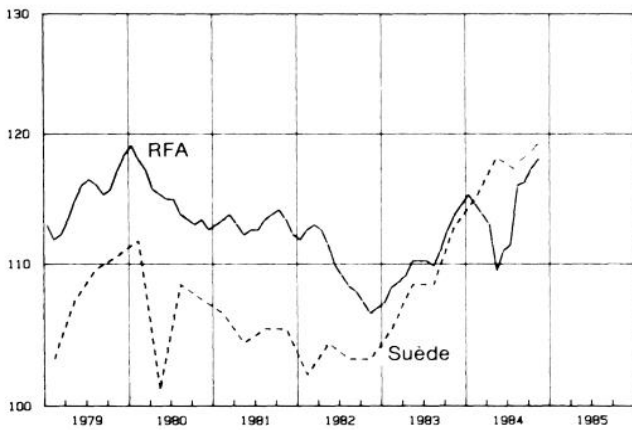
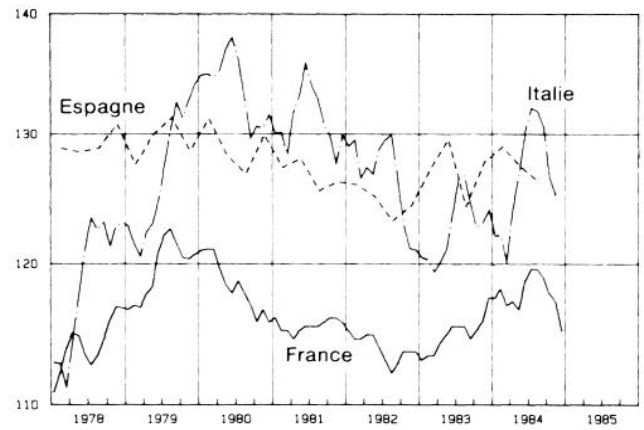
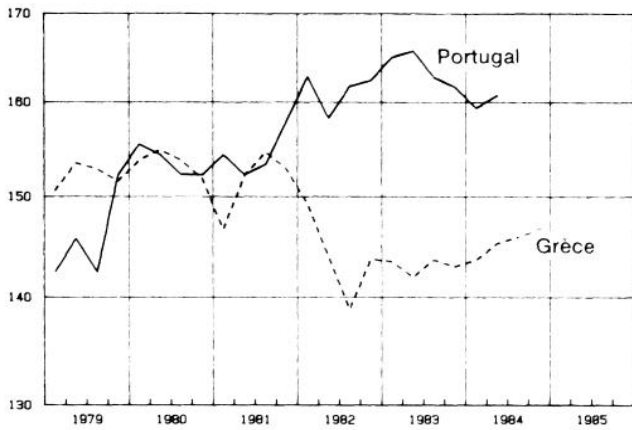
1. PIB à prix constants

Indices base 1972 = 100



Source : OCDE

2. Production industrielle
Secteur manufacturier - Indices cvs base 100 en 1972



Source : OCDE

3. La production industrielle

Secteur manufacturier, cvs

	Début de la récession t : 2 ^e trimestre 1980 (t + 1 = 3 ^e trimestre 1980)	Niveau atteint fin 1984 relativement au sommet pré-récessioniste %
Royaume-Uni	t - 3	- 6,5
RFA	t - 1	+ 1,0
Pays-Bas	t	+ 6,5
Suède	t	+ 5,5
Autriche	t	+ 3,5
Belgique	t	+ 0,5
Espagne	t	- 3,5
France	t	- 2,5
Norvège	t + 1	- 2,0
Italie	t + 1	- 7,5
Suisse	t + 6	- 2,0
Grèce	t + 6	- 5,5
Portugal	t + 15	0
Etats-Unis	t	+ 8,5
Japon	t	+ 19,0

Source : OCDE - séries nationales.

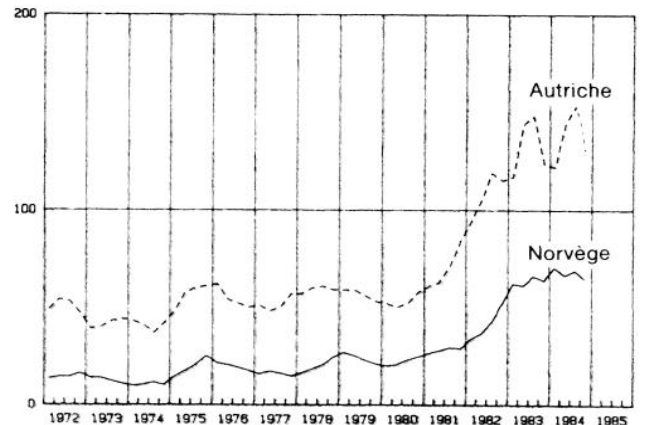
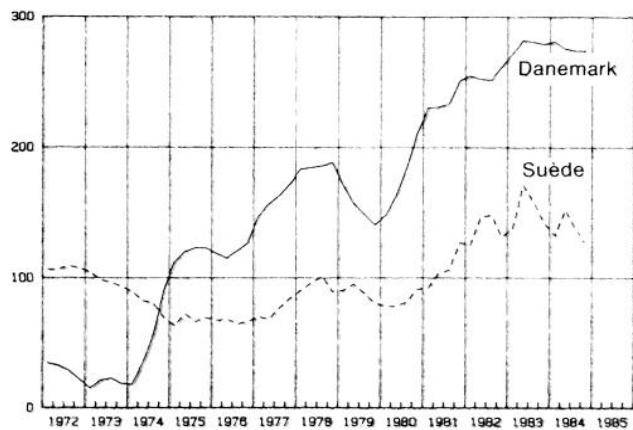
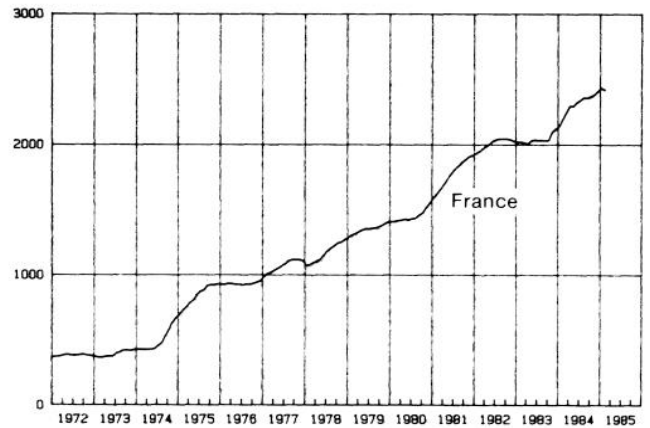
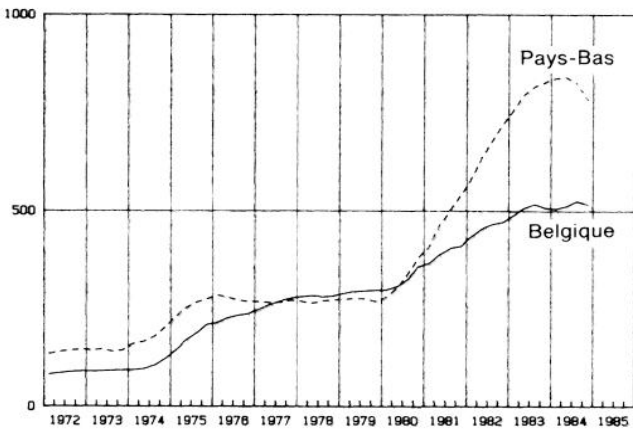
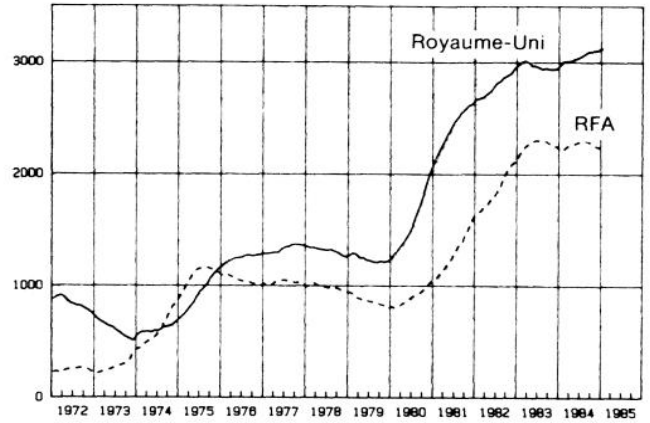
Les pays d'Europe du Sud semblent, de manière générale, enregistrer depuis le début des années quatre-vingt une croissance plus lente que les pays d'Europe du Nord. Cela rejailit sur le chômage.

... qui a pour conséquence une aggravation du chômage

La relative stabilité du chômage dans les pays d'Europe du Nord a laissé presque partout place à une augmentation brutale en 1980 (graphique 3) qui s'est interrompue dans le courant de l'année 1983. En revanche dans les pays d'Europe du Sud⁽⁴⁾ la hausse semble pour le moment se poursuivre, ce qui est d'autant plus préoccupant que les taux de chômage y sont élevés (tableau 4).

(4) On n'a pas fait figurer sur le graphique la Grèce et le Portugal. Les séries statistiques disponibles y sont plus incertaines qu'ailleurs ; elles semblent toutefois décrire une tendance semblable à celles de l'Italie et de l'Espagne.

3. Nombre de chômeurs
Milliers, cvs



Source : OCDE

4. Les taux de chômage

%	1980		1984	
	1 ^{er} semestre	2 ^e semestre	1 ^{er} semestre	2 ^e semestre
Espagne	10,9	23,5		
Belgique	8,6	15,2		
Pays-Bas	5,5	14,0		
Royaume-Uni	6,1	13,2		
Danemark	5,9	10,5		
Italie	7,4	10,5		
France	6,2	9,2		
RFA	2,9	8,3		
Autriche	1,7	4,0		
Norvège	1,1	3,3		
Suède	2,0	3,1		
Etats-Unis	6,7	7,4		

Source : OCDE.

La hausse des prix s'est fortement ralentie...

Au cours des années soixante-dix les rythmes de hausse des prix à la consommation étaient beaucoup plus élevés en Europe du Sud qu'en Europe du Nord, une exception étant constituée par le Royaume-Uni

5. La hausse des prix à la consommation

Rythmes annuels instantanés, cvs, %

	Sommet de l'inflation		Rythme au 2 ^e semestre 1984
	Date t = 1 ^{er} semestre 1981 (t + 1 = 2 ^e semestre 1981)	Rythme	
Portugal	—	—	27
Grèce	t + 1	26	20
Espagne	t - 7	29	10
Italie	t - 1	19,5	8
Royaume-Uni	t - 3	21,5	7,5
Suède	t - 2	13,5	7,5
France	t + 1	14,8	6,6
Danemark	t	11,5	5
Norvège	t	18	4,5
Autriche	t - 2	7	4,5
Belgique	t + 2	9,5	3,5
Pays-Bas	t + 1	7,5	3
RFA	t	7	3
Suisse	t	8	2,5
Etats-Unis	t - 3	14	4
Japon	t - 2	9,5	3,5

Source : OCDE, cvs OFCE.

(graphique 4). Depuis le début des années quatre-vingt un très net ralentissement s'observe dans tous les pays, à l'exception du Portugal qui pratique une politique de dévaluation continue de son taux de change. Ce ralentissement est plus ample dans les pays d'Europe du Sud, de sorte que les écarts à l'intérieur de l'Europe tendent à se réduire (tableau 5).

Le mouvement de désinflation s'est amorcé plus tôt là où sévissaient les hausses les plus rapides. Dans tous les pays, à l'exception du Portugal et de la Grèce, leur rythme annuel a été inférieur à 10 % au second semestre 1984.

... malgré la dépréciation des monnaies vis-à-vis du dollar

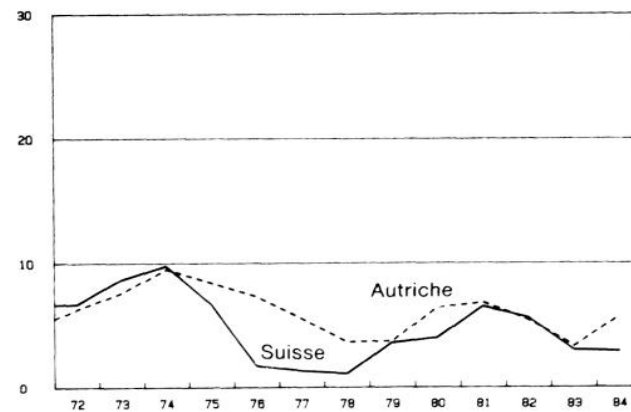
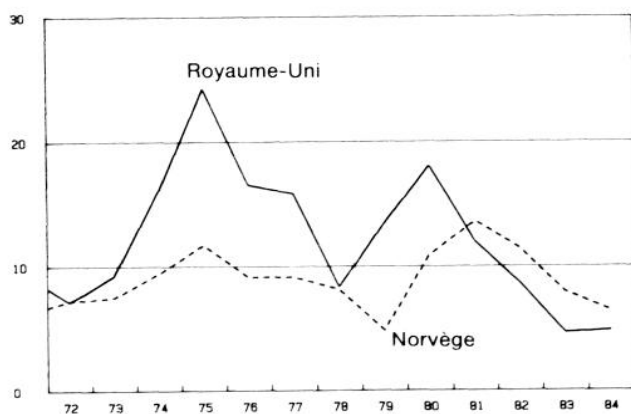
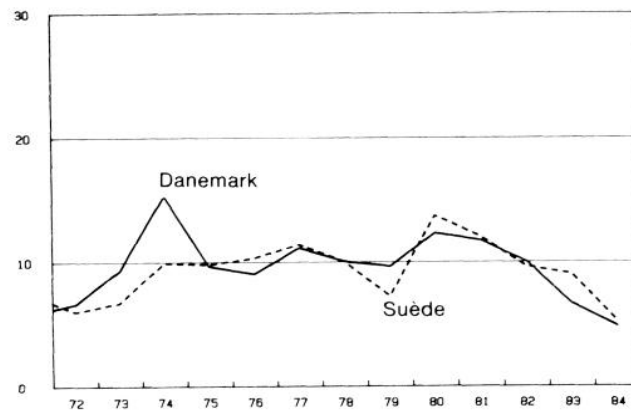
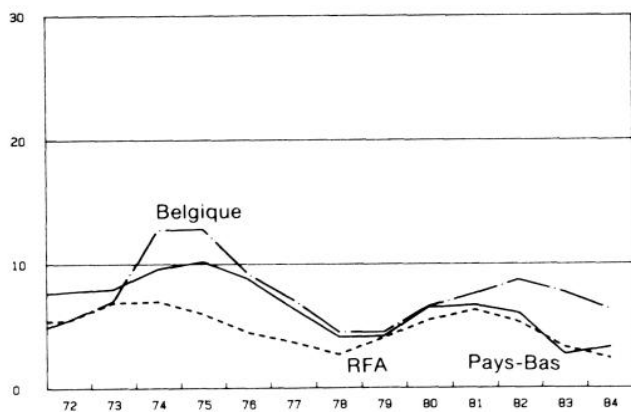
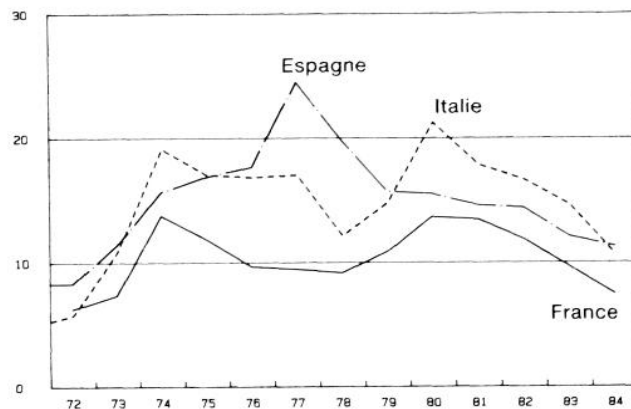
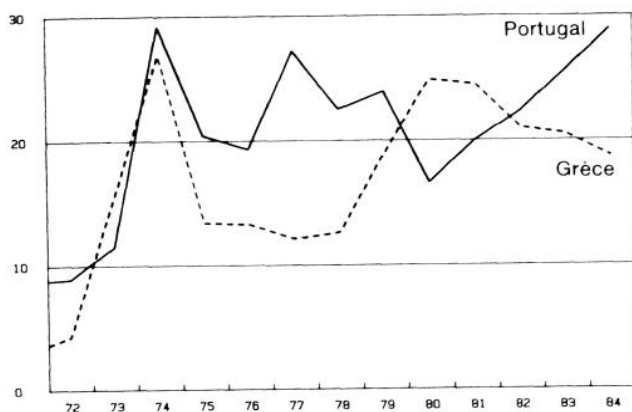
La décélération des prix est d'autant plus remarquable en Europe que l'inflation importée a été plus vive qu'aux Etats-Unis. Le dollar avait en effet cessé de se déprécier à la fin de 1979. Stable durant les trois premiers trimestres de l'année 1980, il a ensuite entamé vis-à-vis du DM une hausse en deux temps. Du troisième trimestre 1980 au troisième trimestre 1981 il est passé de 1,78 à 2,43 DM, soit une augmentation de 37 %. Après une accalmie d'un an et demi, il s'est élevé de 2,41 DM au premier trimestre 1983 à 3,30 DM au premier trimestre 1985, soit une nouvelle augmentation de 37 %. La variation a été plus ample encore pour les monnaies européennes qui ont été dévaluées vis-à-vis du DM au cours de cette période.

La dépréciation des monnaies européennes vis-à-vis du dollar, qui sert à facturer les importations de pétrole en totalité, les matières premières en grande partie, et les produits manufacturés pour une fraction non négligeable, a néanmoins coïncidé avec le ralentissement des prix intérieurs ; le tableau 6 illustre ce phénomène pour les deux grands pays européens extrêmes en la matière, la RFA et l'Italie.

Le prix du pétrole retenu dans ce tableau n'est certes pas un indicateur parfait du prix des importations énergétiques ; outre le fait que les prix pétroliers ne sont pas les mêmes pour tous les pays (la RFA par exemple s'approvisionne principalement sur le marché spot), d'autres types d'énergie sont importés. Cependant il retrace bien la tendance : les Etats-Unis ont bénéficié en 1983 et 1984 de baisses de prix, alors que les pays européens n'ont profité que d'une stabilité ou d'une croissance faible du coût de leurs importations énergétiques. De même la diminution du cours des matières premières a certes contribué au ralentissement de l'inflation en Europe, mais moins qu'aux Etats-Unis.

Le prix moyen du commerce mondial de produits manufacturés, exprimé en dollars, diminue depuis le premier trimestre 1981 ; converti en monnaies européennes il s'accroît encore substantiellement. Toutefois le prix des importations de produits manufacturés propre à chaque pays ne résulte pas de la simple conversion de ce prix moyen. Les exportateurs accroissent leurs marges sur le marché américain, tandis qu'ils les contiennent sur les marchés européens, de sorte que la différence potentielle entre Etats-Unis et RFA s'estompe notablement : en 1981 par exemple le prix des importations mondiales de produits

4. Prix à la consommation
Variations année/année précédente, %



Source : OCDE

manufacturés exprimé en dollars a diminué de 5,7 %, mais le prix des importations américaines de produits manufacturés a augmenté de 3,4 %. Par ailleurs la baisse du prix mondial en dollars des produits manufacturés est une conséquence autant qu'une cause de la désinflation durant les années 1982 et 1983. C'est parce que les prix à la production ont décéléré dans les pays industrialisés que ce ralentissement mondial est survenu, c'est parce que les prix à la consommation ont décéléré dans ces mêmes pays que celui des importations, s'y ajustant, s'est ralenti.

6. Inflation importée et prix intérieurs

Evolutions année/année précédente, %

		1980	1981	1982	1983	1984
Taux de change vis-à-vis du dollar (+ : dépréciation)	RFA	- 1,2	24,3	7,5	5,3	11,1
	Italie	2,7	33,9	18,8	12,1	15,6
Prix du baril de pétrole Arabian light en monnaie nationale	Etats-Unis	69	13,5	3	- 12,5	- 2,5
	RFA	67,5	41	10,5	- 8	8,5
	Italie	72,5	51	22,5	- 1,5	12,5
Prix des importations mondiales de produits manufacturés en monnaies nationales (*)	Etats-Unis	11,7	- 5,7	- 2,7	- 3,3	- 3,7
	RFA	10,8	17,2	4,6	1,8	7,4
	Italie	15,1	25,1	15,8	8,7	11,3
Prix des importations de produits manufacturés en monnaie nationale	Etats-Unis	13,4	3,4	0,6	- 2,2	3,0
	RFA	9,5	9,6	0,5	1,8	4,2
	Italie	15,4	21,1	14,4	5,8	10,6
Prix des importations, toutes marchandises, en monnaie nationale	Etats-Unis	27,5	5,0	- 2,2	- 3,3	1,5
	RFA	14,0	13,8	0,7	0	5,7
	Italie	29,0	33,9	10,4	3,4	11,2
Prix à la consommation	Etats-Unis	17,5	10,4	6,1	3,2	3,4
	RFA	5,5	6,3	5,3	3,3	2,4
	Italie	21,2	17,8	16,6	14,6	10,6

Sources : OCDE, estimations OFCE.

(*) Prix des importations mondiales en dollar converti au taux de change du pays considéré.

En définitive le prix des importations de marchandises a diminué aux Etats-Unis en 1982 et 1983 ; dans les pays européens il s'est alors accru moins rapidement qu'en 1980 et 1981. Ainsi la hausse du dollar n'a pas ranimé l'inflation en Europe, elle a simplement freiné le mouvement de désinflation. A ce titre la désinflation italienne de 1982 et 1983 est en bonne partie due au ralentissement de la hausse des coûts importés.

En revanche en 1984, malgré une accélération du prix des importations, la hausse des prix à la consommation a continué à se ralentir en RFA et surtout en Italie. L'influence extérieure a alors été plus que compensée par les facteurs de modération interne (cf infra l'analyse des salaires).

Le commerce de marchandises a traversé une phase de contraction...

Les pays européens sont beaucoup plus ouverts sur l'extérieur que les Etats-Unis ou le Japon : les exportations de biens et services (tableau 7) représentent au minimum 20 % du PIB, alors que ce ratio est inférieur à 20 % au Japon et à 10 % aux Etats-Unis. Les pays d'Europe du Nord sont encore plus dépendants de leur environnement que ceux d'Europe du Sud.

7. Part des exportations de biens et services dans le PIB

Aux prix courants, %

	1960	1970	1984
Belgique	38	52	77
Pays-Bas	48	45	68
Autriche	25	32	46
Norvège	41	42	46
Suède	23	24	37
Danemark	32	28	37
Suisse	29	33	36
RFA	19	21	31
Royaume-Uni	21	23	28
<i>France</i>	<i>15</i>	<i>16</i>	<i>24</i>
Italie	14	18	27
Espagne	10	14	23
Grèce	9	10	21
Etats-Unis	5	6	8
Japon	11	11	16

Source : OCDE.

Corrélativement, à l'exception du Royaume-Uni, les pays d'Europe du Nord sont nettement plus liés au continent européen par leur commerce de marchandises que les pays du Sud (tableau 8).

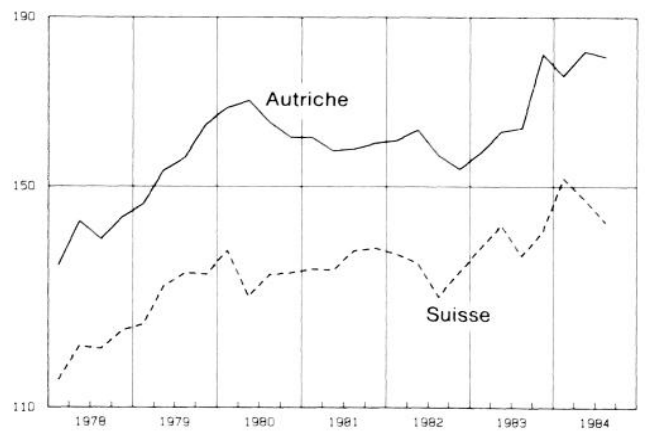
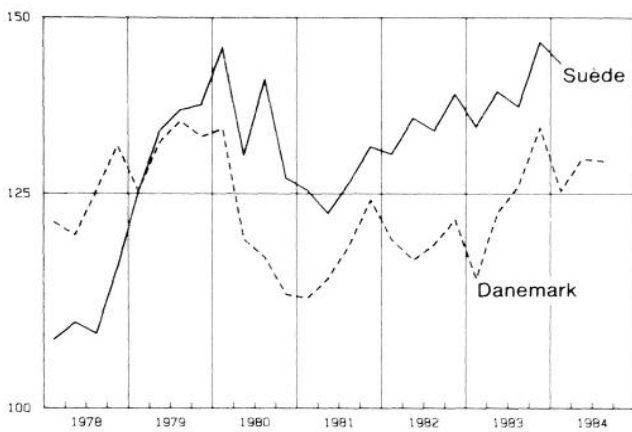
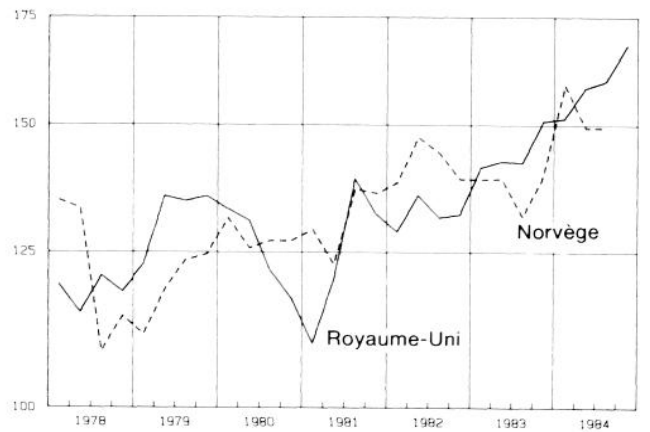
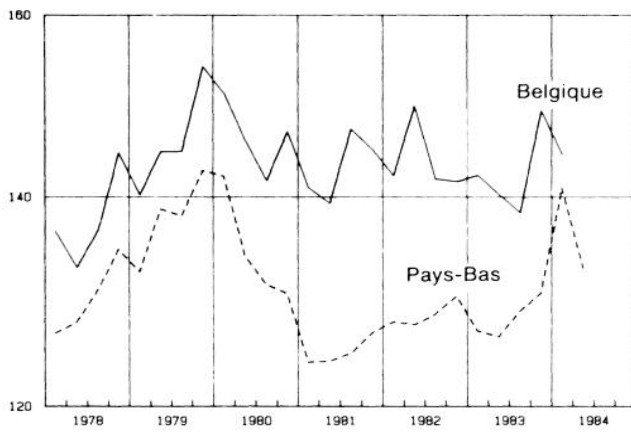
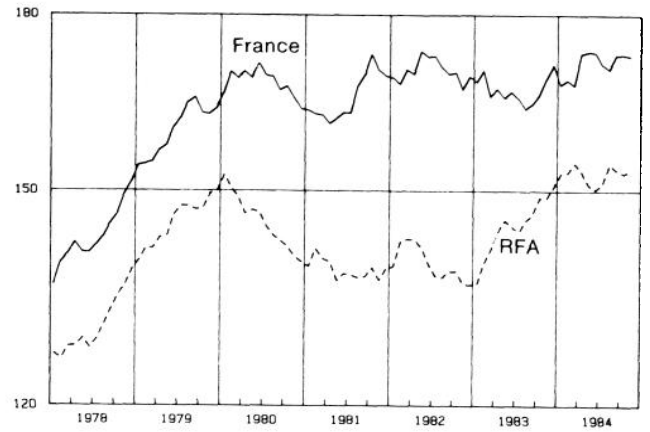
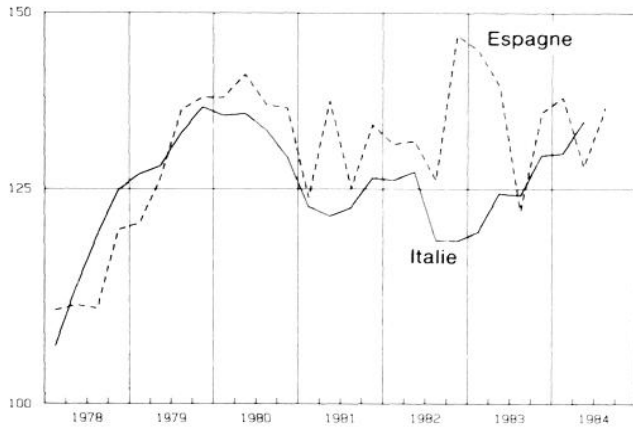
8. Part de l'Europe dans les échanges de marchandises

Exports + Imports, % 1984

Plus des 2/3		Moins des 2/3	
Norvège	78	Portugal	62
Belgique	77	<i>France</i>	<i>60</i>
Danemark	73	Royaume-Uni	59
Pays-Bas	71	Italie	55
Suède	70	Grèce	55
Autriche	69	Espagne	46
Suisse	67		
RFA	65		

Source : Estimations OFCE d'après OCDE série A.

5. Importations en volume
Marchandises, cvs, indices 100 en 1972



Source : OCDE, estimations OFCE.

Cette intégration a souvent permis dans le passé une atténuation des cycles : les pays qui menaient des politiques restrictives de demande interne pouvaient soutenir leur activité en exportant vers les autres pays européens. En 1980 en revanche de telles politiques ont été engagées de manière quasi simultanée. En conséquence les importations ont diminué en même temps (graphique 5) de sorte que le commerce extérieur n'a pas neutralisé les tendances récessives.

... qui a été suivie d'une amélioration sensible des soldes extérieurs

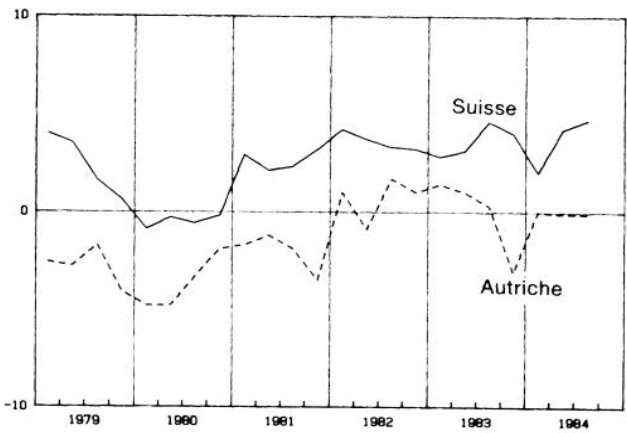
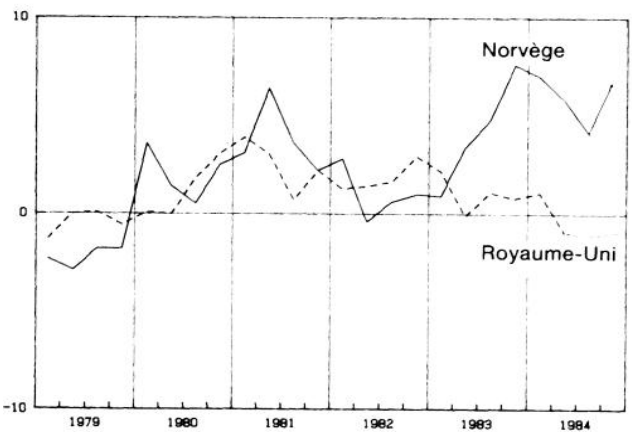
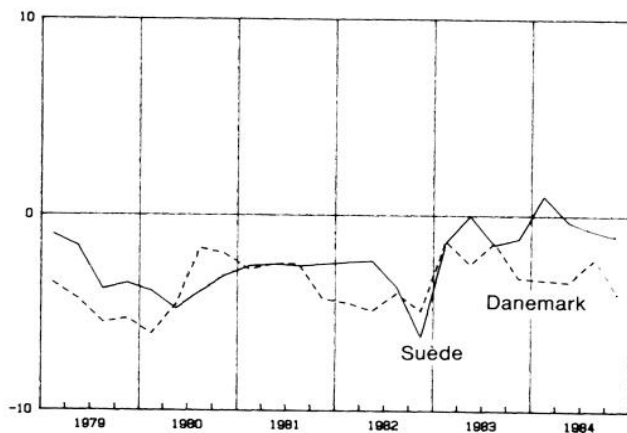
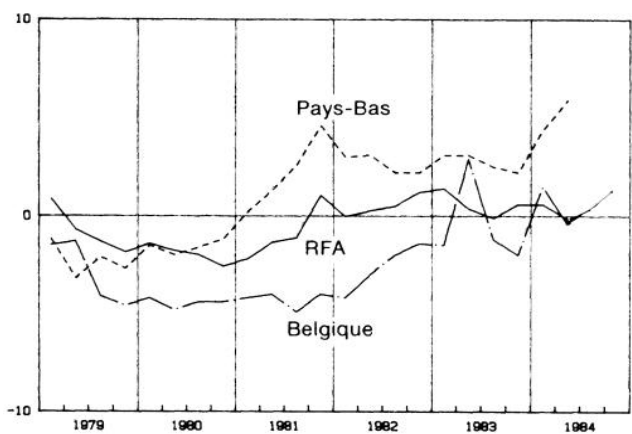
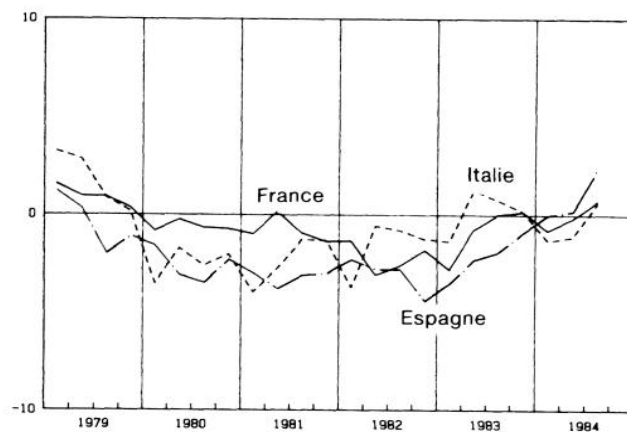
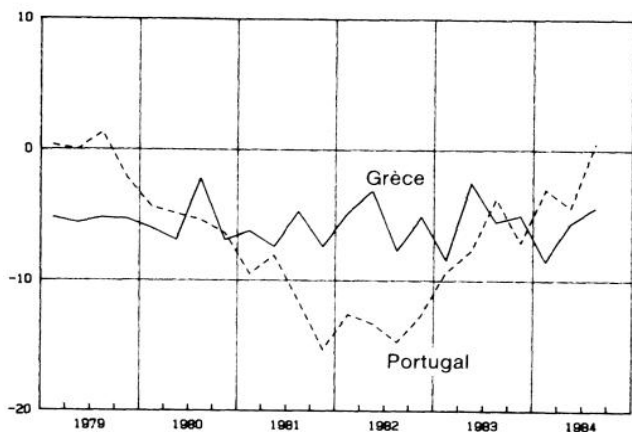
Le second choc pétrolier avait provoqué ou aggravé un déficit de la balance des paiements courants de tous les pays européens à la fin de 1979 et en 1980, à l'exception du Royaume-Uni et de la Norvège qui en avaient au contraire bénéficié (graphique 6). La situation a généralement continué à se dégrader pendant une partie de l'année 1981. Mais depuis lors une amélioration très nette s'est opérée en Europe du Sud : l'Espagne et le Portugal ont retrouvé des excédents au cours de l'année 1984, l'Italie est proche de l'équilibre. Les performances sont moins bonnes en Europe du Nord : en 1984 la Suède et l'Autriche sont redevenues déficitaires, le Royaume-Uni l'est devenu, le Danemark l'est demeuré. L'excédent allemand est resté médiocre si on le compare à celui d'un pays tel que le Japon.

Les termes de l'échange se sont partout stabilisés ou légèrement améliorés depuis 1982, tandis que la croissance des exportations en volume a été plus vive que celle des importations dans les pays du Sud, et comparable en Europe du Nord. Les marchés extérieurs vers lesquels les pays d'Europe du Sud ont réalisé de fortes croissances sont divers ; il s'agit notamment des Etats-Unis, vers lesquels leurs performances ont généralement été meilleures que celles des pays d'Europe du Nord (tableau 9).

Les pays d'Europe du Sud ont en outre généralement bénéficié d'une progression de leur excédent sur les échanges d'invisibles, alors que nombre de pays d'Europe du Nord affichent en la matière des déficits. Les premiers tirent en effet des recettes substantielles des envois de fonds des travailleurs émigrés et du tourisme, postes qui jouent en sens inverse pour les seconds groupes de pays. La charge de la dette pèse en outre de plus en plus lourdement sur des pays tels que la Belgique ou la Suède.

6. Solde de la balance des paiements courants/PIB

cvs, %



Source : OCDE, FMI.

9. Croissance des exportations vers les Etats-Unis

Tous produits, milliards de dollars, %

	1983/1982	1984/1983
Autriche	- 0,9	62,2
Espagne	1,8	54,9
Norvège	- 31,1	46,4
Italie	2,9	45,6
Grèce	- 1,5	41,1
Pays-Bas	19,1	37,3
Suède	22,0	33,9
RFA	6,0	34,4
Danemark	17,9	32,7
Belgique	0,7	32,2
France	10,1	31,1
Suisse	6,6	26,6
Royaume-Uni	- 4,8	17,2
Portugal	- 0,8	7,4
Japon	9,1	68,5

Source : OCDE série A.

Les assainissements récents autoriseront une croissance modérée, mais des obstacles risquent d'empêcher son accélération

Les politiques monétaires pourraient être confrontées à une contrainte extérieure moins forte...

La dépréciation du DM vis-à-vis du dollar avait exercé une contrainte⁽⁵⁾ sur la politique monétaire allemande, qui voulait en limiter les effets inflationnistes. Or la situation sera différente au cours des prochains trimestres.

Tout d'abord, le prix du pétrole va vraisemblablement diminuer. L'hypothèse retenue dans la présente chronique est une diminution des prix officiels d'au moins 1 dollar par baril d'ici l'été, les pressions à la baisse des premiers mois de 1985 étant renforcées par la modification de la stratégie britannique : la compagnie publique (BNOC) va être privatisée et cesser alors de soutenir le cours du pétrole, ce qui lui coûtait cher. Les éventuelles tensions inflationnistes importées seront en outre compensées, et au-delà, par la modération des coûts intérieurs, principalement des coûts salariaux.

Et surtout, il semble que le mouvement d'appréciation du dollar soit désormais terminé. Après la poussée spéculative à la hausse de février,

(5) Cf. la chronique de conjoncture RFA, Revue de l'OFCE n° 9, janvier 1985.

un mouvement inverse, plus brutal encore, s'est amorcé en mars. L'hypothèse retenue dans la présente chronique est que des mouvements de court terme de grande ampleur se dessineront autour d'une tendance à une dépréciation modérée du dollar. En effet les flux de capitaux ⁽⁶⁾ pourraient continuer à maintenir le taux de change américain à haut niveau. Le ralentissement progressif de l'activité américaine (cf les prévisions chiffrées en fin de chronique) s'accompagnera d'une croissance plus lente de la demande de crédit des ménages et des entreprises, tandis que les besoins de financement du Trésor, très importants en début d'année, se situeront ensuite à des niveaux plus modérés. Cette situation s'amplifierait en 1986, en raison du tassement de la conjoncture, amplifié par les restrictions budgétaires ⁽⁷⁾. Dans ces conditions, de manière tendancielle, les taux d'intérêt américains pourraient augmenter jusqu'à l'été 1985, puis amorcer un mouvement de baisse. Pour fixer un ordre de grandeur, le taux des federal funds passerait à 9-9,5 % à la mi-1985, puis à 8 % en fin d'année et à 7-7,5 % à la mi-1986. Dans les périodes toutefois où le taux de change américain serait soumis à de fortes pressions à la baisse, les autorités monétaires américaines pourraient être contraintes de relever brusquement les taux d'intérêt ⁽⁸⁾. Si de telles pressions se maintenaient, et que le dollar tombe nettement et durablement en dessous de 2,80 DM, les taux d'intérêt américains resteraient élevés, pouvant de nouveau avoisiner 15 %. Dans ce cas il est à craindre, qu'après des effets favorables en termes d'inflation, les économies européennes aient à souffrir des conséquences d'une véritable récession américaine. Les importations des Etats-Unis et des PVD subiraient en effet une contraction importante.

Dans l'hypothèse centrale d'une dépréciation modérée du dollar vis-à-vis du DM, les autres monnaies européennes bénéficieraient diversement de ce mouvement. Aucun réajustement des parités n'est intervenu au sein du SME depuis mars 1983, du fait que les monnaies traditionnellement faibles ont été protégées par les pressions à la baisse subies par le DM. Cette protection s'est toutefois avérée coûteuse en termes de compétitivité pour les pays où le rythme de l'inflation est demeuré nettement supérieur à celui de la RFA (graphique 7), c'est-à-dire l'Italie et la France. Malgré les bonnes performances extérieures, la lire italienne est en conséquence soumise à des pressions de plus en plus importantes, qui entraîneront tôt ou tard un réajustement. Celui-ci pourrait être différé jusqu'à l'automne, lorsque le DM commencerait à être moins délaissé.

Le cas de la livre est différent. Cette monnaie risque de subir tôt ou tard de nouvelles pressions à la baisse en raison de la diminution du prix du pétrole et de la dégradation des soldes extérieurs. Une nouvelle dépréciation nominale vis-à-vis du DM pourrait donc caractériser les prochains trimestres, faisant plus que compenser l'accélération de la hausse des prix, imputable à la croissance notable des coûts salariaux et à l'inflation importée.

(6) Cf. la Lettre de l'OFCE n° 23, mars 1985.

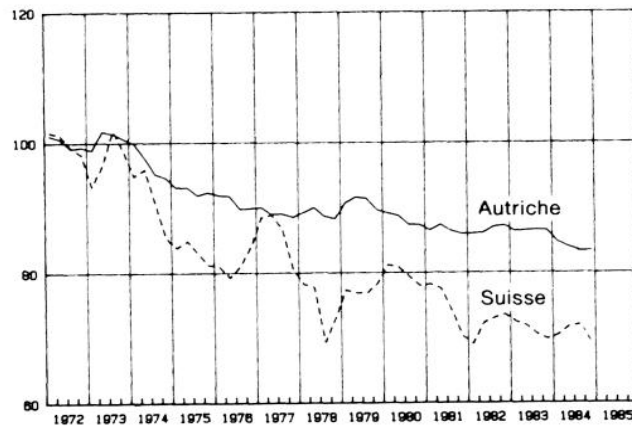
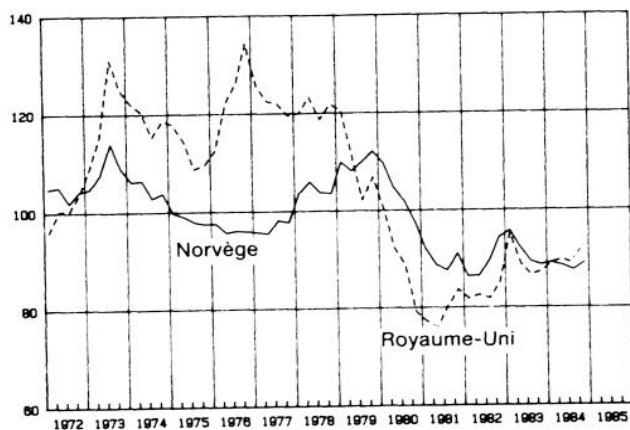
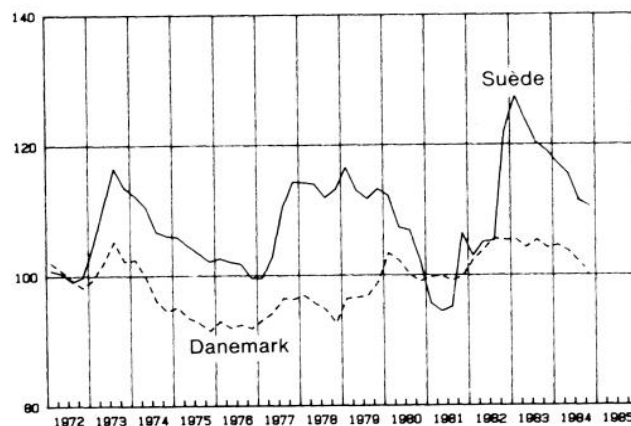
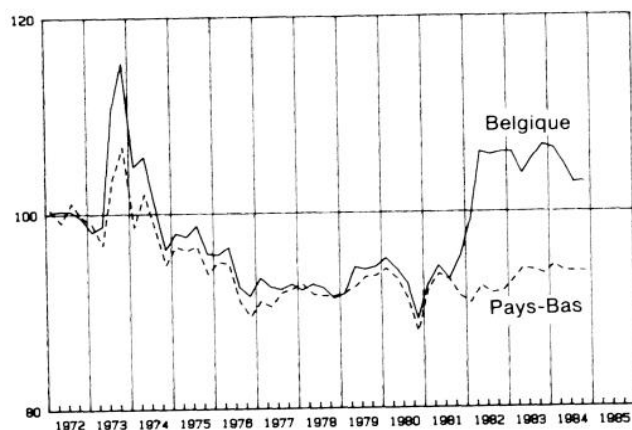
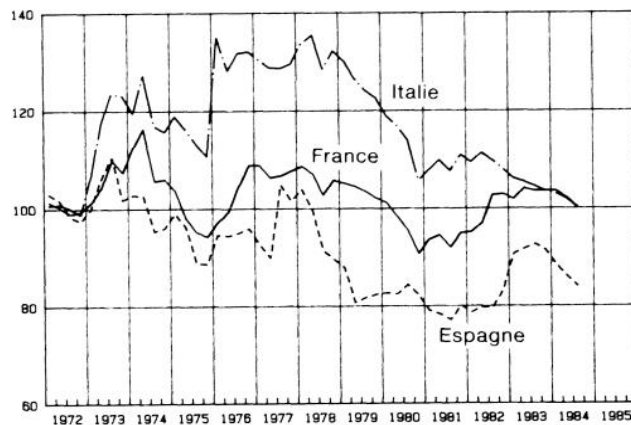
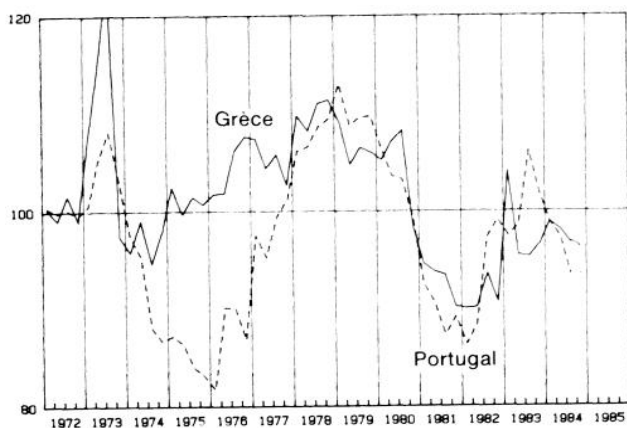
(7) Le budget en discussion prendra effet à partir du 1^{er} octobre 1986 ; il sera vraisemblablement modérément restrictif.

(8) La présente chronique de conjoncture a été achevée de rédiger le 29 mars 1985.

7. Indicateur de taux de change réel contre DM

Indices base 100 en 1972

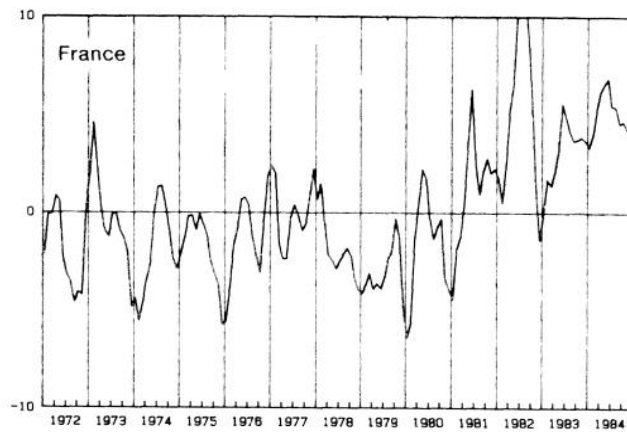
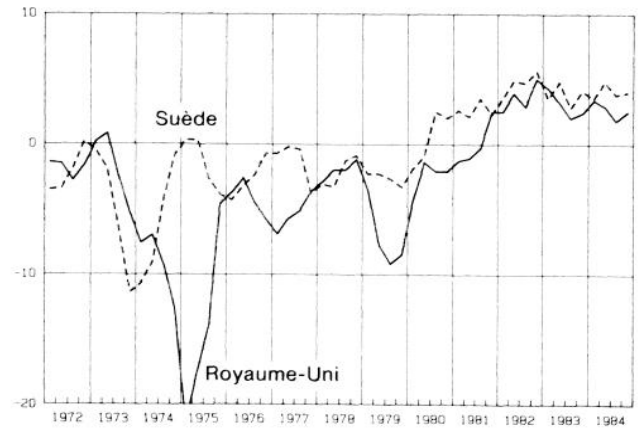
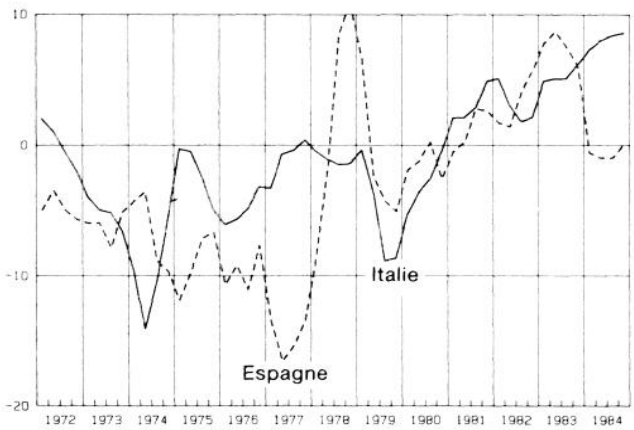
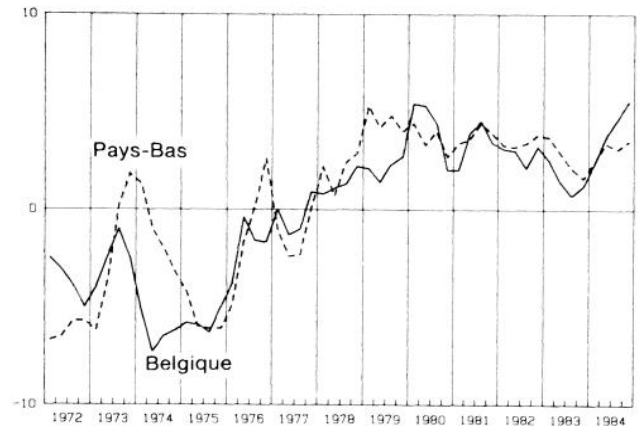
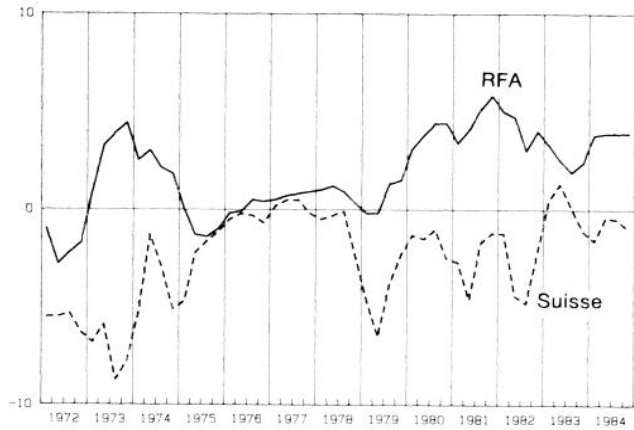
Une augmentation de l'indice traduit une appréciation réelle du DM



Source : Estimations OFCE sur données FMI et OCDE.

8. Indicateurs de taux d'intérêt réel

Taux au jour le jour moins variation des prix à la consommation ;
moyennes trimestrielles mm³



Source : Estimations OFCE sur données FMI et OCDE.

De manière générale, à l'exception du Royaume-Uni et du Portugal, les monnaies européennes pourront connaître vis-à-vis du DM des variations d'ampleur limitée (pays du Sud) ou rester stables (pays du Nord) sans que soient mises en œuvre pour cela des politiques très restrictives. La convergence des rythmes d'inflation et des soldes extérieurs écarte en effet le risque de fortes tensions. Dans ces conditions l'allègement de la contrainte extérieure que le taux de change faisait peser sur la politique monétaire allemande pourrait se transmettre à l'ensemble du continent européen.

... et à des tensions inflationnistes internes modérés

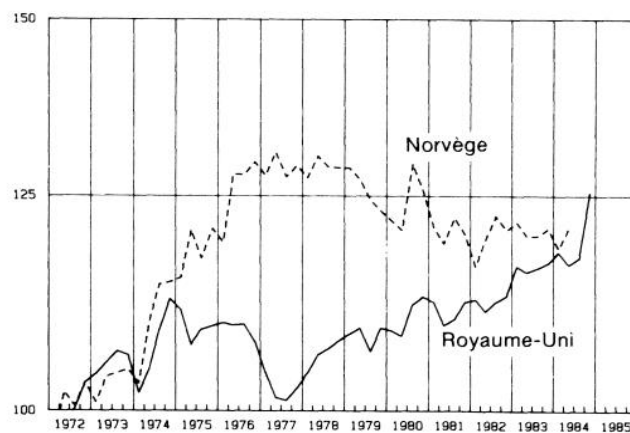
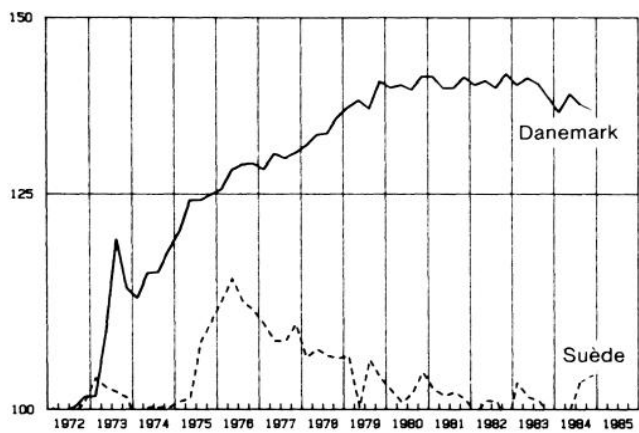
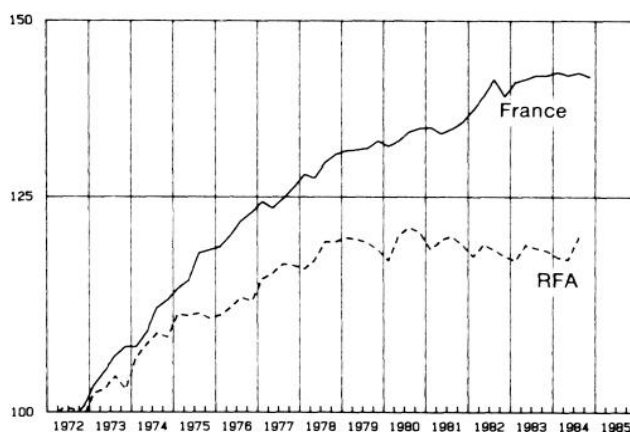
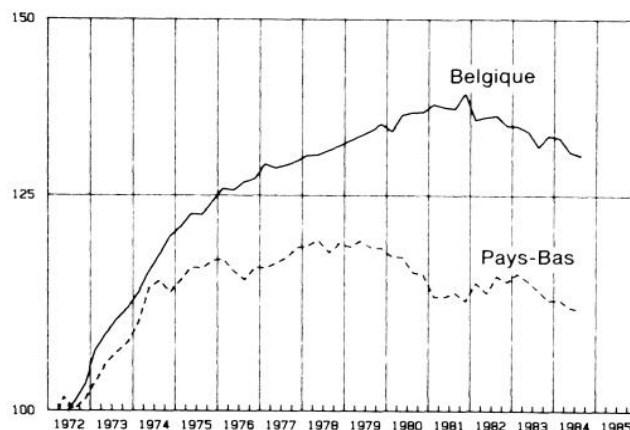
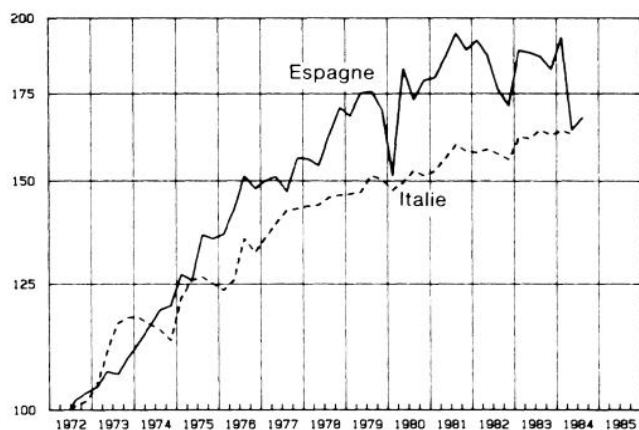
Les politiques économiques étant restés restrictives, la reprise de l'activité a été lente en Europe et le chômage s'y est considérablement accru. En conséquence les pressions sur les marchés de l'emploi ont été telles que les salaires réels ont cessé de croître et ont même enregistré une diminution dans de nombreux pays (graphique 9). Les modalités de cet ajustement ont été diverses, mais ont presque toujours inclus une remise en cause des procédures d'indexation là où de telles procédures existaient. Le cas le plus exemplaire est celui de l'Italie, où la « scala mobile » a été partiellement démantelée. En Espagne, les négociations salariales tripartites Etat/employeurs/syndicats se sont soldées en 1984 par des diminutions de pouvoir d'achat après la stabilisation de 1983. Dans les pays d'Europe du Nord les procédures d'indexation ont plus souvent fait l'objet de suspensions temporaires, mais renouvelées, que de suppressions ; les salaires de la fonction publique ont généralement fait l'objet de négociations-tests qui se sont soldées par des stabilisations nominales (cas de la RFA) voire des baisses (Pays-Bas).

Cette évolution des salaires a été la source majeure de la désinflation survenue bien que les pays européens aient moins bénéficié que les Etats-Unis du ralentissement de l'inflation importée, en raison de la dépréciation de leurs monnaies vis-à-vis du dollar. Au cours des trimestres à venir les augmentations de salaires resteront modérées en termes nominaux sous la pression d'un chômage qui risque d'augmenter encore, quoique de manière plus lente qu'au cours des années récentes. Deux pays pourraient faire exception. Au Royaume-Uni une spirale entre les salaires et les prix semble s'être réamorcée à la fin de 1984. En Suède les négociations salariales en cours laissent attendre des augmentations nominales de l'ordre de 5 % ; or le gouvernement a décrété début mars un blocage des prix pour une durée non limitée afin d'enrayer l'accélération de la hausse des prix qui tendait vers 10 %. Si le blocage était maintenu et suivi de contrôles tels que l'objectif de 3 % soit atteint, les salaires réels s'accroîtraient sensiblement.

Les politiques budgétaires seront encore prudentes en 1985

Les déficits des administrations publiques rapportés aux PIB (graphique 10) avaient continué à se creuser en 1981 et, pour l'Italie, jusqu'en 1984. Certes, ils se sont stabilisés depuis 1982 en Belgique, en Espagne et au Royaume-Uni, et un redressement a été amorcé en RFA, puis aux Pays-Bas et au Danemark. Néanmoins les stocks

9. Salaires réels Indices base 100 en 1972



Source : OCDE

d'endettement publics accumulés depuis le premier choc pétrolier et les niveaux auxquels se situent encore les déficits inciteront les autorités à rester vigilantes.

Une large partie des déficits des années récentes est imputable à la récession, qui de manière automatique alourdit les dépenses (notamment les allocations-chômage) et freine la progression des recettes. La reprise de l'activité économique, en diminuant cette composante conjoncturelle des déficits, permettra sans doute une amélioration assez nette des soldes budgétaires au cours des prochains trimestres. Par ailleurs la composante structurelle, délibérée donc, a été nettement réduite ; à l'exception de l'Italie et de l'Espagne, les politiques budgétaires menées depuis quelques années ont été nettement restrictives (tableau 10).

10. Soutiens et restrictions budgétaires

Variation des soldes structurels corrigés des effets de l'inflation, en % des PIB, cumul 1980-1984 (inclus). Un signe + indique la restriction.

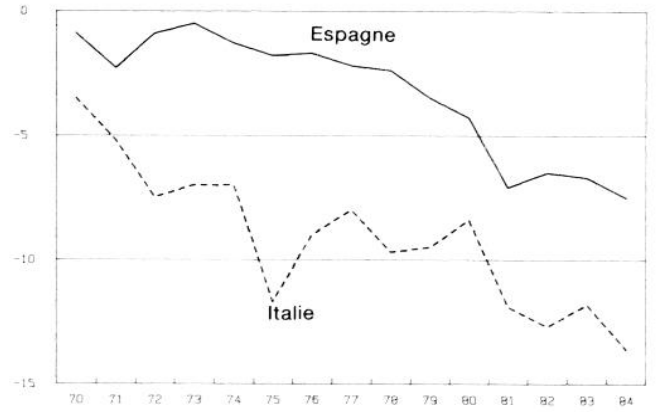
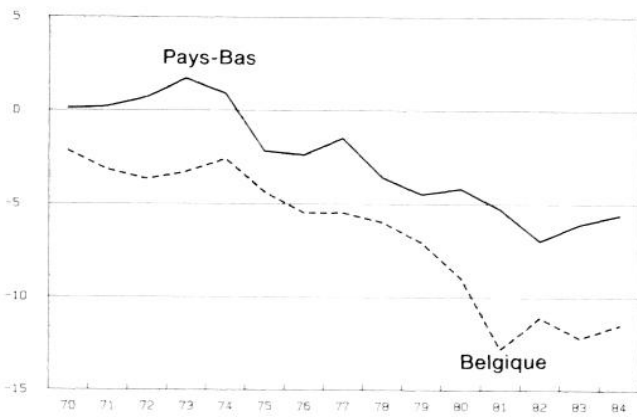
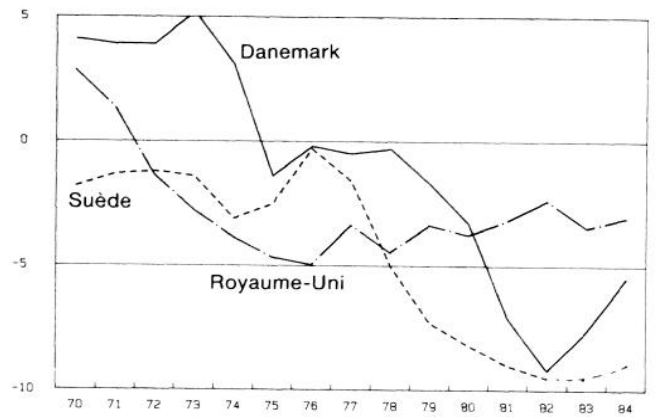
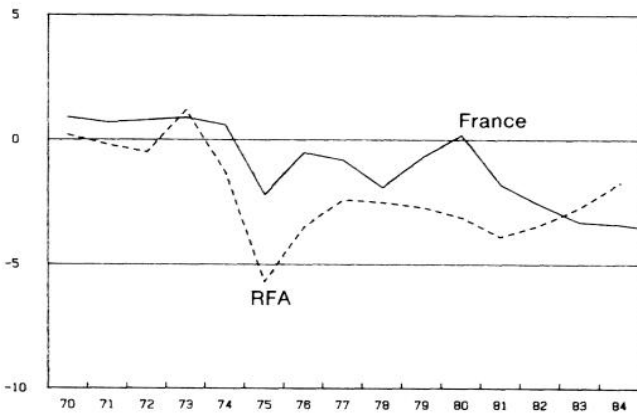
Relance		Restriction	
Etats-Unis	- 3,1	Royaume-Uni	+ 0,6
Italie	- 2,0	Danemark	+ 0,9
Espagne	- 1,7	Pays-Bas	+ 0,9
		Belgique	+ 1,1
		Autriche	+ 1,7
		Norvège	+ 2,0
		Suède	+ 2,2
		RFA	+ 3,7

Source : OCDE.

Il n'est pas étonnant dans ces conditions que la reprise ait été plus vigoureuse aux Etats-Unis qu'en RFA : l'action budgétaire aux Etats-Unis a représenté 3 % de croissance du PNB depuis 1980 (pour un PNB qui s'est effectivement accru de 9,9 % sur la même période), alors qu'elle a représenté 3,7 % de diminution du PIB en RFA (pour un PIB qui s'est accru de 4,5 %).

Le déséquilibre budgétaire fondamental a donc été réduit notablement en RFA, plus modérément en Europe du Nord, et commence à l'être en 1984 en Europe du Sud ; il s'est au contraire creusé aux Etats-Unis. Les perspectives qui se dégagent au printemps 1985 sont celles d'une inversion, à plus ou moins brève échéance, de la situation américaine relativement à celle de bon nombre de pays européens. L'année 1985 sera marquée en Europe par une atténuation de la rigueur relativement aux années précédentes, ce qui permettra d'alléger un peu les pressions sur la croissance économique tout en poursuivant l'effort d'assainissement. L'exception sera une fois encore constituée par le Royaume-Uni, où la restriction budgétaire semble devoir être au moins maintenue face à la baisse des recettes pétrolières et aux menaces persistantes sur la livre.

10. Solde budgétaire/PIB %



Source : CEE, OCDE, FMI.

En 1986 les politiques budgétaires européennes pourraient devenir moins restrictives encore, voire tendre vers la neutralité dans certains pays. En RFA des allègements de l'impôt pesant sur les ménages sont prévus pour le début de 1986. Il est toutefois improbable que de véritables politiques de relance soient mises en œuvre ; l'ampleur des dettes publiques accumulées depuis le premier choc pétrolier limite considérablement les marges de manœuvre en ce domaine. Seuls quelques pays d'Europe du Nord approchent un niveau de déficit permettant de stabiliser, puis d'abaisser le ratio « stock d'endettement public/PIB » ; ils ne l'atteindront toutefois pas dès 1986, et les pays d'Europe du Sud, mais aussi la Suède ou la Belgique en sont encore très loin.

En conséquence, la croissance modérée de 1985 se poursuivra sans doute au premier semestre 1986

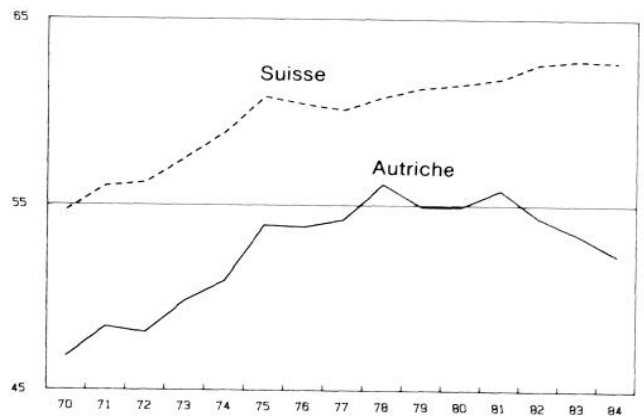
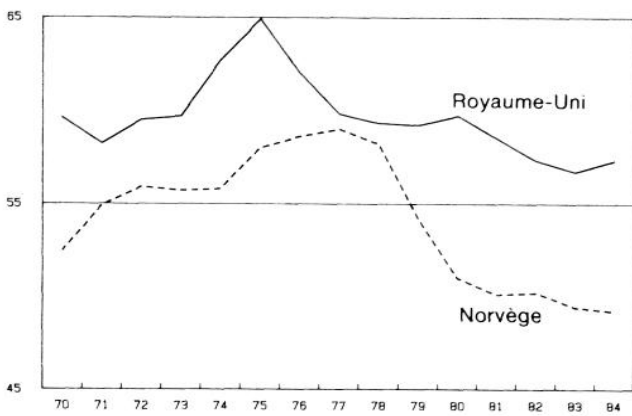
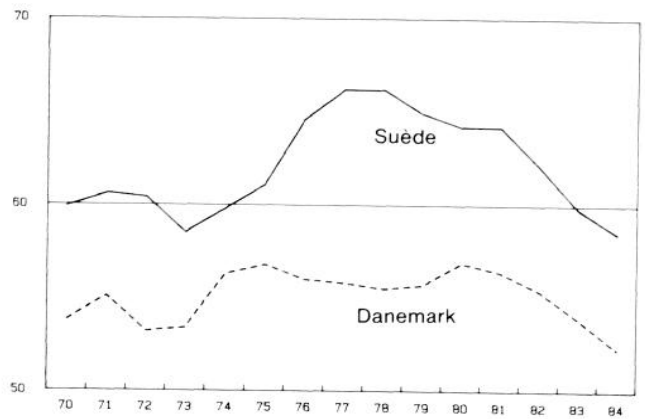
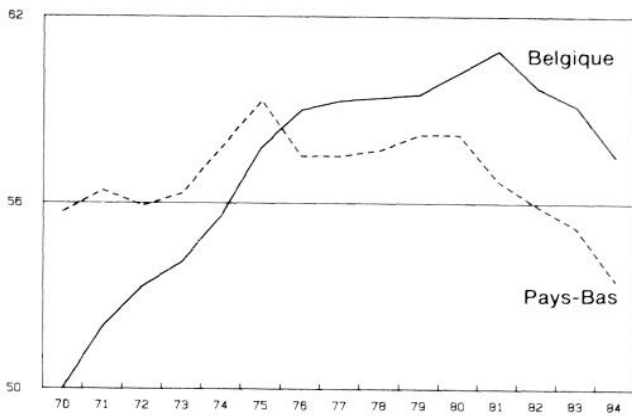
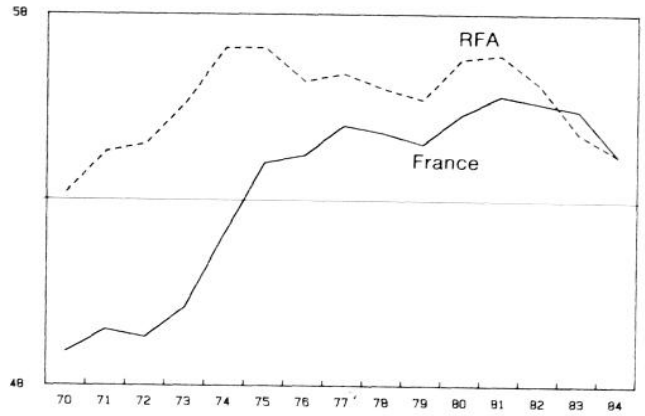
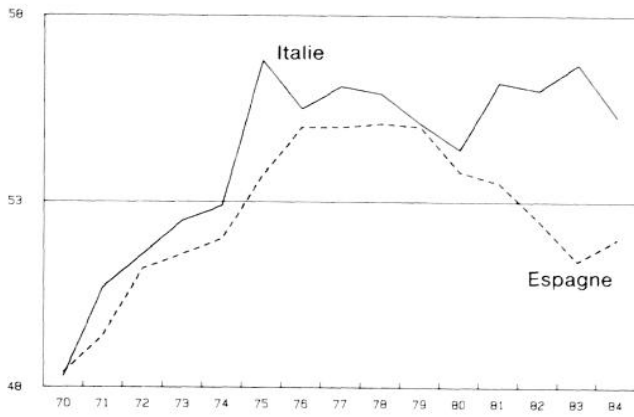
Les perspectives conjoncturelles au printemps 1985 sont celles d'une croissance modérée. Le PIB aura marqué une pause au premier trimestre dans de nombreux pays, sous l'effet notamment d'un ajustement des exportations après leur poussée de la fin 1984. Les enquêtes de conjonctures des premiers mois de 1985 retracent un certain attentisme dans les secteurs des biens intermédiaires et biens de consommation, tandis que les perspectives restent généralement orientées à la hausse dans les biens d'équipement.

Pour la suite plusieurs éléments vont jouer en sens contraire.

Le ralentissement des progrès de l'activité aux Etats-Unis tout au long de l'année 1985, puis sa diminution en 1986, priveront l'Europe d'un élément dynamique de demande extérieure. Le fléchissement du dollar améliorera un peu la compétitivité des entreprises américaines qui, incitées à se tourner plus vers les marchés extérieurs, exporteront davantage en Europe et vers les pays tiers. Le commerce extérieur exercera un effet d'autant moins stimulant sur la croissance européenne que les pays en voie de développement souffriront du ralentissement conjoncturel américain. Cela rejallira sur l'évolution des profits, dont le redressement des années récentes est en bonne partie dû aux profits dégagés par les entreprises exportatrices.

La part des salaires dans la valeur ajoutée pourrait se réduire encore un peu en 1985 (graphique 11) puis se stabiliser ou augmenter légèrement en 1986. Cette évolution ne serait sans doute pas défavorable à la croissance. Le niveau désormais atteint dans le partage des revenus est proche de celui observé avant le premier choc pétrolier. Le rétablissement constitue une condition propice à la croissance de l'investissement, mais elle n'en est pas l'unique déterminant. Tant que la demande finale fera défaut, le mouvement de rationalisation de l'appareil productif en cours ne sera pas accompagné d'un mouvement d'extension des capacités. La part relative de l'investissement et de la consommation (graphique 12) a cessé de se déformer au détriment du premier, et pourrait en 1985 se stabiliser en Europe du Sud et s'accroître en Europe du Nord. Cela signifie que la croissance de l'investissement sera un peu moins lente que celle de la consommation, mais continuera à refléter un certain attentisme des entreprises.

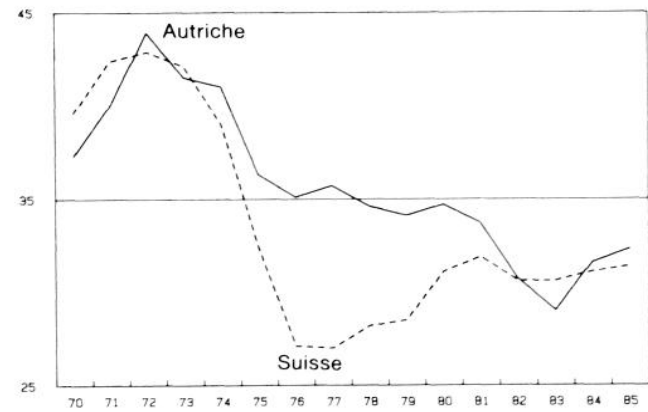
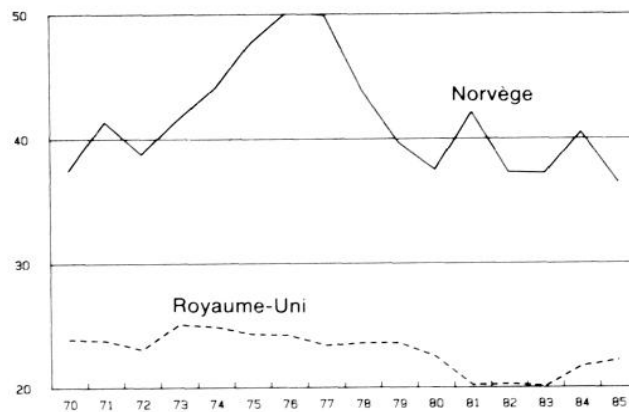
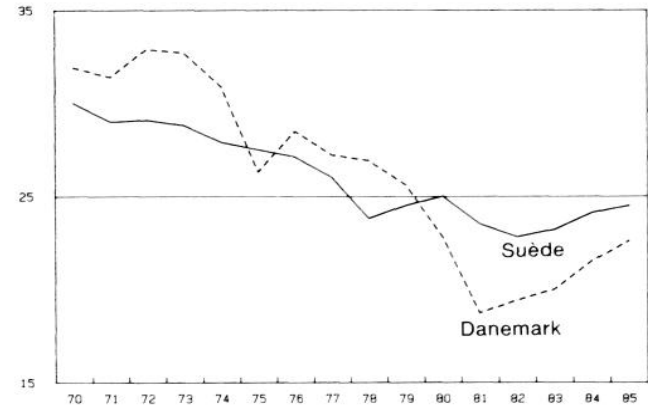
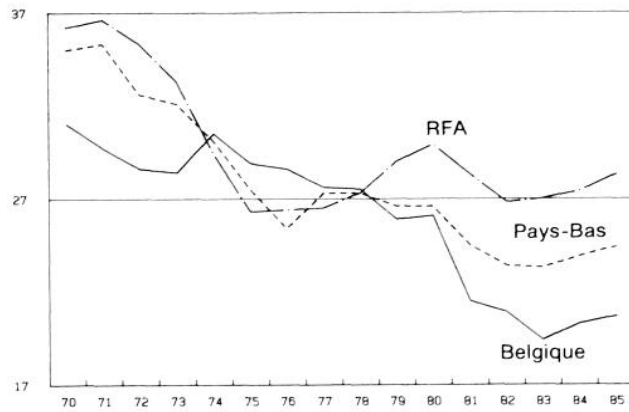
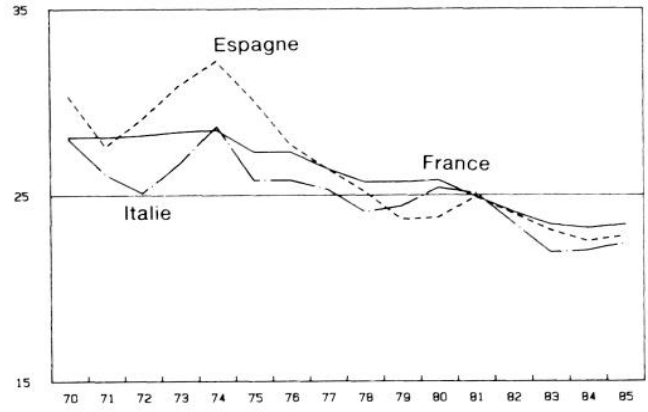
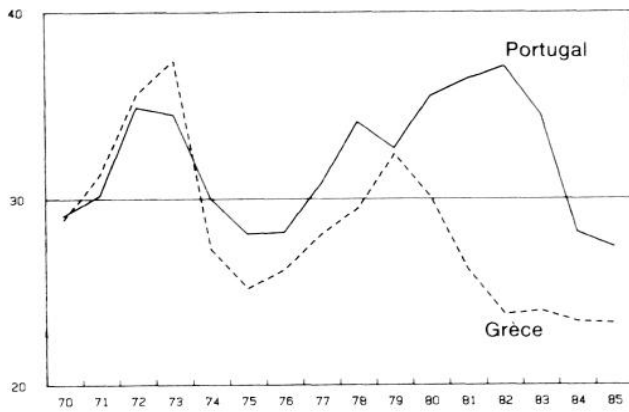
11. Part des salaires dans le PIB %



Source : OCDE

12. Poids des investissements relativement à la consommation

FBCF/(consommation des ménages + consommation publique)
A prix courants %



Source : OCDE

Cette situation pourrait se modifier en 1986 si l'assouplissement des politiques monétaires et budgétaires européennes était tel que les perspectives de débouchés s'améliorent réellement, c'est-à-dire que la consommation des ménages progresse un peu plus rapidement qu'en 1985 (année au cours de laquelle son taux de croissance sera compris entre 0 et 2 % selon les pays).

En définitive les évolutions conjonctuelles pourraient être divergentes au premier semestre 1986 entre l'Europe et les Etats-Unis, la première poursuivant une croissance modérée, tandis que les seconds enregistreraient un ralentissement de l'activité préjudicant à une diminution au second semestre. Cela suppose toutefois que le ralentissement américain ne soit pas à ce point brutal qu'il entraîne à sa suite le reste de l'économie mondiale, et qu'une certaine coordination se développe entre les politiques économiques européennes pour favoriser la croissance.

10. Etats-Unis

Equilibre de biens et services en volume aux prix de 1972	Niveau en 85	Variations par rapport à la période précédente %							
	Unité : milliards de dollars 1972	Années			Semestres				
		1983	1984	1985	1984		1985		1986
					S1	S2	S1	S2	S1
Consommation de ménages	1 009,2	4,8	5,3	3,8	2,9	1,6	2,2	1,6	0,9
Consommation publique	291,9	- 0,3	3,5	4,9	0,7	4,3	2,0	1,5	1,1
FBCF totale	224,6	9,7	18,0	5,9	11,7	4,6	2,3	2,9	1,3
— Bâtiment	53,7	41,7	12,1	2,6	7,8	- 1,6	1,0	4,8	1,4
— Productive	171,0	2,5	19,8	6,9	12,9	6,8	2,3	2,4	1,4
Exportations	139,5	- 5,5	4,9	4,7	2,9	2,1	1,4	4,3	2,5
Importations	126,9	7,5	26,5	8,3	15,9	7,5	2,3	4,3	2,8
Variations des stocks	- 3,6	- 3,6	24,8	20,0	26	24	22	18	14
PNB / PIB	1 534,7	3,7	6,9	3,6	4,0	1,9	1,9	1,5	0,8
Prix à la consommation		3,2	4,2	4,0	2,1	2,0	1,5	3,1	3,2
Solde courant en % du PNB/PIB		- 1,3	- 2,8	- 3,2	- 1,2	- 1,5	- 1,7	- 1,5	- 1,2

11. RFA

Equilibre de biens et services en volume aux prix de 1976	Niveau en 83	Variations par rapport à la période précédente %							
	Unité : milliards de DM 1976	Années			Semestres				
		1983	1984	1985	1984		1985		1986
					S1	S2	S1	S2	S1
Consommation de ménages	706,0	1,1	0,7	1,5	1,3	- 0,5	1,1	1,3	1,5
Consommation publique	248,7	0	2,0	0,4	0	2,9	- 1,0	0	0,5
FBCF	256,4	3,0	1,2	3,1	- 2,8	3,9	- 0,7	3,7	2,3
dont : Productive	109,5	6,2	0	5,1	- 6,3	9,2	- 2,5	6,5	4,0
Bâtiment	146,9	0,8	2,0	1,6	- 0,3	0,3	0,7	1,5	1,0
Exportations	417,4	- 1,3	7,9	5,7	3,9	6,2	1,5	2,2	1,8
Importations	367,3	0,5	5,6	4,1	3,4	0,9	2,1	3,0	2,5
Variations des stocks en milliards de DM 1976	3,9	3,9	11,1	14	8,6	2,5	6	8	9
PNB	1 265,1	1,3	2,6	2,5	0,9	1,9	0,7	1,6	1,4
Prix à la consommation		3,3	2,4	1,8	1,0	0,9	0,8	1,0	0,9
Solde courant en % du PNB		0,6	1,0	1,2	0,2	1,7	1,0	1,4	1,1

12. Royaume-Uni

Equilibre de biens et services en volume aux prix de 1980	Niveau en 83	Variations par rapport à la période précédente							
	Unité : milliards de livres 1980	Années			Semestres				
		1983	1984	1985	1984		1985		1986
					S1	S2	S1	S2	S1
Consommation de ménages	144,0	4,2	2,1	2,1	0,2	1,1	0,9	1,2	1,3
Consommation publique	50,8	2,9	0,2	0,6	0	0	0,4	0	0,4
FBCF	42,3	4,0	7,3	4,0	6,9	- 1,7	3,1	3,4	1,3
dont : Secteur public	11,6	12,6	6,9	- 0,8	1,7	5,6	- 4,2	2,0	- 0,3
Secteur privé	30,7	1,1	7,5	5,8	8,9	- 4,1	6,0	4,0	2,0
Exportations	63,4	1,1	7,3	5,9	4,7	3,6	2,6	2,8	2,2
Importations	61,0	5,6	9,8	6,3	4,2	6,4	1,4	3,1	2,5
Variations des stocks en milliards de livres 1980	0,2	0,2	- 1,0	1,2	- 0,8	- 0,2	0,5	0,7	0,8
PIB sur la base des dépenses	239,7	3,4	1,5	3,0	0,7	0,1	2,1	1,4	1,1
Prix à la consommation		4,6	5,0	5,8	2,2	2,6	2,9	3,1	3,0
Solde courant en % du PIB		0,8	0	- 0,1	0	0	- 0,1	- 0,2	- 0,2

13. Italie

Equilibre de biens et services en volume aux prix de 1970	Niveau en 85	Variations par rapport à la période précédente %							
	Unité : milliards de livres aux prix de 1970	Années			Semestres				
		1983	1984	1985	1984		1985		1986
					S1	S2	S1	S2	
Consommation de ménages	13 663	- 0,5	2,0	2,2	0,3	2,3	0,9	0,9	1,3
Consommation publique	3 297	2,8	1,6	1,2	0,4	0,8	0,4	0,8	0,8
FBCF totale	3 396	- 5,3	2,2	3,6	0,9	3,2	1,3	1,3	1,1
— Bâtiment	1 862	- 1,9	1,8	1,8	0,3	2,1	0,3	0,8	0,6
— Productive	1 534	- 9,1	2,8	5,8	1,5	4,4	2,5	2,0	1,7
Exportations	5 387	3,9	6,0	4,3	0,7	4,4	1,0	2,2	3,1
Importations	4 535	0,8	6,2	5,3	0,7	6,0	0,8	2,3	3,7
Variations des stocks	- 127	- 127	75	153	134	107	104	203	247
PNB / PIB	21 081	- 1,2	2,8	2,6	1,4	1,8	0,9	1,4	1,3
Prix à la consommation		14,7	10,6	8,8	5,7	3,6	4,5	4,7	4,5
Solde courant en % du PNB/PIB		0,1	- 0,6	- 0,6	- 0,7	- 0,5	- 0,6	- 0,6	- 0,6

La conjoncture française

La réduction des déséquilibres a été acquise en France grâce à la rigueur interne et à la reprise du commerce mondial. On examinera dans cette chronique l'influence des politiques monétaire et budgétaire sur la demande des ménages et des entreprises au cours des trimestres récents. Puis on examinera les conséquences à venir des nouvelles modalités de l'encadrement du crédit et de la politique fiscale. Ces inflexions s'effectuant alors que vraisemblablement l'activité américaine se ralentira, on s'interrogera sur les chances de rééquilibrer davantage encore nos soldes extérieurs.

En 1984

Alors que la demande extérieure progresse fortement, la demande intérieure est atone

L'activité s'est développée grâce à la demande étrangère

Le produit intérieur brut a progressé de 2 % en 1984 par rapport à 1983 et la production industrielle de 1,7 %. Ces résultats ont été obtenus grâce à une demande étrangère soutenue de produits industriels ; la production manufacturière a d'ailleurs suivi les inflexions de nos exportations : la baisse du second trimestre fut consécutive au recul passager de la demande européenne, et celle du quatrième trimestre intervint alors que la croissance mondiale se ralentissait et ne compensait plus le recul de la consommation. Au début de l'année 1985 l'activité régressait encore, mais la rigueur climatique semble en avoir été la principale cause.

La croissance du PIB en 1984 a été proche de celle de nos partenaires européens. Ainsi la politique de rigueur interne n'a-t-elle pas, comme on pouvait le craindre, créé un contraste avec nos voisins. Cela a été obtenu grâce à l'activité industrielle, à celle des services et surtout à celle de l'agriculture : la contribution à la croissance globale des branches agro-alimentaires a atteint 0,6 point, alors que celles-ci ne réalisent que 10 % de la production intérieure. Malgré des exportations d'un montant exceptionnel, la production céréalière n'a pu être écoulee en totalité, ce qui a provoqué un important stockage.

La consommation des ménages s'est progressivement adaptée à la baisse des revenus

Le revenu disponible réel des ménages a en 1984 finalement stagné en moyenne, et régressé d'un point en glissement. Le ralentissement du taux de hausse des salaires horaires, dont la progression fut particuliè-

rement faible au troisième trimestre, la poursuite de la baisse des effectifs employés et la rigueur salariale dans la Fonction publique ont conduit à une régression du pouvoir d'achat de la masse salariale de 1 % (après - 0,3 % en 1983 et + 2 % en 1982). L'accroissement des impôts sur le revenu, encore sensible l'an passé, a grevé le budget des ménages. Seules les prestations sociales se sont encore fortement accrues (près de 3 % en moyenne annuelle en termes réels) du fait des prestations-chômage, dont la progression a dépassé celle déjà forte de 1983. La hausse des prestations fut particulièrement sensible en fin d'année, les versements de la Sécurité sociale aux hopitaux ayant été concentrés au quatrième trimestre.

La consommation s'est progressivement adaptée à la baisse des revenus. Les ménages ne prélèvent plus sur leur épargne aussi massivement qu'avant les sommes nécessaires à la poursuite de la croissance des dépenses ; le taux d'épargne a encore diminué, mais faiblement. La consommation de produits industriels a été la plus atteinte par la baisse ; seuls les achats de services résistent. Au début de 1985 ces tendances ont pu être perturbées par la forte consommation énergétique due au froid, mais cela ne témoignera que d'une situation exceptionnelle.

... et l'épargne financière s'est développée

Cet ajustement de la consommation au revenu s'est accompagné d'une modification de la destination de l'épargne disponible ; alors que le taux d'épargne-logement a reculé, le taux d'épargne financière s'est maintenu en 1984 et les disponibilités se sont donc légèrement accrues.

La préférence pour les obligations et les actions a conduit les ménages à accroître fortement leurs souscriptions ; le stock des valeurs mobilières aurait ainsi atteint en 1984 un montant égal à 40 % de celui des actifs monétaires. En revanche les dépôts à vue ont été progressivement délaissés, et le succès des CODEVI s'est fait au détriment des autres placements liquides.

Le redressement des profits des entreprises a surtout été le fait des industries exportatrices

Le redressement des profits des sociétés, amorcé au début de 1983, s'est poursuivi en 1984. Le taux de marge ⁽¹⁾ a atteint 27,2 % en 1984, après 25,1 % en 1983. Cette amélioration de deux points, qui a succédé à celle d'un point l'année précédente, a marqué le retour à un niveau de profit inconnu depuis dix ans. Obtenue dans une conjoncture de désinflation, elle a résulté d'une activité soutenue par le stockage et l'exportation et d'un ralentissement des coûts plus rapide que celui des prix.

Par son ouverture sur l'extérieur et la structure de ses coûts, l'industrie a été favorisée en 1984 par rapport au secteur abrité. La demande intérieure étant déprimée, l'amélioration des résultats a été le fait des

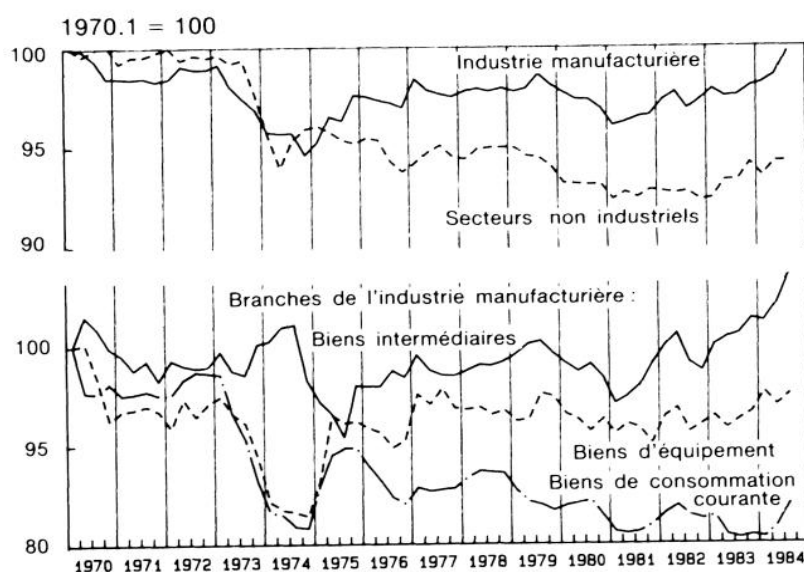
(1) Rapport de l'excédent brut d'exploitation à la valeur ajoutée.

sociétés qui ont pu le mieux tirer profit de la reprise de la demande étrangère. Ainsi, face à une demande intérieure hors stocks qui stagnait, la production de l'industrie manufacturière progressait grâce à une forte croissance des exportations, notamment dans les secteurs des biens intermédiaires, des biens de consommation et des biens d'équipement ménager.

D'autre part les prix et les marges à l'exportation ont pu être augmentés plus que ceux pratiqués sur le marché intérieur, tandis que la contrainte exercée sur les prix du marché national par les produits importés ne s'est pas aggravée. La libération progressive des prix intérieurs a surtout concerné les prix industriels et, à défaut de liberté, les accords passés avec les autorités ont souvent permis de tenir compte, à raison de 80 %, des hausses de coûts dues aux prix des matières premières importées.

Ces conditions relativement favorables ont surtout bénéficié au secteur des biens intermédiaires. En effet, alors que 75 % des prix industriels sont fixés librement, ce n'est le cas que d'environ 10 % des prix entrant dans l'indice des prix à la consommation. Néanmoins, même au stade de détail, l'industrie apparaît relativement avantagée. Le prix relatif des biens de consommation est resté stable en 1984, alors que celui des services, qui restent sous strict contrôle, a baissé de 0,3 %. La poursuite des tendances à long terme aurait au contraire conduit à une baisse de l'ordre de 1 % des premiers et à une hausse de l'ordre de 1 % des seconds.

Le ralentissement des coûts, dont les coûts salariaux furent l'élément prépondérant en 1984, a concerné surtout l'industrie, où les gains de productivité ont atteint près de 6 %, contre 2,3 % dans les secteurs non-industriels. Pour ces derniers un plafonnement des marges (précédé dans les services par une baisse en début d'année) succéda à l'amélioration de 1983 (graphique 13).



13. Evolution par secteur des prix de production relatifs aux coûts d'exploitation

Source : INSEE.

Les résultats d'exploitation diffèrent selon les industries

Les distinctions entre les branches de l'industrie manufacturière, telles que l'on peut les appréhender dans les avis des industriels sur leurs résultats d'exploitation, s'expliquent par le même schéma.

Jusqu'à la mi-1984 l'amélioration provenait du secteur des biens intermédiaires : fortement ouvert sur l'extérieur, il a profité dès 1983 d'une reprise de la demande extérieure et du ralentissement des charges d'exploitation (baisse du prix de l'énergie importé et baisse importante des effectifs) ; peu affectées par les contraintes de prix, les marges se sont encore accrues en 1984.

Par contre le secteur automobile n'a pu faire face à la chute de la demande et les résultats d'exploitation restaient très dégradés jusqu'au premier semestre 1984, malgré l'amélioration des marges unitaires.

Les contraintes de prix et de charges ont continué à peser sur les profits des industries de biens de consommation courante, dégradés aussi par la baisse de la consommation des ménages. Le retournement du rapport prix/coûts, une consommation moins déprimée au troisième trimestre et d'excellentes performances à l'exportation ont apparemment permis un redressement net des résultats au second semestre 1984.

Dans le secteur des biens d'équipement la détérioration des résultats, estompée par une amélioration des marges unitaires, ne fit place à une véritable amélioration qu'au second semestre 1984 avec la reprise de l'investissement.

L'épargne des sociétés s'est redressée dans le secteur concurrentiel...

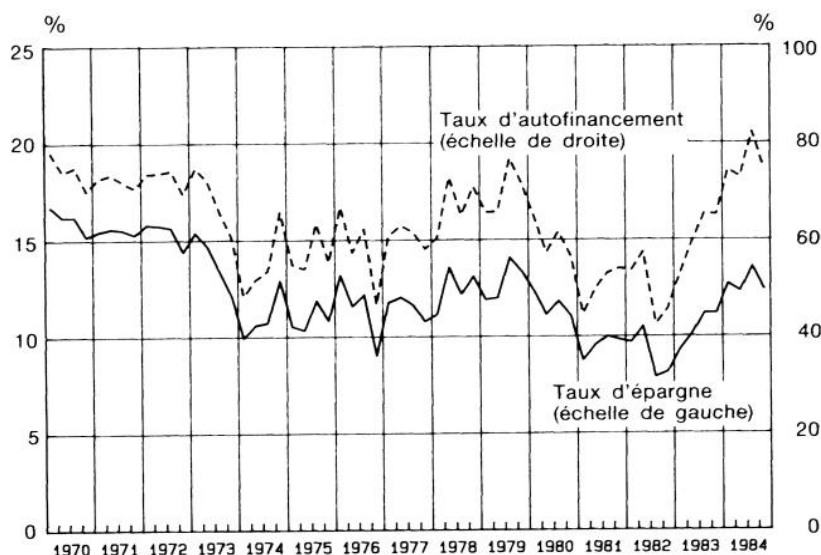
Le profil intra-annuel du taux de marge de l'ensemble des sociétés en 1984 reflète ces évolutions plus ou moins favorables. La forte baisse du quatrième trimestre provient de l'augmentation au second semestre de la taxe sur les produits pétroliers et de l'avancement de l'échéance de versement de certaines cotisations sociales par les entreprises.

Le taux d'épargne des sociétés (graphique 14) est ainsi passé de 10,4 % en 1983 à 12,7 % en 1984. Les dépenses nettes au titre des intérêts avaient atteint 7,5 % de la valeur ajoutée en 1982 (contre 5,2 % en 1979) quand les taux d'intérêt et le rythme d'endettement des sociétés étaient au maximum. Par la suite la décrue des taux et le ralentissement de l'endettement ont freiné la progression des paiements d'intérêts ; depuis deux ans leur part dans la valeur ajoutée a légèrement reculé, de 0,1 point par an.

Cet allègement des charges d'intérêt ne concerne que les entreprises du secteur concurrentiel⁽²⁾, dont le taux d'investissement a

(2) Le secteur concurrentiel désigne l'ensemble des entreprises, sauf les grandes entreprises nationales (Charbonnages de France, EDF, GDF, SNCF, RATP, Air France, Air inter, PTT).

baissé depuis 1973 et qui se sont endettées sur le marché national. Les grandes entreprises nationales, par contre, qui ont fait un effort d'investissement soutenu jusqu'en 1980, en faisant appel à des capitaux sur les marchés internationaux, se sont fortement endettées en dollars. Leurs charges financières, tributaires des taux de change, se sont ainsi élevées de 9,5 % de la valeur ajoutée en 1979 à 18,8 % en 1983 et ont dû encore s'alourdir en 1984 à cause de la montée du dollar, malgré les efforts de restructuration de leur dette. En 1983, en dépit d'une amélioration des résultats d'exploitation, supérieure à celle des autres sociétés, leur taux d'épargne avait de ce fait stagné. Cela paraît devoir s'être reproduit en 1984, malgré des conditions d'exploitation favorables : hausses de tarifs accordées tôt dans l'année (EDF, GDF) et parfois au-delà de la moyenne des prix (GDF, SNCF, PTT) et hausse de salaire proche de la norme gouvernementale (5 %).



14. Sociétés non-financières : taux d'épargne et taux d'autofinancement

Source : INSEE

Le taux d'épargne est le rapport de l'épargne à la valeur ajoutée. L'épargne résulte de l'excédent brut d'exploitation auquel on ôte les dépenses hors exploitation nettes des revenus, essentiellement les intérêts (51 % du total en 1983), les dividendes (23 %) et l'impôt sur les sociétés (21 %).

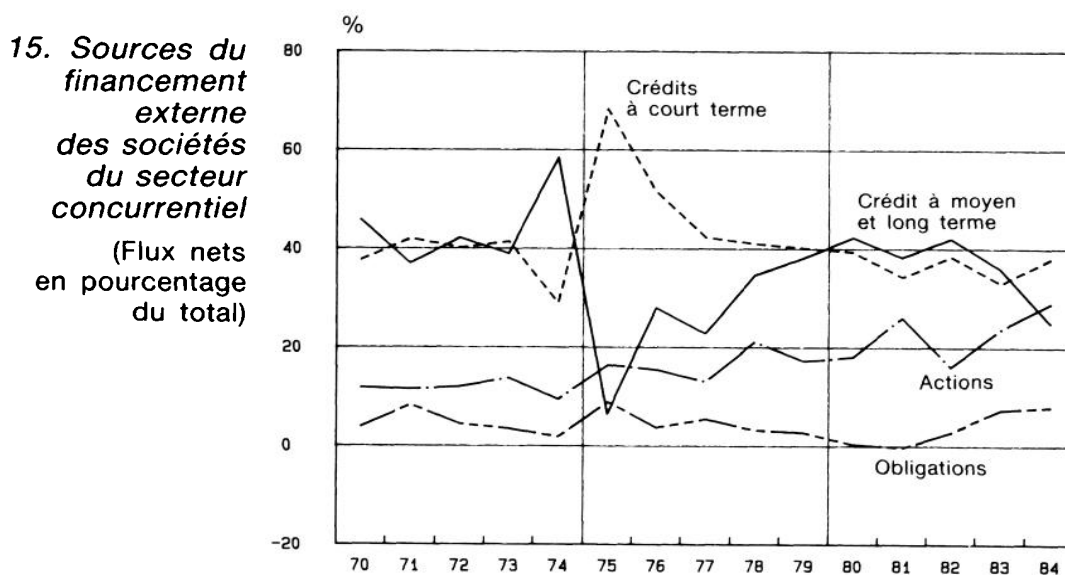
Le taux d'autofinancement est la part de l'investissement couvert par l'épargne (Epargne/FBCF).

... et alimente d'importants placements financiers

L'investissement n'a pas accompagné en 1984 l'amélioration de l'épargne. Seule l'industrie, tout particulièrement ses secteurs intermédiaires, a développé ses dépenses d'équipement pour moderniser son appareil productif. Peu incitées à investir par les perspectives de demande, les entreprises ont voulu consolider leur structure financière. Aussi le taux d'autofinancement de l'ensemble des sociétés⁽³⁾ a-t-il atteint 75,9 % en 1984 après 60,6 % en 1983 et 49,8 % en 1982 (graphique 14).

(3) Rapport de l'épargne à l'investissement.

Les sociétés ont d'autre part profité de l'abondance des liquidités en quête de placements longs pour émettre davantage d'obligations et aussi d'actions. Les montants nets de leurs émissions, grandes entreprises nationales mises à part, se sont élevés respectivement à 15 et 49 milliards de francs en 1983. Elles ont en même temps beaucoup réduit leur demande de crédits à court terme. En 1984 il semble qu'obligations et actions leur ont fourni près de 37 % de leur financement externe, à comparer aux 31 % de 1983 et 19 % de 1982 ; les crédits à court terme n'ont atteint qu'un quart du total en 1984, contre 37 % en 1983 et 42 % en 1982 (graphique 15). La croissance de l'endettement s'est poursuivie, mais à un rythme moindre et de façon différente. Cette tendance vient d'être confirmée pour l'industrie par les premiers résultats tirés des déclarations fiscales de 1983 : les structures de bilan s'étaient alors améliorées grâce à une faible augmentation des immobilisations et un endettement à long plutôt qu'à court terme. Le taux de couverture des emplois longs par les ressources longues ⁽⁴⁾ est alors passé de 133 % en 1982 à 139 %.



Sources : INSEE, estimations OFCE.

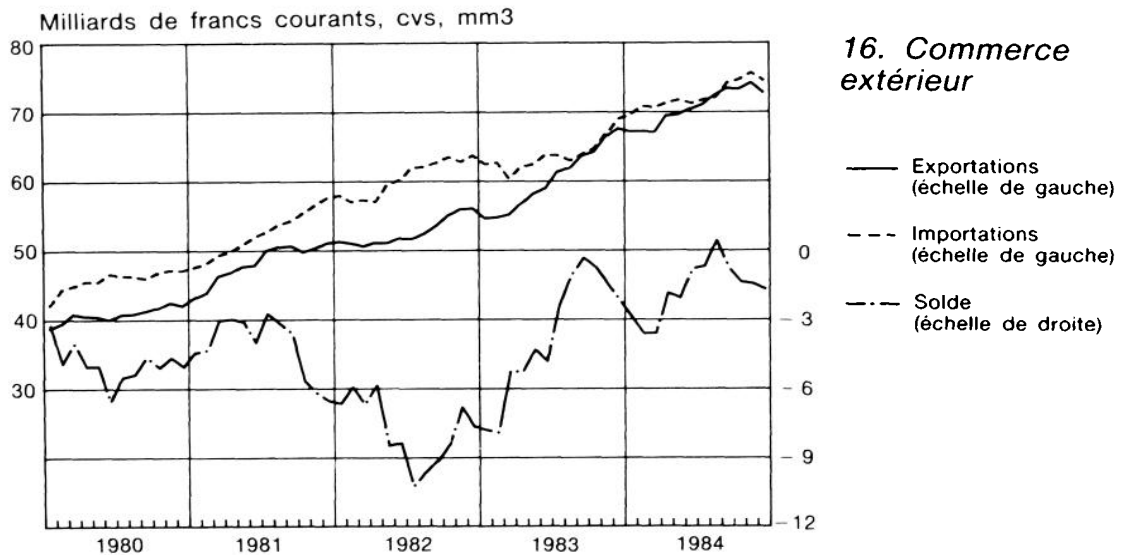
Les entreprises ont aussi été présentes sur le marché financier en tant que souscripteurs, leur réticence à investir les ayant conduit à disposer d'un surplus inhabituel de trésorerie. Leurs acquisitions nettes d'actions ont probablement atteint près de 60 milliards de francs en 1984, après 48 milliards en 1983 et 18 milliards en 1982. Le développement des SICAV court terme, dont l'encours au point haut de 1984 a atteint 150 milliards de francs (60 milliards fin 1983) est dû principalement aux entreprises qui en détiennent 70 %.

Le déficit commercial s'est réduit

Le déficit commercial n'a atteint que 19,8 milliards l'an dernier, contre 48,8 en 1983. Fortement déficitaire en début d'année, le solde

(4) Emplois longs : valeurs immobilisées. Ressources longues : capitaux permanents, c'est-à-dire fonds propres et emprunts à moyen et long terme.

s'est amélioré régulièrement, devenant excédentaire au troisième trimestre. Il n'a été que légèrement déficitaire au dernier (graphique 16). Son profil intra-annuel est voisin de celui de l'année 1983, mais transposé vers le haut.



Source : Douanes.

Ces bons résultats ont été obtenus grâce à la relative modération de nos importations (+ 17,7 % en valeur), et aux progrès des exportations qui, à partir de l'été, ont bénéficié de la reprise de la demande mondiale et de contrats exceptionnels dans les domaines agricole, aéronautique et militaire. Il n'empêche que les faiblesses de nos échanges analysés précédemment demeurent ⁽⁵⁾.

Les ventes d'armes ont fortement progressé...

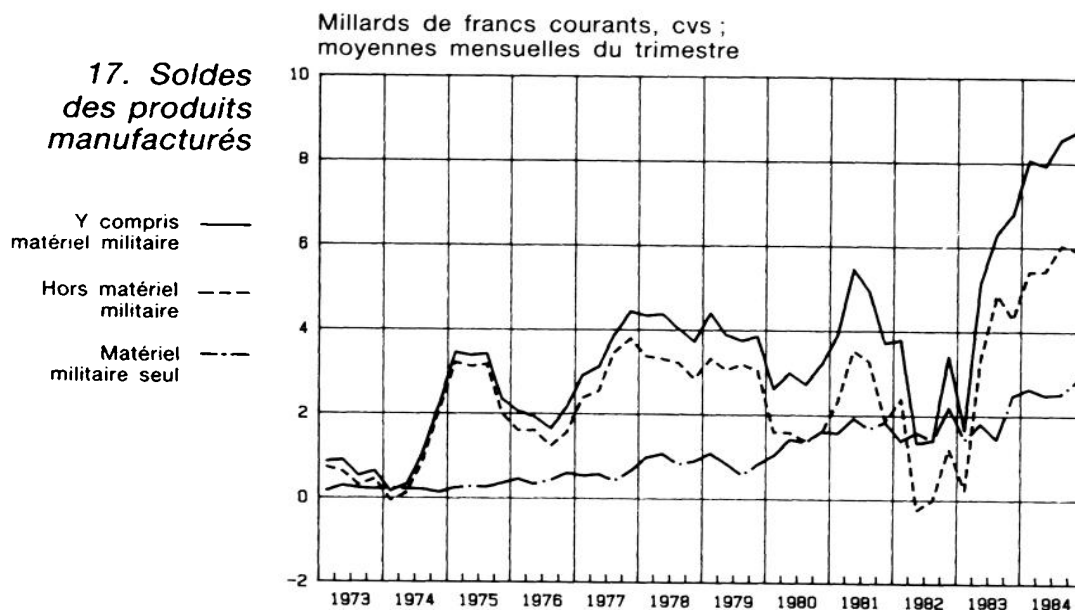
L'excédent dû aux seuls matériels militaires a atteint 31,6 milliards en 1984 contre 21,5 en 1983. Ces matériels sont ainsi un élément essentiel de nos échanges industriels. Ils ne constituent que 5 % des exportations de biens manufacturés, mais l'excédent qu'ils procurent représente 50 % de celui créé par l'ensemble des autres produits industriels en 1984. Ce pourcentage atteint même 64,6 % au quatrième trimestre.

Depuis 1980 la forte progression des ventes de ce secteur (on passe d'un solde excédentaire mensuel moyen inférieur à 1 milliard de francs à près de 3 actuellement) a permis de compenser partiellement les à-coups conjoncturels. Lorsqu'en 1982 le solde des autres biens industriels s'est dégradé au point de n'atteindre que 10 milliards de francs, les exportations militaires ont amorti ce recul en dégageant à elles seules près de 20 milliards d'excédent (graphique 17).

Actuellement les livraisons d'armes sont essentiellement orientées vers les pays du Moyen-Orient, particulièrement l'Arabie Saoudite, mais nous en exportons aussi vers les pays développés. Pour la première

(5) Voir *Chronique de conjoncture*, Revue n° 7, avril 1984.

fois depuis fort longtemps les échanges militaires entre la France et les Etats-Unis ont été excédentaires en 1984, nos exportations bénéficiant de l'expansion des dépenses militaires américaines ⁽⁶⁾.



Source : Douanes.

Les commandes aussi ont fortement progressé l'an passé, grâce à deux contrats d'un montant élevé, avec l'Arabie Saoudite et les Emirats Arabes Unis. Des négociations en cours avec l'Arabie Saoudite pourraient prolonger cette tendance. Le décalage étant de 18 mois à 2 ans entre les commandes et les livraisons, on peut prévoir qu'en 1985 le solde militaire se maintiendra à son haut niveau de 1984 et qu'il connaîtra une nouvelle progression en 1986 (tableau 14).

14. Commandes et livraisons de matériels militaires à l'étranger

Milliards de francs

	Commandes	Livraisons
1980	37,7	16,3
1981	33,8	21,1
1982	41,6	20,1
1983	29,1	21,5
1984	50	31,6

Source : ministère de la Défense.

... ainsi que celles de l'aéronautique civile

Les exportations aéronautiques civiles se sont accrues de 38 % en 1984. Les livraisons d'Airbus expliquent en partie cette progression, car les quatre appareils livrés à la Panam en décembre sont considérés

(6) Source : ministère de la Défense.

comme des ventes de marchandises et non, comme nous l'avions supposé en octobre, de services, la société de leasing étant américaine ; or ce marché s'est élevé à 1,5 milliard de francs. En l'état actuel des commandes et des échéanciers de livraisons (tableau 15), les exportations devraient rester élevées en 1985 : au premier semestre 30 Airbus devraient être livrés, dont 16 à la Panam au printemps ; au second semestre 18 nouvelles livraisons sont prévues.

15. Commandes et livraisons d'Airbus à l'exportation

En nombre d'appareils

	Commandes	Livraisons
1980		34
1981	42	34
1982	17	43
1983	18	36
1984	35	45

Source : Airbus industrie.

Il faut cependant se garder de surestimer l'impact positif de telles exportations, car lorsqu'un Airbus est exporté, moins de 40 % de sa valeur⁽⁷⁾ revient à la France, Airbus industrie étant un consortium européen. Le bilan économique réel doit tenir compte des contrats de compensation entre les pays participants⁽⁸⁾. La part française, en termes d'exportations nettes, se trouve ainsi ramenée à environ 5 milliards de francs sur les 15 milliards d'exportations d'Airbus de 1984.

L'industrie des moteurs a aussi contribué positivement au solde commercial, avec des exportations d'un montant similaire l'an dernier à la part française des Airbus. Les commandes civiles et militaires du moteur CFM international ont atteint un milliard de dollars en 1984. Mais le fait que les futurs Airbus A 320 commandés par la Panam pour 1988 soient équipés de moteurs Pratt-Whitney, alors que le CFM équipe les Boeing 737-300, montre la complexité d'un bilan réel du commerce extérieur de l'aéronautique. Il reste que l'excédent commercial en 1984 de l'aéronautique s'est accru de 8,5 milliards de francs, les importations étant restées stables.

Les exportations alimentaires : un nouveau record

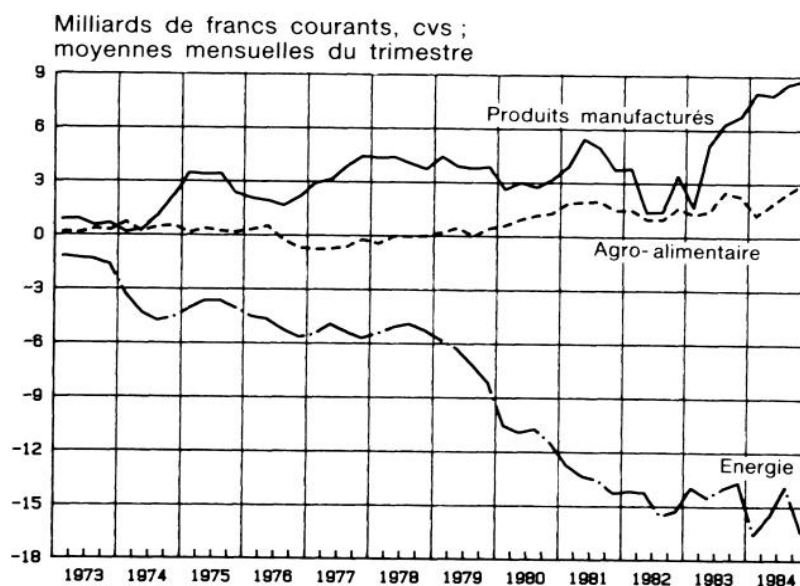
Le solde agro-alimentaire est passé de 21,6 milliards en 1983 à 25,6 en 1984. La progression des exportations agricoles depuis l'été, des industries alimentaires depuis le printemps, le recul des importations agricoles en fin d'année et des importations de produits alimentaires dès le troisième trimestre expliquent la forte croissance de l'excédent au second semestre (graphique 18).

(7) La valeur totale d'un Airbus varie de 350 à 450 millions de francs.

(8) Les avions vendus en 1984 ont induit des importations les années antérieures.

Les principales performances concernent les céréales et leurs produits dérivés, ainsi que les vins et alcools. Ces exportations ont augmenté en moyenne de 20 % (la croissance totale du secteur étant de 13,9 %). La hausse du dollar explique les ventes de vin outre-atlantique. La demande de l'URSS a en partie absorbé le surplus record de la production de blé, qui a atteint 32 millions de tonnes en 1984. En ce début d'année les perspectives de ventes sont moins bonnes, non pas faute de disponibilités (la France dispose d'un stock d'environ 4 millions de tonnes de blé, qui risque de ne pouvoir être écoulé avant la prochaine récolte), mais faute de débouchés. L'URSS ayant acheté l'an passé 5 millions de tonnes à la France et 19 aux autres pays, (essentiellement aux Etats-Unis), ses besoins sont désormais réduits, du moins au premier semestre. Et l'offre pléthorique en Europe avive la concurrence : les prix des produits agricoles reculent depuis l'été dernier.

18. Soldes commerciaux



Source : Douanes.

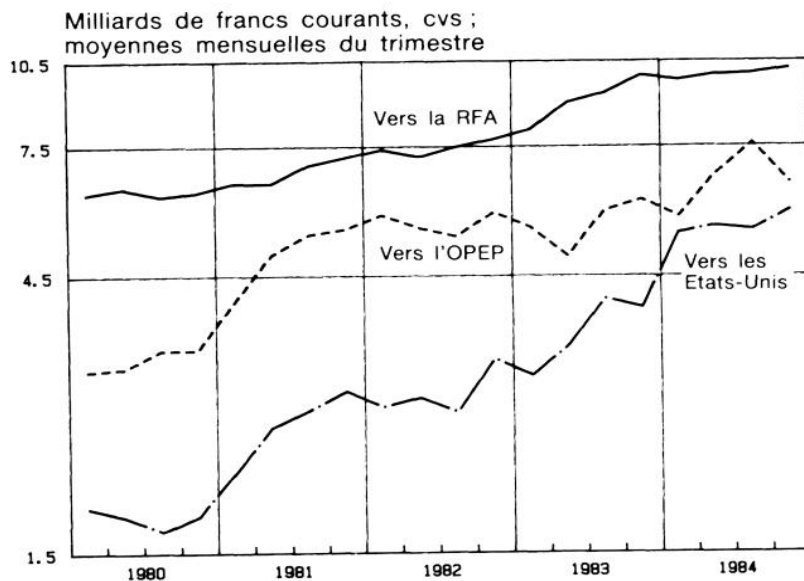
Les exportations des autres secteurs sont aussi en progrès

Les exportations des autres secteurs sont aussi en augmentation. Portées par la reprise européenne et américaine, nos ventes ont progressé dans tous les secteurs : la chimie, la métallurgie, l'automobile et les biens de consommation courante. Les biens d'équipement professionnels ont cependant connu une progression plus modérée : si l'on exclut l'aéronautique civile, elle apparaît faible en fin d'année, malgré des performances exceptionnelles des composants électroniques, pour lesquels l'expansion de la demande et le niveau du dollar ont favorisé les producteurs européens.

En janvier 1985 les exportations de produits manufacturés ont reculé en valeur de 18 %, ce que ne suffit pas à expliquer la vente de trois Airbus au lieu de sept en décembre 1984. La croissance de 9 % en février ne compense pas ce recul. Le ralentissement d'activité dû au froid et le tassement passager de la demande européenne paraissant expliquer cela, un plus grand dynamisme peut être attendu pour les prochains mois.

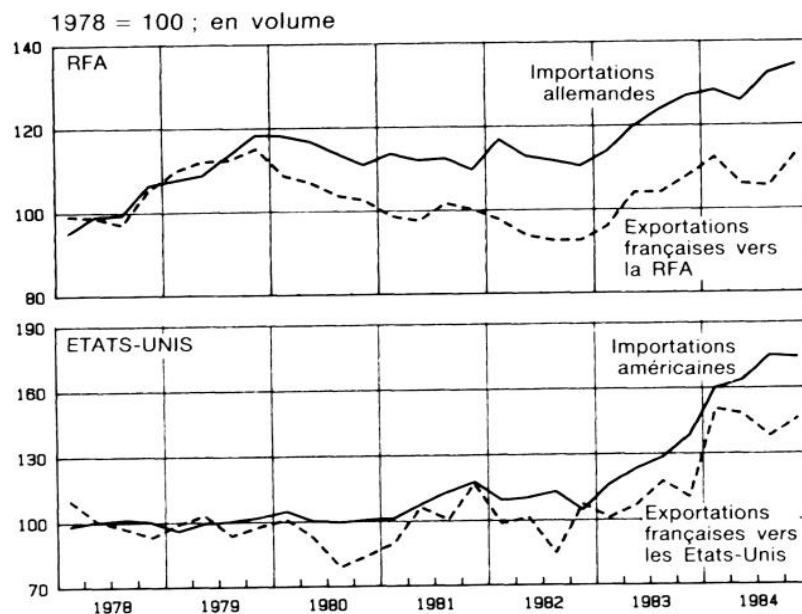
Les contre-performances en volume...

Dans la phase actuelle de reprise de la demande mondiale les exportations françaises de produits manufacturés hors matériel militaire ont progressé moins vite en volume que la demande adressée à la France et surtout, que le commerce mondial total : pour l'ensemble de l'année, les pertes de part de marché⁽⁹⁾ s'élèvent respectivement à 2,3 % et 5 % ; cette contre-performance serait atténuée si l'on incluait le matériel militaire dans les exportations françaises, mais elle ne serait pas annulée pour autant.



19. Exportations de la France

Source : Douanes.



20. Performances à l'exportation

(Produits manufacturés)

Sources : Douanes, INSEE, estimations OFCE.

Une analyse par pays permet de préciser ce phénomène (graphiques 19 et 20). Vers les Etats-Unis nos exportations totales en valeur ont fortement progressé jusqu'au printemps 1984, mais marquent

(9) Les parts de marché sont définies ici par le rapport entre nos exportations et les importations mondiales, en volume.

depuis un palier. Les ventes de produits manufacturés ont été plus soutenues, en particulier au dernier trimestre grâce aux livraisons aéronautiques en décembre ; cependant elles augmentent moins en volume que les importations américaines. Vers la RFA nos exportations ont plafonné dès le début de 1984 en valeur ; le déficit mensuel moyen, qui s'était réduit au second semestre 1983 à 1,8 milliard par mois, s'est de nouveau accru : 2,1 au premier semestre 1984 et 2,6 au deuxième. Nos parts de marché des produits manufacturés ont sensiblement reculé : en volume nos ventes industrielles se sont accrues d'environ 1,5 point de moins que les importations allemandes.

Inversement nos ventes civiles vers l'OPEP se sont bien comportées, comparativement à celles des autres pays, ce que ne laissait pas présager la chute des passations de grands contrats⁽¹⁰⁾. Cela provient non seulement de la progression des ventes d'Airbus, mais aussi de celle des autres biens d'équipement. Le maintien du commerce courant peut s'expliquer par le développement d'un marché de la maintenance, car si la réduction des recettes d'exportations de l'OPEP a ralenti les grands contrats, la nécessité de mieux exploiter et rentabiliser les investissements des années passées conduit les pays pétroliers à développer une demande de maintenance et donc des importations de services et de biens industriels. Par exemple les dépenses en formation humaine et en matériels sont évalués de 10 à 12 milliards par an en Arabie Saoudite.

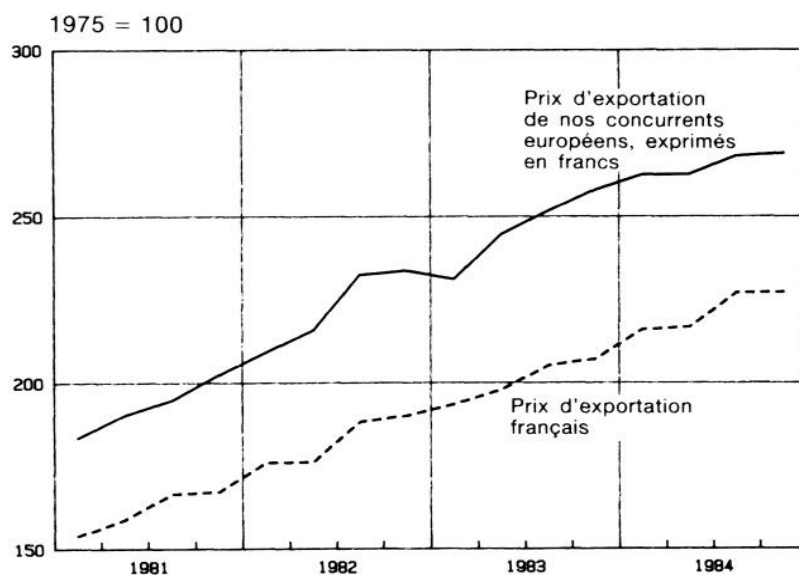
... s'expliquent par un retard dans la modération des prix à l'exportation

Le prix de nos exportations de produits manufacturés connaît une pause depuis l'automne, mais s'est élevé de 11 % en 1984, autant qu'en 1983. L'exportation reste donc encore le moyen privilégié d'amélioration des marges des entreprises, par une hausse des prix de vente sur les marchés étrangers supérieure à celle des prix de production. La modération des prix à l'exportation de nos concurrents européens ayant été antérieure à celle des prix français (graphique 21), notre compétitivité s'en est trouvée affectée.

Lorsque nous sommes en compétition avec des pays à forte inflation, comme l'Italie (équipement ménager, consommation courante), les marges bénéficiaires ont pu s'accroître sans que l'écart des prix de vente se creuse ; si bien que la concurrence est moins vive au début de 1985 qu'à la mi-1984. En revanche lorsque nous sommes principalement confrontés aux producteurs de RFA notre position concurrentielle a été déterminée par l'évolution des marges des industriels. Là où les marges ont continué à s'accroître (chimie, verre, filière bois) la concurrence s'est intensifiée au second semestre 1984, alors qu'elle était de moins en moins intense depuis la mi-1982. Là où les marges ont été comprimées (mécanique, travail des métaux), l'écart entre les prix de vente français et étrangers a pu être réduit.

(10) 91 milliards en 1981 ; 95 en 1982 ; 57 en 1983 ; 57 en 1984 grâce à une forte progression au dernier trimestre.

(11) Fait remarquable : notre solde commercial avec l'Arabie Saoudite est devenu positif en 1984 tant grâce à la réduction des importations énergétiques que grâce à la croissance des exportations.



21. Prix d'exportation des produits manufacturés

Sources : Douanes, estimations OFCE.

La réorientation géographique de nos exportations est encore limitée

La géographie de nos exportations s'est modifiée, mais cette réorientation vers les pays industrialisés (tableau 16) est restée passive ; elle n'est que le résultat des évolutions divergentes des demandes par zones.

16. Part des exportations selon les zones ⁽¹⁾

En pourcentage	1982	1983	1984
CEE à 10	48,8	49,2	48,9
OCDE hors CEE	19,7	20,7	22,6
OCDE	68,5	69,9	71,5
Pays à économie centralisée	3,5	4,2	3,6
OPEP	11	9,5	9,7
Quart monde	17	16,4	15,2
TOTAL	100	100	100

Source : Douanes.

(1) Tous produits, hors matériel militaire.

Malgré les efforts entrepris les industriels français ont peine à se tourner vers les marchés de l'OCDE longtemps délaissés. La part de la CEE dans le total de nos ventes recule et les progrès réalisés vers les autres pays de l'OCDE (essentiellement les Etats-Unis) concernent surtout les produits traditionnels (parfumerie, alcools) et les ventes aéronautiques ; pour les autres produits industriels nos ventes ont moins augmenté que les importations de ces pays.

Les importations industrielles et énergétiques ont progressé au même rythme

Les importations de produits manufacturés sont restées modérées, sauf au quatrième trimestre où elles ont progressé de 4 % en volume, essentiellement du fait des biens d'équipement et des biens intermédiaires. Cette augmentation, supérieure à celle de la demande intérieure, a conduit à un stockage involontaire de ceux-ci. Pour l'ensemble de l'année, nos achats à l'étranger se sont accrus de 13,6 % en valeur, soit 3 % en volume. Le renouveau d'achats de biens intermédiaires en France comme en Europe a suscité un flux d'échanges soutenu, alors que la reprise de l'investissement industriel était encore trop limitée pour compenser le recul de la consommation des ménages en produits manufacturés.

Les importations énergétiques se sont accrues de 13 % : la facture pétrolière s'est alourdie à elle seule de 13,8 milliards de francs et la facture du gaz de 4,1 milliards ⁽¹²⁾. C'est la hausse du dollar qui est seule à l'origine de ces évolutions, puisque malgré la baisse du prix du baril en dollar, le coût moyen du pétrole brut en francs s'est élevé de 8,7 % et le prix du gaz de 14,6 %. En quantités la consommation pétrolière a reculé de 3 % ⁽¹³⁾, sa progression dans les transports étant plus que compensée par le fléchissement des utilisations industrielle et domestique. Que les importations de pétrole brut se soient accrues, alors que celles de produits raffinés ont reculé pour la première fois depuis 1979 ne reflète qu'un réajustement, après le caractère exceptionnel de l'année 1983, non une réorientation durable de la structure de nos achats. Un léger déstockage s'est poursuivi (- 0,5 million de tonnes); même s'il est sans commune mesure avec celui de 1983 (- 5,5 millions de tonnes), il a réduit les stocks en France presque au minimum réglementaire, si bien que toute hausse de la consommation, comme celle de janvier et février due au froid, provoque une montée immédiate des importations.

Au-delà des fluctuations de prix ou climatiques la situation énergétique française s'améliore : le taux d'indépendance énergétique progresse régulièrement (42,6 % en 1984 contre 38,4 % en 1983 et 22,5 % en 1973), grâce à l'électricité d'origine nucléaire, qui tient une place rapidement croissante dans la production d'énergie primaire : 52,2 % en 1984, contre 44,5 % en 1983.

La balance des paiements s'est rééquilibrée

Le solde des transactions courantes a presque retrouvé son équilibre en 1984 : après un déficit de 12,6 milliards au premier semestre, un excédent de 8,4 milliards a été dégagé au troisième trimestre, puis de 1,1 au quatrième (cos).

Cette évolution favorable découle directement de celles des échanges extérieurs de marchandises de la métropole. En revanche le

(12) La facture énergétique dans son ensemble s'est accrue de 19 milliards.

(13) Malgré l'accroissement de près de 2 % de la consommation énergétique finale après quatre années de recul.

déficit des DOM-TOM est resté très important (de l'ordre de 10 à 15 milliards).

La réduction de l'excédent des invisibles fut plus lente que ce que nous avons précédemment prévu ⁽¹⁴⁾ grâce au fait que les sorties sous forme de transferts se réduisirent de 4,5 milliards en 1984, accentuant ainsi la tendance déjà engagée depuis le début de 1983. Deux raisons à cela : la diminution du pouvoir d'achat des salaires et le chômage, qui limitent les envois de fonds par des travailleurs immigrés, et la réduction par les Pouvoirs publics des dépenses de coopération.

Par contre l'excédent des services s'amenuise de 7,7 milliards. La charge des intérêts de la dette extérieure, publique et privée, s'accroît de plus de 7 milliards de francs. L'accroissement du solde touristique, pourtant élevé (la progression du dollar en accroissant les recettes a pris le relai du contrôle des changes de 1983), ne suffit plus à compenser la détérioration de tous les autres soldes. Les recettes d'ingénierie associée aux grands travaux reculent et le déficit des brevets et redevances se creuse. Enfin l'aggravation du déficit des services liés aux échanges de marchandises (assurance, transports, frais divers) se poursuit et s'amplifie.

On doit cependant s'interroger sur la validité de ces comptes. La balance des paiements comporte une rubrique « autres biens et services », qui retrace les « écarts statistiques minorant indûment les chiffres du commerce extérieur de marchandises et des invisibles » ⁽¹⁵⁾. Or cette rubrique se gonfle de 6,2 milliards de francs ⁽¹⁶⁾ atteignant 32,1 milliards. On peut supposer qu'un tiers environ de cette somme résulte d'une sous-estimation du solde des marchandises, qui en terme de balance des paiements, donc y compris les DOM-TOM, ne serait plus que de 25 milliards, et pour deux tiers d'une sous-estimation du solde des services, qui deviendrait excédentaire de 46 milliards. Ainsi au total le solde extérieur de biens et services apparaît excédentaire de 21 milliards en 1984.

17. Soldes extérieurs et ajustement

En milliards de francs	1983	1984
Solde marchandises FAB/FAB au sens douanier ⁽¹⁾	- 48,8	- 19,8
Solde marchandises FAB/FAB au sens de la balance des paiements ⁽¹⁾	- 63,9	- 35,2
Solde des services	32,1	24,5
Autres biens et services	25,8	32,1
Solde de biens et services	- 6,0	21,4

Source : ministère de l'Economie et des finances.

(1) La différence entre ces deux grandeurs est géographique (la balance des paiements retrace les échanges des DOM-TOM avec l'étranger) et statistique.

(14) Voir *Chronique de conjoncture*, Revue n° 9, avril 1984.

(15) Source : Banque de France ; annexe méthodologique au rapport sur la balance des paiements.

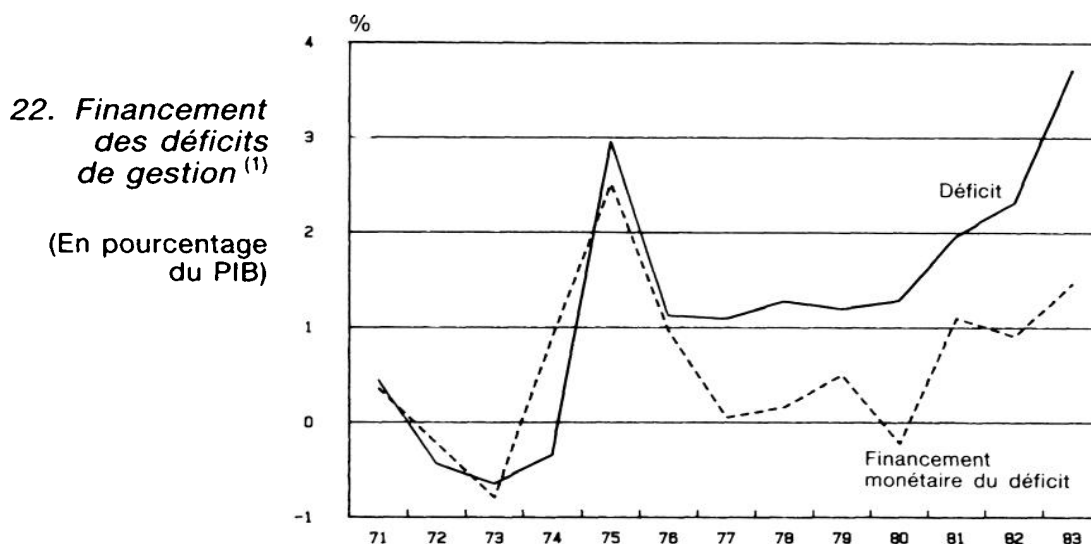
(16) Soit plus que la progression de l'excédent touristique.

La demande intérieure a été contrainte par les politiques budgétaire et monétaire

Les déficits budgétaires importants sont maintenant financés principalement sur ressources d'épargne

En France le Trésor dispose de nombreux types de ressources pour couvrir le déficit budgétaire (encadré).

De 1970 à 1980 la création monétaire imputable au Trésor⁽¹⁷⁾ a été très faible, à l'exception de l'année 1975. Jusqu'en 1974 les lois de finances ont été équilibrées et à partir de 1976 les objectifs de réduction de l'inflation et de contrôle des déficits publics, devenus structurels, firent rechercher des moyens de financement non monétaires des besoins du Trésor (graphique 22). En 1975 au contraire le choix d'un soutien rapide à l'activité avait conduit à une grande souplesse de la politique monétaire.



Sources : Lois de règlement, Conseil national du crédit.

(1) Le solde à financer est le solde de gestion des lois de finances hors FMI, c'est-à-dire le solde des opérations de l'Etat entre le 1^{er} janvier et le 31 décembre de l'année, ces opérations pouvant appartenir à l'exercice précédent ou à l'exercice suivant (période complémentaire ou dépenses anticipées), et non compris les opérations avec le Fonds monétaire international.

La courbe « financement monétaire » correspond à la variation sur l'année (décembre à décembre) de la contrepartie « créances sur le trésor public ». Le reste du financement de nature non monétaire, notamment les emprunts obligataires, les concours de la Caisse des dépôts et consignations (encadré) est représenté par l'écart entre les deux courbes.

En 1981 et au début de 1982 la priorité redonnée à la croissance se traduisait par un développement rapide des déficits dont une grande part fut financée par les concours du système bancaire : le financement monétaire en 1981 a couvert 56 % du déficit. Lorsque les priorités eurent été changées en juin 1982 et plus encore en mars 1983, l'objectif

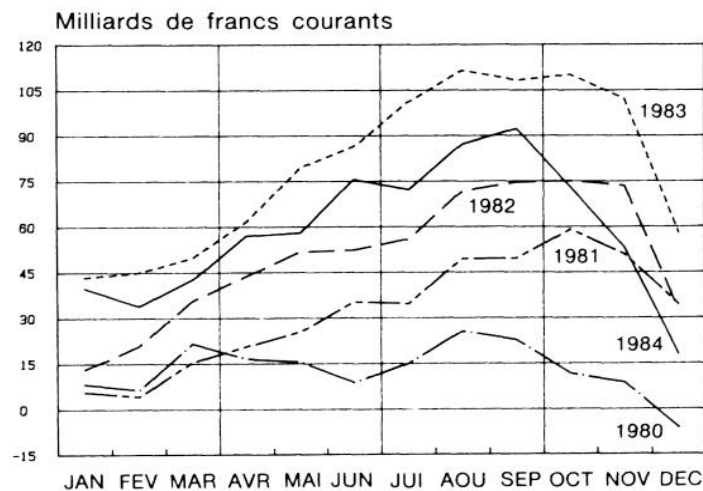
(17) Mesurée par les variations de la contrepartie « Créances sur le Trésor public » et comprenant les ressources à caractère monétaire.

publié de masse monétaire devint plus contraignant, tout comme l'objectif de croissance de la contrepartie « créances sur le Trésor public » interne à l'administration. En 1982 et 1983 moins de 40 % du déficit a été financé sur ressources monétaires, et environ 12 % en 1984.

Moyens de financement des déficits budgétaires

Pour couvrir le solde négatif de la loi de finances le Trésor peut faire appel à différents types de ressources.

Les *avances* de la Banque de France pour un montant limité ⁽¹⁾ et les *bons du Trésor* en comptes courants achetés par les banques constituent les principales *ressources à caractère monétaire*. Ces bons à échéance courte, généralement de 3 à 12 mois ⁽²⁾, permettent d'absorber les fortes fluctuations intra-annuelles du besoin de financement du Trésor dues principalement aux échéances fiscales. La variation de la contrepartie « *créances sur le Trésor public* » reprend l'ensemble des financements monétaires du déficit de l'année. Le mouvement intra-annuel y est très marqué (graphique 23).



Source : Situations résumées des opérations du Trésor.

23. Variations de la contrepartie de M2R. « Créances sur le trésor public »

(Encours du mois moins encours de début d'année)

Les autres ressources du Trésor sont qualifiées de « *non monétaires* ». Les *emprunts obligataires* en représentent une forte part. Les bons du Trésor achetés par des organismes financiers non bancaires, principalement la Caisse des dépôts et consignations, ne sont pas comptés dans la contrepartie « créances sur le Trésor public », car les ressources de ces institutions ne sont pas incluses dans la masse monétaire M2. Parmi les autres ressources non monétaires, on peut citer les dépôts des correspondants, les bons du Trésor sur formules achetés par les particuliers, l'emprunt obligatoire de 1983.

(1) 11,54 milliards au deuxième semestre 1984.

(2) Les échéances sont plus longues pour les bons à taux variables.

En conséquence l'explosion des émissions obligataires de l'Etat est remarquable depuis 1982 : 85,2 milliards en 1984, soit 3,4 fois plus qu'en 1981 ⁽¹⁸⁾. Cet accroissement des financements sur ressources longues en période de taux élevés a suscité la mise en place de produits nouveaux, taux variables, obligations renouvelables du Trésor (encadré), auxquels s'est ajouté l'emprunt obligatoire de 1983 (13,4 milliards de francs, soit 9 % du déficit à financer). Mais une autre évolution est à souligner : la souscription par la Caisse des dépôts et consignations (CDC) d'un montant considérable de bons du Trésor (plus de 30 milliards en 1982, une vingtaine en 1983 et en 1984). Ainsi une partie de l'épargne des ménages, collectée par les deux réseaux de Caisse d'épargne et mise à disposition de la CDC est-elle désormais orientée vers le financement du déficit budgétaire. En outre en 1984 sur la collecte des CODEVI ⁽¹⁹⁾ 14 milliards ont participé à ce financement. Une telle utilisation de ressources d'épargne, plutôt liquide mais non monétaire, en permettant une moindre progression de la création monétaire par le Trésor, contribue au respect de l'objectif annoncé.

La dette publique s'est considérablement alourdie...

Le rapport de la dette publique ⁽²⁰⁾ au PIB a décru jusqu'en 1974 (graphique 24) grâce au quasi équilibre des finances publiques et à la croissance en valeur du PIB. Elle s'est ensuite maintenue autour de 16 % jusqu'en 1980, le financement du faible déficit budgétaire compensant à peine ⁽²¹⁾ l'érosion de la dette due à la croissance du PIB en volume et à l'inflation. L'accroissement des besoins de financement du déficit budgétaire depuis 1981 (graphique 21) a eu pour conséquence une forte augmentation du poids de la dette, que d'autres engagements de l'Etat ont par ailleurs renforcé. Le niveau de la dette, à la fin décembre 1983 était proche de 870 milliards de francs, soit 22 % du PIB. Il atteignait 1 066 milliards à la fin novembre 1984, à comparer à 898 milliards à la fin novembre 1983, soit 19 % d'augmentation en un an ⁽²²⁾.

Les autres engagements de l'Etat résultent de deux types d'opérations. D'une part les émissions d'obligations indemnitaires émises en 1982 en exécution des lois de nationalisation (en échange des titres des

(18) 1980 : 31 milliards de francs ; 1981 : 25 ; 1982 : 40 ; 1983 : 51,01.

(19) Encours à la fin de 1984 : 62,3 milliards.

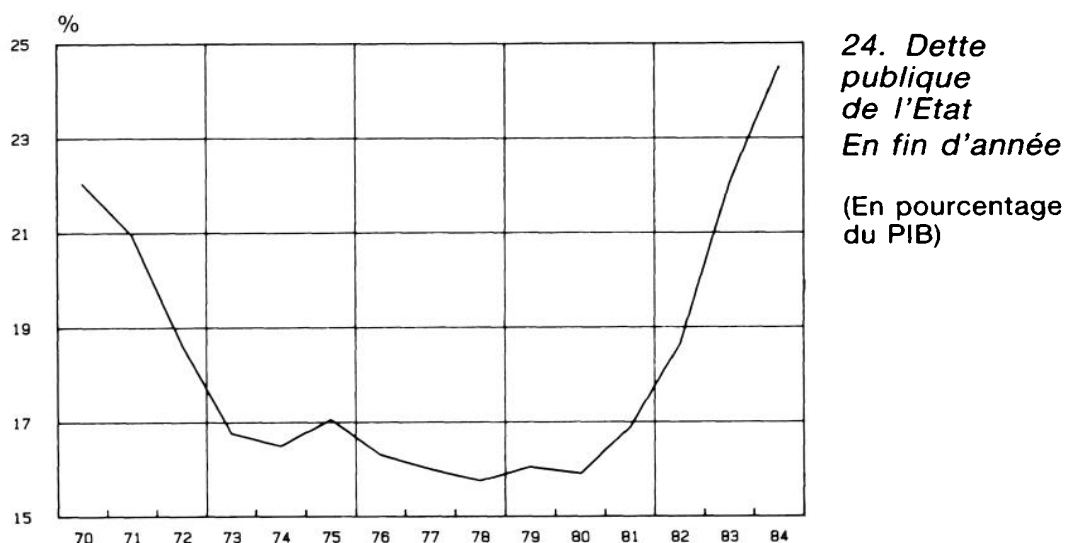
(20) Il s'agit de la dette publique telle qu'elle est définie par la Direction de la comptabilité publique dans le *Compte de la dette publique* publié annuellement : dette propre de l'Etat, dette gérée par l'Etat (PTT et ORTF) et emprunts internationaux. Le montant de la dette ainsi définie peut être suivi mensuellement dans les situations résumées des opérations du Trésor.

(21) Un calcul mécanique montre qu'une dette de 16 % passe à 15,5 % l'année suivante si la croissance du PIB en valeur est de 13 % et le déficit budgétaire de 1,3 %, situation proche des années 1976-1980. Un calcul identique montre qu'une dette de 22 %, (niveau de 1983), passe à 24,2 % l'année suivante si la croissance est de 7,5 % et le déficit de gestion de 3,7 %.

(22) Les statistiques de fin d'année parviennent tard. Le déficit se réduit en décembre avec des rentrées fiscales importantes. En conséquence les émissions de bons du Trésor ne compensent pas le volume des bons arrivant à échéance et le Trésor peut créditer son compte à la Banque de France, ce qui réduit l'endettement à court terme. La dette publique s'établirait en 1984 à près de 24,5 % du PIB.

sociétés ou banques) ont atteint 38 milliards de francs, soit 1 % du PIB en 1983. D'autre part des emprunts internationaux destinés à reconstituer nos réserves de change (emprunt de 4 milliards de dollars en 1982 et emprunt auprès de la CEE de 4 milliards d'écus en 1983) expliquent 2,6 points d'une dette de 22 % du PIB à la fin de 1983.

Le développement des financements sur ressources longues (emprunts d'Etat, emprunt obligatoire, et également titres émis lors des nationalisations) a accru sensiblement la part de la dette à long et moyen terme, dans la dette publique totale : plus de 30 % en 1984, au lieu de 18,7 en 1979. A quoi s'ajoute la part de la dette extérieure exprimée en devises, qui, de négligeable jusqu'en 1981, a atteint 7,3 % à la fin de 1983. Or actuellement le coût d'une dette longue est sensiblement plus élevé que celui d'une dette à court terme. Le taux des obligations classiques à la fin de 1984 était de 11,6 %, tandis que le taux des bons du Trésor en compte courant était de 9 1/4 %. De plus une forte part de cette dette a été contractée en période de taux très élevés. A l'inverse les bons du Trésor sont toujours, en raison de leur échéance courte, à un taux proche de celui du marché monétaire du moment.



Source : Situations résumées des opérations du Trésor.

... et impose au budget de l'Etat une charge élevée qui reste cependant maîtrisable

La charge d'intérêt de la dette publique supportée par le budget de l'Etat s'est en conséquence accrue très rapidement et la part du coût de la dette à moyen et long terme a augmenté chaque année (tableau 18). La baisse en pourcent du PIB en 1982 s'explique par la création de bons du Trésor à intérêts payés à terme échu⁽²³⁾, qui a eu pour effet de reporter la charge d'intérêt sur les années ultérieures.

Pour porter une appréciation sur le niveau de la dette et son coût pour le budget, il convient de les comparer à ceux des partenaires de la

(23) Voir [1] p. 113.

France. Une comparaison implique pour être valable qu'on considère la dette de l'ensemble des administrations. En France si on intègre la dette des collectivités locales on aboutit en 1983 à un niveau de 30 % du PIB (au lieu de 22 pour l'Etat seul). La moyenne dans la CEE se situe à 53 %. L'endettement des administrations françaises est donc encore relativement faible. Il l'apparaîtrait encore, même si on prenait aussi en compte l'endettement encouragé des grandes entreprises nationales.

18. Niveau et structure de la charge d'intérêt hors nationalisations ⁽¹⁾

	1977	1980	1981	1982	1983	1984
Charge d'intérêt (milliards de francs)	13,6	26,1	44,8	48,2	68,5	82,4
Charge d'intérêt (% du PIB)	0,72	0,94	1,44	1,35	1,73	1,94
Dette long et moyen terme	8,7	24,6	27,2	31,5	31,9	34,7
Dette court terme	91,4	75,4	72,8	68,4	63,5	56,6
Dette extérieure	0,2	ξ	ξ	0,1	4,6	8,7
Total	100	100	100	100	100	100

Source : Lois de règlement.

(1) Coût de la charge d'intérêt et de l'amortissement des obligations émises pour les nationalisations : 1982 : 3,4 milliards ; 1983 : 7,8 milliards ; 1984 : 6,3 milliards.

La politique monétaire a contrôlé les évolutions des liquidités de l'économie

L'objectif visé par la politique monétaire depuis douze ans est le contrôle du taux de liquidité de l'économie, c'est-à-dire de la relation entre le PIB et les actifs financiers liquides des ménages et des sociétés. L'idée qui fonde cette politique est que ceux-ci, utilisés tout spécialement dans les achats de biens et services, sont porteurs d'inflation lorsqu'ils se développent trop rapidement ⁽²⁴⁾.

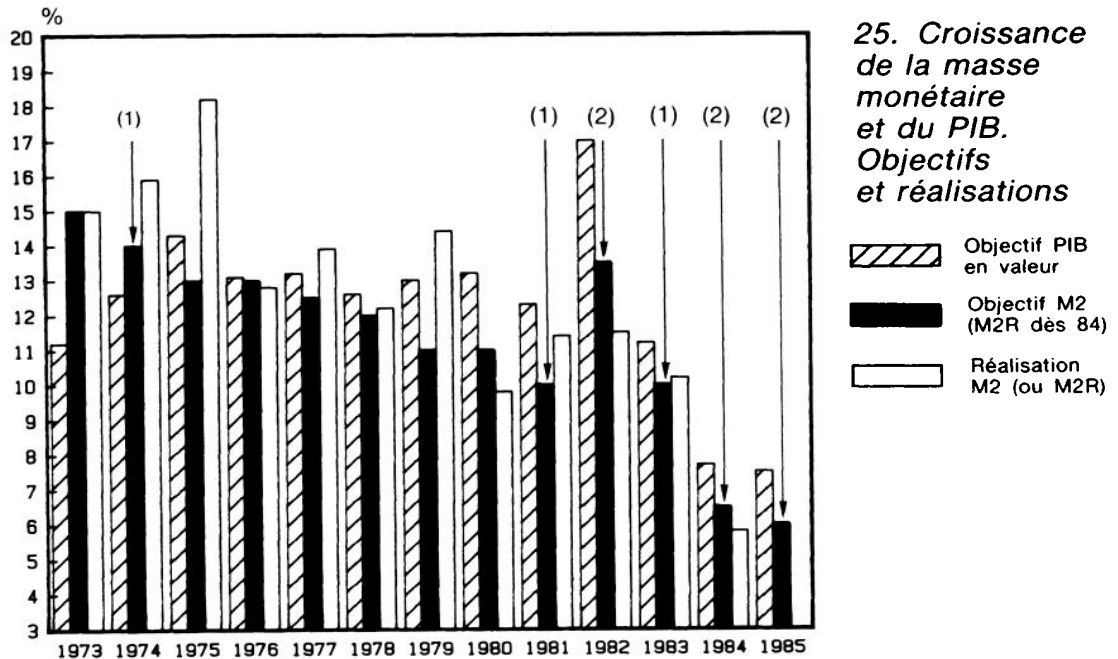
Le contrôle de l'agrégat monétaire M2 (annexe 1) a été retenu. Chaque année un objectif de croissance de la masse monétaire M2 ⁽²⁵⁾ a été arrêté en fonction du PIB en valeur. Cet objectif, implicite de 1973 à 1976, publié à partir de 1977, est devenu inférieur à l'hypothèse de croissance du PIB en valeur à partir de 1975 (graphique 25).

L'encadrement du crédit a été l'instrument privilégié au service de la politique de contrôle de la masse monétaire. L'analyse des contreparties de la masse monétaire M2R permet de cerner l'origine de la création monétaire : relations avec l'extérieur, financement du solde budgétaire et surtout crédits bancaires nets aux résidents. L'importance de ces derniers (environ 80 % de la masse monétaire résidents) expli-

(24) Voir [5].

(25) M2R, masse monétaire résidents, depuis 1984.

que a priori l'opportunité d'un tel instrument. L'encadrement du crédit consistait à fixer une norme quantitative de progression des crédits ; en cas de dépassement les banques devaient accroître leurs réserves obligatoires.



(1) 1974 : objectif porté implicitement à 15-16 % au deuxième semestre ; 1981 objectif porté implicitement à 12 % au deuxième semestre ; 1983 objectif porté à 9 % en mars.

(2) En 1982, 1984, 1985, on a indiqué le haut de la fourchette publiée (1982 : 12,5-13,5 % ; 1984 : 5,5-6,5 % ; 1985 : 4-6 %).

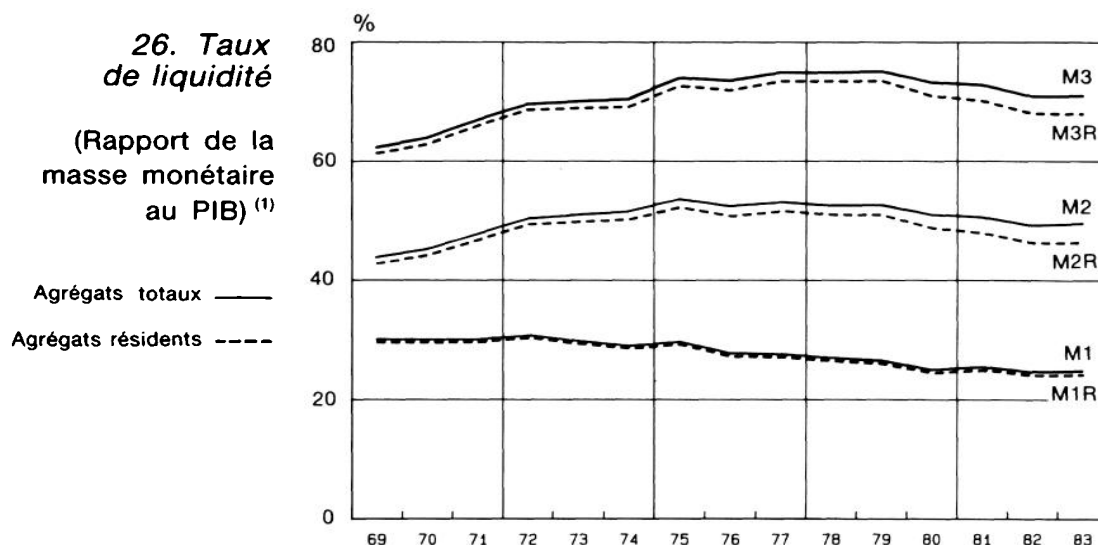
L'objectif de réduction de la croissance de la masse monétaire a été atteint...

La moindre progression du taux de liquidité de l'économie depuis 1973 a été suivie d'une baisse continue à partir de 1978. A l'entrée dans le Système monétaire européen, en 1979, a correspondu la publication d'objectifs monétaires nettement inférieurs à l'hypothèse de croissance en valeur du PIB et la baisse du ratio des moyens de paiement au PIB s'en est trouvée accélérée (graphique 26).

Un calcul des contributions à la croissance montre le poids important des deux contreparties « *Extérieur* » et « *Créances sur le Trésor public* » dans l'explication de la croissance de l'agrégat (tableau 20). Le non respect de l'objectif annoncé au début de l'année trouve bien souvent sa source dans l'évolution mal anticipée de l'une ou de l'autre (graphique 25).

Ce fût le cas lorsque l'orientation de la politique budgétaire s'est trouvée modifiée (1975, 1981 et même en 1979) et que le financement du déficit supplémentaire ne s'est pas fait par emprunt.

Ce fut le cas également lorsque le rétablissement de la balance des paiements, tandis que le franc n'était pas menacé, ayant été plus rapide qu'escompté, des rentrées de devises se sont produites. Ainsi fut-il en



Source : Conseil national du crédit.

(1) La masse monétaire M2R rapportée au PIB est en 1984 au même niveau qu'en 1983.

1975 et 1977 ⁽²⁶⁾. En 1979 la bonne tenue du franc entré dans le Système monétaire européen en mars a eu le même effet ⁽²⁶⁾.

A l'inverse le développement d'un fort déficit à partir de 1981, insuffisamment financé par emprunt, et la nécessité de soutenir le franc, avec pour conséquence la chute de nos réserves, ont fait jouer à cette contrepartie extérieure un rôle négatif sur la croissance de la masse monétaire. Ainsi les objectifs publiés ont été atteints malgré une croissance plus forte des crédits bancaires.

19. Contributions à la croissance de la masse monétaire ⁽¹⁾

En pourcentage	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983 ⁽²⁾	1984 ⁽³⁾
Extérieur	0,7	- 0,7	3,7	- 0,1	2,7	3,6	1,8	1,1	- 2,4	- 3,4	- 1,6	0,1
Créances sur le Trésor	- 1,8	2,0	5,5	2,1	0,1	0,3	1,1	- 0,5	2,4	2,1	3,3	0,7
Concours bancaires nets aux résidents .	15,4	13,9	8,3	10,0	11,0	7,9	10,7	7,6	9,9	11,6	7,6	5,1
Total : M2R	14,4	15,3	17,6	12,0	13,8	11,9	13,6	8,2	9,9	10,2	9,3	5,8
Dépôt des non-résidents	0,7	0,7	0,6	0,9	0,1	0,4	0,8	1,6	1,5	1,3	1,0	—
Total : M2	15,0	15,9	18,2	12,8	13,9	12,2	14,4	9,8	11,4	11,5	10,2	—

Sources : Conseil national du crédit, Banque de France, estimations OFCE.

(1) Ce tableau représente la contribution à la croissance de l'agrégat monétaire suivi (M2 jusqu'en 1983, M2R en 1984) de chacune des contreparties.

(2) A partir de 1983 l'évolution annuelle à rapporter à l'objectif est calculée sur les moyennes trimestrielles centrées en décembre.

(3) Estimations. La variation décembre 1984/décembre 1983 est de 7,1 %.

(26) Les mêmes effets s'observent respectivement en 1978 et 1980 mais ceux-ci semblent avoir été mieux prévus (graphique 25).

... mais les crédits « non monétaires » se sont développés et l'agrégat monétaire a perdu de sa pertinence

Les crédits bancaires nets aux résidents et les créances sur le Trésor public ne représentent qu'une partie de l'ensemble des sources de financement interne de l'économie ou *crédit intérieur total*. Les crédits bancaires sur ressources stables des banques⁽²⁷⁾, les crédits des institutions financières non bancaires (Caisse des dépôts et consignations, Crédit national...), les financements sur ressources d'épargne (par émissions obligataires) que l'on appelle crédits « non monétaires » ont vu leur part se développer fortement quand la contrainte d'encadrement pesait sur les crédits bancaires. Entre 1980 et 1983 on atteint seulement une part de 41,5 % des crédits dans les contreparties de la masse monétaire M2 (crédit interne net) contre 46,9 % entre 1976 et 1979 et 61,6 % entre 1972 et 1975. Ainsi l'encadrement du crédit comme instrument au service du contrôle des moyens de paiement n'a-t-il pas permis une limitation globale des financements⁽²⁸⁾.

D'autre part la masse monétaire, en tant qu'agrégat des actifs financiers liquides, a perdu de sa signification depuis la mise en place au début de 1982 des Fonds communs de placement et des SICAV de trésorerie ; les entreprises se voient offrir des moyens de placement de leur liquidité aux conditions avantageuses, et concurrents de leurs traditionnels dépôts à terme compris dans la masse monétaire. Le développement très rapide de ces nouveaux instruments modifierait sensiblement la croissance de l'agrégat s'ils lui étaient intégrés.

L'encadrement du crédit s'est révélé moins efficace du fait de l'importance des crédits privilégiés...

Le système de l'encadrement du crédit tel qu'il existait depuis 1973 était devenu sclérosant, voire inefficace.

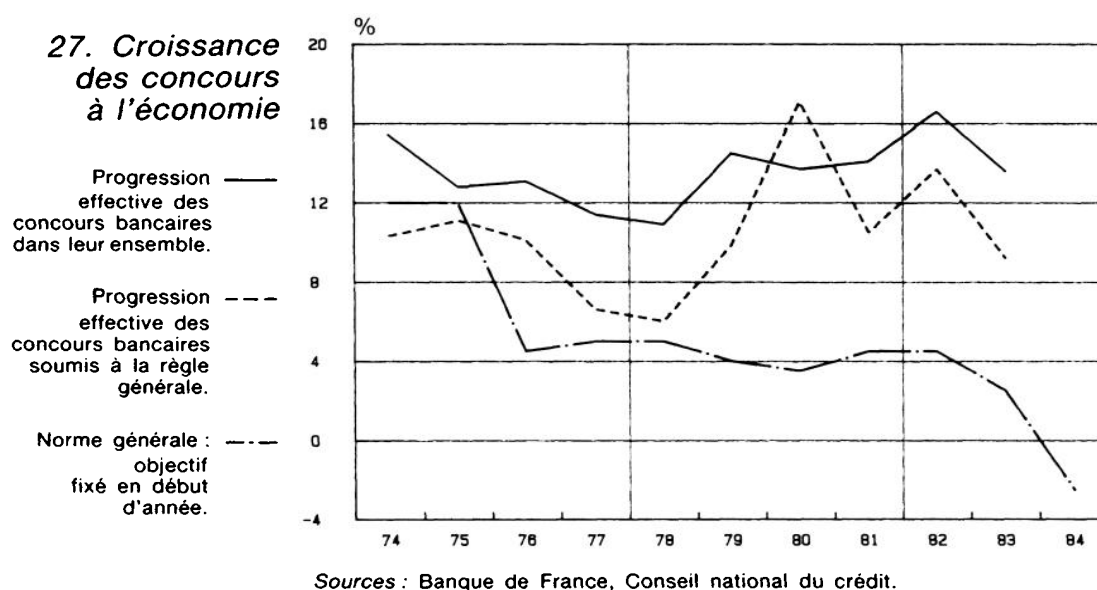
Au départ la fixation d'une norme quantitative pour les crédits bancaires, sous la contrainte de déposer des réserves supplémentaires en cas de dépassements, permettait effectivement de réduire la croissance de la masse monétaire, mais la multiplication des dérogations a réduit l'efficacité de l'encadrement. Les crédits à l'exportation, à l'investissement et au logement ont bénéficié de normes plus favorables, et une partie d'entre eux a été désencadrée (annexe III). Ainsi leur part dans le total des crédits alloués n'a cessé de croître et les crédits ordinaires, qui concernaient plus de 90 % du total des crédits alloués en 1973, n'en concernaient guère plus de 60 % en 1983. Parallèlement les crédits à taux préférentiels (en général bonifiés par le budget) représentent près de la moitié des crédits distribués. Outre la complexité d'un tel système, ceci a abouti, dans une période de désinflation où la croissance monétaire anticipée est faible, à fixer pour les crédits ordinaires

(27) Crédits bruts aux résidents - crédits nets.

(28) Sur le contrôle d'un agrégat monétaire ou de l'ensemble des financements. Voir [5].

des objectifs de progression négatifs. En 1984, avec un objectif de masse monétaire de 5 %, une fois déduites la création monétaire du Trésor et les progressions souhaitées pour le logement, l'exportation et l'investissement, les crédits ordinaires des banques devaient régresser de 2,5 % par rapport à leur niveau de fin 1983, tandis que la norme des crédits à l'exportation et à l'investissement s'élevait de 12 % ⁽²⁹⁾.

Certes ces normes générales ont rarement été respectées : les concours bancaires ordinaires ont progressé plus vite que les normes ne l'indiquaient, en particulier depuis 1979. Mais l'ensemble des concours bancaires à l'économie s'est accru chaque année de 4 à 6 points de plus que les crédits ordinaires ⁽³⁰⁾, montrant ainsi l'importance prise par les crédits soumis à des réglementations particulières dans la politique monétaire (graphique 27).



... et a été détourné par le développement d'un marché du désencadrement

Paradoxalement un marché du désencadrement s'est développé malgré le caractère de plus en plus restrictif des normes générales. Une banque qui n'utilisait pas toutes ses possibilités de crédits pouvait soit les reporter, soit les céder à d'autres banques à un prix fixé par le marché lui-même.

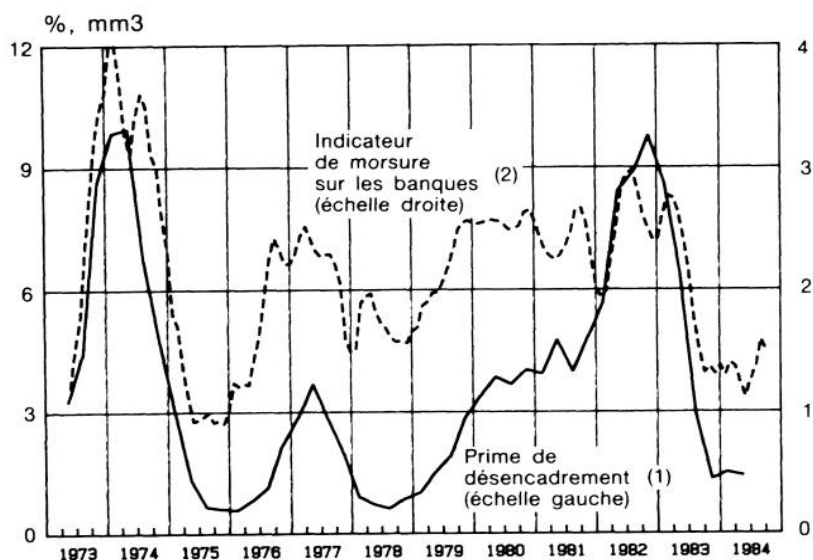
Alimenté en partie par les petites banques ⁽³¹⁾ ce marché, destiné au départ à éviter la pénalisation de dépassements accidentels, a constitué en fait un moyen de tourner la réglementation.

(29) En 1983, alors que l'objectif de progression de la masse monétaire était ramené de 10 à 9 %, la progression autorisée des crédits à l'exportation passait de 12 % à 15 %.

(30) Sauf en 1980.

(31) Les petites banques pouvaient distribuer des crédits à hauteur de dix fois leurs fonds propres.

Le fait que la prime de désencadrement soit presque nulle à la fin de 1984 (graphique 28) montre que l'encadrement du crédit, malgré son caractère formellement restrictif était en réalité peu efficace. A la fin de 1984 le « stock de désencadrement »⁽³²⁾ atteignait 130 à 150 milliards de francs, soit 5 à 6 points de croissance de la masse monétaire, ce qui risquait d'enlever toute efficacité à la réglementation et comportait le risque que les banques consomment massivement les économies existantes en cas de reprise de la demande de crédit.



28. Marché du désencadrement

Source : Banque de France.

(1) La prime de désencadrement est le taux pratiqué sur le marché de cession, entre banques, des possibilités de crédits non utilisés. Le haut niveau de 1982 s'explique par des facteurs conjoncturels, mais aussi par un changement de réglementation qui a momentanément contracté le marché et fait monter les taux.

(2) L'indicateur de morsure des banques représente la pression qu'exerce l'encadrement du crédit sur les banques, sur une échelle de 0 à 4.

Les risques de la sélectivité

Le poids devenu prépondérant des crédits désencadrés ou à normes spécifiques pose le problème de l'allocation des ressources qu'ils impliquent, et plus généralement, de leur efficacité dans la mesure où la sélectivité conduit à une rigueur accrue pour les crédits ordinaires (graphique 27).

Malgré l'importance des crédits spécifiques à l'investissement des entreprises, celui-ci a continué à régresser jusqu'en 1984 ; les crédits à l'exportation, essentiellement tournés vers les ventes aux PVD, se révèlent inefficaces face à la nécessaire réorientation géographique de nos ventes ; enfin les mises en chantier de logements ont diminué de moitié en dix ans.

La mesure de l'efficacité de la sélectivité ne peut cependant pas être réduite à ces simples mises en parallèle. Un emprunt à taux préférentiel

(32) Somme existante sur ce marché de cession des crédits inutilisés.

n'aurait pas le plus souvent été effectué à taux normal : dans le cas des investissements par exemple, l'orientation vers des équipements de productivité, dont les temps de retour sont élevés, ne pourrait se concrétiser aujourd'hui si des procédures particulières (budgétaires, comme les dotations en capital, ou monétaires, comme les prêts spéciaux) ne les soutenaient. La sélectivité ne conduit donc pas nécessairement à réaliser les investissements les moins rentables au détriment des autres. Mais elle porte en elle le risque d'une politique au coup par coup : chaque fois qu'un besoin particulier apparaît, il fait l'objet d'une dérogation aux normes générales (crédits bancaires à la sidérurgie ou à la construction navale) ce qui limite l'efficacité de l'encadrement en réduisant son champ d'application.

En 1985

La politique monétaire prolonge la rigueur que la politique budgétaire atténue.

La nouvelle politique monétaire accroîtra la demande des banques en ressources stables...

Le contrôle du crédit a été modifié.

Cinq caractéristiques de la nouvelle réglementation peuvent être dégagées ⁽³³⁾ :

— le contrôle de la création monétaire restera quantitatif : les autorités continueront à agir sur la disponibilité du crédit et non directement sur les taux d'intérêt ;

— les banques seront contraintes de développer leurs ressources stables ; les normes d'encadrement sont supprimées mais le système des réserves obligatoires est maintenu ; fortement progressif, le taux des réserves devient rapidement dissuasif pour les banques : pour continuer à accroître le volume des crédits distribués elles auront donc intérêt à réduire la progression de leur encours net en émettant des obligations et en accroissant leurs fonds propres ⁽³⁴⁾ ;

— la flexibilité sera accrue : les banques réaliseront l'arbitrage entre progression des crédits/réserves supplémentaires/accroissement des ressources stables ; si bien qu'une banque pourra décider d'élargir sa part de marché à condition d'en payer le prix ;

(33) Pour plus de détail, voir [4] et [5].

(34) Une récente étude du Centre d'information sur l'épargne et le crédit montre qu'avec le système actuel, la croissance en francs courants de l'encours net de crédits des banques ne devrait pas dépasser un rythme de l'ordre de 1 à 1,5 % en 1985 : au-delà, le franc d'encours supplémentaire coûte, au titre des réserves qu'il génère, plus de 10 %. Ce surcoût est alors supérieur au surcoût actualisé d'un emprunt obligataire à sept ans.

— la disparition des normes supprime la possibilité de cessions de crédits sur le marché du désencadrement et les reports semestriels des possibilités non utilisées : le danger qu'ils constituaient pour le respect de l'objectif monétaire disparaît ;

— la sélectivité n'est pas supprimée, mais seulement atténuée : les crédits au logement, à l'exportation et à l'investissement pourront progresser plus rapidement que les crédits ordinaires ; les crédits à taux préférentiels ne sont pas non plus supprimés, mais leurs conditions d'attribution modifiées (annexe III).

... et peut conduire à des tensions sur le marché obligataire

Avec ce nouveau système, si la demande de crédits augmentait, les banques se verraient contraintes, du fait de la concurrence accrue, d'accroître rapidement leurs réserves non rémunérées ou de développer leur appel au marché obligataire. L'arbitrage qu'ont réalisé l'an passé les agents en faveur des placements financiers au détriment des investissements réels a permis d'alimenter ce marché, mais si ces choix se modifiaient, les banques trouveraient difficilement, à un coût supportable, les fonds dont elles auraient de plus en plus besoin. Or ces risques de tensions sont accrus : les banques qui avaient déjà fait l'effort d'élever leurs fonds propres sont contraintes d'accroître à nouveau leurs ressources stables pour développer leurs crédits. Et l'ensemble des banques est incité à distribuer suffisamment de crédits pour accroître l'encours à un rythme qui permette de ne pas renchérir le coût du développement ultérieur ⁽³⁵⁾.

Le développement du marché obligataire...

En augmentation de 26,3 % les émissions brutes d'obligations sur le marché intérieur ont atteint 250 milliards de francs en 1984. L'essor depuis 1981 (augmentation de 134 %, soit environ 50 milliards d'émissions de plus par an) a donc été confirmé. A noter que les intérêts et remboursements des obligations en cours et à échéance ont atteint 166 milliards de francs en 1984, d'où un auto-entretien du marché.

20. Emissions brutes d'obligations en France

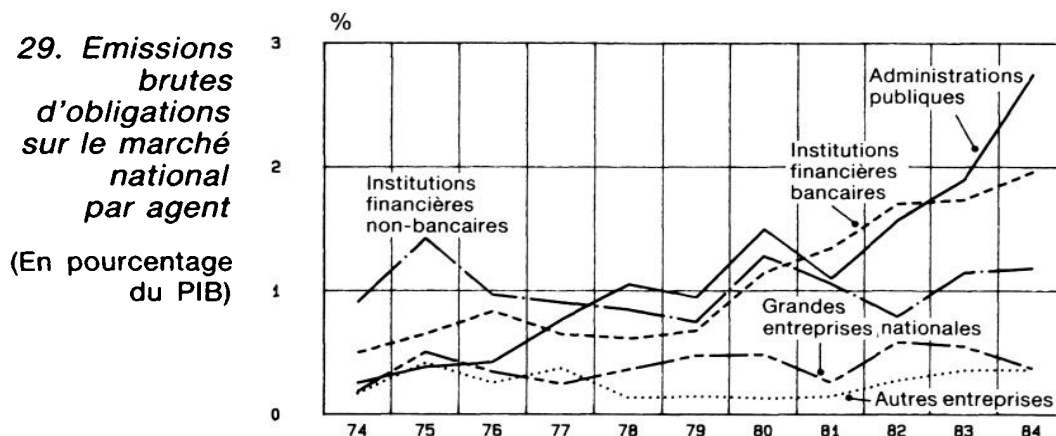
	1981	1982	1983	1984
Milliards de francs	107	155	198	250
Variation en % par rapport à l'année précédente	- 4,5	+ 44,9	+ 27,8	+ 26,3

Sources : Conseil national du crédit, Crédit lyonnais.

(35) On compare l'encours net d'un trimestre au trimestre équivalent de l'année antérieure : un trimestre dont l'encours net est faible sert de référence pour les progressions à venir.

Pour important qu'il soit, ce développement ne fait que rapprocher la France du niveau des autres grands pays industrialisés. De 2,5 % du PIB en moyenne à la fin des années soixante-dix, les émissions atteignent 5 % sur la période récente (5,5 % en 1984), niveau comparable à celui observé au Royaume-Uni (en déclin depuis cinq ans), mais toujours très en dessous de ceux des Etats-Unis et de la RFA (environ 13 %) et plus encore du Japon (environ 18 %).

Ce doublement des émissions d'obligations par rapport au PIB est principalement dû aux banques (graphique 29), qui ont eu besoin de fonds propres, et aux administrations, notamment à l'Etat, dont la part du marché est passée de 23 % en 1981 à 36 % en 1984. Par contre les institutions financières non-bancaires, ainsi que les grandes entreprises nationales, encouragées à porter leur signature sur les marchés internationaux, ont peu augmenté le volume de leurs émissions. Celles des entreprises du secteur concurrentiel, quoiqu'en augmentation, restent faibles.



Sources : Conseil national du crédit et Orédit lyonnais.

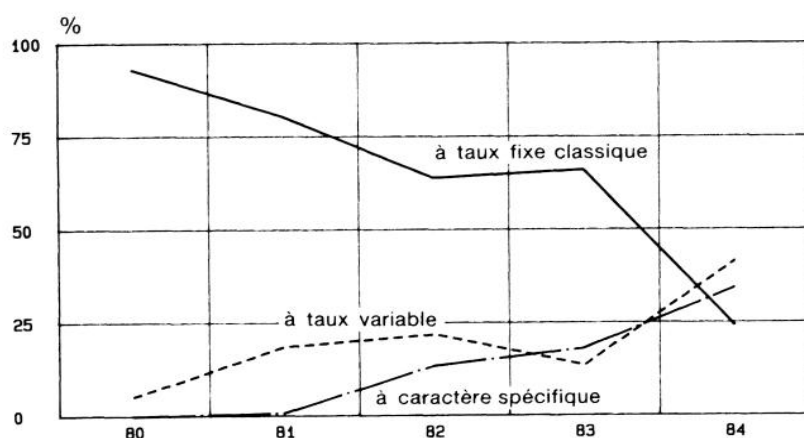
... avec l'apparition de nouveaux produits et les taux réels élevés...

Le développement rapide du marché s'est accompagné d'une modification profonde des types d'emprunt proposés et de l'importance des souscriptions des différents agents. Les souscriptions directes des particuliers, qui en constituaient près de la moitié en 1982, n'en ont plus fourni que le quart au premier semestre 1984. Les SICAV, (annexe IV) vers lesquelles les particuliers se sont tournés, ont souscrit un tiers des émissions. SICAV et autres investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, caisses de retraite, mutuelles, Caisse des dépôts et consignations...) couvrent les trois quarts du marché (graphique 31).

Cela est allé de pair avec le déclin des emprunts classiques à taux fixe. Alors que la quasi totalité des émissions était faite sous cette forme en 1980 (graphique 30), il n'en reste que 25 % en 1984. De nouveaux produits sont apparus : les emprunts à taux variable (27 milliards en 1983 et 104 milliards en 1984) et les emprunts à caractère spécifique (36 milliards et 86 milliards), c'est-à-dire les obligations

renouvelables du Trésor (1 milliard et 31 milliards)⁽³⁶⁾, les titres participatifs, les emprunts d'Etat échangeables, les emprunts à sorties optionnelles, à bons de souscriptions, à paiement échelonné.

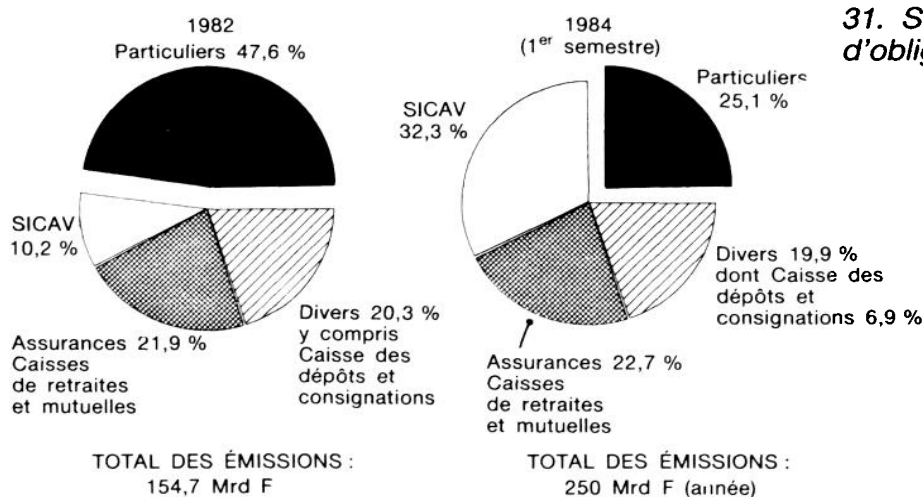
Les conditions d'offre de capitaux ont été favorables. Les taux de rendement réels, faibles auparavant, se sont élevés à partir de 1981, dépassant 5 % pour les obligations d'Etat en 1984. Le déclin des achats de logements et les incitations fiscales aux placements longs ont accru l'épargne des ménages alimentant le marché. La réforme des conditions de rémunération des dépôts à terme en septembre 1981 a conduit les entreprises à placer leurs trésoreries dans les SICAV-court-terme, créées à cette fin en 1982, dont la rentabilité est supérieure à celle du marché monétaire.



30. Emissions brutes d'obligations en France par type de produit

(En pourcentage du total)

Source : Crédit lyonnais.



31. Souscriptions d'obligations

Source : Crédit lyonnais.

(36) Les intérêts sur ces obligations sont payés à terme échu, soit dix ans. Ils sont payés au bout de trois ans si l'épargnant exerce son option d'échange à cette date.

Les certificats de dépôts (CD)

Un *certificat de dépôts* est un reçu émis par une banque en échange de fonds, pour une durée déterminée et à un taux d'intérêt fixé. Emis au porteur, les certificats de dépôts peuvent être négociés avant l'échéance. Ils permettent ainsi aux entreprises d'investir une partie de leur liquidité en des papiers de court terme avec possibilité, en cas de besoin, de la recouvrer à moindre perte sur un marché secondaire.

Les pays anglo-saxons et le *Japon* connaissent les certificats de dépôts depuis longtemps. Aux *Etats-Unis* les CD créés en 1961 sont le deuxième instrument du marché monétaire, en volume d'encours, après les bons du Trésor ; le taux en est sensiblement supérieur (de 1 à 2 % de plus que les bons d'égale échéance) ; l'échéance est courte, de un à six mois ; le marché secondaire ouvert aux entreprises y est très actif. Au *Japon* les certificats de dépôts créés en 1979 se sont rapidement développés : l'encours de 1984 atteint plus de 8 000 milliards de yens, soit 1,8 % de l'agrégat monétaire contrôlé (M2 + CD) ; le montant minimum à l'émission est de 500 millions de yens, mais l'achat groupé est possible ; le marché secondaire n'existe pas vraiment du fait de la lourdeur de la procédure, les certificats n'étant négociables qu'avec la permission de l'émetteur original. Dans ces deux pays, le marché est ouvert aux non résidents.

Avec la création en *France* des *certificats de dépôts*, les entreprises trouvent une nouvelle possibilité de placement de leurs liquidités et se voient entrouvrir le marché monétaire, jusqu'ici réservé aux investisseurs institutionnels. Les caractéristiques de ce nouvel instrument sont :

— émissions pour les seules banques habilitées à recevoir des dépôts à moins de deux ans ; ouverture à tous (entreprises, particuliers, SICAV et FCP) ; échéances de six mois à deux ans ; montant unitaire supérieur à 100 millions de francs ; taux d'intérêt fixe proche du marché monétaire ⁽¹⁾ ;

— émission en francs pour les résidents, en francs et devises pour les non résidents (dollar et écu pour le moment).

Les certificats ont la forme de billets au porteur ou de billets à ordre. Ils entrent dans le calcul des réserves obligatoires. En 1985 ils ne seront pas comptabilisés dans la masse monétaire M2R, dont l'objectif publié ne tient pas compte de leur création. Ils sont surveillés par un comité d'observation.

(1) Les premières émissions ont été faites début mars à échéance de six mois et au taux de 10,75 % pour un taux du marché monétaire de 10,56 %.

... porte en lui des risques d'instabilité

Ce développement considérable du marché obligataire porte en lui des risques d'instabilité. Les investisseurs institutionnels, très majoritaires, ont à leur tête un petit nombre de personnes, dont les réactions à l'évolution du marché sont très proches. Ce qui peut provoquer de forts mouvements sur les ventes et les cours.

Deux exemples récents ont révélé cette instabilité croissante. Au début de novembre 1984 l'anticipation à la baisse du dollar, et donc pensait-on, du franc par rapport au mark, a provoqué le relèvement des taux de l'argent au jour le jour par la Banque de France. Les cours ont reculé de 4 à 5 % en quatre jours. Au début décembre l'annonce surprise par le ministre de l'Economie et des finances de la création de certificats de dépôts (encadré), possibles substituts des SICAV et FCP de trésorerie a provoqué des ventes très élevées d'obligations et une nouvelle chute des cours. L'actif des SICAV, qui avait atteint 150 milliards de francs à la fin octobre, a régressé à 134 milliards à la fin décembre (il s'est rétabli à 150 milliards à la fin février).

Pendant le développement des certificats de dépôts, étant contraint par des normes sévères ne paraît pas devoir entraîner la baisse des SICAV de trésorerie. L'auto-entretien du marché est substantiel et les avantages fiscaux ne seront pas remis en cause. Aussi le volume d'émissions obligataires nouvelles en 1985 devrait-il rester élevé, même si la progression des années 1983 et 1984 ne se renouvelle pas.

L'orientation de la politique budgétaire en 1985 est modifiée

Alors que la politique budgétaire a joué un rôle restrictif en 1984, notamment par le relèvement de la fiscalité⁽³⁷⁾, rôle renforcé en cours d'année par de nouvelles augmentations de taxes⁽³⁸⁾ et de tarifs publics⁽³⁹⁾, en 1985 le budget devrait légèrement soutenir l'activité. Selon notre méthode de mesure l'impact délibéré du budget sur le PIB serait proche de 0,1 point de PIB (annexe V).

Certes le budget de l'Etat sur lequel ont pesé deux contraintes — maintien du déficit dans la limite de 3 % du PIB et contribution à la baisse des prélèvements obligatoires — révèle quant à lui une évolution restrictive (+1 milliard). Mais cela a été atteint par la prise en charge de 9,5 milliards par les PTT : ce budget annexe finance maintenant entièrement la filière électronique (+ 0,2 milliard par rapport à 1984), le budget d'équipement du CNES (3,3 milliards) et la rémunération des dépôts de CCP n'est plus assurée cette année (6 milliards). D'autres débudgétisations ont eu lieu, mais elles n'ont pas d'impact sur le budget cette année. Ainsi la poursuite de transferts de compétence dans le cadre des lois de décentralisation se traduit-il par une réduction des recettes fiscales et des dépenses d'un montant identique (3,2 milliards).

(37) Voir *Chronique de conjoncture*, Revue n° 7, avril 1984.

(38) La taxe additionnelle sur les produits pétroliers, au profit de la Caisse nationale de l'énergie est passée de 0,14 centimes par litre en juin 1984 à 17,02 en juillet et 34,03 en décembre.

(39) Le tarif de la communication téléphonique de base, relevé de 6,7 % le 1^{er} mai pour atteindre 64 centimes, est passé à 64,5 centimes en juillet et 75 centimes le 1^{er} août 1984.

21. Indicateur d'action délibérée de la politique budgétaire en 1985
— ventilation selon les budgets concernés —

Milliards de francs	Recettes ⁽³⁾	Dépenses ⁽³⁾	Indicateur ⁽³⁾
Budget général	- 5,5 ⁽¹⁾	- 16,6	+ 11,1
PTT	- 3,6 ⁽²⁾	+ 3,5	- 7,1
Sécurité sociale	- 13,9	—	- 13,9
Autres administrations centrales	+ 0,9	+ 0,9	0
Total	- 22,1	- 12,2	- 9,9

Sources : Lois de finances, estimations OFCE.

(1) - 6,4 au titre des recettes fiscales, + 0,9 au titre des recettes non fiscales. Il s'agit de dividendes versés par les entreprises nationalisées.

(2) 6 milliards de recettes en moins dus à la suppression des dépôts CCP et 2,4 milliards en plus pour le relèvement de la rémunération de la taxe téléphonique.

(3) Un signe (-) pour les recettes, signifie baisse de recettes donc action délibérée dans le sens expansif.

Un signe (+) pour les dépenses signifie augmentation de dépenses donc action délibérée dans le sens expansif.

Un signe (-) pour l'indicateur-solde signifie action délibérée dans le sens expansif.

L'engagement de baisse de 1 % des prélèvements obligatoires reposant pour 0,3 point de PIB sur le budget de la Sécurité sociale ⁽⁴⁰⁾, l'analyse de la politique budgétaire ne peut s'arrêter au seul budget général, mais doit intégrer les fortes évolutions délibérées des budgets d'autres administrations.

La baisse des prélèvements obligatoires profite aux ménages

L'objectif prioritaire de la politique budgétaire a été de permettre une baisse de 1 % des prélèvements obligatoires par rapport à leur niveau de 1984. Les principales réductions d'impôt ⁽⁴¹⁾ concernent pour près de 70 % les ménages, tandis que les augmentations de TIPP (taxe intérieure sur les produits pétroliers) et des tarifs du téléphone ⁽⁴²⁾ chargent à la fois les ménages et les entreprises ⁽⁴³⁾. Les ménages bénéficient d'une réduction de 14 milliards de leurs impôts. Pour les entreprises, l'allègement de la taxe professionnelle est à peu près compensée par les charges nouvelles. Mais simultanément le partage de la valeur ajoutée évolue dans un sens nettement favorable aux entreprises. L'inflexion est encore plus marquée si on rappelle les augmentations intervenues au titre de l'année 1984 (tableau 22).

(40) En fait dans la présentation du budget : 0,6 % ; 0,3 % au titre de la fiscalité et 0,3 % par effet spontané : croissance en volume des cotisations sociales inférieure à celle du PIB. Seule la variation délibérée est retenue ici.

(41) Baisse de l'impôt sur le revenu : - 10 milliards de francs.

Suppression presque totale de la contribution de 1 % pour la sécurité sociale : - 12 milliards de francs ;

Baisse de la taxe professionnelle : - 10 milliards de francs.

(42) On considère que l'augmentation du coût de la communication d'août 1984 vise à financer les dépenses supplémentaires imposées aux PTT. On peut chiffrer à 2,6 milliards en 1984 et à 5 milliards en 1985 le bénéfice pour les PTT. On retient 2,4 milliards au titre de ressources nouvelles en 1985 (5 - 2,6). Ceci repose sur une hypothèse d'élasticité volume-prix de - 0,3 % et suppose que les tarifs auraient de toute façon augmenté de 5 % en 1985.

(43) On retient le partage suivant : TIPP : ménages 70 %, entreprises 30 %.

téléphone : ménages 43 %, entreprises 57 %.

22. Evolution délibérée des recettes fiscales ⁽¹⁾

Milliards de francs	Ménages	Entreprises	Total
Deuxième partie de l'année 1984 (TIPP, téléphone)	+ 3,5	+ 2,6	+ 6,1
Loi de finances 1985	- 14,0	- 3,0	- 17,0

Sources : Lois de finances, estimations OFCE.

(1) D'autres transferts de recettes sont intégrés ici, notamment la création d'une contribution obligatoire pour les entreprises pétrolières (1 milliard), la suppression de la vignette tabac (- 1,9 milliard), la hausse de la taxe au profit du Fonds spécial des grands travaux (+ 0,9 milliard), la hausse de l'impôt sur les grandes fortunes (+ 0,3 milliard)...

Les aides à l'industrie sont dirigées vers les secteurs en difficulté, les aides à l'emploi vers la formation professionnelle et l'emploi des jeunes

L'analyse des dépenses du budget général fait apparaître une variation délibérée négative : - 16,6 milliards (tableaux 21 et 25), qui inclut un effet restrictif de 6 milliards dû à la suppression de la rémunération des CCP. Les dépenses militaires se rétractent en volume. Mais c'est le poste « interventions », regroupant l'ensemble des concours de l'Etat aux autres agents, qui a l'effet restrictif le plus fort, principalement en raison de la baisse des concours de l'Etat au titre des prestations sociales, le report du financement du CNES sur les PTT et de moindres dépenses pour le soutien de l'emploi à la suite de la réforme de l'UNEDIC.

Parmi l'ensemble des interventions, y compris celles financées par des comptes spéciaux du Trésor et le budget des PTT, 14 % des aides vont à l'industrie et 14 % au soutien à l'emploi, à la formation professionnelle et à l'indemnisation du chômage (tableau 23).

23. Aides à l'industrie et aides à l'emploi dans le total des dépenses d'intervention

Milliards de francs	1984	1984 corrigé	1985
Total interventions ⁽¹⁾	382	386	401
<i>dont :</i>			
— aides à l'industrie	47	54	56
— soutien à l'emploi (hors convention UNEDIC)	20	21	24
— soutien à l'emploi et financement du chômage (dans le cadre de l'accord UNEDIC)	37	36	33

Sources : Lois de finances initiales et rectificative, estimations OFCE.

(1) Interventions du budget général auquel on a ajouté les subventions versées sur le budget des PTT et les comptes spéciaux du Trésor. On a isolé les aides à l'emploi et l'indemnisation du chômage financées par l'Etat dans le cadre de l'accord UNEDIC de 1984.

Les aides à l'industrie ont beaucoup évolué au cours de l'année 1984 en raison de la participation du budget général aux programmes de restructurations industrielles. Si l'on ventile ce poste entre aides aux industries en restructuration (sidérurgie, chimie, textile, construction navale...) et aides au développement des autres secteurs, on voit que les aides aux secteurs en restructuration coûtent fort cher, absorbant plus de la moitié⁽⁴⁴⁾ de l'ensemble des aides budgétaires (54 % en loi de finances initiale 1984, 55 % après collectif budgétaire et en 1985). En cours d'année 1984 l'augmentation a été particulièrement forte pour la construction navale (+ 3,6 milliards) (tableau 24).

24. Aides aux secteurs en restructuration

Milliards de francs	1984	1984 actualisé	1985
(1) Charbonnages de France ⁽¹⁾	6,2	6,8	7,2
(2) Sidérurgie	9,9	11,8	14,2
(3) Construction navale	2,2	5,8	4,8
Total (1) à (3)	18,4	24,5	26,2
(4) Autres secteurs en restructuration ..	7,0	5,2	4,7
Total (1) à (4)	25,4	29,7	30,9

Sources : Loi de finances, estimations OFCE.

(1) Hors charges de retraite.

Les aides aux autres secteurs ont généralement une grande inertie. Les bonifications d'intérêt dépendent de l'encours des prêts, que la réforme applicable dès 1985 ne fera fléchir que dans quelques années. D'autres aides, plus diversifiées, ont un volume fort restreint et évoluent peu. Quant aux dotations en capital, elles sont concentrées sur quelques entreprises. La Régie Renault a obtenu 3 milliards en 1985 au lieu de 1,2 au budget 1984, augmentés de 716 millions par le collectif de fin d'année.

La réforme de l'UNEDIC d'avril 1984 a permis au budget de réduire sa contribution à l'indemnisation du chômage, mais celui-ci ne compense pas cette évolution par un montant équivalent de subventions pour l'emploi (tableau 23). La prise en charge de l'ensemble des préretraites (FNE, contrats de solidarité, sidérurgie), des ex-garanties de ressources et du Fonds de solidarité nouvellement créé paraît devoir coûter 31 milliards en 1985. Si on ajoute la subvention pour les chômeurs créateurs d'entreprise (1,1 milliard) et la charge de l'emprunt souscrit en 1982 par l'UNEDIC (990 millions), autres engagements pris par l'Etat lors de la signature de la convention de l'UNEDIC, on atteint un montant de 33 milliards. Celui-ci est inférieur au coût de l'indemnisation en 1984 selon la loi de finances initiale, c'est-à-dire sans réforme de l'UNEDIC, et après collectif (tableau 23). Mais le budget a fortement développé des aides spécifiques pour l'emploi, la formation professionnelle, l'emploi des jeunes. A ces titres (emplois de jeunes et FP) 13,6 milliards sont prévus en 1985, après 11 en 1984.

(44) Plus encore si on intégrait le soutien à l'emploi dans ces secteurs notamment le volet social des restructurations.

Le « carry-back » : une innovation de la loi de finances pour 1985

Une entreprise qui a enregistré des bénéfices et donc payé l'impôt sur les sociétés au cours d'un exercice depuis moins de cinq ans pourra, en cas de perte en 1984, « reporter en arrière » cette perte, en inscrivant à son actif une créance sur le Trésor. Cette durée de cinq ans du report est exceptionnelle et sera limitée ultérieurement à trois ans.

Soit une entreprise ayant été excédentaire de 100 chaque année entre 1979 et 1983 et donc payé au total 250 d'impôt sur les sociétés. Si elle est déficitaire de 150 en 1984, elle reporte cette perte sur les exercices précédents, ce qui lui donne droit à une créance de 75, correspondant au surplus d'impôt versé une fois cette perte intégrée.

La créance ainsi obtenue pourra être utilisée comme crédit d'impôt en cas de bénéfice dans les années suivantes. Elle sera remboursée au bout de dix ans, en tout ou partie, si elle n'est pas épuisée à ce titre.

Il restera à choisir pour les entreprises entre la formule traditionnelle (report de déficit sur cinq exercices ultérieurs) et le « carry-back ». L'avantage de ce dernier pour les entreprises est l'amélioration des fonds propres par inscription de cette créance et la possibilité de la mobiliser facilitant ainsi la gestion des trésoreries. Des conditions restrictives existent, notamment la nécessité d'avoir réalisé sur les trois années précédant l'exercice un investissement net en biens amortissables au moins égal au total des amortissements.

Le « carry-back » existant dans les autres pays est plus court (un an en Grande-Bretagne, en Irlande et au Japon, deux en Allemagne et aux Pays-Bas, trois aux Etats-Unis). Mais au Japon, aux Etats-Unis et en RFA la créance est immédiatement remboursée aux entreprises.

En 1986 comme en 1985 les marges de manœuvres resteront étroites pour le budget

Le budget apparaît légèrement expansif par rapport à l'exercice de 1984, notamment parce que de nombreuses annulations de crédits en 1984 ont contenu le déficit dans la limite de 3,3 % du PIB (144,4 milliards de francs). Mais tout dérapage en cours d'année pourrait entraîner des annulations de crédit par des collectifs budgétaires, qui porteraient probablement sur les dépenses de fonctionnement et d'équipement civil, dont le faible effet expansif se trouverait annulé.

25. Budget général (BG) grandes fonctions de dépenses ⁽¹⁾

Milliards de francs	1984 Loi de finances initiale (LFI)	1984 corrigé LFI + collectif	Variation délibérée	1985	1985 1984 corrigé %
Charges d'intérêt	75	91	- 6	87	—
Rémunérations et pen- sions	335	336	- 1,5	357	+ 6,3
Fonctionnement civil	49	49	+ 0,7	53	+ 8,2
Interventions du BG	375	378	- 7,5	388	+ 2,6
Equipement civil	14	13	+ 0,4	14	+ 7,9
Fonctionnement militaire	24	25	- 2,1	24	- 0,2
Equipement militaire	67	67	- 0,6	71	+ 6,4
Total BG	940	958	- 16,6	995	+ 3,9 % + 4,6 % hors dette

Sources : Lois de finances, estimations OFCE.

(1) Cette présentation diffère de la présentation habituelle des dépenses du budget général. On a regroupé toutes les interventions (titre IV, titre VI, ainsi que les dotations en capital et autres aides à l'industrie) dans la ligne « interventions ». Les autres postes ont été modifiés à la marge pour tenir compte des changements entre deux années ou pour rendre plus pertinent le regroupement. Ainsi les intérêts versés au titre des nationalisations sont regroupés avec la charge de la dette.

Quant à la réduction de 1 % des prélèvements obligatoires, il est probable que les collectivités locales en empêchent sa réalisation. Celles-ci ont toujours depuis quarante ans accru leur pression fiscale plus que l'Etat. Elles se retrouvent actuellement avec de nouvelles compétences. Or les subventions de décentralisation qu'elles recouvrent augmenteront comme les recettes de TVA, soit en 1985 probablement moins que les besoins. Elles aggraveront donc leur fiscalité.

Les premières perspectives tracées pour le budget 1986 font apparaître de nouvelles réductions d'impôts sur le revenu (3 %, soit un coût d'environ 7 milliards) et la poursuite des incitations fiscales pour les entreprises. La tendance au déficit s'aggravera (la charge de la dette augmentera, les aides fiscales au logement décidées au début de 1985 amputeront le budget 1986...). Pour le contenir dans la limite de 3 % et peut-être moins (0,2 point de moins signifierait 10 milliards de francs) les dépenses de fonctionnement et d'équipement seront réduites et également les dépenses d'intervention annoncées en 1985.

Les ménages bénéficieront de la réduction d'impôt et du remboursement de l'emprunt obligatoire de 1983. En revanche les cotisations chômage pourraient être relevées de 0,5 point pour financer les nouveaux besoins de l'UNEDIC. Quant aux entreprises, la réduction substantielle de la taxe professionnelle de 1985 sera reproduite conformément à l'engagement de sa suppression progressive. Une aide fiscale à l'investissement, la précédente venant à échéance à la fin de 1985, sera probablement mise en place.

La demande intérieure progressera plus fortement qu'en 1984

La consommation des ménages sera plus soutenue...

Les prévisions que nous avons formulées en septembre ⁽⁴⁵⁾ pour les hausses des prix de détail au premier semestre 1985 (+ 3,1 %) et du taux de salaire horaire (+ 3,1 %) peuvent être maintenues. En revanche les ralentissements que nous prévoyions pour la fin d'année pourraient être un peu plus forts, conduisant à des hausses en cours d'année de 5,5 % pour les prix et 5,3 % pour les salaires.

Pour les prix ceci se fonde sur des hypothèses plus favorables en matière de prix du pétrole importé et donc des carburants.

Quant au taux de salaire horaire, c'est l'évolution du SMIC qui l'explique : après une augmentation de 2,2 % au 1^{er} avril pour compenser la hausse des prix, le SMIC horaire sera de nouveau relevé de 2,6 % au 1^{er} mai lorsque le temps de travail mensuel de référence sera fixé uniformément à 169 heures. Il s'agit d'une opération blanche pour environ la moitié des smicards, embauchés avant la réduction du temps de travail, qui avaient continué à être payés pour 173 heures par mois. En revanche, après un ajustement au 1^{er} juillet le SMIC ne serait plus déclenché par les prix avant la fin de l'année. La fin de l'année 1985 serait donc plus défavorable pour le salaire horaire que le premier semestre, ce qui conduirait à une stagnation de son pouvoir d'achat en moyenne annuelle. Au début de 1986, les hausses nominales seraient un peu plus fortes qu'à la fin de 1985, mais ne feraient que suivre la hausse des prix.

Avec la poursuite de la baisse des effectifs en 1985 et au début de 1986, le pouvoir d'achat de la masse salariale continuerait donc à se creuser. Par contre le revenu disponible des ménages devrait de nouveau s'accroître, grâce à la poursuite de la progression des prestations sociales, et surtout grâce aux allègements d'impôts que nous avons déjà décrits : en année pleine, les prélèvements ne progresseraient que de 1 % en valeur, la hausse des impôts locaux étant presque compensée par la baisse des impôts sur le revenu.

La consommation des ménages devrait donc à nouveau s'accroître au second semestre 1985 et au début de 1986 au rythme de 0,4 à 0,6 % par trimestre.

... et l'épargne logement pourrait être plus attrayante

Un regain d'intérêt pour le logement pourrait se manifester avec les mesures qui viennent d'être adoptées : le taux des prêts aidés à l'accession à la propriété a baissé de 0,5 point au 1^{er} février (10,17 %), et diverses mesures fiscales ont été adoptées : le plafond des déductions d'impôts au titre des intérêts des emprunts et des dépenses effectuées pour économiser l'énergie est relevé et les prêts d'épargne logement

(45) Voir *Chronique de conjoncture*, Revue n° 9, octobre 1984.

sont étendus à l'acquisition d'une résidence secondaire. L'attrait de l'épargne logement pourrait ainsi s'accroître au détriment de l'épargne financière ; ainsi, même si les placements longs continuent à être privilégiés par rapport aux placements courts, il est probable que les souscriptions d'actions et d'obligations ne progresseront plus en valeur au même rythme qu'en 1984.

Le remboursement anticipé de l'emprunt obligatoire (initialement prévu au 1^{er} juin 1986) permettra au début de l'année prochaine d'accroître encore les dépenses de consommation, mais une partie des sommes remboursées seront replacées sur le marché financier.

Le redressement des profits des entreprises serait moins rapide en 1985...

La progression des coûts salariaux sera un peu plus rapide en 1985 qu'en 1984, tout en restant faible par rapport à la période antérieure (tableau 26). En effet les gains exceptionnels de productivité de 1984 ne pourront être renouvelés en 1985 : la réduction des effectifs se poursuivra, mais à un rythme atténué, alors que la progression de la production restera modérée ; quant au taux de salaire horaire, la hausse ne serait freinée que d'un point supplémentaire en 1985 : au premier semestre les hausses seraient plus fortes qu'à la fin de 1984 et le ralentissement porterait seulement sur le second semestre.

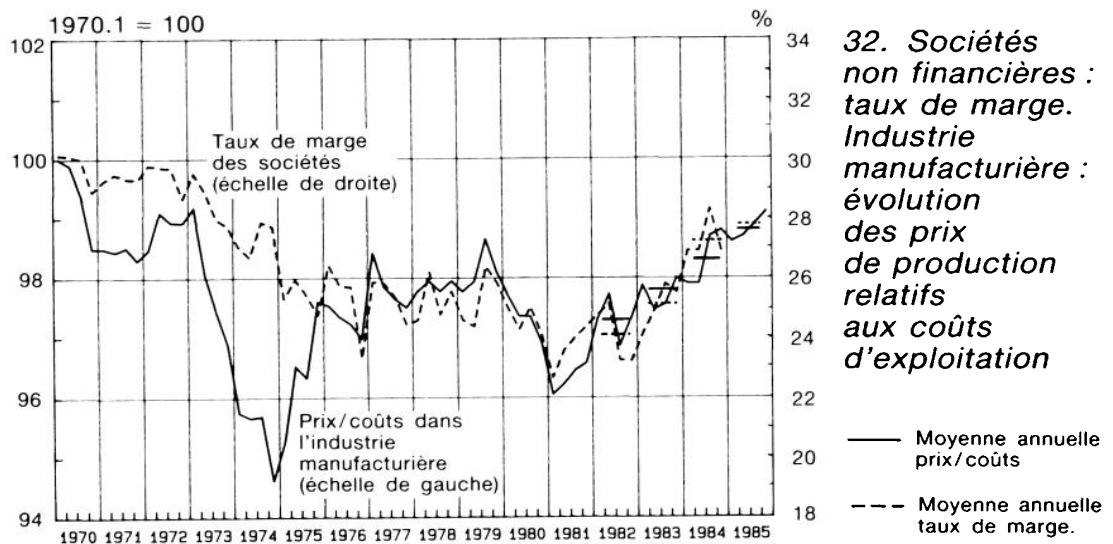
26. Industrie manufacturière : coûts d'exploitation et prix de production

Variations annuelles (glissements) et trimestrielles	1983	1984	1985	1984				1985			
				I	II	III	IV	I	II	III	IV
Coût salarial par unité produite	5,6	1,0	2,1	- 0,4	0,8	- 0,7	1,3	0,9	0,8	0,2	0,2
Prix des consommations intermédiaires ..	8,3	6,7	5,3	1,8	1,8	1,6	1,4	2,0	1,2	1,1	0,9
Coût d'exploitation ..	7,6	5,0	4,2	1,2	1,5	0,8	1,4	1,6	1,1	0,8	0,7
Prix de production ..	8,7	6,3	4,6	1,6	1,7	1,6	1,2	1,4	1,2	1,0	0,9
(Ecart : Prix - Coûts)	(1,1)	(1,3)	(0,4)	(0,4)	(0,2)	(0,8)	(- 0,2)	(- 0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,2)
Prix à l'importation des biens manufacturés	8,2	9,5	6,6	2,5	2,2	3,5	1,0	2,5	1,5	1,0	1,5

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

En revanche les hausses de prix des consommations intermédiaires de l'industrie continueront en 1985 à se ralentir, après des tensions en début d'année, liées à la forte croissance des prix à l'importation de produits intermédiaires et énergétiques, à cause de l'appréciation du dollar. La baisse du dollar par rapport à son niveau du premier trimestre et l'hypothèse d'une baisse du prix du pétrole conduisent à escompter, au-delà du printemps, une baisse du prix en francs pour le pétrole et une quasi stabilité pour les autres matières premières industrielles.

Ainsi, avec la pression accrue que les prix à l'importation des biens manufacturés exercent sur les prix nationaux du marché intérieur, la reconstitution des marges unitaires de l'industrie se trouvera interrompue au début de 1985. Elle reprendra à partir du second semestre, mais à un rythme un peu plus lent qu'en 1984 (graphique 32). L'activité en 1985 n'étant guère plus soutenue qu'en 1984, l'évolution des profits sera proche de celle des marges unitaires, avec notamment une réduction des marges à l'exportation.



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Les résultats du secteur abrité bénéficieront également de la modération des salaires et d'un ralentissement de la hausse du prix des consommations intermédiaires, notamment dans le secteur énergétique. Mais ils seront surtout marqués par la pression maintenue sur les prix de ventes des services, strictement contrôlés, et sur les marges du commerce, généralement bloqués.

L'ensemble des entreprises bénéficiera d'une baisse de la taxe professionnelle en juin et décembre, dont nous estimons l'effet à 8,5 milliards de francs. La progression des impôts liés à la production serait ainsi ramenée à 9,5 % après 14 % en 1984. Leur part dans la valeur ajoutée serait néanmoins accrue du fait de l'augmentation de la TIPP, qui est imputée comptablement au secteur énergétique, bien qu'elle ne concerne à proprement parler les entreprises qu'à concurrence d'un tiers.

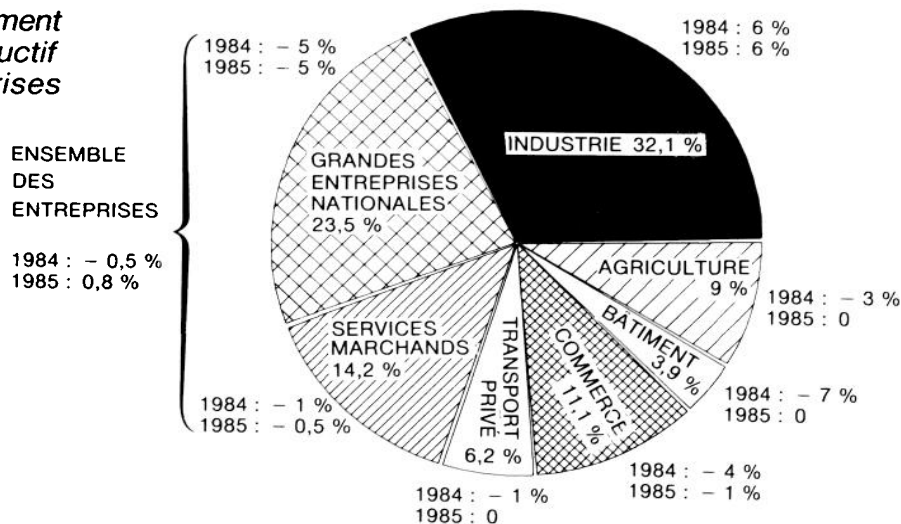
L'amélioration des profits des sociétés, mesuré par la part de l'excédent brut d'exploitation dans la valeur ajoutée, serait donc limitée entre 1/2 et 3/4 de point en 1985, après 2 points en 1984 et 1 point en 1983.

... alors que la reprise de l'investissement sera plus marquée

Malgré l'amélioration des résultats financiers des entreprises, l'investissement global varie peu : il a régressé en 1984 et ne devrait que faiblement progresser cette année. La reprise de l'investissement, à fort contenu d'importations, est localisée à l'industrie (hors grandes entre-

prises nationales), alors qu'elle ne constitue qu'une part minoritaire du total (diagramme 33). En revanche dans tous les autres secteurs les dépenses d'équipement reculent ou stagnent.

33. Investissement productif des entreprises



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

- Le pourcentage situé à l'intérieur du diagramme indique la pondération en 1983.
- Les pourcentages situés à l'extérieur du diagramme indiquent les évolutions en francs constants.

Les services qui ont souffert depuis 1983 du ralentissement de la consommation des ménages et de la politique de contrôle des prix et des marges, n'ont pu continuer à accroître leurs dépenses d'équipement, en rupture avec la décennie passée. Le recul devrait se poursuivre en 1985, même si les services rendus aux entreprises se distinguent du reste des services par une meilleure conjoncture. Dans les secteurs de l'agriculture et du bâtiment-Génie civil le déclin pourrait s'interrompre cette année grâce à l'amélioration du revenu agricole en 1984 et à celle du marché du logement.

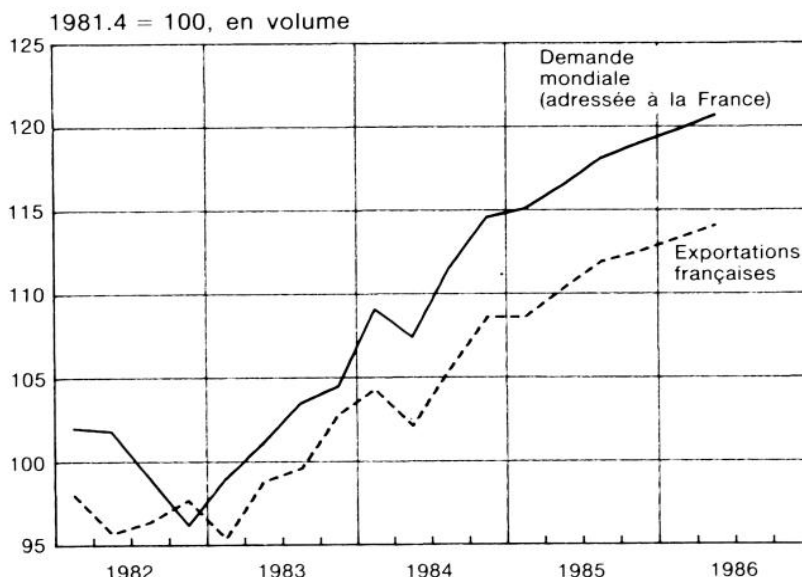
L'investissement des grandes entreprises nationales, qui avait crû au rythme de 10 % l'an entre 1973 et 1980, recule depuis lors. Les investissements de l'EDF ont d'abord plafonné, puis nettement régressé ; la décision prise en octobre dernier de n'engager en 1985 qu'une seule tranche nucléaire, au lieu des deux initialement prévues, accentue cette tendance. L'effort entrepris pour l'équipement national en réseaux de télécommunications est également moins soutenu. Or l'EDF et les PTT réalisent les deux tiers de l'investissement des grandes entreprises nationales. Pour l'ensemble de celles-ci les organismes de tutelle considèrent désormais prioritaire de limiter les besoins de financement : pour 1985 ils seraient ramenés de 50 à 39 milliards de francs, limitant ainsi les possibilités d'investir. En outre les entreprises doivent rembourser au Trésor 7 milliards de francs de prêts consentis les années antérieures par le FDES (soit l'essentiel) ; 3 milliards ont déjà été remboursés à la fin de 1984 et 4 le seront en 1985. Enfin les dotations en capital devront être rémunérées par ces entreprises à des taux plus élevés que dans le passé.

La reprise de l'investissement, ainsi cantonnée à l'industrie ⁽⁴⁶⁾, a été jusqu'à présent, essentiellement le fait des secteurs de biens intermédiaires, bien que, pour la plupart, ils n'aient pas eu les moyens financiers autonomes de leur effort d'équipement. Au cours des prochains trimestres les producteurs de biens d'équipements devraient développer et moderniser leurs propres capacités, tout comme les entreprises tournées vers l'exportation. Au sein de l'industrie la très grande dispersion des comportements d'investissement de l'an passé devrait donc se réduire.

En francs courants le besoin de financement resterait sensiblement le même qu'en 1984. L'appel au marché obligataire national se maintiendrait au niveau de 1984, recouvrant toutefois une diminution des émissions des grandes entreprises nationales hors PTT ⁽⁴⁷⁾ et une progression de celle des autres sociétés. Par ailleurs l'arbitrage plus favorable aux investissements physiques exclut une progression notable des placements financiers des entreprises.

La réduction du déficit commercial se poursuivra grâce à un développement des exportations...

Après un début d'année 1985 défavorable pour notre commerce extérieur (le déficit de janvier et février atteint 10 milliards de francs) une amélioration devrait intervenir dès le second trimestre. Les marchés de la France continueront en effet à se développer, bien que moins rapidement qu'en 1984, à cause du ralentissement des importations américaines. La demande adressée à la France pourrait progresser d'environ 6 % en 1985 et de 1,5 % au premier semestre 1986 ; les exportations françaises, en volume, suivraient alors les mêmes évolutions (graphique 34).



34. Performances à l'exportation

(Produits manufacturés)

Sources : INSEE, estimations et prévisions OFCE.

(46) La distinction entre l'industrie et les services rendus aux entreprises est parfois formelle : selon qu'une entreprise industrielle loue ou achète un système informatique l'investisseur est la société de service ou l'entreprise.

(47) Les PTT qui ont vu leurs dépenses s'accroître auraient plutôt tendance à renforcer leur appel à l'épargne longue.

A ce ralentissement des volumes s'ajoutera une moindre progression des prix d'exportation. Déjà sur le marché européen l'intensité de la concurrence a contraint les exportateurs français à modérer leurs hausses tout au long de 1984, et même à stabiliser leurs prix au dernier trimestre. Sur les marchés où les transactions s'effectuent en dollars, et principalement sur le marché américain, les prix exprimés en francs ne pourront plus s'accroître au même rythme que celui rendu possible par la montée du billet vert. Sa tendance au repli au cours des prochains dix-huit mois contraindra les industriels français à modérer l'accroissement de leurs marges ou même à les réduire. La période qui s'ouvre serait donc sensiblement différente de l'année écoulée : les progrès des ventes à l'étranger en francs courants seront limités tant par les volumes que par les prix.

Cependant les exportations militaires et aéronautiques continueront à exercer sur notre solde commercial l'effet positif précédemment observé.

... plus accentué que celui des importations

Nos importations industrielles, après un recul au premier trimestre 1985 qui compenserait la forte poussée de la fin 1984, pourraient à nouveau s'accroître. Mais la reprise de l'investissement industriel, dont le contenu en importations est élevé, serait en partie compensée par la faiblesse de la consommation de produits manufacturés, au moins jusqu'à la fin 1985. Le ralentissement de la hausse des prix d'achat à l'étranger, lié à l'évolution des taux de change, restreindrait encore la croissance des importations en valeur, qui pourrait alors, tant en 1985 qu'en 1986, être inférieure de 2 % à celle des exportations.

En revanche le déficit énergétique risque de se creuser, quoique modérément et d'atteindre près de 200 milliards en 1985, le coût actuel du pétrole importé exprimé en francs étant encore nettement supérieur à celui du début de 1984. Le déficit mensuel moyen pourrait alors s'établir à un peu plus de 16 milliards ; il serait toutefois plus ample si les conditions climatiques étaient de nouveau mauvaises, car les stocks disponibles ne permettraient pas d'y faire face.

Si l'on exclut cette hypothèse, le déficit commercial de la France n'atteindrait en 1985 que 10 milliards de francs environ. Au début de 1986 le regain, même limité, de la consommation des ménages et l'amplification de la reprise de l'investissement iront de pair avec une progression moindre des exportations : un nouveau déficit pourrait alors réapparaître.

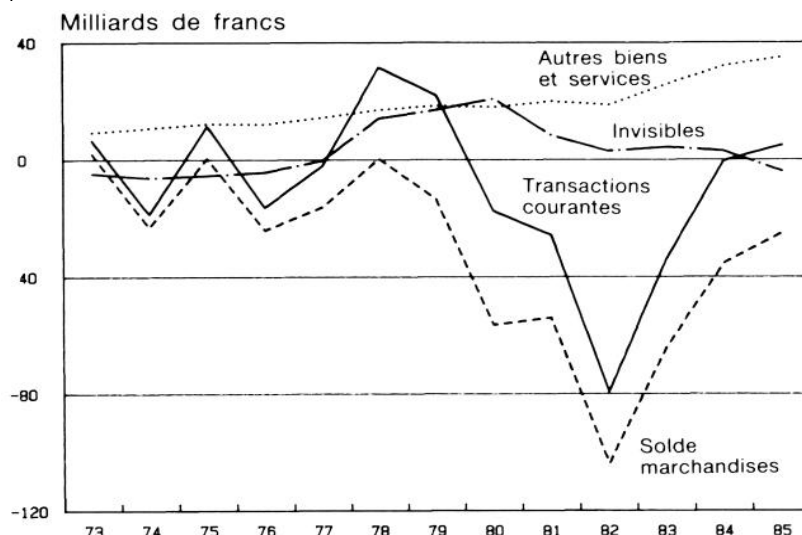
La balance des paiements courants serait excédentaire

La réduction du déficit commercial devrait permettre d'assurer l'excédent des transactions courantes, malgré la charge croissante de l'endettement extérieur.

Les transferts à l'étranger, qu'il s'agisse des sorties de salaires des travailleurs immigrés ou des dépenses gouvernementales de coopération, se réduiront encore. Cependant la nouvelle progression, de l'ordre de 6 milliards de francs, des intérêts à verser sur les emprunts à long terme contractera à nouveau l'excédent des services ; car il est peu

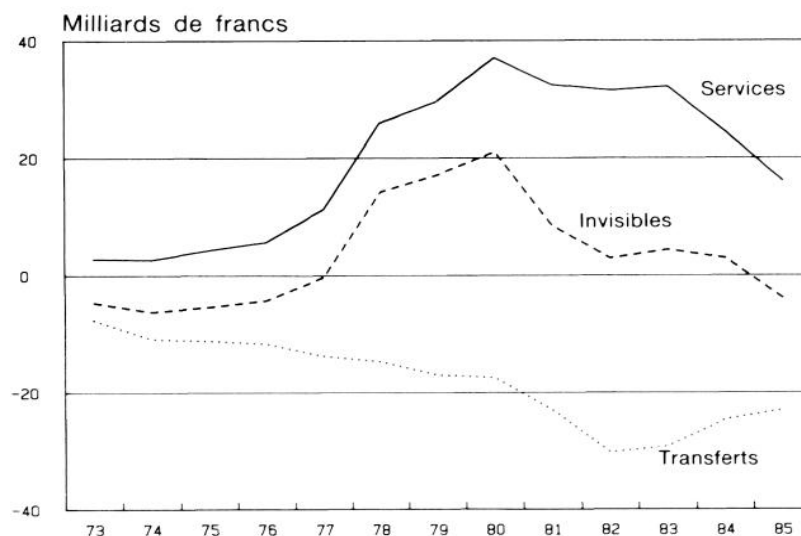
probable qu'une amélioration de la balance des autres services suffise à compenser ces paiements. Le maintien de l'excédent touristique à son niveau de 1984 suppose qu'un dollar encore élevé suscite la venue de touristes étrangers en nombre aussi important que l'an passé et que les ménages français n'effectuent pas des dépenses supplémentaires hors de la métropole. Les déficits structurels pour les brevets, liés à notre dépendance technologique, ne peuvent être réduits sur une courte période. La tendance au recul des recettes d'ingénierie, résultat des contrats passés au cours des dix-huit derniers mois, est inéluctable.

Les mesures actuellement à l'étude pour rendre concurrentielle la position française en matière d'exportations de services (transport maritime, assurance) ⁽⁴⁸⁾ ne pourront à court terme qu'enrayer la tendance à l'aggravation du déficit correspondant. Ainsi, même en cumulant plusieurs hypothèses favorables, un nouveau recul de l'ordre de 8 milliards de francs, peut être attendu pour l'ensemble des services. Néanmoins la balance des paiements redeviendrait excédentaire en 1985 pour la première fois depuis cinq ans (graphiques 35 et 36).



35. Balance courante

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.



36. Invisibles

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

(48) Voir annexe III.

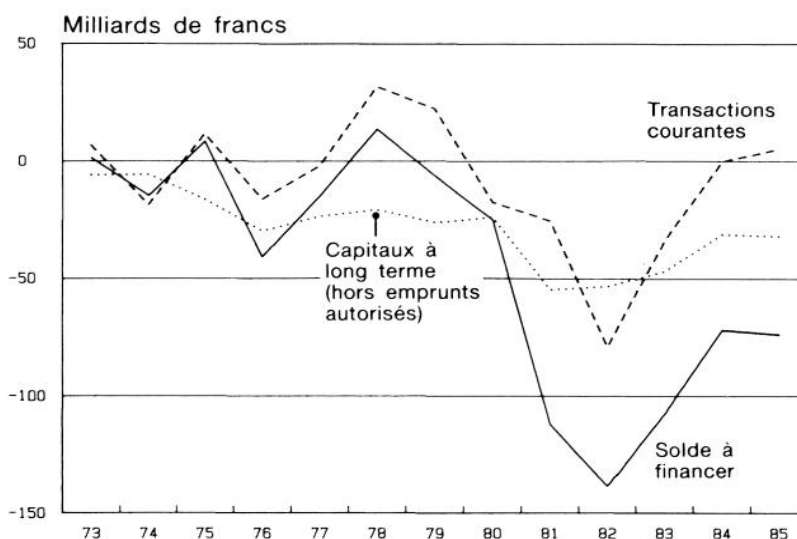
Les sorties de capitaux à long terme pourraient cesser de se contracter

Depuis la mi-1983, au rétablissement progressif des transactions courantes a correspondu un recul des sorties de capitaux à long terme ⁽⁴⁹⁾. Le ralentissement des commandes des PVD, la réorientation de nos exportations vers les pays occidentaux réduisaient les crédits commerciaux associés à ces transactions ; d'autant que, dans le souci de rééquilibrer la balance des paiements, les Pouvoirs publics demandaient aux exportateurs, à partir de la mi-1983, d'accorder des crédits en devises et non plus en francs, ce qui limitait l'ampleur des prêts retracés dans la balance des paiements. La réticence de certains de nos clients à négocier en monnaies fortes et le déserrement actuel de la contrainte extérieure pourraient conduire à assouplir cette directive : les négociations actuelles avec la Chine vont dans ce sens. Le volume des crédits commerciaux accordés en francs pourrait donc à nouveau s'accroître.

Par ailleurs, alors que depuis 1981 les investissements directs français à l'étranger excédaient les investissements étrangers en France, l'équilibre est atteint en 1984 (+ 0,4 milliards de francs) et un excédent pourrait être dégagé cette année, grâce aux mesures prises en novembre dernier favorisant les investissements étrangers en France ⁽⁵⁰⁾.

Le besoin de financement de la France se stabilisera donc, ce malgré la forte progression des remboursements à effectuer sur les emprunts antérieurs (graphique 37 et tableau 27).

37. Besoin de financement extérieur



Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

L'origine du besoin de financement est désormais modifiée : nos soldes de marchandises et de services sont suffisants pour assurer le paiement non seulement des intérêts de la dette mais aussi d'une partie

(49) Hors emprunts autorisés à long terme.

(50) Les investissements en provenance de la CEE sont libres et, pour les autres pays, le contrôle s'exerce sur les seuls flux supérieurs à 5 millions de francs.

27. Financement des soldes extérieurs

Milliards de francs

	1980	1981	1982	1983	1984 provisoire	1985
1. Transactions courantes	- 17,6	- 25,8	- 79,3	- 33,8	- 0,3	5
2. Capitaux à long terme hors emprunts autorisés	- 23,9	- 54,8	- 53,5	- 46,7	- 31,1	- 32
3. Balance de base hors endettement encouragé 1 + 2	- 41,6	- 80,6	- 132,8	- 80,5	- 31,4	- 27
4. Remboursements des emprunts à long terme (contractuels)	- 5	- 7,4	- 14,4	- 21,7	- 25	- 32
5. Capitaux court terme et ajustement	21,5	- 24,3	8,6	- 5,5	- 15,6	- 15
Solde à financer 3 + 4 + 5	- 25,0	- 112,3	- 139,2	- 107,7	- 72,0	- 74
● Variation de la position monétaire	2,1	71,3	46,2	- 1,9	11,6	12
Secteur bancaire	30,3	42,7	13,1	43,1	38,5	37
Secteur public	- 28,2	28,6	33,1	- 45,0	- 26,9	- 25
● Tirages bruts d'emprunts à moyen et long terme	23	41	93	109,6	60,4	62

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

des amortissements. Ce que nous devons emprunter redevient ainsi pour l'essentiel la conséquence de l'insertion française dans le commerce international : nous empruntons sur les marchés des capitaux pour prêter à nos clients. Le tableau suivant illustre cette tendance.

28. Financement de la charge de la dette par la balance courante

Milliards de francs

	1980	1981	1982	1983	1984 provisoire	1985
1. Transactions courantes	- 17,6	- 25,8	- 79,3	- 33,8	- 0,3	5
2. Dont intérêts versés	10	16	21	34,5	41	47
3. Remboursements contractuels	5	7,4	14,4	21,7	25	32
4. Charge de la dette (intérêts + remboursements)	15	23,5	35,4	56,2	66	79
5. Besoin ou capacité de financement dégagé par le solde courant hors charge de la dette (1 + 2)	- 7,6	- 9,8	- 58,3	0,7	40,7	52
6. Financement de la charge de la dette par la balance courante (1 - 3)	- 22,6	- 33,3	- 93,7	- 55,5	- 25,3	- 27

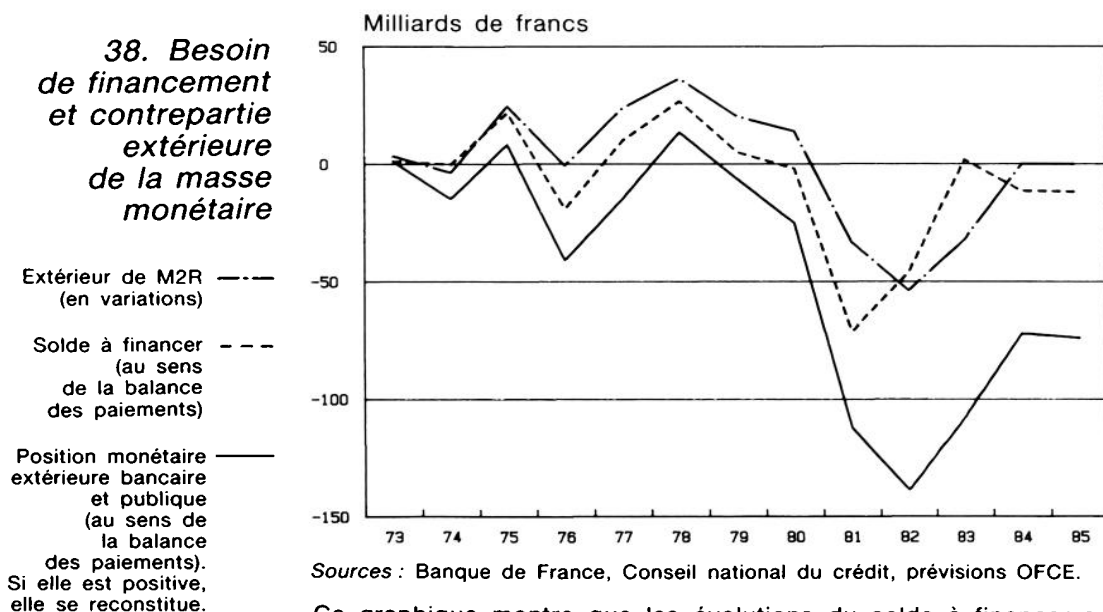
Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

Les conditions du financement interne et externe seront modifiées

Le retour à un excédent de la balance des paiements depuis la mi-1984 modifie les conditions du financement externe et interne. Désormais le respect de l'objectif monétaire ne sera plus facilité par une incidence restrictive des opérations avec l'extérieur, compensant une croissance excessive du crédit interne, comme c'était le cas depuis 1981.

A partir de la fin de 1981, en effet, les déficits croissants du commerce extérieur ont contraint les Pouvoirs publics à faire appel aux emprunts à l'étranger, directement pour leur propre compte ou en orientant les entreprises vers les marchés financiers internationaux. L'ampleur des besoins de financement était cependant devenue telle que les emprunts à long terme se révélaient insuffisants et que les réserves publiques de change, ont jusqu'à la mi-1983 fourni l'ultime recours. Cela a réduit les marges de manœuvre pour la défense du franc, difficile dans une période où la confiance des cambistes était atteinte par les déficits extérieurs croissants et les différentiels d'inflation élevés. A partir de la mi-1983, l'endettement bancaire à court terme a pris le relai du financement par les avoirs de la Banque de France.

La stabilisation du besoin de financement en 1985 à son niveau de 1984 et le maintien d'un flux d'emprunts des entreprises prolongeront cette année les tendances de la fin 1984 : les financements monétaires extérieurs se stabiliseront à leur niveau de l'an dernier. L'endettement bancaire devrait cependant se poursuivre à un rythme soutenu, permettant ainsi aux Pouvoirs publics d'accroître encore leurs réserves de changes et de pouvoir intervenir en cas de nouvelles tensions au sein du SME.



Ce graphique montre que les évolutions du solde à financer au sens de la balance des paiements et de la contrepartie « Extérieur » de la masse monétaire sont de même sens, même si les niveaux diffèrent. L'écart avec l'évolution de la position monétaire extérieure au sens de la balance des paiements apparu à partir de 1982 traduit le fait qu'elle est par définition à court terme alors qu'en cette période eut lieu un endettement extérieur massif à long terme (annexe II).

Les opérations avec l'extérieur n'auront plus d'incidence restrictive sur la création monétaire, car la politique de rigueur, en limitant la demande intérieure, contribue à rééquilibrer nos échanges et évite d'avoir à rechercher à l'extérieur les financements nécessaires.

L'endettement extérieur à long terme progressera modérément

L'an passé, grâce à la réduction du besoin de financement, les emprunts autorisés nets à long terme ont baissé de 60 %. Cependant la France fut encore en 1984 le quatrième emprunteur sur le marché mondial, avec environ 105 milliards de francs, soit 10 milliards seulement de moins qu'en 1983.

Cela reflète une double tendance. De nombreux emprunts sont désormais destinés à restructurer notre dette, c'est-à-dire à étaler dans le temps les charges de remboursements, tout en profitant des meilleures conditions actuelles du marché (marges, taux d'intérêt). On peut estimer à 20 milliards de francs ces emprunts en 1984, soit le cinquième des emprunts de la France sur le marché mondial ⁽⁵¹⁾. On peut d'autre part estimer à une trentaine de milliards les emprunts internationaux qui, destinés à prêter directement en devises à nos clients, n'apparaissent pas dans la balance des paiements. Cette année ces deux tendances se prolongeront et la France restera parmi les premiers emprunteurs sur ce marché mondial, sans que cela signifie un accroissement de l'endettement extérieur d'égale importance. Celui-ci progressera modérément, si le dollar se maintient à son niveau de la fin 1984. Seuls les nouveaux emprunts fonderont cette croissance, alors qu'en 1984 la hausse du dollar a contribué pour environ moitié à l'alourdissement de la dette extérieure exprimée en francs. S'il venait à baisser cela provoquerait un allègement en francs. Mais, à vrai dire, la grandeur significative de la situation française au sein de la communauté financière mondiale est le montant de son endettement en dollars, tandis que le montant en francs est significatif pour mesurer les incidences de cet endettement en France même.

29. Endettement à moyen-long terme

Milliards de francs

31 décembre 1983	451
31 décembre 1984	530
31 décembre 1985	560

Sources : ministère de l'Economie et des finances, estimations et prévisions OFCE.

(51) On doit distinguer deux types de remboursements : les remboursements contractuels, déterminés, par les conditions de l'emprunt et les remboursements anticipés qu'il s'agisse d'annulations de dettes ou de remboursements effectués en réalisant d'autres emprunts à des conditions plus avantageuses. Depuis 1983 la Banque de France ne publie plus dans la balance des paiements ces derniers types de remboursements. Si elles n'ont effectivement pas d'incidence sur le montant de nos engagements (ces opérations majorent d'autant les tirages et les remboursements), leur connaissance permettrait cependant d'apprécier l'activité de la France sur le marché mondial des capitaux.

Les marges de manœuvre françaises sont particulièrement étroites

Au cours des prochains dix-huit mois, les croissances des diverses composantes de la demande auront tendance à s'uniformiser : nos exportations connaîtront un ralentissement consécutif à celui du commerce mondial ; la reprise de l'investissement des entreprises s'accélénera ; la consommation des ménages sera soutenue par des dégrèvements fiscaux qui, même s'ils sont limités, auront un effet de relance sur les dépenses. Cependant, il semble que la croissance du produit intérieur restera plus limitée en 1985 et au début de 1986 qu'elle ne l'a été en 1984, car l'an dernier un important stockage essentiellement agricole, a contribué pour un point à la croissance du PIB qui a été de deux points ; la résorption progressive des stocks risque d'exercer à l'inverse un effet négatif sur la croissance au cours des mois à venir. Un décalage conjoncturel entre la France et ses partenaires européens résulterait d'évolutions particulières des stocks plus que de divergences de la demande finale.

Comme celle des autres pays européens, la croissance française sera contrainte par le ralentissement américain. Les débouchés outre-atlantique seront amoindris. Les produits américains seront plus compétitifs du fait du fléchissement du dollar. L'amélioration des profits dégagés par les entreprises françaises, obtenue pour une part grâce à la croissance américaine, qui a permis d'accroître les volumes exportés, et pour une part grâce à la hausse du dollar, qui a permis de majorer les prix à l'exportation, sera désormais plus limitée.

Le maintien d'une politique économique rigoureuse n'est pas mis en cause. La politique budgétaire est certes légèrement plus expansive, mais la politique monétaire reste restrictive. Des tensions sont donc à craindre sur le marché financier. A l'objectif de progression de 5 % de la masse monétaire en 1985 correspond une progression d'environ 150 milliards de francs pour les crédits bancaires ; ceci suppose que l'accroissement des ressources stables des banques puisse atteindre une centaine de milliards. Or l'arbitrage qu'effectueront de plus en plus les ménages et surtout les entreprises en faveur des investissements physiques au détriment des placements financiers, pourrait mettre en cause cette hypothèse. Et le besoin de financement des administrations constituera à la fin de 1985 et au début de 1986 une nouvelle contrainte.

Ces tensions ne pourront être résolues par la modification des taux d'intérêt : poussé à la baisse par des objectifs intérieurs (les Pouvoirs publics entendent poursuivre leur politique en faveur des investissements des entreprises, ce qui suppose ne pas alourdir leurs charges financières), le taux de base est commandé par les évolutions internationales et les pressions sur le change qu'exercent les mouvements de capitaux. La marge de manœuvre est donc étroite.

Achevé de rédiger le 29 mars 1985

Perspectives de l'économie française

30. Ressources et emplois de biens et services marchands (au prix de 1970)

En %

	Taux de croissance trimestriels										Moyennes annuelles		
	1984				1985				1986		1983	1984	1985
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2			
Produit intérieur brut	0,9	- 0,5	1,1	0,7	- 0,4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,3	0,7	2,0	1,0
Importations	0,5	0,6	- 0,8	3,6	- 0,2	0,4	0,8	0,8	0,9	0,6	- 0,7	2,9	3,1
Consommation des ménages ..	0,2	- 0,5	- 0,2	0,5	- 0,1	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	1,1	0,5	0,7
Consommation des administra- tions	0,8	- 1,6	1,2	- 1,2	0,5	- 0,6	0	0	0	0	3,7	0,1	- 0,6
FBCF totale	- 0,1	- 1,5	- 1,6	1,2	0,5	0,5	0,7	0,9	0,7	0,2	- 1,9	- 1,9	1,2
<i>dont</i> : sociétés	0,8	- 0,8	- 1,7	1,7	0,7	1,0	1,2	1,5	1,0	0,5	- 2,4	0,4	2,7
ménages	- 2,2	- 2,2	- 2,4	- 1,4	- 0,5	- 0,2	- 0,1	0	- 0,2	- 0,2	- 4,0	- 6,7	- 3,6
Exportations	- 0,4	- 0,5	3,7	1,7	0	1,6	1,2	1,2	0,6	0,5	3,8	6,9	5,2
Variation des stocks en mil- liards de francs	2,7	4,1	4,9	6,6	5,2	4,2	3,4	2,8	3,0	2,5	7,6	18,3	15,6

prévision

31. Prix de détail et taux de salaire horaire

En %

	Taux de croissance trimestriels										Années		
	1984				1985				1986		1983	1984	1985
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2			
Glissement des prix	2	1,6	1,7	1,2	1,7	1,4	1,3	1,0	1,4	1,4	9,3	6,7	5,5
Glissement du taux de salaire horaire	1,5	2,0	1,0	1,7	1,7	1,4	0,8	1,3	1,5	1,3	9,8	6,4	5,3
Moyenne des prix	1,7	1,8	1,7	1,4	1,4	1,5	1,3	1,1	1,2	1,4	9,6	7,4	5,9
Moyenne du taux de salaire horaire	1,7	1,7	1,5	1,4	1,7	1,5	1,1	1,0	1,4	1,4	11,2	7,6	6,0

prévision

32. Emploi, production, productivité

En %

	Taux de croissance trimestriels										Moyennes annuelles		
	1984				1985				1986		1983	1984	1985
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2			
Effectifs industriels	- 0,6	- 0,7	- 0,6	- 0,5	- 0,4	- 0,4	- 0,4	- 0,3	- 0,3	- 0,4	- 2,3	- 2,7	- 1,8
Production industrielle	1,2	- 1,1	1,9	- 0,5	- 0,2	1,1	0,6	0,6	0,7	0,7	0,9	1,7	1,5
Productivité industrielle	2,6	- 0,5	2,8	0,5	0,4	1,7	0	1,1	1,0	1,1	4,4	5,6	3,6

prévision

33. Eléments du compte de ménages

Pouvoir d'achat ⁽¹⁾ :

• des salaires nets	- 0,5	- 1,4	- 1,0	0	- 0,2	0	0,2	0,3	0	- 0,2	- 0,9	- 2,4	- 0,9
• des prestations sociales	0,7	0,3	0	2,0	0,1	0,3	0,9	0,7	0,6	0,5	2,5	2,7	2,5
• du revenu disponible brut	- 0,6	- 0,7	0,5	- 0,3	- 0,3	0,2	0,8	0,9	0,2	0,8	- 0,5	- 0,1	0,4
Taux d'épargne	14,2	14,1	14,7	14,1	14,0	14,0	14,2	14,4	14,0	14,2	14,6	14,3	14,1

prévision

(1) Indice de prix des 295 postes.

Références bibliographiques

- [1] C. de BOISSIEU et A. GUBIAN, « *Les indicateurs de la politique budgétaire et fiscale* ». Observations et Diagnostics Economiques, Revue de l'OFCE, n° 9.
- [2] D. BRUNEEL et J.P. PATAT, « *Dix ans de régulation monétaire* », Actes du 8^e Colloque Banque de France-Université, Cahiers Economiques et Monétaires n° 18. Banque de France 1983.
- [3] J.H. DAVID, « *La monnaie et la politique monétaire* », Economica 1983.
- [4] C. RIST, « *Le banquier et le nouveau régime de contrôle du crédit institué en décembre 1984* », Observations et Diagnostics Economiques, Revue de l'OFCE n° 11.
- [5] H. STERDYNIAK et C. VASSEUR, « *Encadrement du Crédit et politique monétaire* », Observations et Diagnostics Economiques, Revue de l'OFCE n° 11.

ANNEXES

I. Masse monétaire et contreparties

Masse monétaire

Les actifs liquides détenus par les agents non financiers et gérés par les institutions financières et le Trésor composent l'agrégat monétaire le plus large M3.

Il comprend :

— les disponibilités monétaires : M1

(billets, monnaies divisionnaires, dépôts à vue dans les banques, les établissements financiers, les chèques postaux, les caisses d'épargne, le Trésor).

— les placements liquides ou à court terme : M3 – M1

(placements sur livrets, CODEVI, comptes d'épargne logement, livrets d'épargne populaire ; dépôts à terme ; bons émis par les banques et le Trésor, les PTT, les groupements régionaux d'épargne et de prévoyance, la Caisse nationale de l'énergie ; plans d'épargne logement des banques et caisses d'épargne ; livrets d'épargne des travailleurs manuels).

Les placements liquides ou à court terme gérés par les seules banques et le Trésor constituent la *quasi-monnaie*. La *masse monétaire* M2 comprend les *disponibilités monétaires* M1 et la *quasi-monnaie* (M2 – M1).

La prise en compte des seuls actifs détenus par les résidents permet de définir d'autres agrégats : M1R, M2R, M3R. Ce sont les moyens de paiements destinés par nature à être utilisés sur le marché des biens et services (ce qui n'est pas en général le cas pour les dépôts des non-résidents).

34. Agrégats monétaires à la fin de 1983

Milliards de francs

M2 1 961,1	Disponibilités monétaires		M1 982,6
	Quasi-monnaie gérée par les banques et le Trésor	Placements liquides ou de court terme	M3 - M1 1 833,1
M3 - M2 854,6	Autres liquidités		
M3 2 815,7	Ensemble des liquidités		M3 2 815,7

Source : Banque de France.

Contreparties de la masse monétaire résidents M2R

35. Contreparties de la masse monétaire résidents M2R à la fin de 1983

MASSE MONÉTAIRE RÉSIDENTS (M2R)	1 836,8
— EXTÉRIEUR	30,8
— CRÉDIT INTERNE NET	1 806,0
Créances sur le Trésor public	254,8
Crédits bancaires nets aux résidents	1 551,2
• Créances sur l'économie	(1 876,5)
- Crédits bancaires résidents	1 798,4
- Titres de placement	78,1
• A déduire : ressources stables	(-) (345,2)
• Divers nets	(19,9)

Sources : Banque de France.

Les divers éléments de la masse monétaire représentent des dettes (ou des engagements) de la Banque de France, des banques, des établissements financiers et du Trésor à l'égard des agents non financiers.

L'analyse des créances détenues en contrepartie par ces institutions permet de cerner les origines de la création monétaire.

On distingue deux contreparties pour M2R, masse monétaire résidents, qui regroupent les sources de création monétaire d'origine externe et celles d'origine intérieure.

La contrepartie « *Extérieur* » représente l'incidence des opérations enregistrées en balance des paiements sur les liquidités des résidents. Elle varie avec les réserves de change et la position nette du secteur bancaire vis-à-vis des non résidents.

Le *crédit interne net* comprend l'ensemble des financements monétaires internes soit l'endettement monétaire de l'Etat (*créances sur le Trésor public*), les *créances sur l'économie*, les *ressources stables* et les divers nets. Les créances sur l'économie comprennent les crédits bancaires aux résidents, les titres de placements sur sociétés non financières. Les ressources stables des banques viennent en déduction car elles leur permettent des financements non monétaires d'une partie de leurs crédits. Enfin une partie « *divers nets* » reprend l'ensemble des autres parties des bilans bancaires sans signification économique précise. On regroupera les créances sur l'économie, nettes des ressources stables et y compris les divers nets, sous le nom de *crédits bancaires nets aux résidents*.

II. « Contrepartie extérieure » et interprétation en terme de contrepartie

Dans les concepts de la balance des paiements, la *position monétaire extérieure* représente la contribution de l'endettement à *court terme* du secteur bancaire et du secteur public et oppose ainsi les opérations des banques selon leur terme. Dans les concepts monétaires, en revanche, le *solde à financer* sur ressources monétaires est le *solde des agents non financiers* ; l'ensemble des opérations du secteur bancaire avec l'extérieur contribue à sa couverture quels qu'en soient les termes. L'opposition est donc en terme d'agents non bancaires et bancaires. Si l'on fait abstraction des incidences du flottement des monnaies, non explicitées ici, la contrepartie « extérieur » de M2R représente le financement du solde des agents non bancaires (tableau 34). Elle comprend deux grands postes, la position des banques vis-à-vis de l'extérieur et les avoirs en or et devises de la Banque de France.

Ainsi un emprunt de 100 effectué à l'extérieur par une entreprise réduit le solde à financer et la contrepartie « extérieur » de M2R augmente d'autant (poste : or et devises). Par contre si une banque fait un emprunt de 100, par exemple en émettant des obligations, le solde à financer reste inchangé (solde des agents non bancaires). La contrepartie « extérieur » ne varie pas, vu le double mouvement « opérations sur valeurs mobilières des non-résidents » (- 100), « or et devises » (+ 100).

Cet exemple permet de nuancer l'analyse en terme de contrepartie, telle qu'elle est faite ici, qui conduit à expliquer des variations de la masse monétaire par celles de ses contreparties, sans en rechercher l'origine économique. Il se peut en effet que deux opérations ayant la même signification économique et donc le même impact sur la masse monétaire aient cependant des effets différents sur ces contreparties. L'entreprise qui doit obtenir 100 pour financer un investissement en France peut s'endetter à l'étranger ou s'adresser à sa banque. Dans le premier cas, nous l'avons montré, la contrepartie « extérieur » augmente de 100 et la masse monétaire M2R également. Dans le second cas si la banque émet 100 d'obligations à l'extérieur à la place de l'entreprise et, accorde un crédit de 100, cela se traduit par une variation de la contrepartie « crédits bancaires nets aux résidents » de 100. L'emprunt sur le marché des capitaux a une incidence nulle sur l'extérieur. Dans les deux cas la masse monétaire a augmenté de 100 à cause d'un emprunt à l'extérieur pour financer un investissement. Mais la traduction de cette augmentation sur les contreparties est différente.

D'autres exemples pourraient illustrer également des interdépendances entre les contreparties « créances sur le Trésor public » et « crédits bancaires nets aux résidents ». Ils mettraient en évidence que la création monétaire imputable au Trésor ne peut se résumer par la seule variation de la contrepartie « créance sur le Trésor ».

36. Incidence des relations avec l'extérieur
sur la masse monétaire M 2 R et ses contreparties ⁽¹⁾

En milliards de francs

	1980	1981	1982	1983 (*)
<i>Solde des transactions courantes</i>	- 17,6	- 25,8	- 79,3	- 28,2
<i>Solde des mouvements spontanés de capitaux non monétaires (hors institutions financières bancaires et emprunts d'Etat) :</i>				
— A long terme	- 5,4	- 28,9	- 21,1	- 9,1
— A court terme	+ 21,4	- 24,2	+ 8,6	- 11,6
<i>Emprunts extérieurs directs autorisés (hors Etat et institutions financières bancaires) nets de tous remboursements</i>	+ 14,5	+ 22,-	+ 42,5	+ 40,5
<i>Solde à financer</i>	+ 12,9	- 56,9	- 49,3	- 8,4
<i>Incidence du flottement des monnaies sur la position en devises des banques</i>	+ 3,1	- 1,2	- 9,—	- 27,5
Ajustement entre données balance des paiements et Conseil national du crédit	- 0,5	—	- 2,6	+ 9,9
<i>Incidence de l'extérieur sur la masse monétaire résidents (M 2 R)</i>	+ 15,5	- 55,7	- 60,9	- 26,—
— Variation de la contrepartie « extérieur » de M 2 R	+ 13,8	- 33,4	- 53,9	- 31,7
• Position des banques	- 11,5	- 27,-	- 10,9	- 43,9
- Crédits à la clientèle non résidente	(+ 41,2)	(+ 70,6)	(+ 77,-)	(+ 75,9)
- Dépôts de la clientèle non résidente	(- 21,-)	(- 20,9)	(- 19,9)	(- 21,9)
- Correspondants étrangers	(- 31,6)	(- 76,9)	(- 37,8)	(- 75,7)
- Opérations sur valeurs mobilières avec les non-résidents	(- 0,1)	(+ 0,2)	(- 30,2)	(- 22,2)
• Créances des banques sur le Fonds de stabilisation des changes	—	—	+ 6,9	+ 5,—
• Avoirs nets en or et devises (Banque de France)	+ 25,3	- 6,4	- 49,9	+ 7,2
— Incidence des résultats du Fonds de stabilisation des changes (imputés aux créances sur le Trésor public)	+ 1,7	- 22,3	- 7,—	+ 5,7

Source : Conseil national du crédit.

(*) Chiffre provisoire.

(1) Les emprunts en devises de l'Etat ne sont pas des sources de financement pour les agents non financiers. Ils ne modifient donc pas le solde à financer.

III. Crédits privilégiés et encadrement du crédit

Au fil des ans les crédits privilégiés ont pris une place croissante dans les crédits distribués, que ce privilège soit quantitatif (une norme de progression plus favorable que celle des crédits ordinaires ou pas de norme du tout) ou qu'il porte sur les taux d'intérêts pratiqués. Nous décrivons dans cette annexe l'évolution passée de ces crédits préférentiels et les orientations à venir dans le cadre de la nouvelle politique monétaire.

Les crédits à l'économie soumis à la norme générale ont vu leur part diminuer

On pouvait distinguer parmi les crédits alloués à l'économie ceux qui étaient soumis aux normes générales de l'encadrement ; ceux qui tout en étant encadrés bénéficiaient de normes de progression plus favorables ; et ceux qui n'étaient pas encadrés du tout, qu'il s'agisse de crédits en francs (à l'exportation, au logement, à l'agriculture ou aux administrations publiques) ou de crédits en devises aux résidents.

Ces derniers représentaient à peine 2 % du total des crédits il y a dix ans, et plus de 20 % en 1983-1984. Les crédits encadrés soumis à des normes spécifiques ont vu leur part tripler en dix ans ; la norme générale qui s'appliquait ainsi à plus de 90 % des crédits en 1973 n'en concernait plus que 62 % en 1983.

37. Crédits à l'économie ventilés selon la réglementation des réserves supplémentaires

En pourcentage du total	1980	1981	1982	1983
* Concours encadrés	86,1	83	80,6	78,8
● Soumis aux normes générales	70,2	66,5	64,1	61,7
● Soumis à des normes spécifiques	15,9	16,5	16,5	17,1
dont				
- exportation	10,6	11,1	10,9	10,8
- investissement	0,7	0,7	0,7	0,8
- habitat	4,6	4,6	4,8	5,4
* Concours non encadrés	13,9	17,0	19,4	21,2
dont :				
- en francs	5,3	5,6	6,2	6,6
- en devises étrangères aux résidents	8,6	11,4	13,2	14,6

Source : Conseil national du crédit.

La nouvelle politique monétaire supprime ces distinctions : aucune norme de progression n'est désormais fixée et le contrôle quantitatif sur les liquidités distribuées par les banques s'exerce par le seul système

des taux progressifs de réserves obligatoires sur les encours de crédits, nets des ressources stables. Les crédits à l'exportation, au logement et à l'investissement resteront privilégiés puisqu'un pourcentage de leur progression sera déduit de la progression des encours nets. Ce pourcentage, fixé actuellement à 30 %, pourra être modifié. La progression des crédits attribués à ces secteurs restera donc plus forte que celle des crédits ordinaires, prolongeant ainsi la tendance passée.

Les crédits à taux préférentiels atteignent près de 50 % du total des crédits

Parmi l'ensemble des concours à l'économie les crédits à taux préférentiels ont constitué près de la moitié des crédits distribués dans la décennie passée. La répartition selon les agents économiques s'est déformée lentement dans les encours, mais la part des crédits nouveaux à l'investissement s'est accrue en fin de période, au détriment des collectivités locales et du secteur agricole. La priorité à l'équipement industriel a donc été effective : les crédits privilégiés ont financé environ 20 % du total des dépenses d'équipement et 50 % de l'investissement industriel selon notre estimation en 1983-1984 ; les prêts nouveaux au logement finançaient plus de la moitié des achats en logement des ménages. Seule l'exportation apparaissait moins favorisée avec moins de 10 % des dépenses financées, mais les aides à ce secteur consistaient autant en garanties de risques non recensés ici qu'en financements à taux préférentiels.

38. Crédits à taux préférentiels

Répartition des encours de crédits à taux préférentiels et aux conditions du marché

En % du total

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Aux taux préférentiels	43,7	44,1	44,6	44,8	44,3	44,1	44,1
dont faiblement privilégiés	4,1	4,5	5,3	6,4	6,5	6,6	7,2
Aux taux du marché	56,3	55,9	55,4	55,2	55,7	55,9	55,6

Source : Conseil national du crédit.

39. Répartition des prêts nouveaux à des taux préférentiels par secteur d'activité économique

En % du total

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Crédits aux collectivités locales .	15	15	12	13	13	13	12
Crédits au secteur agricole	12	8	6	6	6	6	5
Crédits à l'investissement non agricole	13	11	13	13	14	15	18
Crédits au logement	35	41	48	47	43	41	42
Crédits à l'exportation	25	25	21	21	24	25	23

Sources : Banque de France, Conseil national du crédit.

Les aides à l'exportation s'accroissent

Les aides à l'exportation sont sans doute parmi toutes les aides à l'économie les plus difficiles à mesurer, en premier lieu parce que les engagements internationaux de la France à l'égard du GATT et de la CEE ne lui permettent pas d'accorder des aides à l'exportation de nature à avantager les entreprises françaises vis-à-vis de la concurrence étrangère ; en second lieu parce que des aides telles que la garantie du risque économique ne peuvent être évaluées qu'a posteriori. Aucune mesure ou objectif prévisionnel n'est par définition possible. L'aide à l'exportation s'est fortement développée ces dernières années et cette tendance devrait se prolonger.

Les crédits à l'exportation à moyen et long terme à taux privilégié, c'est-à-dire bénéficiant d'une bonification d'intérêt pour la Banque Française et Commerce Extérieur, se sont accrus au même rythme que les exportations, pendant toute la décennie passée.

Les crédits aux résidents et non résidents ont constitué une part croissante de l'ensemble des concours à l'économie, les normes d'encadrement pour l'exportation ayant été plus favorables que les normes générales. En 1985 les crédits à l'exportation resteront favorisés par les nouvelles règles imposées aux banques, par le maintien des procédures particulières (voir encadré) et par l'adoption de mesures nouvelles :

- extension aux entreprises de services de l'accès aux organismes d'aide à l'exportation (COFACE) ;
- accès de l'ingénierie au Fonds industriel de modernisation, aux prêts spéciaux à l'investissement destinés à accroître la capacité exportatrice ;
- assouplissement de la politique de crédits en devises pour aider au développement des grands contrats ;
- renforcement de la garantie de risque économique : la COFACE prendra en charge toute hausse des prix supérieure à 6 % l'an au lieu de 7,5 % jusqu'à présent.

L'exportation restera donc privilégiée tant par la politique monétaire que budgétaire.

Les aides à l'investissement à taux fortement préférentiels se développent

Au cours des dernières années, les aides à l'investissement se sont accrues et ont été orientées principalement vers l'industrie. A la réforme récente de l'encadrement du crédit et au maintien de la sélectivité en faveur de l'investissement correspondra une simplification des procédures d'aides à l'équipement ; le montant total des aides à taux bonifiés attribuées en 1985 devraient diminuer, mais ce recul reflète en réalité une extension des crédits à taux fortement privilégiés et la suppression des crédits faiblement bonifiés.

— Les prêts spéciaux à l'investissement existent de longue date ; ils ont toutefois été particulièrement développés depuis 1983 et progresseront encore de 4 milliards environ en 1985. Leur taux de 9,25 % est particulièrement attractif.

Les aides spécifiques à l'exportation

● Assurance-crédit

Elle permet aux entreprises, aux banques et aux établissements financiers d'être assurés contre les risques de fabrication (arrêt de production ou interruption de marché) et de crédit (non paiement) en cas de difficultés financières des pays clients, que les risques soient d'origine politique ou commerciale. Elle peut être étendue aux risques de change. La COFACE indemnise les entreprises et l'Etat assure l'équilibre de gestion de la COFACE (primes d'assurances - couverture des risques).

● Garantie de risque économique

Egalement gérée par la COFACE, cette procédure spécifique aux grands contrats d'équipement, couvre les entreprises contre l'évolution anormale des coûts de revient des marchés d'exportation conclus à prix ferme ou révisable plafonné lorsque l'exécution du contrat s'étend sur au moins douze mois.

● Assurance-prospection et assurance foire

Elle couvre les risques commerciaux encourus lors de la prospection de nouveaux marchés étrangers et les frais des manifestations commerciales agréées.

— Les prêts bancaires aux entreprises, financés sur ressources CODEVI et attribués aux taux de 9,75 et 10 % devraient s'accroître de 5 milliards.

— Il en est de même pour les prêts du Fonds industriel de modernisation, dont les crédits sont accordés à 8,75 %. Alimenté lors de sa création en 1983 par une contribution de la Caisse des dépôts et consignations, il l'est désormais par les dépôts CODEVI. Puisqu'il s'agit d'une transformation directe de dépôts à court terme vers des prêts à long terme, le coût budgétaire de la bonification est nul.

— Les prêts spéciaux de refinancement, créés en 1983 pour alléger les charges financières des entreprises endettées à des taux supérieurs à 11 % devraient progressivement s'amenuiser avec l'évolution récente des charges financières.

— Les prêts aidés aux entreprises (au taux de 11,75 %) tout comme les prêts dits « aux conditions du marché » (en réalité des crédits bénéficiant d'une bonification de 1 % par rapport aux conditions normales soit 14,5 % en 1984), après s'être également développé disparaîtront cette année.

— Enfin les prêts participatifs ne seront plus bonifiés.

40. Crédits à l'investissement

Prêts nouveaux à moyen et long terme à taux préférentiels ⁽¹⁾

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985		
Procédures spéciales à long terme :	10,0	9,4	13,1	13,9	17,7	19,6	29	31	18		
— prêts spéciaux à l'investissement	} 4,1	} 2,0	} 4,7	} 4,7	} 7,2	} 12,9	} 20,2	} 14,35	} 18		
— prêts aidés aux entreprises										} 7,15	} 0
— prêts « aux conditions du marché »											
Prêts spéciaux de refinancement							2	3	2		
Prêts complémentaire des banques sur ressources CODEVI							6	7	12		
Fonds industriels de modernisation							1	8,5	9,5		
Prêts participatifs						5	3	4,5			
Total	10	9,4	13,1	13,9	17,7	24,6	41	52	41,5		

Sources : Banque de France, ministère de l'Economie et des finances, estimations OFCE.

(1) hors prêts du FDES et prêts à l'artisanat.

IV. Société d'investissement à capital variable (SICAV) et fonds communs de placement à vocation générale (FCP)

Les SICAV et les FCP consistent en la gestion par une institution financière d'un portefeuille de valeurs mobilières dont chaque souscripteur détient des *actions* pour les SICAV, des *parts* pour les FCP.

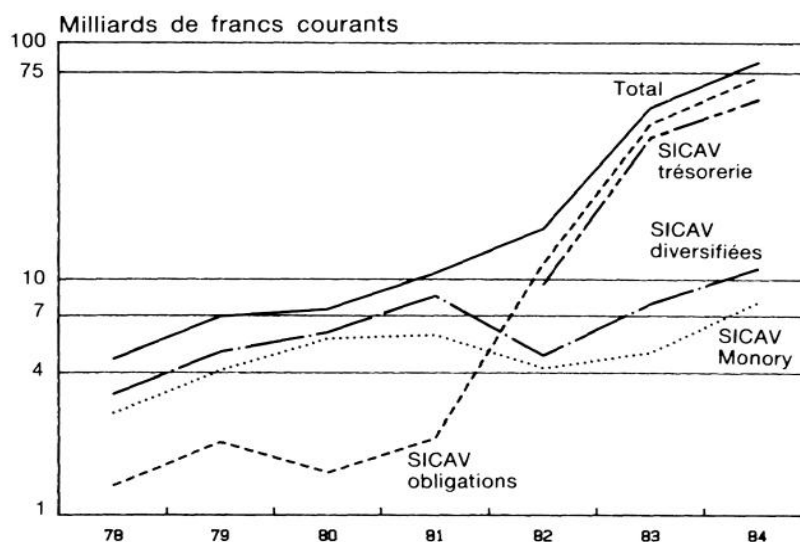
Les actifs des SICAV, supérieurs à 20 millions de francs, mais sans limite supérieure doivent détenir 30 % d'obligations françaises ou de liquidités. On classe les SICAV selon la composition de leur portefeuille, *valeur diversifiées et valeurs à revenu fixe* (SICAV obligations). Les premières ⁽¹⁾ comprennent les SICAV « Monory » créées dans le cadre de

(1) Il existe également des SICAV étrangères, des SICAV immobilières.

la loi de juillet 1978 sur la détaxation fiscale de l'épargne investie en actions de sociétés françaises (60 % de leur actif est composé d'actions françaises). Les comptes d'épargne en actions (CEA) les ont remplacé en 1983 ⁽²⁾. Parmi les SICAV-obligations, les SICAV de *court terme* ou *SICAV de trésorerie* sont spécialisées dans les placements en obligations à échéance rapprochée ou à taux variables. Elles ont été créées en 1982 à la suite des modifications de la réglementation de septembre 1981 relative aux taux d'intérêt créditeurs. Trois quarts de leur portefeuille était constitué d'obligations françaises, 60 % depuis début 1985.

L'actif des Fonds communs de placement à vocation générale (créés en 1979) est compris entre 2,5 et 100 millions de francs. Il existe également des FCP « Monory », « FCP-CEA », FCP court terme. Mis à part ces derniers, il n'y a pas de contrainte de détention minimale d'obligations françaises.

39. Souscriptions nettes des SICAV



Sources : Commission des opérations de Bourse, estimations OFCE.

Selon le type d'actif la SICAV ou le FCP est plutôt orienté vers la recherche de revenus fixes ou la recherche de plus-value. Dans les deux cas la fiscalité est favorable, c'est celle des produits qui les composent : obligations et actions ⁽³⁾.

A l'évolution des souscriptions en SICAV en 1978, conséquence de la loi « Monory » a fait suite en 1982 l'explosion du marché des SICAV-obligations (graphique 40). L'origine en est la création des SICAV de trésorerie. Le même phénomène a été sensible pour les FCP.

La forte évolution du marché obligataire s'explique notamment par le développement rapide de ce type de produit. La SICAV de trésorerie

(2) On doit déposer des SICAV composées d'au moins 60 % d'actions françaises mais également des actions françaises dans le CEA pour bénéficier des avantages fiscaux associés.

(3) Intérêts imposés au-delà de 5 000 F avec possibilité de prélèvement libératoire à 26 %, plus-value imposable pour des transactions supérieures à 251 500 F pour la partie « obligations » et abattement de 3 000 F sur les dividendes pour la partie « actions ». Le CEA donne droit à une déduction d'impôt égal à 25 % de l'investissement net de l'année dans la limite de 7 000 F pour une personne et 14 000 F pour un couple.

porte sur un marché de titres à long terme des disponibilités liquides, mais offre aux souscripteurs une liquidité absolue. En 1983 53,4 milliards de SICAV de trésorerie et de FCP court terme ont été souscrits pour 148,3 milliards d'émissions nettes d'obligations.

41. Actifs nets des SICAV et Fonds communs de placement (FCP)

Milliards de francs	1983	1984	Février 1985
Actifs des SICAV	190,8	296,4	330,5
dont SICAV de court terme	59,6	134	156,2
Actifs des FCP	82,8	—	—
dont FCP de court terme	36,6	—	—

Sources : Commission des opérations de Bourse, Technique de gestion financière.

V. Indicateur de la politique budgétaire

Un indicateur de la politique budgétaire et fiscale cherche à isoler dans l'évolution des recettes et dépenses la part qui peut être qualifiée de délibérée. Celle-ci est définie par opposition aux évolutions automatiques liées à la conjoncture et à la reconduction des mesures prises dans le passé.

On obtient l'indicateur d'action délibérée de la politique budgétaire en calculant le solde des variations délibérées des recettes et des dépenses. Un signe négatif révèle le caractère expansif de la politique budgétaire, un signe positif un caractère restrictif.

Pour prendre en compte l'effet de cette évolution de la politique budgétaire sur le PIB, on pondère les variations des recettes et dépenses par des coefficients multiplicateurs calculés à l'aide d'un modèle économétrique ⁽¹⁾.

Pour mesurer les seules évolutions délibérées ⁽²⁾ des recettes et dépenses, on compare les lois de finances de deux années successives. La loi de finances pour 1985 est ainsi rapprochée de celle pour 1984 corrigée des évolutions intra-annuelles (notamment le collectif de fin d'année). Les montants des recettes et dépenses de 1984 sont corrigés par un taux d'actualisation : 7,5 % pour les dépenses de biens et services, subventions ; 6 % pour les rémunérations et prestations sociales correspondant à des hypothèses de croissance du PIB en valeur et de prix à la consommation.

La débudgétisation de certaines dépenses, l'évolution de la parafiscalité et la quasi-suppression de la contribution de 1 % au profit de la Sécurité sociale exigera d'élargir l'analyse de ces évolutions délibérées notamment aux budgets des PTT, de la Sécurité sociale...

(1) Voir [1]. Il s'agit ici de calculer un indicateur d'impact (S2).

(2) Pour plus de détail voir l'annexe de la chronique de conjoncture d'avril 1984, Revue n° 7 de l'OFCE.