

Prévisions quantitatives

Perspectives de l'économie française en 1985 et 1986

Département d'économétrie de l'OFCE ⁽¹⁾

Poursuite de la désinflation, redressement du profit des entreprises, retour à l'excédent de la balance commerciale devraient caractériser l'évolution de l'économie française en 1985 et 1986, d'après cette prévision établie à l'aide du modèle trimestriel de l'OFCE.

Désinflation et rétablissement de la situation financière des entreprises sont les résultantes d'un mouvement de fond : l'écart entre la forte croissance de la productivité du travail et la stagnation du salaire réel. Le taux d'inflation descendrait en 1986 au dessous de 5 % ; la part de l'épargne brute des sociétés dans la valeur ajoutée, qui était tombée à 6 % en 1982, atteindrait 11 % en 1986, soit pratiquement son niveau d'avant la crise.

Cependant le rétablissement des profits ne déboucherait pas sur une forte reprise de l'investissement lequel resterait limité par la faiblesse des perspectives de débouchés. C'est la consommation qui impulserait la croissance, grâce à la politique de réduction de la fiscalité portant sur les ménages, politique qui compenserait la rigueur salariale.

La croissance (0,9 % en 1985 et 1,9 % en 1986) resterait insuffisante pour enrayer la montée du chômage, qui reprendrait après la pause due au développement des TUC.

Le redressement de la balance commerciale (- 13 milliards en 1985 ; + 18 milliards en 1986) reste fragile et étroitement conditionné par les hypothèses de baisse du dollar et d'un ralentissement limité de la demande mondiale. Dans le cas d'un dollar à 10 F, la balance commerciale serait juste équilibrée en 1986 et le taux d'inflation resterait à 5,5 %. Une croissance mondiale plus faible (3,6 % au lieu de 4,7 % en 1986) réduirait l'excédent commercial de 5 milliards et la croissance de l'investissement des entreprises (2,8 % au lieu de 3,4 % en 1986).

(1) Ces prévisions ont été réalisées à l'aide du modèle OFCE-trimestriel. Elles incorporent les informations disponibles au 1^{er} juin 1985.

Perspectives générales

L'environnement international

S'il semble aujourd'hui probable que l'ampleur des déficits extérieurs et publics des Etats-Unis entraînera tôt ou tard une politique plus restrictive et une baisse du dollar, l'incertitude est beaucoup plus grande sur l'imminence du processus. Cependant, quelle que soit l'échéance, la forte croissance que connut l'économie américaine semble aujourd'hui appartenir au passé. Plusieurs éventualités sont envisageables à l'horizon 1986 : un ralentissement progressif de la croissance américaine accompagné d'une baisse lente des taux d'intérêt et du dollar (c'est l'hypothèse centrale retenue dans le compte présenté) ; une recession plus marquée, combinée avec une baisse plus forte de la monnaie américaine ; enfin le maintien de la situation actuelle, dollar fort et déficits croissants, pendant une période encore assez longue.

Les différences quant aux effets sur l'économie mondiale ne sont pas aussi tranchées qu'on pourrait le supposer. Une forte baisse du dollar aurait initialement des effets favorables pour les pays endettés et pour l'ensemble des pays importateurs de pétrole⁽²⁾ ; les effets restrictifs du rééquilibrage des échanges avec les Etats-Unis n'interviendraient que beaucoup plus tard. Si une telle baisse résultait d'un resserrement budgétaire et donc d'un ralentissement plus marqué de la croissance américaine, celui-ci pourrait être compensé, au moins pendant quelques trimestres, par le desserrement des contraintes des PVD et de certains pays européens. Aussi l'incertitude sur la croissance mondiale à court terme est-elle probablement plus faible que celle qui affecte l'évolution des changes.

Les hypothèses retenues dans la prévision sont les suivantes :

- La croissance européenne resterait en moyenne voisine de ce qu'elle fut en 1984 et ne compenserait pas le ralentissement de la croissance américaine. L'augmentation de la demande de produits manufacturés adressée à la France ralentirait progressivement (5,6 % en 1985 ; 4,7 % en 1986 au lieu de 8,5 % en 1984).
- Le dollar baisserait lentement par rapport aux monnaies européennes et aucun ajustement de parité entre le franc et le mark n'interviendrait avant les élections françaises. Le franc continuerait donc à s'apprécier en termes réels par rapport au mark jusqu'au deuxième trimestre 1986. Mais, au second semestre 1986, le mark atteindrait 3,26 F (+ 6,8 %) tandis que le dollar baisserait au contraire à 9 F au premier semestre et atteindrait 8,50 F à la fin de l'année 1986.
- Les taux d'intérêt mondiaux continueraient leur lente dégrè, le taux du marché monétaire américain s'abaissant de 8,5 % au début de 1985 à 7,5 % à la fin de 1986.

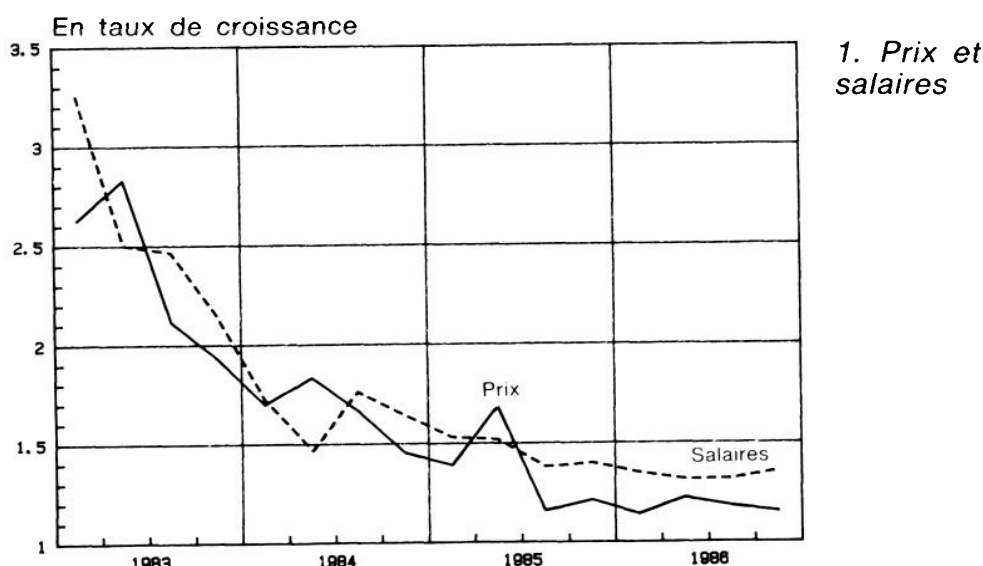
(2) Une compensation de la baisse du dollar par une hausse du prix du baril en dollar paraît peu probable dans les conditions actuelles du marché.

- Le prix du pétrole en dollar, qui a diminué au premier trimestre, resterait stable, sur l'ensemble de la période de prévision.

Cet environnement international serait donc relativement favorable pour l'économie française, ce qui permettrait d'une part la poursuite de la désinflation et du redressement du profit des entreprises, d'autre part une politique économique compensant la faible croissance du salaire réel par une redistribution fiscale en faveur des ménages.

L'écart entre la croissance de la productivité du travail et celle du salaire réel...

L'année 1984 a été marquée par une stagnation du salaire réel (-0,1 % en glissement) et une forte croissance de la productivité du travail (4,2 % en glissement). La stagnation du salaire réel a résulté de la politique salariale et, plus encore, de la détérioration de la situation du marché du travail. Une évolution moins défavorable du marché du travail et le ralentissement de l'inflation permettraient une reprise de la croissance du pouvoir d'achat du salaire (0,3 % en 1985, 0,6 % en 1986), qui resterait modérée au regard des gains de productivité et ne remettrait pas en cause le processus de désinflation et d'assainissement de la situation financière des entreprises.



Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

... conforte la désinflation et le redressement des profits...

Le ralentissement de l'inflation et le redressement du profit des entreprises en 1984 sont la résultante d'un mouvement de fond : l'écart entre la croissance de la productivité du travail et celle du salaire réel. Cet assainissement s'est opéré en dépit d'une évolution défavorable du prix des importations (9,5 % en glissement contre 5,8 % pour le prix du PIB) due notamment à l'appréciation du dollar.

En 1985 et 1986 désinflation et redressement des profits se poursuivraient malgré la réduction de l'écart de croissance entre le salaire réel

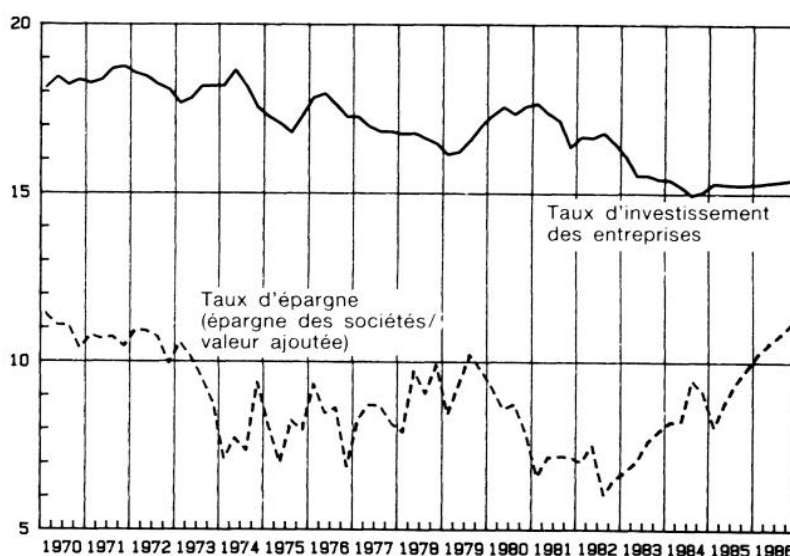
et la productivité du travail. Ils seraient confortés par la baisse du dollar, par la stabilité des taux de cotisations sociales à la charge des employeurs et par la diminution des frais financiers. Le rythme d'augmentation des prix de détails atteindrait 5,6 % en glissement en 1985 (contre 6,9 % en 1984) et 4,8 % en 1986.

L'inflation française rejoindrait ainsi les taux observés de 1968 à 1972, avant le premier choc pétrolier. Il en serait de même de la rentabilité des entreprises. La part de l'épargne brute des sociétés dans la valeur ajoutée, qui était tombée à 6 % en 1982, atteindrait 11 % en 1986, soit pratiquement le niveau d'avant crise (graphique 2).

... ne déboucherait pas nécessairement sur la reprise de l'investissement

Les conditions d'une reprise durable de l'investissement ne seraient pas pour autant réunies. La faiblesse des perspectives de croissance de l'économie française (et plus généralement européenne) constituerait la principale contrainte de l'investissement, qui n'augmenterait en volume que de 1,4 % en 1985 et 3,4 % en 1986. Le décalage entre le niveau élevé des profits et la faible croissance de l'investissement entraînerait un taux d'autofinancement exceptionnellement élevé au regard de l'évolution passée, ce qui permettrait un certain désendettement des entreprises.

2. Investissement des entreprises, épargne des sociétés



Sources : Comptes trimestriels. Prévisions OFCE.

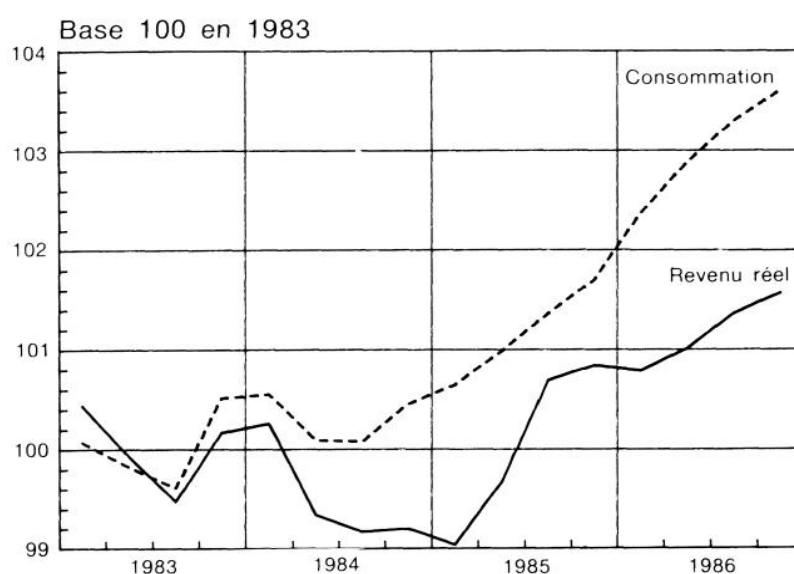
La politique économique soutient le revenu des ménages

L'amélioration de la situation financière des entreprises permet en 1985 de réduire l'aide qu'elles reçoivent de l'Etat, tandis que le revenu des ménages est soutenu par la réduction de la fiscalité directe. Nous avons supposé qu'en 1986 cette orientation de la politique économique se maintiendrait, avec cependant une réduction plus modeste des impôts directs des ménages, accompagnée du remboursement anticipé

(au premier trimestre 1986) de l'emprunt obligatoire de 1983, dont l'échéance est en juin 1986.

La baisse du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages (il a diminué de - 1,8 % de la mi-1982 au premier trimestre 1985, alors que le volume du PIB progressait de 3,3 %) ferait place à une augmentation en glissement de 1,8 % en 1985 et de 0,6 % en 1986 (en raison du profil, la hausse en moyenne annuelle serait en revanche de 0,6 % en 1985 et 1,1 % en 1986).

La consommation des ménages recommencerait à croître (1,3 % en glissement en 1985, 2 % en 1986), tandis que la baisse de l'investissement logement pourrait connaître un net ralentissement, conforté par la diminution des taux d'intérêt.



3. Revenu et consommation des ménages

Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

A une croissance impulsée par le solde extérieur et l'agriculture succéderait une croissance impulsée par les dépenses des ménages

Si on décompose comptablement la croissance du PIB de l'année 1984 (tableau 1), on constate que ce sont les variations de stocks qui sont responsables de la quasi-totalité de la croissance (1,8 % sur 2,0 %). L'impact des investissements des entreprises et des dépenses des administrations est pratiquement nul ; celui des dépenses des ménages nettement négatif. Enfin le solde extérieur contribue pour 0,6 % à la croissance. Sectoriellement c'est l'agriculture qui est responsable des 0,6 % de croissance de solde extérieur et de 0,4 % des 1,8 % de variations de stocks ; soit, au total, de la moitié de la croissance. L'économie française, frappée par la faiblesse de la demande interne, n'ayant guère su bénéficier de la croissance de la demande étrangère, a reçu un ballon d'oxygène de la forte production agricole.

En 1985 la croissance du PIB ne serait, en glissement, que de 0,6 %. Certes la demande interne se redresserait, en particulier celle des ménages, mais les variations de stocks contribueraient négativement à la croissance et la demande mondiale se ralentirait. En 1986 la

croissance du PIB atteindrait 2,1 % en glissement, grâce à une augmentation plus soutenue de la consommation des ménages.

1. Contribution à la croissance du PIB

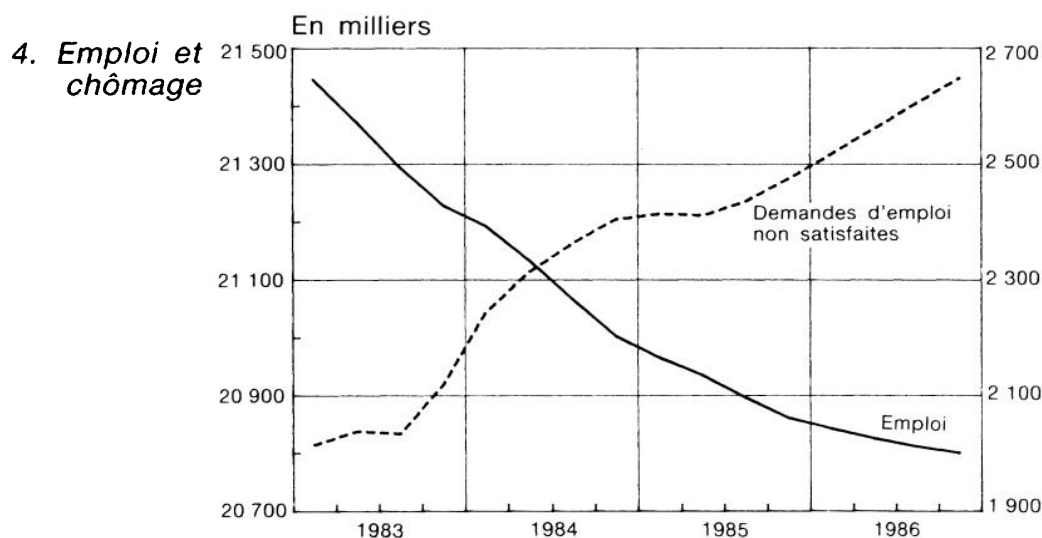
En glissement annuel, en %

	1984	1985	1986
Dépenses des ménages	- 0,4	0,8	1,2
Investissement des entreprises et des institutions financières	- 0,1	0,4	0,6
Dépenses des administrations	0,1	—	0,1
Variation de stocks	1,8	- 0,8	0,2
Solde extérieur	0,6	0,2	0,0
PIB	2,0	0,6	2,1

Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

La baisse des effectifs ralentirait progressivement, mais le chômage, après une stabilisation jusqu'à l'automne 1985, pourrait croître à nouveau

En 1984 la réduction de l'emploi s'est effectuée à un rythme légèrement plus faible qu'en 1983. L'amélioration perceptible récemment dans certains secteurs devrait se poursuivre dans le secteur tertiaire, où la reprise progressive de la consommation devrait entraîner à nouveau des créations nettes d'emploi. Ce redressement resterait cependant insuffisant pour enrayer la montée du chômage, qui reprendrait après la stabilisation observée depuis le début de l'année. Les entrées en stage dans le cadre des TUC pourraient en effet continuer à restreindre le chômage des jeunes et à stabiliser le chômage total jusqu'à l'automne. Mais ensuite les entrées seront à peu près équilibrées par les sorties. Le dispositif cessera donc d'avoir un impact favorable sur le chômage. Le nombre de demandeurs d'emploi resterait au-dessous des 2,5 millions au début de 1986, mais atteindrait 2,6 millions en fin d'année.



Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

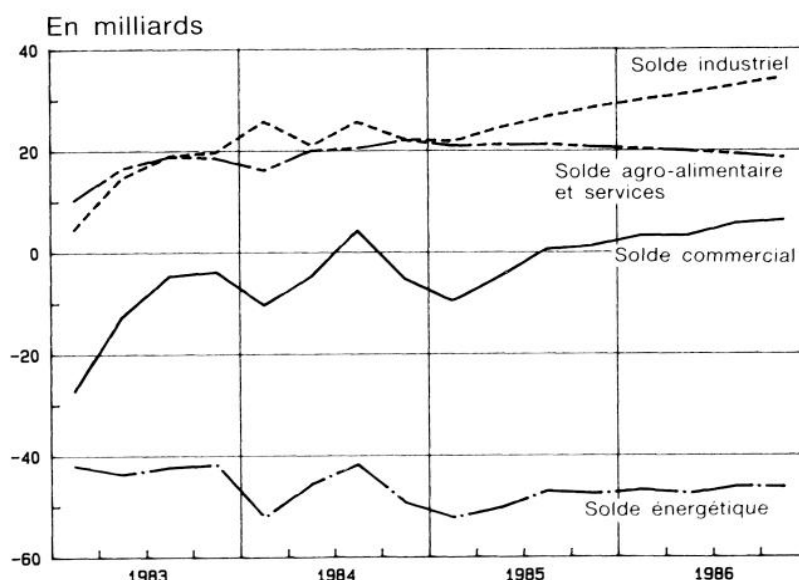
Une décrue des taux d'intérêts et un ralentissement de la croissance de la masse monétaire accompagneraient la désinflation

La poursuite de la désinflation, le faible besoin de financement des entreprises et le maintien d'un financement principalement obligataire du déficit public permettraient de respecter la norme de croissance de la masse monétaire, malgré la neutralité de la contrepartie « extérieur ». La baisse du taux du marché monétaire et des taux administrés permettrait au taux de base bancaire de revenir à 9 % en moyenne en 1986.

L'équilibre extérieur reste fragile

Le rétablissement de l'équilibre extérieur s'est poursuivi en 1984 grâce à une nouvelle amélioration de l'excédent industriel. Le redressement fut toutefois plus faible qu'en 1983 du fait de la détérioration du solde énergétique. La montée du dollar ne fut pas compensée, comme en 1983, par une forte baisse du prix du pétrole et une réduction des volumes importés.

Malgré la détérioration observée en fin d'année 1984 et au premier trimestre 1985 le redressement, conforté par la baisse du dollar, pourrait se poursuivre, quoiqu'à un rythme plus lent. Le déficit commercial de 13 milliards de francs en 1985 ferait place à un excédent de 18 milliards en 1986. Celui-ci résulterait simultanément d'une nouvelle hausse de l'excédent industriel et de la baisse du déficit énergétique. Mais ce résultat reste fragile.



5. Soldes extérieurs

Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

Dans l'hypothèse où la baisse du dollar ne se produirait pas et où celui-ci ne maintiendrait à sa valeur moyenne du premier semestre 1985, le déficit commercial s'établirait à 16 milliards en 1985 et la balance commerciale serait juste équilibrée en 1986. La désinflation serait moins forte (les prix à la consommation augmenteraient en glisse-

ment de 5,5 % au lieu de 4,8 % en 1986), et l'amélioration du profit des entreprises serait moins nette (la part de l'épargne brute des sociétés s'établirait à 8,3 % du PIB au lieu de 8,6 %). Une croissance mondiale plus faible (3,6 % au lieu de 4,7 % en 1986) aurait moins d'impact sur le solde extérieur, car elle ralentirait la croissance française et, par conséquent, les importations. Le solde des biens et services serait seulement réduit de 5 milliards de francs, mais la croissance de la production industrielle diminuerait en 1986 de 0,7 point, et celle de l'investissement des entreprises de 0,6 point.

Les simulations présentées dans le tableau 5 montrent qu'en ce qui concerne le solde extérieur l'incertitude majeure reste en 1986, comme au cours des années précédentes, l'évolution du dollar.

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

	Niveau (en milliards F 70)	Taux de croissance trimestriel								Taux de croissance annuel		
		1984	1984-3	1984-4	1985-1	1985-2	1985-3	1985-4	1986-1	1986-2	1984	1985
PIB marchand	1 060	1,3	0,3	- 0,6	0,6	0,3	0,3	0,6	0,6	1,9	0,9	1,9
Importations	289	- 0,5	2,7	0,4	0,5	0,5	0,7	1,0	1,0	2,3	3,0	3,5
Consommation marchande des ménages	756	0,0	0,4	0,2	0,3	0,4	0,3	0,7	0,5	0,7	0,9	1,9
Consommation marchande des administrations	62	0,8	0,8	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	3,1	2,6	2,1
FBCF totale	232	- 0,5	- 0,1	0,4	0,5	- 0,1	0,2	0,6	0,6	- 2,3	0,2	1,8
dont : - Entreprises	135	- 0,8	0,2	0,7	1,1	0,5	0,4	0,8	1,0	- 0,7	1,4	3,4
- Ménages	47	- 2,7	- 1,8	- 0,8	- 0,4	- 0,8	- 0,3	- 0,3	- 0,5	- 6,8	- 4,8	- 1,8
- Administrations	30	2,0	0,2	1,2	- 1,3	- 2,0	- 0,7	0,5	0,4	- 1,7	- 0,2	- 1,0
Exportations	297	3,2	1,3	- 0,1	0,9	0,9	0,9	1,0	1,3	6,9	3,6	4,1
Variations de stocks (en milliards de F 70)	13,0	3,6	4,8	2,9	3,3	3,1	2,8	2,6	2,6	13,0	12,1	11,5
Produits manufacturés :												
Production	552	3,6	- 0,6	- 1,3	0,9	0,6	0,6	0,7	1,0	1,9	0,8	3,2
Importations	213	0,4	3,8	- 0,6	0,3	0,6	0,6	0,9	0,9	3,0	3,2	3,3
Exportations	207	4,4	1,5	- 0,4	1,0	1,2	1,3	1,4	1,7	7,8	3,7	5,6
Variations de stocks (en milliards de F 70)	7,5	2,5	3,5	2,5	2,3	2,2	2,1	1,9	1,9	7,5	9,0	7,1

Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

3. Quelques résultats significatifs

	1984-3	1984-4	1985-1	1985-2	1985-3	1985-4	1986-1	1986-2	1984	1985	1986	
Effectifs salariés (en %)	- 0,4	- 0,4	- 0,2	- 0,1	- 0,2	- 0,2	0,0	0,0	- 1,5	- 1,0	- 0,3	
<i>dont</i> Industrie (en %)	- 0,9	- 0,8	- 0,7	- 0,7	- 0,6	- 0,5	- 0,4	- 0,3	- 3,2	- 2,9	- 1,6	
Demandes d'emplois non satisfaites (en millions)	2,36	2,40	2,42	2,41	2,44	2,47	2,52	2,56	2,40	2,44	2,65	fin d'année
Prix à la consommation (*) (en %)	1,7	1,5	1,4	1,7	1,2	1,2	1,1	1,2	7,7/6,9	6,0/5,6	4,9/4,8	moyenne / glissement
Salaire horaire moyen (en %) ...	1,8	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	7,8/6,8	6,3/5,9	5,6/5,4	moyenne / glissement
Pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages (en %)	- 0,2	0,1	- 0,2	0,6	1,0	0,1	- 0,1	0,2	- 0,5	0,6	1,1	
Taux d'épargne (en points)	13,6	13,4	13,0	13,3	13,9	13,7	13,1	12,9	13,7	13,5	12,9	
<i>Entreprises :</i>												
Excédent brut d'exploitation/Valeur ajoutée (en points)	38,9	38,2	37,6	38,5	39,0	39,4	39,3	39,5	38,2	38,6	39,5	
Epargne brute/PIB marchand (en points)	7,6	7,4	6,5	7,1	7,6	7,9	8,3	8,5	7,1	7,3	8,6	
Taux d'autofinancement (en points)	83,1	81,1	72,6	77,4	81,3	84,0	86,6	88,4	77,9	78,8	89,2	
<i>Administrations :</i>												
Capacité de financement (en milliards de F)	- 33	- 25	- 29	- 31	- 37	- 41	- 38	- 38	- 127	- 138	- 151	
Capacité de financement/PIB total (en points)	- 3,0	- 2,2	- 2,6	- 2,7	- 3,2	- 3,3	- 3,2	- 3,1	- 3,0	- 3,0	- 3,1	

Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

(*) Indice INSEE, 295 postes.

4. Les hypothèses d'environnement international ; le solde extérieur

	1984-3	1984-4	1985-1	1985-2	1985-3	1985-4	1986-1	1986-2	1984	1985	1986
Demande mondiale de produits industriels adressée à la France	4,3	1,4	0,8	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	8,5	5,6	4,7
Prix des concurrents en devises	2,8	0,8	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	5,3	4,7	4,8
Prix des importations d'énergie en dollars	- 9,1	5,8	- 4,0	0	0	0	0	0	- 3,7	- 4,4	0,0
Taux de change : \$/DM	2,92	3,06	3,26	3,11	3,00	3,00	2,90	2,80	2,85	3,09	2,75
DM/F	3,06	3,06	3,05	3,06	3,06	3,07	3,11	3,22	3,06	3,06	3,22
\$/F	8,96	9,36	9,96	9,52	9,21	9,21	9,02	9,02	8,73	9,47	8,84
Prix des importations en francs	0,7	3,5	2,6	- 0,3	- 0,9	0,8	0,2	1,6	9,7	5,0	1,5
Prix des exportations en francs	0,6	1,2	1,5	1,1	0,6	0,8	0,8	1,3	9,1	4,8	3,7
Solde commercial (en milliards de F)	4,3	- 5,3	- 9,7	- 4,9	- 0,6	1,3	3,2	3,2	- 16,2	- 12,8	18,1
Capacité de financement (en milliards de F)	- 0,3	- 5,8	- 12,7	- 8,2	- 2,4	- 1,4	- 0,7	- 1,1	- 29,0	- 24,8	10,3

Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

5. Les incertitudes

	Prévision centrale		Maintien du dollar		Demande mondiale plus faible	
	1985	1986	1985	1986	1985	1986
<i>Hypothèses :</i>						
Demande mondiale	5,6	4,7	5,6	4,7	5,3	3,6
Dollar/F	9,47	8,84	9,63	10,0	9,47	8,84
<i>Taux de croissance (moyenne annuelle) :</i>						
PIB marchand	0,9	1,9	0,9	2,1	0,8	1,7
Importations	3,0	3,5	3,0	3,3	2,9	2,9
Consommation marchande des ménages	0,9	1,9	0,8	1,7	0,9	1,8
FBCF totale	0,2	1,8	0,2	1,7	0,1	1,5
<i>dont</i> entreprises	1,4	3,4	1,4	3,1	1,3	2,8
Exportations	3,6	4,1	3,7	4,6	3,4	3,2
<i>Produits manufacturés :</i>						
Production	0,8	3,2	0,8	3,6	0,6	2,5
Importations	3,2	3,3	3,2	3,2	3,0	2,5
Exportations	3,7	5,6	3,8	6,1	3,4	4,5
<i>Niveaux (en milliards de F) :</i>						
Solde commercial	- 13	+ 18	- 16	+ 1	- 14	+ 13
<i>dont</i> Industrie	101	128	+ 101	+ 131	+ 100	+ 122
Energie	- 197	- 187	- 201	- 210	- 197	- 186
<i>Prix, profits, finances publiques :</i>						
Prix à la consommation (glissement %)	5,6	4,8	5,7	5,5	5,5	4,6
Epargne brute/PIB marchand (points)	7,3	8,6	7,2	8,3	7,2	8,5
Capacité de financement des administrations/PIB (points)	- 3,0	- 3,1	- 3,0	- 3,0	- 3,0	- 3,2

Le redressement des profits des entreprises ne débouche pas nécessairement sur une forte reprise de l'investissement

Les chocs pétroliers se sont accompagnés dans tous les pays industrialisés d'une détérioration importante de la rentabilité des entreprises, qui a souvent été considérée comme le principal obstacle au redémarrage de l'économie mondiale et à la reprise de l'investissement. Depuis la généralisation des politiques de rigueur au cours des dernières années, l'économie mondiale a connu une forte désinflation accompagnée d'un vigoureux redressement des profits des entreprises. Ce processus d'assainissement, engagé en France en mars 1983, devrait conduire en 1985 et 1986 à retrouver, en termes d'inflation et de rentabilité des entreprises, une situation comparable à celle qui précéda le premier choc pétrolier. Mais la faiblesse des perspectives de croissance pourrait empêcher un réel redémarrage de l'investissement.

Désinflation et redressement du profit des entreprises ont reposé sur l'écart qui s'est creusé entre la croissance de la productivité du travail et celle du salaire réel.

Le ralentissement de la croissance du salaire réel...

Le ralentissement de la croissance du salaire amorcé en 1983, s'est accentué en 1984 : 6,6 % en glissement, au lieu de 11 % en 1983. Le salaire réel a diminué de 0,1 % en glissement, tandis que la productivité du travail augmentait de 4,2 %.

Il est difficile de savoir si l'action gouvernementale a effectivement modifié les comportements de fixation des salaires. L'utilisation d'une relation économétrique estimée sur le passé permet de voir comment aurait dû évoluer le taux de salaire, à comportement inchangé (cette équation a été présentée dans le n° 5 de cette revue, page 55).

La période sous revue est marquée par la poursuite de la dégradation de la situation sur le marché du travail. Le rapport entre chômeurs et emplois vacants est ainsi passé de 19, au début de 1983, à 54 à la fin de 1984. Cela exerce une pression de plus en plus restrictive sur l'évolution du salaire (de + 1 % en 1983 à - 0,35 % en 1984). Le poids spécifique des augmentations du SMIC est faible en 1984 comme en 1983. Par contre les salariés bénéficient nettement en 1984 du ralentissement de l'inflation.

Au premier semestre 1984 le salaire croît moins que ne le décrit l'équation : l'écart atteint 1 % en cumulé. Par contre au second semestre l'évolution redevient conforme à celle qui aurait résulté des mécanismes antérieurs.

6. L'évolution du salaire en 1983-1984

Taux de variation en %

	1983-1	1983-2	1983-3	1983-4	1984-1	1984-2	1984-3	1984-4	Glissement annuel	
									1983	1984
Salaire observé	3,35	2,6	2,5	2,15	1,7	1,45	1,75	1,6	11,05	6,65
Tendance + Impact du chômage	0,35	0,35	0,2	0,1	—	- 0,05	- 0,15	- 0,15	1,0	- 0,35
Impact du SMIC	0,05	—	—	0,05	—	—	—	0,05	0,1	0,05
Impact de l'inflation .	2,3	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	1,8	1,65	9,55	7,75
Variation non expliquée	0,65	- 0,15	—	- 0,2	- 0,4	- 0,5	0,10	0,05	0,3	- 0,75
Prix à la consommation	2,65	2,85	2,1	1,95	1,7	1,85	1,65	1,45	9,85	6,8

La stagnation du salaire réel s'explique plus par la situation du marché du travail que par la politique de rigueur, de sorte que l'écart entre la croissance de la productivité du travail et celle du salaire réel devrait se maintenir. Si la politique de désindexation a contribué à amorcer le ralentissement de la progression du salaire réel et la désinflation, l'évolution récente reste compatible avec les mécanismes antérieurs d'indexation des salaires, qui du reste, une fois amorcée la désinflation, ne sont pas en eux-mêmes nuisibles.

Nous avons laissé jouer librement l'équation en prévision. Le salaire horaire nominal progresserait de 5,9 %, en glissement, en 1985 (contre 5,6 % pour l'indice des prix) et de 5,5 % en 1986 (contre 4,7 % pour l'indice des prix). La croissance du pouvoir d'achat du salaire (+ 0,3 % en 1985 ; + 0,8 % en 1986) s'explique par le ralentissement de l'inflation et par l'amélioration de la situation sur le marché du travail, provoquée d'ailleurs moins par la baisse du chômage que par le ralentissement de la baisse des effectifs. Toutefois, compte tenu d'une légère baisse de la durée du travail et d'une hausse des cotisations des salariés, le salaire mensuel net, lui, serait stable en 1985 comme en 1986.

... permet la poursuite de la désinflation

Le processus de désinflation peut être analysé à partir de la relation déterminant le prix de production des entreprises (tableau 7). Le premier point notable est que la très nette décélération de la progression des coûts unitaires (de 8 % en 1983 à 5,4 % en 1984) s'explique, en quasi-totalité, par le freinage de la progression des coûts salariaux unitaires. Le prix désiré par les entreprises a progressé légèrement moins vite que leurs charges, en raison du bas niveau de l'investissement et de l'amélioration des possibilités d'obtention du crédit. Enfin en 1984 la progression des prix des entreprises a été nettement plus faible

7. Formation des coûts et des prix des entreprises

	1983				1984				Glissement annuel			
	1983-1	1983-2	1983-3	1983-4	1984-1	1984-2	1984-3	1984-4	1981	1982	1983	1984
Contribution à la croissance des charges unitaires :												
(1) Consommation intermédiaire	0,7	1,5	1,2	0,8	1,9	- 0,1	0,4	1,2	8,2	4,5	4,2	3,4
(2) Salaire horaire	1,2	0,9	0,9	0,8	0,6	0,5	0,6	0,6	5,2	4,3	3,7	2,3
(3) Cotisations employeurs	0,3	—	—	0,2	—	0,1	0,2	0,1	- 0,1	0,4	0,4	0,3
(4) Productivité du travail	0,2	- 0,3	- 0,2	- 0,3	- 0,5	0,2	- 0,7	- 0,3	- 1,1	- 1,1	- 0,9	- 1,3
(5) Impôts à la production	- 0,1	0,3	- 0,1	0,1	—	0,2	—	0,3	0,2	0,4	0,3	0,5
(6) Frais financiers	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,6	0,5	0,4	0,3
(7) Coûts unitaires	2,2	2,4	1,8	1,6	2,1	1,0	0,5	1,9	12,8	8,9	8,0	5,4
(8) Prix désiré	2,0	1,9	2,0	1,6	1,9	0,6	0,8	1,3	12,6	9,3	7,8	4,8
Contribution à la croissance des prix :												
(9) Prix désiré	0,8	0,7	0,8	0,6	0,7	0,3	0,3	0,5	4,8	3,6	2,9	1,8
(10) Héritage	1,7	1,6	1,3	1,3	1,3	1,3	1,1	0,9	7,4	5,5	5,8	4,7
(11) Croissance expliquée	2,4	2,3	2,0	1,9	2,0	1,6	1,4	1,4	13,1	10,5	8,9	6,6
(12) Résidu	- 0,1	0,4	0,0	- 0,2	- 0,3	- 0,4	- 0,1	- 0,3	0,4	- 1,7	0,1	- 1,1
(13) Croissance observée	2,3	2,7	2,0	1,7	1,7	1,2	1,3	1,1	13,5	8,7	9,0	5,5
(14) Ecart entre prix désiré et prix effectif	4,2	3,4	3,4	3,2	3,4	2,8	2,3	2,5	4,1 ^(*)	4,5 ^(*)	3,2 ^(*)	2,5 ^(*)

(*) En fin d'année.

que celle qui aurait résulté de leur comportement estimé sur le passé (5,5 % au lieu de 6,6 %). Malgré cela, le ralentissement de la progression des charges fait que l'écart entre le prix désiré et le prix effectif des entreprises a été très faible fin 1984 (2,5 %).

Au niveau sectoriel, on constate que c'est uniquement dans les services que le comportement de prix a été moins inflationniste que dans le passé.

Le ralentissement de l'inflation en 1984 apparaît comme la résultante d'un mouvement de fond : l'écart entre la croissance de la productivité du travail qui reste forte et celle du salaire réel, qui devient nulle ou même négative. La désinflation a été accentuée par l'évolution modérée des prix des services, mais freinée, en revanche, par la forte progression du prix des importations (9,5 % en glissement contre 5,8 % pour le prix de la PIB et 6,9 % pour celui des exportations).

Le ralentissement de la progression des coûts unitaires devrait se poursuivre en 1985 et en 1986 (respectivement 4,4 %, puis 3,4 %). Les coûts salariaux unitaires ne contribueraient que faiblement à ce ralentissement, en raison notamment de moindres gains de productivité du travail en 1985. Mais les entreprises bénéficieraient d'une faible progression des prix des consommations intermédiaires, résultant de la diminution du prix de l'énergie importée en francs, et, en 1985, du maintien de la parité du franc au sein du SME, qui permet de bénéficier à plein de la désinflation importée. Elles bénéficieraient aussi en 1986 de la baisse de leurs frais financiers.

8. Formation des coûts et des prix des entreprises en 1985 et 1986

En %, en glissement annuel

	1985	1986
Contribution à la croissance des charges unitaires :		
(1) Consommation intermédiaire	2,7	2,1
(2) Salaire horaire	2,1	1,9
(3) Cotisations employeurs	—	0,1
(4) Productivité du travail	- 0,6	- 0,9
(5) Impôts à la production	0,2	0,5
(6) Frais financiers	0,0	- 0,3
Coûts unitaires	4,4	3,4
Prix de production	5,5	4,2

Les prix de production augmenteraient plus vite que les coûts unitaires (tableau 8) en raison d'une part de l'augmentation du taux d'investissement (qui accroît l'écart entre prix désiré et coûts de production), d'autre part de l'hypothèse que le comportement favorable des prix des services prendrait fin et qu'une certaine compensation aurait lieu.

Le tableau 9 détaille l'évolution des prix à la consommation par produits et des prix à la production dans l'agriculture et l'industrie. Le prix de la production agricole, qui a très peu augmenté en 1984, retrouve un rythme plus normal. La baisse du prix des importations d'énergie n'est que très faiblement répercutée dans le prix à la consommation (il a été supposé que l'Etat augmentait la TIPP). Les services compensent en 1985 et 1986 leur comportement de prix modéré de 1984. Pour l'industrie les prix de production augmentent plus que les coûts unitaires (4,9 % contre 4,3 %) en 1985, comme en 1984 (6,1 % contre 5,6 %), puis en 1986 de façon similaire (3,2 %). Le rythme d'inflation, mesuré par les prix de détail, atteint alors 5,5 % en glissement en 1985 (contre 6,8 % en 1984) puis 4,8 % en 1986.

9. Evolution des prix de 1984 à 1986

	1985-1	1985-2	1985-3	1985-4	1984		1985		1986	
					MA	GA	MA	GA	MA	GA
<i>Prix à la consommation :</i>										
● Agriculture	0,8	1,6	1,4	1,5	7,8	6,1	5,1	5,3	6,2	6,3
● Energie	3,4	3,2	- 0,1	- 0,1	7,4	8,1	9,1	6,5	- 0,6	- 2,1
● Industrie	1,0	1,3	1,2	1,1	6,6	6,1	5,1	4,7	4,4	4,2
● Service	1,2	1,4	1,2	1,2	7,0	6,4	5,6	5,1	5,1	5,0
Indice INSEE, 295 postes	1,4	1,7	1,2	1,2	7,7	6,8	6,0	5,5	4,9	4,8
Prix de production agricole	0,7	1,0	1,2	1,5	4,7	0,3	1,7	4,4	5,8	6,0
Prix de production industrielle	1,6	1,3	1,0	0,9	6,9	6,1	5,5	4,9	3,5	3,2

MA : Moyenne annuelle.

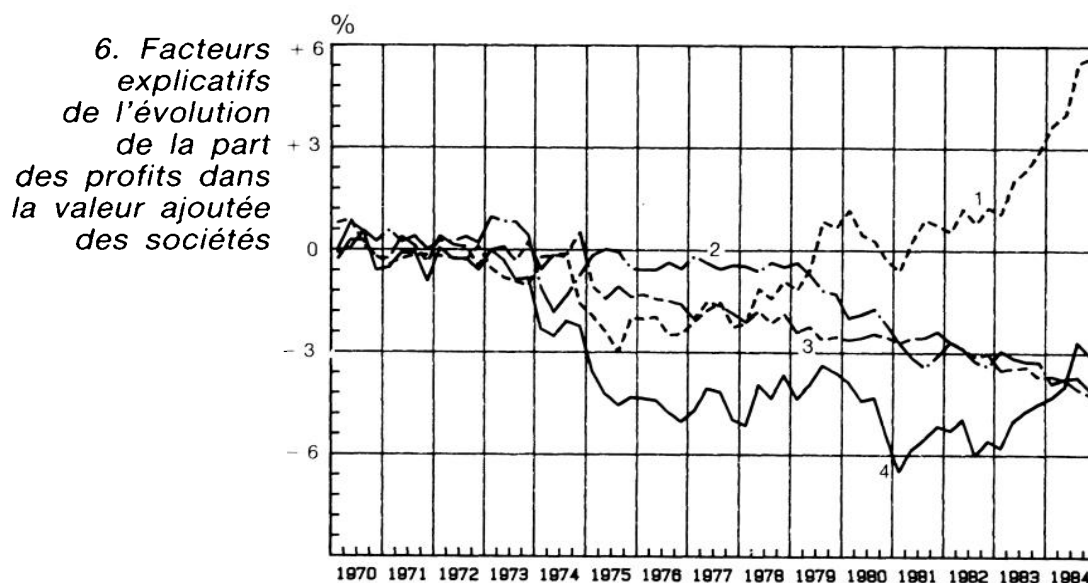
GA : Glissement annuel.

Le redressement des profits effacerait en 1986 l'impact des deux chocs pétroliers

La détérioration du taux de marge des entreprises depuis le premier choc pétrolier et son redressement à partir de 1984 a été analysé dans la lettre de l'OFCE de mai 1985. Le graphique 6 rappelle les principaux facteurs qui contribuèrent à cette évolution.

Le premier fut l'effet du ralentissement de la croissance sur l'évolution respective de la productivité du travail et du salaire réel, qui contribua fortement à la dégradation de la rentabilité des entreprises lors du premier choc pétrolier, mais dont l'impact s'inversa à partir de 1977 (courbe 1). Le graphique montre que si l'évolution du partage salaires-profits n'avait reposé que sur le rythme respectif de croissance de la productivité du travail et du salaire réel, la part des profits dans la valeur ajoutée aurait rejoint les niveaux antérieurs au premier choc

pétrolier dès 1979 et serait supérieure à ces niveaux de près de 6 points à la fin de l'année 1984. Mais l'impact défavorable de la progression constante des taux de cotisation à la charge des employeurs sur toute la période (courbe 3), puis, à partir de 1979, celui de la détérioration des termes de l'échange due au choc pétrolier et à la montée du dollar (courbe 2) ont entravé ce redressement. Celui-ci n'est devenu effectif qu'à partir de 1983, lorsque la reprise de la croissance de la productivité du travail a coïncidé avec la stagnation du salaire réel. Cependant à la fin de l'année 1984 la part des profits dans la valeur ajoutée des sociétés était encore inférieure de 3 points à son niveau de 1970-1972.



Source : Comptes trimestriels INSEE.

Note : Le graphique présente une décomposition de l'évolution de la part des revenus non salariaux dans la valeur ajoutée des sociétés (courbe 4) :

- (1) Impact du rythme de croissance respectif de la productivité du travail et du salaire réel.
- (2) Impact du prix relatif valeur-ajoutée/consommation.
- (3) Impact du taux de cotisations sociales à la charge des employeurs.

Le redressement de la part des profits devrait se poursuivre en 1985 et 1986. Mais il ne reposerait plus exclusivement sur l'écart entre les croissances de la productivité du travail et du salaire réel. Cet écart, qui atteignait 3,4 % en rythme annuel en 1984, devrait diminuer de moitié en 1985 et 1986 (ligne 2 du tableau 10). L'augmentation de la part des profits dans la valeur ajoutée des entreprises se poursuivrait cependant au même rythme qu'antérieurement (ligne 1) en raison d'une part d'une moindre augmentation du taux apparent de ⁽³⁾ cotisations sociales à la charge des employeurs (ligne 3) et d'autre part d'une évolution des termes de l'échange qui deviendrait favorable et permettrait une croissance du prix de la consommation plus lente que celle de la valeur ajoutée (ligne 2).

(3) Rapport des cotisations sociales effectivement payées aux salaires bruts versés.

10. Contributions des différents facteurs au redressement du profit des entreprises

Variation en points par rapport à l'année précédente (moyenne annuelle)

	1984	1985	1986		
			Prévision centrale	Variante maintien du dollar	Variante croissance étrangère plus faible
(1) Variation en points de la part des profits (ensemble des revenus non salariaux) dans la valeur ajoutée des entreprises	+ 1,9	+ 1,4	+ 2,0	+ 1,8	+ 1,9
<i>dont :</i>					
(2) Ecart entre la croissance de la productivité du travail et le salaire réel	+ 3,4	+ 1,8	+ 1,6	+ 2,0	+ 1,7
(3) Evolution du prix relatif valeur ajoutée/consommation	- 0,9	+ 0,1	+ 0,7	+ 0,1	+ 0,7
(4) Variation du taux apparent de cotisations sociales à la charge des employeurs	- 0,7	- 0,6	- 0,3	- 0,3	- 0,3

Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

Cette amélioration des termes de l'échange repose notamment sur l'hypothèse d'une baisse du dollar retenue dans la prévision centrale. Si le dollar se maintenait à son niveau actuel, l'amélioration de la part des profits ne serait plus que de 1,8 point en 1986, car l'évolution du prix relatif consommation/valeur ajoutée serait moins favorable. De même un ralentissement plus marqué de la croissance étrangère entraînerait une moindre progression de la productivité et freinerait l'augmentation de la part des profits.

Mais même dans l'hypothèse la moins favorable, la part des profits progresserait encore de 5 points de 1984 à 1986, de sorte que le redressement des profits réalisé depuis 1983 conduirait à effacer en 1986 la détérioration engendrée par les deux chocs pétroliers. En termes d'autofinancement, l'épargne brute des sociétés se situerait selon les hypothèses entre 8,3 % et 8,6 % du PIB en 1986, soit pratiquement le niveau d'avant la crise (8,8 % en moyenne de 1970 à 1972).

L'investissement : une reprise limitée par les perspectives de débouchés

Si comme l'indique la formule devenue célèbre du chancelier Schmidt les « profits d'aujourd'hui font l'investissement de demain », l'amélioration du profit des entreprises amorcée depuis la fin de l'année 1982 aurait dû conduire à une nette reprise de l'investissement productif. Or, selon les comptes nationaux provisoires, l'investissement des entreprises a encore diminué en volume en 1984, malgré la forte hausse dans l'industrie concurrentielle. La relation entre l'investissement et les profits réalisés est loin d'être aussi simple que ne le suggère cette

formule. Pour qu'un investissement soit entrepris, plusieurs conditions doivent être réalisées : il faut tout d'abord que la croissance anticipée de la demande nécessite une augmentation des capacités de production et que la rentabilité de l'investissement soit supérieure au coût du capital ; il faut enfin qu'il soit financièrement réalisable.

Les modèles économétriques prennent généralement en compte ces trois types de facteurs explicatifs. Ainsi, dans le modèle OFCE-trimestriel, l'investissement dépend conjointement de la variation de la demande (effet d'accélération), du coût relatif capital-travail et enfin de l'autofinancement réalisé.

Les estimations des modèles usuels d'investissement intégrant les années récentes confirment l'influence prédominante de la demande et l'impact significatif des profits réalisés. Mais elles mettent en évidence une influence beaucoup plus faible et souvent transitoire du coût du capital, alors que celle-ci apparaissait plus durable dans les estimations antérieures. En particulier la forte hausse du taux d'intérêt réel observée ces dernières années ne semble pas avoir fortement affecté l'investissement. Lorsque la demande et les profits sont pris en compte dans les facteurs explicatifs de l'investissement, l'impact des taux d'intérêts réels est au mieux légèrement négatif (sans être réellement significatif), le plus souvent nul, voire positif.

Toutefois les formulations usuelles, qui combinent des différentes variables avec des coefficients fixes, ne permettent pas de traduire de façon satisfaisante les contraintes que peuvent faire peser sur l'investissement des perspectives de financement ou de débouchés insuffisants. C'est ainsi qu'un autofinancement peu élevé peut ne pas contraindre l'investissement si la croissance de la demande est elle-même très basse et n'engendre pas d'anticipations favorables sur les débouchés futurs.

Les développements récents des méthodes économétriques permettent d'estimer de tels modèles en déterminant la contrainte qui limite effectivement l'investissement à chaque période. Nous les avons appliquées dans le cas présent aux principaux déterminants de l'investissement : demande anticipée, profits réalisés et taux d'intérêt. Comme pour les modèles usuels, les estimations réalisées (cf. encadré) ne font jamais apparaître d'influence négative des taux d'intérêt réel sur l'investissement, aussi nous sommes nous limités dans la présentation des résultats à l'influence respective des contraintes de débouchés et de profit (autofinancement).

Le graphique représente l'investissement effectif et les deux contraintes. Le profit n'a limité l'investissement que lors de la récession qui suivit le premier choc pétrolier, puis à nouveau en 1981 et au début de 1982. Au cours de l'année 1982 et jusqu'au début 1983 la demande anticipée limite l'investissement, mais la contrainte de profit reste proche et une croissance plus forte de la demande aurait inévitablement buté sur l'insuffisance des profits. Enfin depuis le milieu de l'année 1983 et le rétablissement important du profit des entreprises, c'est essentiellement la croissance anticipée de la demande qui limite l'investissement. En 1985 et 1986 la demande resterait la principale contrainte

affectant l'investissement, tandis que l'amélioration de la situation financière des entreprises autoriserait une croissance du volume de l'investissement très largement supérieure à 10 %.

L'évolution décrite par les relations d'investissement du modèle OFCE-trimestriel est proche de celle qui résulterait de la seule contrainte de demande. En moyenne annuelle, le volume de l'investissement des entreprises progresserait de 1,4 % en 1985 et 3,2 % en 1986, après une diminution de - 0,7 % en 1984 selon les comptes provisoires.

Estimation d'un modèle d'investissement à deux contraintes

Le modèle est de la forme $I = \text{Min} \{D, P\}$ où D est l'investissement contraint par la demande (modèle d'accélération), P l'investissement contraint par l'autofinancement réalisé et éventuellement le taux d'intérêt réel.

Les deux modèles sont écrits sous forme log-linéaire :

$$\text{Modèle D} \quad \text{Log } I_t = a \sum_{i=0}^{15} \alpha_i \text{Log } (Q_{t-i} - 0,96 \cdot Q_{t-i-1}) + \\ b \sum_{i=0}^{15} \beta_i D_{t-i} + c \cdot t + d$$

$$\text{Modèle P} \quad \text{Log } I_t = e \cdot \text{Log} \left[\frac{1}{4} \cdot \sum_{i=0}^3 P_{t-i} \right] + f \cdot r_t + g \cdot t + h$$

Les notations sont les suivantes :

- I_t Investissement en matériel des entreprises (aux prix 1970)
- Q_t Valeur ajoutée en volume des entreprises
- P_t Pouvoir d'achat de l'autofinancement
- r_t Taux d'intérêt réel à long terme

L'étude des variations du profil de l'effet d'accélération montre un décalage important entre la croissance observée en 1978 et 1979 et la reprise de l'investissement. Ce décalage qui pourrait résulter notamment des incertitudes électorales en début d'année 1978 est pris en compte par une variable D_t égale à l'unité dans les trois trimestres précédant les élections de 1978, nulle ensuite^(*). Les coefficients β_i sont négatifs puis positifs et leur somme égale à zéro. La variable modifie donc seulement le profil de l'investissement et non le montant cumulé.

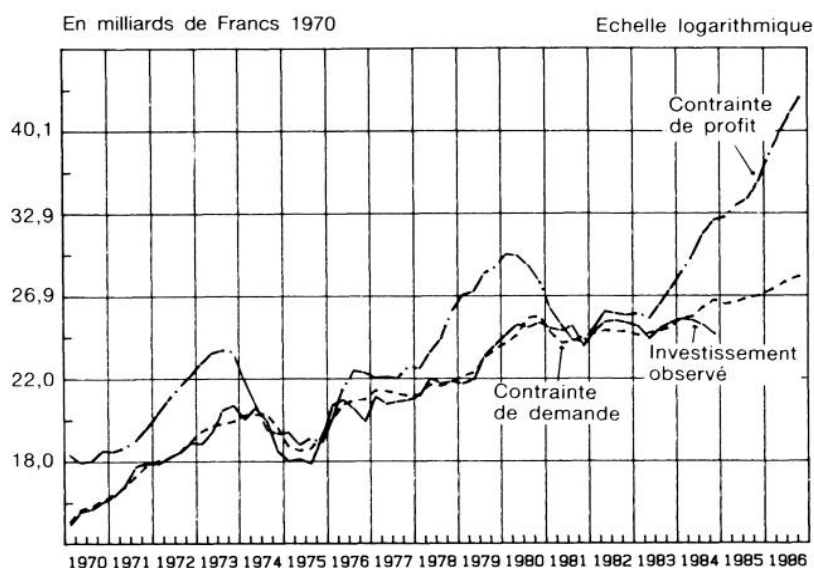
Le modèle est estimé par la méthode de l'approximation CES. L'impact du taux d'intérêt n'apparaissant jamais avec le signe négatif attendu, il a été éliminé de l'équation simulée. On obtient ainsi sur la période 1968.4-1984.3 (les T de Student sont indiqués entre parenthèse) :

- Elasticité de l'effet d'accélération $a = 0,81$
(14,1)
- Elasticité du profit $e = 1,03$
(3,7)

L'écart type de la régression est égal à 2,3 % de la valeur moyenne de l'investissement.

(*) Le profil de l'investissement a été également modifié en 1979 par la réduction fiscale instaurée en juillet.

7. Facteurs explicatifs de l'investissement



La politique économique est favorable aux ménages

La politique fiscale soutient le revenu des ménages

L'amélioration de la situation des entreprises permet en 1985 de réduire l'aide de l'Etat aux entreprises. Ceci sera également vrai l'an prochain. Parallèlement le revenu des ménages est soutenu par la politique de réduction de la fiscalité directe (22 milliards en 1985) ⁽⁴⁾ et la baisse de la taxe d'habitation pour deux millions de familles de revenus modestes (500 millions). Cette politique contribue pour 0,4 % à l'accroissement du revenu disponible des ménages en 1985, alors que l'alourdissement de l'impôt en 1984 avait contribué à le réduire de 0,4 %.

Nous avons fait l'hypothèse qu'en 1986 le gouvernement réduirait à nouveau les impôts directs des ménages, mais à un rythme plus faible (3 %, soit environ 6 milliards).

Nous avons en outre supposé que l'Etat rembourserait prématurément, au premier trimestre 1986, l'emprunt obligatoire prélevé à la fin du deuxième trimestre 1983, ce qui fournirait aux ménages 16 milliards environ (soit 0,5 % de leur revenu disponible ⁽⁵⁾).

(4) Voir A. Fonteneau et H. Sterdyniak « Impact macro-économique du budget de 1985 » Lettre de l'OFCE n° 18, octobre 1984.

(5) Les 13,4 milliards de remboursement du capital ne figurent ni dans le revenu disponible des ménages, ni dans le déficit public dans la mesure où il s'agit d'une opération financière en comptabilité nationale.

En ce qui concerne l'évolution des autres impôts nous avons supposé que la législation serait inchangée, sauf pour la taxe intérieure sur les produits pétroliers (TIPP). Etant donné la baisse progressive du dollar, qui est anticipée dans la prévision centrale, nous avons considéré que la TIPP serait à nouveau accrue de façon à maintenir inchangés les prix à la pompe. Si toutefois le dollar restait élevé, pour maintenir le déficit à 3 % du PIB et ne pas accroître l'inflation, il faudrait alors trouver d'autres solutions : soit freiner encore plus les dépenses, soit renoncer à réduire la fiscalité directe des ménages.

Le pouvoir d'achat des prestations sociales progresserait d'environ 2 %

En 1984 le pouvoir d'achat des *prestations familiales et vieillesse* par bénéficiaire a baissé de 2,2 % en moyenne annuelle. Compte tenu de la réforme des prestations familiales mise en place en novembre 1984 (allocation au jeune enfant et allocation parentale d'éducation), leur pouvoir d'achat devrait par contre légèrement croître cette année (+ 1 % en moyenne annuelle). On a supposé qu'il resterait stable en 1986. Les prestations vieillesse par bénéficiaire devraient également être stabilisées en termes réels cette année.

Les dépenses de santé ont cru de 2,7 % en volume en 1984. Leur progression devrait être à peu près du même ordre en 1985 (+ 2,2 %) et 1986 (+ 3,1 %).

Le nombre de *demandeurs d'emplois indemnisés* par les Assedic a légèrement décliné au cours des quatre premiers mois de 1985 (1,405 million en avril contre 1,442 million en janvier). C'est également le cas des bénéficiaires de préretraites : 686 000 en avril, contre 695 000 en janvier ⁽⁶⁾.

Cette évolution sera compensée par les indemnités versées par l'Etat aux jeunes exerçants des Travaux d'Utilité Collective (environ 2,5 milliards en 1985) et par les décisions récentes concernant les chômeurs en fin de droits et les chômeurs de plus de 57 ans et demi (cf. encadré). Le coût pour l'Etat des mesures décidées en juin est estimé à environ 1,5 milliard de francs en 1985 et 3 milliards en 1986. Les 200 000 bénéficiaires de fin de droits indemnisés par l'Unedic seront vraisemblablement alignés sur l'allocation de solidarité versée par l'Etat, mais nous n'avons pas intégré cette hypothèse dans la prévision ⁽⁷⁾.

Au total l'ensemble des prestations sociales devrait croître en francs constants et en moyenne annuelle légèrement plus en 1985 et 1986 qu'en 1984 : + 2 % contre + 1,7 %.

(6) Depuis le 1^{er} janvier 1984, seules les préretraites mises en place dans le cadre du FNE continuent à exister. Le « stock » de préretraités du FNE atteignait 89 200 à la fin avril, contre 85 100 à la fin janvier. Les autres préretraités diminuent régulièrement dans la mesure où un certain nombre d'entre eux atteignent 65 ans et deviennent donc retraités.

(7) Dans la mesure où la revalorisation des indemnités de fin de droits sera compensée par une augmentation des taux d'assurance chômage payés par les salariés, cette mesure aura très peu d'impact macroéconomique.

Les décisions du Conseil des ministres du 5 juin 1985 en faveur des jeunes et des chômeurs de longue durée

- Extension des TUC (Travaux d'Utilité Collective) aux jeunes de 22 à 25 ans inscrits au chômage depuis au moins un an, 100 000 chômeurs pourraient en bénéficier pour une dépense de 1,45 milliard.

- Augmentation de l'allocation spécifique de solidarité versée par l'Etat aux chômeurs en fin de droits, qui passe de 43 francs à 64,50 francs. Cette mesure concerne environ 115 000 personnes, elle coûtera 900 millions.

- Le minimum de ressources est porté à 2 580 francs par mois pour les chômeurs indemnisés de plus de 57 ans et demi, ayant effectué plus de dix ans d'activité salariée (15 000 personnes concernées, coût 250 millions).

- Mise en place d'« actions spécifiques de formation et d'insertion professionnelle » pour les femmes isolées privées de ressources une fois leurs enfants élevés (7 000 bénéficiaires prévues, coût 200 millions).

- Mise en place d'un « programme de lutte contre la précarité et la pauvreté » pour 1985-1986 (coût 500 millions).

En année pleine l'ensemble de ces mesures devrait donc coûter 3,3 milliards de francs.

... mais les dépenses publiques croissent faiblement

Le tableau 11 ci-après montre l'évolution prévue des principales dépenses, ainsi que la déformation de leur structure. La charge nette de la dette publique (y compris celle des collectivités locales) devrait atteindre 9 % des dépenses en 1986, contre 7,5 % en 1984. Compte tenu du ralentissement des recettes dû à la volonté de réduire les prélèvements obligatoires et de l'objectif de contenir le déficit dans la limite de 3 % du PIB, les autres dépenses publiques progresseraient modérément, tant en 1985 qu'en 1986. C'est en particulier le cas des salaires (pertes de pouvoir d'achat et réduction des effectifs) et des transferts (subventions aux entreprises).

Le tableau 12 retrace le montant des divers impôts prélevés par l'Etat et les collectivités locales en milliards de francs et en pourcentage du PIB.

La croissance des cotisations sociales a été forte en 1984

Du second semestre 1983 au second semestre 1984, le taux de cotisation sociale apparent des employeurs a augmenté de 1,4 point (37,1 % contre 35,7 %) si l'on en croit les comptes nationaux trimest-

11. Evolution des dépenses publiques

	En milliards de francs courants			Structure en % des dépenses totales		
	1984	1985	1986	1984	1985	1986
(a) Traitements ⁽¹⁾	516	548	589	46,4	46,0	46,2
<i>dont</i> : salaires bruts	(362)	(383)	(408)	(32,5)	(32,1)	(32,0)
(b) Transferts et subventions ⁽²⁾ ..	174,8	182,4	185,2	15,7	15,3	14,6
(c) Dépenses en biens et services marchands ⁽³⁾	338	365	385	30,4	30,6	30,2
(d) Intérêts nets versés	84	97	114	7,5	8,1	9,0
Total (a) + (d)	1 112,8	1 192,4	1 273,2	100	100	100

Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

(1) Y compris pensions des fonctionnaires et cotisations sociales employeurs versées par les administrations.

(2) Subventions d'exploitations, transferts internationaux, transferts aux administrations privées, transferts en capital.

(3) Consommation marchande, FBCF et variations de stocks.

12. Evolution des impôts directs et indirects ^(*)

	En milliards de francs				En % du PIB total		
	1983	1984	1985	1986	1984	1985	1986
TVA et droits de douane	360,2	387,6	413,4	437,3	9,0	9,0	8,9
Impôts indirects liés à la production ⁽¹⁾ ..	237,0	275,4	301,1	320,2	6,4	6,6	6,5
Impôts sur le bénéfice des sociétés	68,7	72,1	92,1	98,8	1,7	2,0	2,0
Impôts sur le revenu des ménages	191,9	211,9	204,2	211,7	4,95	4,45	4,3
Autres impôts sur le revenu et le patrimoine ⁽²⁾ et impôts en capital ⁽³⁾	108,8	125,5	140,5	156,4	2,9	3,1	3,2
Total des impôts directs et indirects	966,6	1 072,5	1 151,3	1 224,4	25,0	25,1	24,9

Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

(1) Taxe professionnelle, taxe intérieure sur les produits pétroliers (TIPP), taxe d'apprentissage, taxes sur les salaires, taxe sur les transports, impôt spécial sur les tabacs et allumettes, droits sur les alcools, contributions additionnelles aux primes d'assurances, etc.

(2) Contribution foncière et mobilière, vignette, prélèvements sur les revenus mobiliers, prélèvements exceptionnels sur les établissements de crédit, etc.

(3) Droits de successions et de donations.

(*) Hors prélèvements de la CEE.

triels. Pourtant aucune augmentation des taux légaux n'a eu lieu. C'est uniquement par le jeu du plafond, du fait des modifications de la structure des salaires, et du raccourcissement des délais de paiements que le taux apparent a cru. Ce phénomène devrait perdurer au premier semestre 1985, mais il s'atténuera à partir du second. En moyenne annuelle le taux apparent de cotisation sociale employeurs des entreprises non financières croîtrait de 0,7 point en 1985 et 0,2 point en 1986, contre 1,3 point en 1984 (tableau 13).

13. Taux apparents de cotisations sociales

	1983	1984		1985		1986	
	II	I	II	I	II	I	II
— Employeurs :							
• Entreprises non financières ^(a)	35,75	36,3	37,1	37,5	37,5	37,8	38,0
• Entreprises d'assurances et institutions de crédit ^(a)	33,4	33,8	34,6	34,9	34,9	35,0	35,2
— Salariés ^(a)	12,8	13,4	13,9	14,0	14,1	14,3	14,5
— Non-salariés ^(b)	10,5	10,8	11,1	11,15	11,3	11,4	11,5

Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

(a) Cotisations sociales versées/salaires et traitements bruts.

(b) Cotisations sociales versées/excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels.

Le taux apparent de cotisation sociale des salariés a cru de 1,2 point en 1984, en raison de l'augmentation des taux d'assurance vieillesse (janvier) et chômage (avril). Pour 1985 nous n'avons pas prévu de nouvelle augmentation (seul le jeu du plafond fait légèrement croître le taux apparent). Par contre nous avons supposé que le taux d'assurance chômage serait à nouveau relevé de 0,4 point au second trimestre 1986 ⁽⁸⁾.

L'ensemble des cotisations sociales croîtrait de 7,6 % en 1985 et 6,8 % en 1986 contre 10,4 % en 1984. Exprimée en pourcentage du PIB, leur part resterait au niveau de 1984 (19,7 %) au cours des années 1985-1986.

Le revenu des ménages recommencera à croître cette année

De la mi-1982 au premier trimestre 1985, le revenu réel des ménages aura diminué d'environ 1,8 % (durant la même période le PIB augmentait de 3,3 %). A la baisse des effectifs, à la stagnation du salaire réel, à la baisse du revenu des entrepreneurs individuels, se sont ajoutées les conséquences de la politique économique : ralentissement de la progression des prestations sociales, hausse des cotisations des salariés, alourdissement de la fiscalité (tableau 14).

Le pouvoir d'achat de la masse salariale ne devrait plus continuer à se dégrader au cours des trimestres à venir en raison de l'arrêt de la chute des effectifs salariés et de la légère croissance du salaire individuel. La situation des entrepreneurs individuels devrait également s'améliorer. Mais, comme on l'a vu précédemment, c'est surtout la politique fiscale qui permettrait une nette progression du revenu des ménages. Par contre ceux-ci ne connaîtraient plus une progression aussi favorable des intérêts qu'ils reçoivent, car les taux d'intérêt baisseraient (y compris les taux d'intérêt des comptes sur livret dans les

(8) Si les prestations versées aux chômeurs en fin de droits sont accrues de 50 % dès cet été, la hausse du taux d'assedic interviendra plus tôt.

14. La situation des ménages de 1984 à 1986

Evolution en pouvoir d'achat

Contribution en % à la croissance du revenu	Part en % dans le RDB en 1984	1984				1985				1984		1985		1986	
		1	2	3	4	1	2	3	4	GA	MA	GA	MA	GA	MA
Salaires bruts ⁽¹⁾	53,0	0,3	- 0,4	- 0,4	- 0,1	—	—	0,1	—	- 0,6	- 0,3	0,1	- 0,6	0,4	0,3
Cotisations sociales ⁽²⁾	7,6	0,2	0,1	0,1	0,1	—	—	0,1	—	0,5	0,5	0,1	0,2	0,3	0,2
Prestations sociales ⁽³⁾	36,4	0,2	—	0,1	0,8	- 0,1	0,2	0,2	1,0	1,0	0,8	0,3	0,7	0,9	0,9
EBEI ⁽⁴⁾	15,4	- 0,2	- 0,2	—	- 0,1	- 0,1	0,2	—	0,1	- 0,6	- 0,4	0,2	—	0,2	0,2
Autres composantes ⁽⁵⁾	12,5	0,1	0,1	0,1	—	- 0,2	0,1	0,1	- 0,3	0,4	0,3	- 0,3	—	0,2	0,1
Impôts ⁽⁶⁾	9,7	0,1	0,3	- 0,1	0,4	- 0,2	- 0,2	- 0,7	- 0,3	0,7	0,4	- 1,3	- 0,4	0,8	0,2
Revenu disponible brut : (1) + (3) + (4) + (5) - (2) - (6)		0,1	- 0,9	- 0,2	0,1	- 0,2	0,6	1,0	0,1	- 0,9	- 0,5	1,5	0,6	0,6	1,1
Taux de croissance en % :															
Consommation marchande des ménages résidents		—	- 0,5	- 0,0	0,4	0,2	0,3	0,4	0,4	- 0,1	0,3	1,3	0,9	1,8	1,8
FBCF logement		- 2,3	- 2,2	- 2,7	- 1,8	- 0,8	- 0,4	- 0,8	- 0,3		- 6,8		- 4,8		- 1,8
Niveau :															
Taux d'épargne		14,2	13,8	13,6	13,4	13,0	13,3	13,9	13,7		13,7		13,5		12,9
Taux d'épargne financier		5,5	5,2	5,3	4,9	4,7	5,0	5,7	5,5		5,2		5,2		4,7

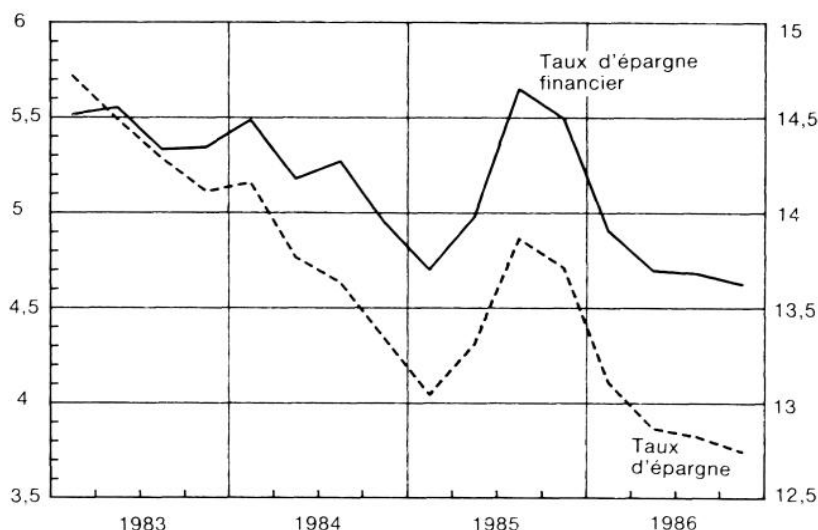
Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

caisses d'épargne et les banques). En glissement annuel la progression du revenu disponible réel serait de 1,8 % en 1985 ; compte tenu du profil infra-annuel celle-ci serait seulement de 0,6 % en moyenne annuelle. Par contre en 1986 la progression serait plus faible en glissement (+ 0,6 %) qu'en moyenne annuelle (+ 1,1 %).

La consommation des ménages soutient la croissance

En 1984 le recul du pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages s'est accompagné d'une nouvelle baisse de leur taux d'épargne (de 14,4 % en 1983 à 13,7 % en 1984) de sorte que la consommation des résidents a progressé de 0,3 % en moyenne annuelle (tout en régressant légèrement en glissement). L'analyse économétrique montre que la baisse du taux d'épargne s'explique bien ⁽⁹⁾ à la fois par la chute de l'investissement logement des ménages, et, par l'inertie de la consommation en période de baisse du revenu réel.

8. Taux d'épargne des ménages



Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

La consommation des ménages devraient recommencer à croître en 1985 et 1986 (1,3 % en glissement en 1985, 2 % en 1986). La reprise serait particulièrement vive au cours du second semestre 1985 et au premier trimestre 1986, où les ménages bénéficieraient de la réduction de la fiscalité directe et du remboursement de l'emprunt obligatoire.

La baisse de l'investissement logement devrait se ralentir, en liaison avec l'arrêt de la régression du pouvoir d'achat en logement des ménages et la baisse du taux d'intérêt réel des emprunts. Le ralentissement de cette baisse est nettement confirmé par l'enquête trimestrielle de l'INSEE sur la construction immobilière d'avril 1985.

(9) Au quatrième trimestre 1984, la forte progression des prestations sociales et de la consommation des ménages en services de santé résulte des remboursements importants de la Sécurité sociale aux hôpitaux.

En raison du jeu de ciseaux auquel on a assisté ces derniers temps entre consommation et FBCF logement, le taux d'épargne financier resterait relativement stable en moyenne annuelle, aux alentours de 5 % (le 4,7 % de 1986 étant en fait un 5,1 % si on rajoute au revenu et à l'épargne le remboursement de l'emprunt obligatoire).

Emploi et chômage

La baisse globale des effectifs se ralentira progressivement

Les chiffres actuellement disponibles indiquent qu'en 1984 l'emploi s'est réduit à un rythme voisin de celui de 1983 ; environ 0,4 % par trimestre. Compte tenu de l'augmentation de la production, il en a résulté une croissance soutenue de la productivité du travail : 3,6 % en 1983 et 5,7 % en 1984 dans l'industrie (hors BTP), 2,4 % et 3,9 % pour l'ensemble des branches marchandes (tableau 15).

15. Croissance, emploi et productivité

Variation en %, en moyenne annuelle

	1983	1984	1985	1986
Production	0,4	2,0	1,1	2,4
dont : — industrie ⁽¹⁾	0,0	1,9	0,8	3,2
— autres secteurs ⁽²⁾	1,0	1,4	1,5	2,9
Effectifs totaux	- 1,1	- 1,6	- 1,1	- 0,5
dont : — industrie ⁽¹⁾	- 2,5	- 3,2	- 2,9	- 1,7
— autres secteurs ⁽²⁾	- 0,4	- 0,9	- 0,2	0,3
Durée du travail	- 0,9	- 0,3	- 0,2	- 0,3
dont : — industrie ⁽¹⁾	- 1,1	- 0,5	- 0,2	- 0,3
— autres secteurs ⁽²⁾	- 0,8	- 0,2	- 0,3	- 0,3
Productivité apparente du travail	2,4	3,9	2,4	3,2
dont : — industrie ⁽¹⁾	3,6	5,7	3,9	5,3
— autres secteurs ⁽²⁾	2,2	2,5	2,0	2,9

Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

(1) Hors BTP, énergie et agro-alimentaire.

(2) BTP, transports-télécommunications, services, commerces.

En 1985 la croissance de la productivité dans l'industrie devrait se ralentir légèrement, en raison de la croissance plus faible de la production industrielle et de la réduction de trois points de l'écart entre les effectifs observés et les effectifs optimaux ⁽¹⁰⁾ entre le troisième trimes-

(10) Selon le schéma théorique incorporé dans le modèle, l'emploi industriel s'ajuste lentement à un emploi optimal, fonction du niveau de production et du rapport production/travail incorporé dans les équipements.

tre 1982 et le troisième trimestre 1984. Dans ces conditions le rythme de contraction des effectifs industriels devrait progressivement se ralentir au cours des trimestres à venir. Au second semestre 1985 il serait de 1,1 %, contre 1,4 % au premier, et 1,7 % au second semestre 1984. En 1986 la croissance plus soutenue de la production prévue dans ce compte devrait à nouveau permettre une décélération des pertes d'emplois ; en glissement annuel les effectifs baisseraient de 1,0 % contre 2,5 % en 1985 et 3,3 % en 1984.

Dans le bâtiment il semblerait, d'après les indicateurs dont on dispose, que la conjoncture de l'emploi soit enfin en voie d'amélioration : les offres d'emplois dans le secteur sont en augmentation et les premiers résultats de l'enquête du ministère du Travail sur l'évolution de l'emploi au premier trimestre 1985 indiquent un arrêt de la baisse des effectifs dans ce secteur, alors que ceux-ci reculaient au rythme annuel de 5 % au cours des trimestres précédents. Compte tenu de l'augmentation du nombre de logements autorisés et de la baisse des taux d'intérêts, cette amélioration devrait se poursuivre en 1986.

Les effectifs du tertiaire marchand avaient baissé de 0,3 % au quatrième trimestre 1984. Il semble, d'après l'enquête du ministère du Travail, qu'au cours du premier trimestre 1985 l'emploi dans ce secteur se soit au contraire amélioré. La reprise progressive de la consommation des ménages au cours des trimestres à venir devrait permettre de confirmer l'amélioration relative des perspectives d'emplois dans ce secteur.

D'après la loi de finances pour 1985 les effectifs civils et militaires de l'Etat diminueront de 9 000 personnes cette année. Les créations nettes d'emplois dans les collectivités locales seront sans doute insuffisantes, compte tenu de leurs difficultés financières et de la concurrence des TUC, pour compenser les pertes dans les administrations centrales. L'emploi total des administrations devrait donc légèrement diminuer en 1985, alors que, d'après les comptes nationaux trimestriels, il avait cru, en glissement annuel, de 82 000 personnes en 1982, 36 000 en 1983 et 8 500 en 1984. Nous avons supposé qu'en 1986 il y aurait une nouvelle diminution des effectifs de l'Etat (- 15 000) par non-remplacement d'une partie des fonctionnaires partant à la retraite (environ 60 000 par an).

Malgré une amélioration relative dans certains secteurs, l'emploi total devrait donc à nouveau diminuer en 1985 (- 0,9 %). Il faudra attendre 1986 pour qu'il commence à se stabiliser. Cette évolution contraste avec l'amélioration de l'emploi observée dans les autres grands pays industrialisés depuis 1984. Il est vrai que ces derniers avaient connu des baisses très importantes en 1981-1982, alors que l'emploi en France avait été alors à peu près maintenu.

Le chômage devrait rester stable jusqu'à l'automne 1985...

Entre janvier et avril 1985 le nombre de demandeurs d'emploi inscrit à l'ANPE a diminué de 33 000 personnes, s'établissant à 2 400 000. Cette baisse du stock de demandeurs d'emploi n'est pas due à une

diminution des flux d'entrées, mais à une hausse de flux de sortie. En avril on a enregistré 382 000 sorties contre 329 000 en janvier et 305 000 en moyenne au cours de l'année 1984. Trois facteurs principaux expliquent la croissance des flux de sorties :

— *Les reprises d'activité* se sont élevées à 127 000 en avril, contre 89 000 en mars. Cette évolution confirme l'amélioration relative de l'emploi au premier trimestre.

— *Les arrêts de recherche d'emploi* (8 000 en avril, contre 2 000 un an plus tôt). Ils sont dus en partie aux nouvelles dispositions prises depuis quelques mois vis-à-vis des demandeurs âgés de plus de 55 ans. Ceux-ci peuvent en effet, s'ils le désirent, renoncer à rechercher un emploi tout en conservant leurs droits ; ils sont alors radiés des demandeurs d'emploi. On estime que 2 à 3 000 personnes sont concernées chaque mois depuis novembre 1984. C'est donc 15 000 personnes de plus de 55 ans qui ont disparu des demandeurs d'emploi.

— *Les entrées en stages des jeunes de moins de 25 ans.* La mise en place des travaux d'utilité collective a permis d'accroître sensiblement le nombre de jeunes stagiaires au cours des quatre premiers mois de l'année. A la fin du mois d'avril environ 100 000 bénéficiaires de TUC étaient déjà entrés en stages ; 90 % d'entre eux étant auparavant inscrits au chômage, c'est donc 90 000 chômeurs qui ont été évités par cette procédure. Par contre la formation en alternance n'a pas encore connu le succès escompté ; à la fin du mois d'avril il y avait seulement 4 000 contrats d'initiation signés, 1 200 contrats d'adaptation et 90 contrats de qualification. On est donc très loin de l'objectif de 400 000, affiché par les partenaires sociaux et les pouvoirs publics en septembre 1984. Les autres formules de stages, en particulier les stages 16-18 ans, enregistrent des résultats plus favorables (tableau 16).

Au cours des mois qui viennent les entrées en stages dans le cadre des TUC continueront à progresser rapidement, compte tenu du stock de bénéficiaires potentiels actuellement disponible (180 000 à la fin d'avril) de telle sorte qu'il est probable que le chômage des jeunes diminuera, au moins jusqu'au début de l'automne, ce qui devrait permettre de stabiliser le nombre global de chômeurs, d'autant plus que, comme on l'a vu précédemment, la situation de l'emploi s'améliorera relativement.

... et progresserait modérément en 1986

A partir de la rentrée, compte tenu de la durée moyenne des stages (environ 6 mois), les entrées en stages seront à peu près équilibrées par les sorties. *Ce dispositif cessera donc d'avoir un impact favorable sur la variation du chômage.* Pour maintenir « un stock » de 200 000 tucistes au delà d'octobre 1985, il faudra que le nombre de nouveaux stagiaires soit compris entre 20 et 30 000 chaque mois. Compte tenu de l'élargissement récent du champ d'application des TUC aux jeunes chômeurs de moins de 25 ans, inscrits au chômage depuis un an ou plus, cet objectif paraît réalisable, à condition qu'un certain nombre de stages courts — 3 à 6 mois — soient reconduits à l'identique.

16. Les actions en faveur des jeunes au cours des années 1982-1985

	Juillet 1982 Juin 1983	Juillet 1983 Juin 1984	Juillet 1984 Juin 1985
(1) Apprentissage	119 115	115 391	115 000 (*)
(2) Contrat emploi formation	78 033	60 394	60 000 (*)
(3) Contrat emploi adaptation et emploi orientation ^(a)	—	23 224	20 000 (*)
(4) Stages de formation 16-18 ans	70 132	88 919	95 000 (*)
(5) Stages de formation 18-21 ans ^(b) ...	45 000	45 000	36 000
(6) Stages de « jeunes volontaires » ^(b) ..	12 000	12 000	12 000
(7) Travaux d'utilité collective			200 000
(8) Formation en alternance			(400 000)
dont : — contrats d'adaptation et de qualification	—	—	(200 000) ^(c)
— contrat d'initiation	—	—	(200 000) ^(d)

Sources : — « L'apprentissage de 1977 à 1983 », *Dossiers statistiques du travail et de l'emploi*, n° 2, 1984.
 — « Les contrats emploi-formation », *Dossiers statistiques du travail et de l'emploi*, n° 8, octobre 1984.
 — Pour les stages de formation 16-18 ans : *Bulletin mensuel de statistiques du Travail*.
 — Pour les autres actions : *Bilan de l'emploi et Direction de la prévision*.

(*) Estimations basées sur les résultats enregistrés à la fin février 1985.

(a) Les contrats emploi-orientation ont été supprimés en janvier 1985.

(b) Les statistiques sur les réalisations n'existent pas, les chiffres donnés correspondent aux objectifs affichés.

(c) 1 290 étaient signés à la fin avril 1985.

(d) 4 000 étaient signés à la fin avril 1985.

L'arrêt de l'impact favorable des TUC sur le chômage à partir de la rentrée pourrait être relayé par le développement plus rapide qu'à l'heure actuelle de la formation en alternance pour les 16-25 ans. Il est probable que les pouvoirs publics inciteront les partenaires sociaux à accélérer la mise en place de ce nouveau dispositif qui, rappelons-le, résulte de la défiscalisation des cotisations que payaient les entreprises pour l'apprentissage (0,1 %) et la formation continue (0,2 %). Par contre la mise en place des contrats formation-reclassement (CFR), si elle avait lieu dans les prochains mois, ne devrait pas affecter les chiffres du chômage dans la mesure où les salariés concernés devraient normalement être considérés comme des chômeurs.

Au total les dispositifs en faveur des jeunes et la moindre dégradation de l'emploi en 1986 devraient permettre de contenir le nombre de demandeurs d'emplois légèrement en dessous de 2,5 millions jusqu'au début de 1986. A la fin du quatrième trimestre 1986 il y aurait néanmoins plus de 2,6 millions de chômeurs.

Le redressement du commerce extérieur reste fragile

Le redressement du commerce extérieur amorcé au second semestre de 1983 s'est poursuivi en 1984, grâce notamment à un fort accroissement du solde industriel (30 milliards en 1983, 37 milliards en 1984). Par contre, l'évolution du solde énergétique, qui avait été favorable en 1983 grâce à la forte réduction des volumes importés (l'amélioration due à l'effet volume est de 16 milliards), est défavorable en 1984, où la hausse en francs du prix de l'énergie importée alourdit de 22 milliards la facture énergétique (tableau 17).

17. Décomposition de la variation du solde commercial en effet volume et effet prix

	Solde 1982	Solde 1983	Solde 1984	Evolution 1983-1982			Evolution 1984-1983		
				Ecart	Effet prix	Effet volume	Ecart	Effet prix	Effet volume
Agro-alimentaire	+ 14	+ 21	+ 25	+ 7	0	+ 7	+ 4	- 2	+ 6
Services	+ 38	+ 43	+ 53	+ 5	+ 4	+ 1	+ 10	+ 5	+ 5
Industrie	+ 28	+ 58	+ 95	+ 30	+ 6	+ 24	+ 37	+ 8	+ 29
Energie	- 180	- 170	- 189	+ 10	- 6	+ 16	- 19	- 22	+ 3
TOTAL	- 100	- 48	- 16	+ 52	+ 4	+ 48	+ 32	- 11	+ 43

Sources : Comptes trimestriels INSEE.

Le solde des échanges en 1985 et 1986

Au premier trimestre de cette année le déficit du commerce extérieur a avoisiné 10 milliards de francs, en partie à cause d'importations énergétiques élevées et d'un fléchissement des exportations industrielles. La situation devrait s'améliorer dans les trimestres à venir. Le déficit commercial pour 1985 serait de l'ordre de 13 milliards de francs, avec un solde des échanges industriels de 100 milliards (soit 5 milliards de plus qu'en 1984). Pour 1986 l'excédent commercial atteindrait 18 milliards de francs.

En ce qui concerne le solde agro-alimentaire, la bonne récolte de 1984 devrait permettre un maintien d'exportations élevées en 1985, mais ce mouvement n'est guère prolongeable en 1986.

Compte tenu de l'acquis, le prix en franc de l'énergie importée devrait augmenter en moyenne annuelle en 1985 par rapport à 1984, mais la baisse du dollar devrait entraîner un allègement notable de la facture pétrolière à partir du second semestre 1985. Toutefois le mau-

vais temps du début 1985 et le relâchement des efforts d'économie d'énergie devraient entraîner une hausse sensible des volumes importés. La facture énergétique serait de 197 milliards en 1985, puis de 187 milliards en 1986.

Les importations industrielles

Le prix des importations industrielles a cru fortement en 1984 (+ 9,8 % en glissement contre 6 % pour le prix de la production industrielle). Aussi la compétitivité des producteurs français, mesurée par le rapport entre les prix à l'importation et les prix nationaux de production, apparaît bonne sur le marché intérieur. En 1984 cependant, alors que la demande intérieure (pondérée par son contenu en importation) augmentait de 0,2 %, le volume des importations s'est accru de 2,9 %, une part notable de cette hausse étant due à une forte poussée du quatrième trimestre (+ 3,9 % alors que la production industrielle baisse de 0,6 %).

La désinflation générale en Europe et la baisse du dollar nous amène à prévoir un fléchissement des prix des importations beaucoup plus sensible (2,4 % en glissement en 1985) ; de ce fait la compétitivité des producteurs français se détériorerait jusqu'au deuxième trimestre 1986, date où la parité du franc serait rajustée dans le SME.

La croissance de la demande intérieure pondérée restera faible en 1985 (+ 0,9 % en moyenne annuelle ; + 1,4 % en glissement) en raison du déstockage, mais reprendra en 1986 (+ 3,1 % en moyenne ; + 3,3 % en glissement) à cause de la reprise de l'investissement. Nous avons considéré qu'une partie de la poussée des importations du quatrième trimestre 1984 serait effacée durant l'année 1985. Les importations industrielles progresseraient alors de 3,2 % en 1985 (soit 0,9 % en glissement) puis de 3,3 % en 1986 (soit 3,9 % en glissement).

Les exportations industrielles

En 1983 la conjonction du redémarrage de la demande mondiale et de gains de compétitivité a permis une nette reprise de nos exportations (+ 4,1 % en moyenne annuelle ; + 7,8 % en glissement) qui s'est continuée en 1984 (+ 7,8 % en moyenne annuelle ; + 5,7 % en glissement). Malgré ce bon résultat il apparaît que les exportateurs français ont perdu des parts de marché en 1984 (la demande adressée à la France aurait crû de 8,7 % en glissement).

Notre compétitivité instantanée à l'exportation, mesurée par le rapport des prix de nos concurrents au nôtre (corrigée de l'évolution tendancielle) se dégrade et est revenue au niveau qu'elle avait avant la dévaluation de juin 1982.

Le maintien de la parité du franc dans le SME n'a pas permis de compenser la différence d'évolution entre les prix français et étrangers. Malgré le ralentissement de l'inflation et de la progression des coûts de production, la croissance des prix à l'exportation reste très forte, beaucoup plus rapide que ne le laisse supposer la relation du modèle. Les raisons de ce mouvement sont difficiles à interpréter. Les marges apparentes à l'exportation ne cessent de croître, alors que, face à la

bonne tenue du franc, elles devraient se comprimer de manière à maintenir la compétitivité. En 1984, par exemple, les prix à l'exportation ont augmenté de 8,7 % en glissement, contre 6 % pour les prix de production et 7,3 % pour le prix des concurrents ⁽¹¹⁾.

Nous avons supposé en prévision que ce phénomène ne se poursuivrait pas ; les prix à l'exportation ayant une évolution voisine de celle des prix de production, qui est très modérée, la compétitivité ne se dégraderait plus en 1985 et s'améliorerait grâce à la dévaluation de 1986.

La croissance des exportations, bien que vive, a été en 1984 nettement au-dessous de ce que pouvait laisser prévoir l'évolution de la demande adressée à la France. Pour 1985, alors que la demande adressée à la France croît de 4,5 % (en glissement), les exportations industrielles n'augmenteraient que de 3,1 % (en glissement) en raison de la mauvaise compétitivité. La dévaluation de 1986 permettrait une hausse de 5,8 % en glissement en 1986 (pour 4,4 % de demande mondiale).

Ainsi que le montre le tableau 18, l'amélioration, faible, du solde extérieur en 1985 s'explique par les exportations agricoles et une demande extérieure adressée à l'industrie française qui reste plus dynamique que la demande intérieure ; mais ces deux effets favorables sont contrebalancés par la hausse des prix de l'énergie importée ; au contraire en 1986 la nette amélioration provient de la baisse de ce prix et des gains de compétitivité que permet la dévaluation.

Le solde courant serait déficitaire de 25 milliards en 1985, puis excédentaire d'une dizaine de milliards en 1986.

18. Le solde commercial en 1985-1986

	Solde 1984	Solde 1985	Solde 1986	1985-1986			1986-1985		
				Ecart 1985/1986	Effet prix	Effet volume	Ecart 1986/1985	Effet prix	Effet volume
Agro-alimentaire	+ 25,0	+ 33,5	+ 29,1	+ 8,5	+ 1,2	+ 7,3	- 4,4	+ 2,2	- 6,6
Services	+ 53,0	+ 49,7	+ 47,9	- 3,3	+ 2,4	- 5,7	- 1,8	+ 2,5	- 4,3
Industrie	+ 94,6	+ 101,2	+ 128,0	+ 6,6	0,0	+ 6,6	+ 26,8	+ 6,1	+ 20,7
Energie	- 188,8	- 197,2	- 186,9	- 8,4	- 7,6	+ 0,8	+ 10,3	+ 16,0	- 5,7
TOTAL	- 16,2	- 12,8	+ 18,1	+ 3,4	- 4,0	+ 7,4	+ 30,9	+ 26,8	+ 4,1

Sources : Comptes trimestriels INSEE. Prévisions OFCE.

(11) On peut se demander si le partage de la valeur des exportations industrielles dans les comptes ne surestime pas les prix (qui sont au dessus de la normale) au détriment des volumes (qui sont au dessous de la normale).

La décrue du rythme d'évolution de la masse monétaire et celle des taux d'intérêt devraient se poursuivre

Bien que nous prévoyons pour 1985 une désinflation moins forte que l'objectif officiel, la norme de croissance de M2R pourrait être tout juste respectée en 1985, la croissance se situant au maximum de la fourchette de 4 à 6 % établie par les autorités monétaires. La même modération se vérifierait en 1986.

A côté des éléments favorables à cette modération que constituent la neutralité prévue de la balance des paiements vis-à-vis de la masse monétaire et le moindre recours au crédit des entreprises, dont on prévoit une amélioration continue des résultats, le point crucial est la possibilité pour l'Etat de continuer à financer son déficit par émissions obligataires massives (à peu près à hauteur des deux tiers, comme en 1984) et, corrélativement, la disposition des investisseurs et surtout des ménages à absorber de grandes quantités de titres.

Ceci exige que, lors de la gestion quotidienne de la baisse des taux qui se poursuivra, bien qu'à petite allure — en particulier celle des taux administrés, tels que le taux du livret A des Caisses d'Epargne — une attention soit portée à la préservation de la structure des taux, actuellement favorable aux placements financiers. Peut-être de nouvelles mesures fiscales ou la création de nouveaux types de placement seront-elles à envisager pour maintenir le flot d'achats d'obligations nécessaires au financement d'un déficit public élevé et donc à une création monétaire modérée de la part du Trésor.

D'autre part, si le taux des livrets défiscalisés (livrets A, bleus, CODEVI) est abaissé dès cet été, les résistances des banques à la baisse de leur taux de base devraient s'atténuer. Cela permettrait de prolonger la baisse des taux, qui demeurera cependant freinée par la modération de la baisse des taux étrangers. Ainsi le taux du marché monétaire actuellement à 10,25 % serait à 9,7 % à la fin de 1985 et à 9 % à la fin de 1986, tandis que le taux de base bancaire, actuellement de 11,25 %, pourrait fléchir à 10 % puis à 8,6 % (avec un taux des livrets passant à 5,5 %, puis à 5 %) et le taux de rendement des obligations du secteur privé, actuellement à 12,2 %, passerait à 11,9 %, puis à 11,3 %. Cette évolution permettrait aux entreprises comme à l'Etat de diminuer leurs frais financiers.

L'attrait des ménages pour les placements financiers pourrait se maintenir

Dans un contexte où le pouvoir d'achat de leur revenu disponible brut a baissé deux années de suite (en 1983 et en 1984) les ménages

ont maintenu leur consommation et leur épargne financière au détriment de leurs achats immobiliers.

Ceci s'explique par un ensemble de mesures de politique économique qui ont été jugées globalement défavorables à l'investissement immobilier, tandis qu'elles mettaient en avant, par des taux attractifs et une fiscalité avantageuse, diverses formes de placements financiers. Parmi celles-ci, toutes n'étaient pas favorisées, puisque certaines, telles les dépôts à terme, les bons de caisse, les bons du Trésor sur formule... étaient frappées de mesures discriminatoires (relèvement du plancher de libre rémunération pour les dépôts à terme et les bons de caisse, augmentation du taux de prélèvement fiscal forfaitaire en particulier pour les souscriptions anonymes...). Mais à l'inverse, un nouveau produit financier défiscalisé est apparu (le CODEVI) et les avantages portant sur l'épargne-logement ou les achats de titres ont été maintenus, voire amplifiés, par l'augmentation de divers plafonds (plafond de dépôts pour l'épargne-logement, abattement sur les intérêts des obligations, procédures « Monory » reconduites avec les CEA...).

La conséquence la plus frappante de cela se reflète dans les conclusions des enquêtes réalisées par la Banque de France sur la clientèle-titres des banques et des agents de changes : lors des dernières années analysées (1982 et 1983), un élargissement vers les catégories socio-professionnelles à revenu moyen apparaît nettement, ainsi qu'un rajeunissement de la clientèle des personnes physiques résidentes. D'autre part, en liaison avec une préparation plus active de l'échéance de la retraite, les ménages ont régulièrement accru leur épargne sous forme de contrats d'assurance-vie.

19. Quelques indicateurs financiers pour les ménages

	1983	1984	1985	1986
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages	- 0,6	- 0,5	0,6	1,1
Taux d'épargne	14,4	13,7	13,5	12,9
Taux d'épargne financière	5,4	5,2	5,2	4,7
En % du revenu disponible brut des ménages :				
— FBCF logement	5,4	5,4	5,1	4,9
— placements liquides	6,1	5,0	4,4	3,8
— achats nets de titres	3,2	2,6	2,8	2,7
— contrats d'assurance	1,7	1,8	1,8	1,8
— endettement	- 3,5	- 3,0	- 2,6	- 2,4

Ainsi l'apparente stabilité du taux d'épargne financière des ménages recouvre des évolutions contradictoires, orientées en grande partie par les décisions du gouvernement ou des autorités monétaires et encoura-

gées par la désaffection à l'égard de l'immobilier (ou les autres valeurs-refuge tels l'or, les diamants...) et probablement aussi par une évolution de la mentalité des ménages, qui peut être un aspect de ce qu'il est convenu de nommer la modernisation de la France.

Certains indices, tels que la reprise de la progression des SICAV obligataires au premier trimestre 1985, ainsi que la perspective d'une décrue lente mais continue des taux d'inflation et de rendement donnent à penser qu'une évolution comparable à celle des années passées se poursuivra au cours de la présente année. Il devrait en être de même en 1986, bien que la baisse de l'épargne consécutive au remboursement de l'emprunt obligatoire de 1983 (dont une partie serait consommée) se répercutera sur l'épargne financière : le taux d'épargne financière fléchirait à 4,6 %. Cependant une telle perspective reste fragile. Les autorités devront l'affermir par une gestion correcte des taux d'intérêt et de leur structure — en particulier du taux créditeur des livrets défiscalisés et du rendement des obligations —, voire la renforcer par de nouvelles mesures fiscales ou par la création de produits financiers attractifs. Il reste que l'engouement actuel envers les placements financiers pourrait plus ou moins brutalement se retourner et céder la place à un nouveau départ de l'investissement immobilier.

Ainsi donc la satisfaction par les ménages d'une part importante des besoins de financement obligatoire de l'Etat (déficit public) et des institutions financières bancaires (constitution de fonds propres pour augmenter les possibilités d'émissions de crédits) devrait persister, mais cela n'est pas exempt d'incertitudes. Si les pouvoirs publics et les autorités monétaires veulent que la progression de la masse monétaire reste à l'intérieur de la fourchette fixée, ils devront être attentifs à tout ce qui risquerait de perturber les comportements espérés.

L'endettement des entreprises connaîtrait une croissance modérée

Précédemment nous avons vu que la situation des entreprises est marquée par un redressement de leurs résultats, qui n'est accompagné que d'une faible reprise de l'investissement. C'est dans ce contexte que les trésoriers d'entreprise, détournés des traditionnels dépôts à terme et autres bons de caisse par la législation de septembre 1981, se sont orientés vers les SICAV de trésorerie et les FCP « court terme » qui ont été créés presque simultanément. Ainsi l'accroissement des liquidités détenues par les entreprises a été relativement modéré, alors que SICAV et FCP connaissaient une évolution explosive qui a déstabilisé le marché obligataire à deux reprises au cours du dernier trimestre de 1984.

Pour remédier à cette situation, où des placements longs sont effectués avec des ressources liquides, existent depuis le 1^{er} mars les certificats de dépôts, créés pour ouvrir aux entreprises le marché monétaire. La logique économique exigerait que ces certificats de dépôts soient intégrés dans la masse monétaire, mais les autorités monétaires ont décidé de ne pas les inclure en 1985. Cependant, au mois de février 1985, les SICAV et FCP « court terme » ont retrouvé et même dépassé leurs niveaux records d'octobre 1984, les SICAV de trésorerie gérant

173 milliards à la date du 30 avril. Ainsi l'impact des certificats de dépôts négociables, qui à la même date avaient déjà dépassé un encours de 10 milliards, reste modéré et ne déstabilise nullement le marché des obligations ; ceci est dû à la gestion prudente de l'introduction du nouvel instrument financier, ainsi qu'aux conditions sévères fixées pour son émission et sa souscription.

Par conséquent, au moins à court terme, l'évolution des dépôts liquides des entreprises devrait rester freinée par l'attrait des autres placements. D'autre part la diminution ininterrompue du besoin de financement des entreprises devrait diminuer encore leurs difficultés de trésorerie et freiner la progression de leurs crédits comme l'indique le tableau 20. L'encadrement du crédit par le nouveau système de réserves obligatoires (voir plus loin), serait alors aussi peu contraignant qu'aujourd'hui et l'ensemble se traduirait même en 1986 par une baisse du ratio endettement sur valeur ajoutée. Cette baisse, combinée avec celle des taux, conduirait à une diminution des frais financiers en 1986. L'amélioration serait ainsi auto-entretenu.

20. Quelques indicateurs financiers pour les entreprises

	1983	1984	1985	1986
Epargne/PIB	6,0	7,1	7,3	8,6
Progression des frais financiers (en niveau)	13,5	11,6	6,6	- 5,2
Progression des liquidités (en glissement annuel)	12,2	5,8	4,4	4,3
Progression des crédits (en glissement annuel)	10,2	9,9	5,7	6,1
Endettement/Valeur ajoutée (en %)	55,2	55,6	56,2	55,6
Difficultés de trésorerie (% des réponses en moyenne annuelle)	49,0	44,0	40,5	36,9

C'est ce moindre endettement et cette baisse des taux qui permettent actuellement la suppression progressive des procédures de bonification de prêts accordés aux entreprises. Après les mesures prises en janvier et mai de cette année, il ne subsiste plus que les prêts spéciaux à l'investissement (PSI) comme prêts bonifiés aux entreprises. Cette simplification, qui permet quelques économies à l'Etat, renvoie les entreprises sur le marché des crédits normaux et sur celui des fonds propres.

**Une balance courante équilibrée
permettra la stagnation de l'endettement extérieur**

Le redressement de nos échanges avec l'extérieur a été net en 1983 et 1984, mais marque une pause en 1985, avant de se poursuivre en 1986. Ainsi le déficit courant, qui a facilité la réalisation des objectifs

monétaires de 1980 à 1983, par le biais de son action restrictive sur la contrepartie extérieure de la masse monétaire, a été neutre du point de vue de la création monétaire en 1984 et devrait le rester à peu près en 1985. En 1986, par contre, la contrepartie « extérieur » devrait avoir un impact très légèrement expansif sur la masse monétaire, de sorte que, à cet horizon, apparaît une difficulté supplémentaire dans la gestion du taux de croissance de la masse monétaire.

L'amélioration de notre balance des paiements permettra la stabilisation de l'endettement extérieur de la France, qui est dès aujourd'hui accompagnée de la renégociation de certains emprunts à des conditions désormais plus favorables (avec des taux moins élevés qu'en 1982 et 1983) et du remboursement des emprunts contractés directement par le Trésor ou la Banque de France vis-à-vis de l'Arabie Saoudite et de la CEE. Cet avantage serait accentué par la dépréciation du dollar que nous prévoyons en 1985 et en 1986.

Le Trésor aura un rôle délicat à jouer sur la scène du marché obligataire

Conjuguée avec la disparition de l'incidence restrictive du déficit de la balance courante, la persistance d'un fort déficit budgétaire incite à examiner de près les moyens de financement de ce déficit et leur incidence respective sur la masse monétaire (M2 ou M2R) par le biais de la contrepartie « créances sur le Trésor » de cette masse monétaire.

Une faible progression de cette contrepartie suppose, comme cela a été le cas en 1982 et en 1984, une forte augmentation des bons du Trésor en compte courant détenus par la Caisse des dépôts et consignations. Celle-ci ayant déjà été mise à contribution, un relais pourrait être trouvé grâce à une mesure récente qui autorise la détention de tels bons du Trésor par les SICAV, qui verraient là un nouveau moyen de placer leur disponibilités, actuellement abondantes. Le caractère artificiel de ces techniques, qui visent à « dégonfler » la contrepartie de M2 ou de M2R a maintes fois été souligné, en particulier dans cette revue par l'article de H. Sterdyniak et C. Vasseur (n° 11, avril 1985).

Pour l'Etat, le moyen le plus simple de minimiser le financement monétaire de son déficit reste le maintien à un rythme soutenu et à un niveau élevé de ses émissions d'obligations sous des formes variées (emprunts classiques, obligations renouvelables du Trésor...). Telle semble être sa politique actuelle, puisque l'Etat a déjà collecté 42,5 milliards de francs sur le marché obligataire depuis le début de cette année. Nous avons supposé que les émissions nettes financeraient à peu près 66 % du déficit des années 1985 et 1986, comme cela avait été le cas en 1984. (voir tableau 21).

Au-delà des difficultés quotidiennes (fixation du calendrier des émissions comme des conditions d'emprunt), cette politique est cruciallement influencée par la capacité d'absorption du marché et en particulier par la demande des ménages. Nous avons déjà examiné le caractère probable, mais fragile de la persistance de la demande d'obligations par ces derniers.

21. Tableau simplifié de financement du déficit des administrations

En milliards de F

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Besoin de financement des administrations	- 5,8	55,6	97	124,4	126,6	137,7	150,6
1) Emprunts obligataires nets	28,8	21,6	28,4	67,7	90,9	90,4	101,9
2) Contrepartie Trésor public de M2R	- 4,4	37,2	35,9	64,3	20,0	44,0	43,1
Bons du Trésor							
— Banque de France	- 14,1	- 18,2	0,1	44,1	- 5,6	1,4	2,1
— Banques et établissements financiers	1,4	46,0	22,6	8,5	18,3	34,4	34,3
Agents non financiers (CCP, dépôts au Trésor) ...	8,3	9,4	13,2	11,7	7,3	8,2	6,7
3) Autres ressources non monétaires							
Bons du Trésor émis dans le public	3,8	0,7	- 1,6	- 3,6	- 2,6	- 0,9	- 3,0
Bons du Trésor à la CDC, dans les SICAV	5,3	19,1	31,9	18,4	21,2	33,8	33,2
4) Ajustements, divers	- 39,3	- 23,0	- 2,4	- 22,4	- 2,9	- 29,6	- 24,6

Sources : Statistiques du CNC. Prévisions OFCE.

En définitive, dans l'hypothèse du maintien du financement largement obligataire du déficit des administrations, nous obtenons un tableau simplifié de financement des administrations, où apparaît l'évolution contenue de la contrepartie de M2R malgré un niveau important du déficit ⁽¹²⁾.

Les banques pourraient ne plus faire obstacle à la baisse des taux d'intérêt qui se poursuivrait lentement

Dans le numéro précédent de cette revue, H. Sterdyniak et C. Vasseur ont discuté le nouveau système de réserves obligatoires instauré à partir du 1^{er} janvier 1985 et ont conclu, comme de nombreux observateurs, que le système de régulation de la distribution de crédit n'était guère modifié, au moins à court terme et pour son impact sur les agents non financiers. Il apparaît par contre important pour ce type d'encadrement, qui n'avoue plus son nom, que le besoin de financement des entreprises se modère, comme il le fait depuis 1983, et que par conséquent cet encadrement devienne à tous égards moins contraignant.

Cette réforme s'intègre dans un cadre plus large de remaniement de l'intermédiation financière. Tendre à une plus grande homogénéité des institutions financières et les inciter à une plus grande concurrence entre elles sont en effet les principales raisons de la plupart des réformes mises en place depuis deux ans. Le placement du nouveau

(12) Certaines différences avec des présentations plus traditionnelles, comme celle de la chronique de conjoncture du précédent numéro de la revue, tiennent au fait qu'on considère l'ensemble des administrations au sens de la comptabilité nationale et qu'on a pris les variations annuelles de données corrigées des variations saisonnières par nos soins.

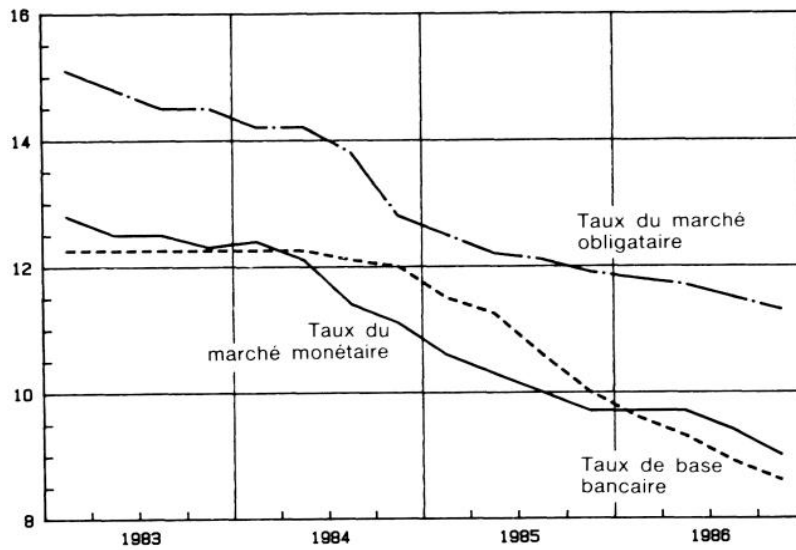
livret défiscalisé, le CODEVI, par tous les réseaux de collecte monétaire a été l'un des premiers signes de cette évolution, qui se poursuit actuellement avec la modernisation des procédures d'émission et d'intervention sur les divers marchés financiers. Il convient de rappeler que ce mouvement vient de loin. D'une part il s'inscrit dans la ligne qui avait motivé la réforme bancaire de 1967. D'autre part il correspond à la préoccupation maintes fois affirmée, notamment dans les conclusions du comité « politique monétaire » du IX^e plan, de moderniser le système financier français de manière à pouvoir, un jour, réguler la création monétaire par les taux d'intérêt et non plus par des procédures bureaucratiques du type « encadrement du crédit ».

Ce mouvement ne correspond pas à un phénomène de désintermédiation. Si, par le biais de leur contact étroit avec leur clientèle, les banques placent des montants colossaux d'emprunts obligataires pour prêter l'argent collecté aux entreprises, les entreprises n'empruntent pas plus aux ménages par le biais des marchés financiers. En 1984 la part des émissions obligataires des entreprises a même régressé.

Puisque les banques y sont toujours encouragées par le nouveau système de réserves obligatoires et par des considérations extérieures à la France (importance pour les marchés internationaux du ratio prêts sur fonds propres), nous avons fait l'hypothèse que leur recours au marché obligataire fléchirait peu en 1985 et en 1986. Les chiffres du premier trimestre 1985 confirment que cette tendance se maintient (30,6 milliards pendant les deux premiers mois de 1985 au lieu de 32,4 milliards pendant les deux premiers mois de 1984 et 90,3 milliards pendant l'année 1984 pour l'ensemble des institutions de crédit).

Un recours soutenu au marché financier diminue la demande de refinancement des banques sur le marché monétaire. Il devrait donc s'ensuivre une déformation croissante de la structure du bilan des banques et l'accroissement de la sensibilité du taux de base bancaire au taux du marché obligataire devrait se poursuivre. Certes, comme le note le rapport de la commission « Quels intermédiaires financiers pour demain ? » du Commissariat général du plan, les frais de gestion des comptes à vue sont devenus importants et constituent un facteur de blocage pour la baisse des taux ; mais la substitution de ressources obligataires à des ressources monétaires alourdit aussi les charges bancaires et constitue donc un autre facteur de freinage de la baisse des taux.

La gestion prudente du taux du marché monétaire par la Banque de France, qui se limite à répercuter la lente décreue des taux étrangers, devrait amener le taux aux alentours de 9,7 % à la fin de 1985 et de 9 % à la fin de 1986. La désinflation et la volonté des pouvoirs publics de baisser les taux devraient aboutir à une réduction des taux des comptes sur livret durant cet été (et également durant l'été 1986). Le taux de base bancaire pourrait alors se retrouver à la fin de 1986 à un niveau proche de 8,5 %, tandis que le taux de rendement des obligations du secteur privé se situerait à 11,3 %, restant ainsi nettement supérieur aux taux courts, ce qui préserverait le caractère attractif des placements en titres (graphique 9).



9. Evolution des taux d'intérêts

La « masse monétaire résidents » verra sa progression ralentie

Le tableau 22 indique la variation des composantes de la masse monétaire ainsi que celle de ses contreparties⁽¹³⁾. On y retrouve la modération de la croissance des liquidités détenues par les résidents ainsi que des crédits à l'économie que nous prévoyons pour 1985 et 1986. De même on remarque à nouveau la relative faiblesse des contributions de l'extérieur, du Trésor public et des entreprises au gonflement de la masse monétaire, alors que le rythme d'évolution des crédits accordés aux ménages s'élève un peu en 1986 à la suite de la légère reprise de leur consommation et du freinage de la chute de leur investissement logement.

Notons au passage que ce tableau ne prétend pas à l'exhaustivité, mais retrace l'évolution des principaux postes avec les variations annuelles de séries désaisonnalisées par nos soins⁽¹⁴⁾.

En fin de compte, alors qu'en 1983 la progression de M2R avait dépassé celle du PIB en valeur (10,1 %), elle s'est située en deçà en 1984 (8,7 % pour le PIB en valeur et 7,6 % pour M2R) et nous prévoyons qu'il en sera de même en 1985 (respectivement 7,1 % et 6,0 %) et en 1986 (respectivement 7,0 % et 5,1 %) dans la mesure où le Trésor public et les banques pourront poursuivre leurs émissions massives sur le marché financier.

Ainsi le taux de liquidité de l'économie (calculé comme le rapport de M2R au PIB) devrait décroître de nouveau en 1985 et 1986. Ce résultat pourrait satisfaire les autorités monétaires, mais il doit être relativisé en remarquant que c'est M2R qui aurait la progression la plus modérée

(13) Pour la définition des divers concepts le lecteur peut se reporter utilement à la chronique de conjoncture du précédent numéro de la revue.

(14) En particulier nous considérons des progressions de décembre à décembre et non de moyenne centrée en décembre à moyenne centrée en décembre.

22. Evolution de la masse monétaire et de ses contreparties

	1983	1984	1985	1986
<i>En %</i>				
M3	11,3	8,2	7,0	6,1
M3R	10,9	7,6	6,5	5,8
M2	11,8	8,5	7,2	5,8
M2R	11,3	7,6	6,0	5,1
M1	11,7	8,7	7,5	6,2
<i>En %</i>				
Composantes de M2R				
— Ménages	9,5	8,1	6,3	4,9
— Entreprises	12,2	5,8	4,4	4,3
— Autres	14,2	8,5	10,4	7,8
<i>En milliards de F</i>				
M2R	183,2	140,2	117,6	106,4
Contreparties de M2R				
Extérieur	- 30,3	+ 1,7	0	10
Crédit interne net	215,6	139,8	117,6	96,4
<i>dont :</i>				
— Créances sur le Trésor public	64,3	20,0	44,0	43,1
— Crédits bancaires sur l'économie ...	160,7	168,3	112,1	123,6
<i>En %</i>				
Crédits sur l'économie (bancaires et non bancaires)	11,3	10,6	6,3	7,1
Crédits aux ménages	13,3	10,6	9,0	8,1
Crédits aux entreprises	10,2	9,9	5,7	6,1

Sources : Statistiques du CNC. Prévisions OFCE.

parmi les agrégats monétaires. Comme l'ont souligné H. Sterdyniak et C. Vasseur dans cette revue, le choix de contrôler M2R est largement dicté par des considérations de politique monétaire. Un agrégat plus satisfaisant sur le plan théorique intégrerait les dépôts collectés par les caisses d'épargne et les ressources liquides des SICAV et FCP « court terme ». Un tel agrégat aurait une progression plus forte que M2R.