

I - LA REGULATION DE LA DEMANDE

Depuis qu'est survenue la crise pétrolière, le cours de la politique économique, dans ses aspects de régulation conjoncturelle, a été marqué par trois ensembles de mesures qui ont été rendues publiques le 5 décembre 1973, le 20 mars et le 12 juin 1974. Ces mesures visaient au premier chef à maîtriser les tensions inflationnistes que la crise pétrolière exacerbait, et à parvenir rapidement au rétablissement des équilibres extérieurs.

A - Les opérations budgétaires

L'analyse de l'exécution des Lois de Finances depuis septembre 1973 fait ressortir, dans les évolutions comparées des recettes et des dépenses, deux périodes relativement contrastées.

Au cours de la première, qui s'étend jusqu'à l'été 1974, la majoration et l'accélération des recettes fiscales ainsi que le report de certains engagements de dépenses ont permis la réalisation d'une gestion budgétaire en net excédent ; plus peut être que les mesures précédentes, qui pour l'essentiel consistaient en un déplacement de recettes et de dépenses entre les deux moitiés de l'année, la loi de Finances rectificative du 16 juillet 1974 s'est inscrite dans cette perspective ; les dépenses supplémentaires, résultant pour la plupart des coûts majorés de l'énergie et des ajustements nécessaires des salaires, traitements et transferts sociaux, étaient couvertes par les recettes nouvelles et des économies budgétaires ; le surcroît de recettes dû à l'accélération nominale de l'activité était stérilisé.

Par la suite un infléchissement progressif est apparu ; certes le collectif budgétaire de fin d'année, qui prend en compte les majorations fiscales décidées précédemment, ne cherche pas à réduire le gonflement des recettes lié à l'inflation et une nouvelle fraction de l'excédent budgétaire est stérilisée à la Banque de France ; mais, aux révisions en hausse de certaines dépenses décidées antérieurement, s'ajoute le poids de mesures spécifiques nouvelles.

Toutefois le règlement d'un surcroît de dépenses, le recours accru des entreprises, pour le règlement de leurs impôts, à la souscription d'obligations cautionnées, et les retards observés dans l'émission des rôles locaux et les rentrées fiscales ont entraîné un amenuisement progressif du solde d'exécution des lois de Finances dans la seconde moitié de l'année.

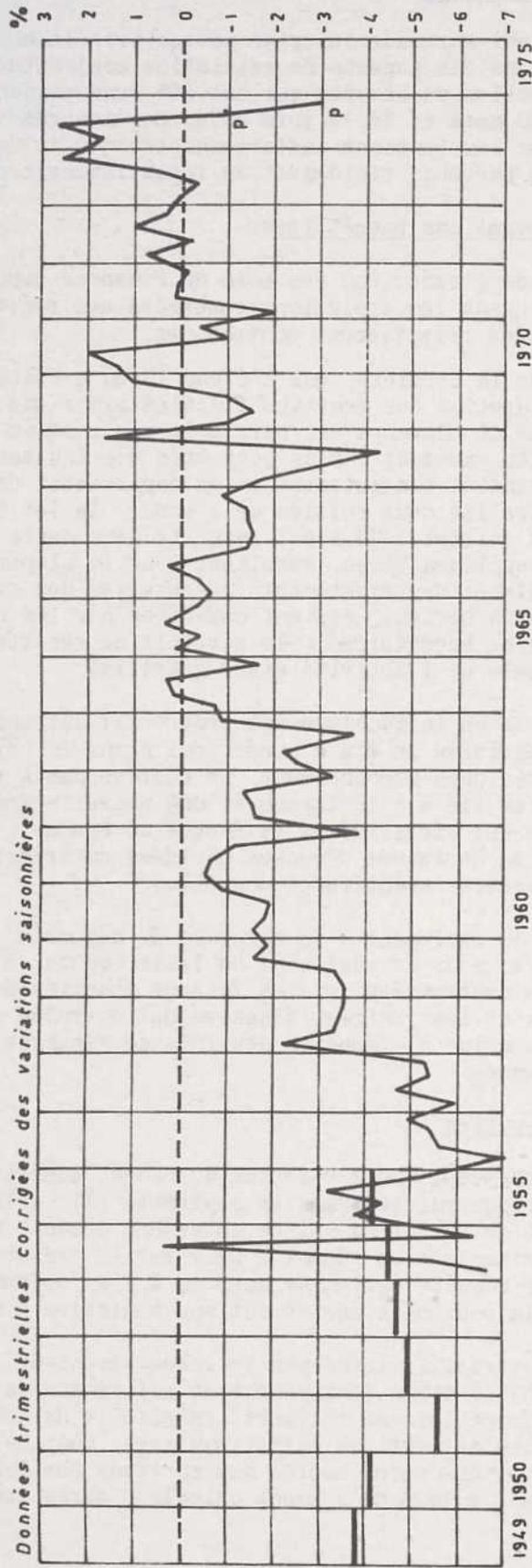
1 - Les recettes

La vive progression des recettes du budget général constatée au début 1974 s'est poursuivie jusqu'en septembre (1), selon un rythme moyen de croissance de 20 % l'an. Si ce mouvement traduit bien les effets du prélèvement fiscal accru visant à agir sur la trésorerie des agents économiques, il résulte également, pour la T.V.A. notamment, de l'effet mécanique de la poursuite des évolutions nominales à un rythme très rapide.

L'effet restrictif exercé par le recouvrement de l'impôt sur les sociétés en début d'année (avancement et majoration de l'acompte de février) a été renforcé lors du collectif budgétaire de juillet : pour prévenir la poursuite de gestions inflationnistes, dont on pouvait percevoir les signes, il a été perçu auprès des sociétés une contribution exceptionnelle, égale à 18 % de l'impôt calculé d'après les bénéfices de l'année

(1) En octobre et novembre les recouvrements ont été assez fortement affectés par la grève des P.T.T.; une partie des retards a été comblée dès le mois de décembre.

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



1973 et ne pouvant être inférieure à 3.000 Francs. Le montant de celle-ci (environ 5 Milliards) a été versé pour sa quasi totalité en juillet-août. Depuis septembre, les versements fiscaux se sont ralentis sous l'effet, essentiellement, des retards imputables à la grève des P.T.T.

Les mesures fiscales ont également concerné les particuliers. Après l'augmentation du montant du premier acompte provisionnel, il était décidé en juin une majoration exceptionnelle de 5 à 20 % de l'impôt sur le revenu, partiellement remboursable, touchant les foyers concernés par les tranches supérieures du barème. Le règlement de la majoration devait s'effectuer essentiellement au cours du dernier trimestre. En fait, le renforcement de la pression exercée sur la trésorerie des ménages ne s'est fait sentir qu'à partir de décembre, du fait de la grève des P.T.T. et des retards survenus dans l'émission des rôles des impôts locaux.

A ces recettes fiscales directes, dont l'évolution en cours d'année a dépendu fortement des mesures de politique économique, s'ajoutent pour l'essentiel les rentrées de T.V.A., qui ont vivement progressé en 1974 (+ 20 % par rapport à l'année précédente). Toutefois, après une expansion rapide fin 1973 - début 1974, leur montant mensuel - fortement affecté au dernier trimestre 1974 par l'incidence de la grève des P.T.T. tend à se stabiliser à un haut niveau depuis février. Cette évolution traduit l'infléchissement qui s'est produit dans l'évolution à la fois du volume de l'activité et de la hausse des prix. (Signalons en particulier que les recettes de T.V.A. à l'importation baissent au second semestre en même temps que la valeur des importations).

Mais, en définitive, si l'évolution des recettes fiscales a eu en fin d'année 1974 un tour moins restrictif que prévu, il n'en est résulté pour les ménages et les entreprises concernés qu'une facilité de trésorerie temporaire, qui achèvera de se résorber au début de 1975.

2 - Les dépenses

Les dépenses du budget général se sont accrues de 18,7 % d'une année à l'autre, contre 14,6 % de 1972 à 1973. L'accélération, importante, reste toutefois légèrement en retrait de celle de l'ensemble des transactions en valeur.

L'examen des évolutions en cours d'année montre qu'après la pause intervenue au second semestre 1973, les dépenses avaient vu leur progression limitée au premier semestre de 1974, sous l'effet notamment des mesures prises pour différer certains engagements. Ce qui, joint à l'inscription de dépenses supplémentaires au collectif budgétaire de juillet, contribuait à en accélérer la croissance au second semestre.

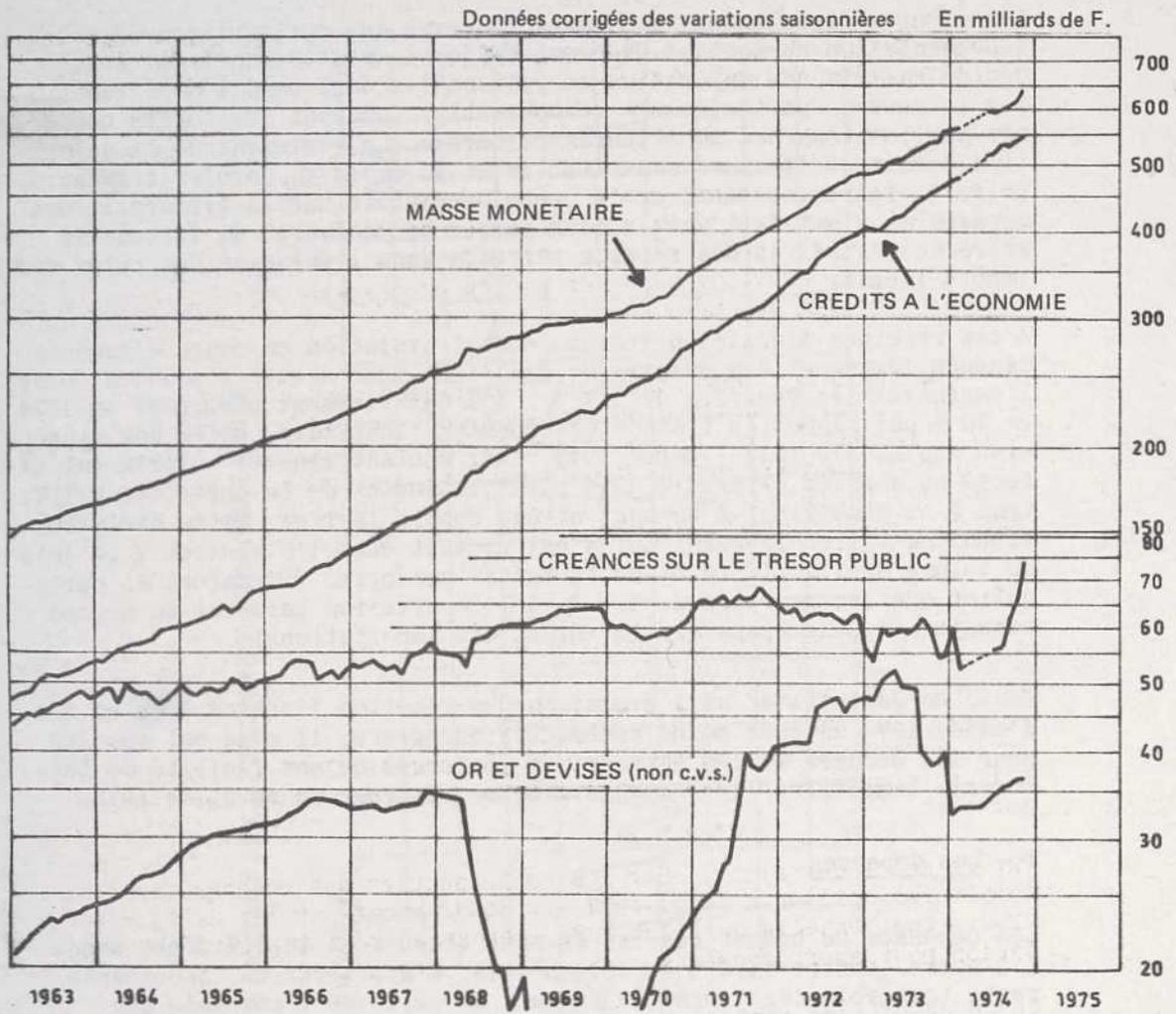
L'accélération des dépenses publiques a concerné tout à la fois les dépenses civiles de fonctionnement, et les investissements civils et militaires (crédits de paiement).

3 - L'impact sur l'activité économique

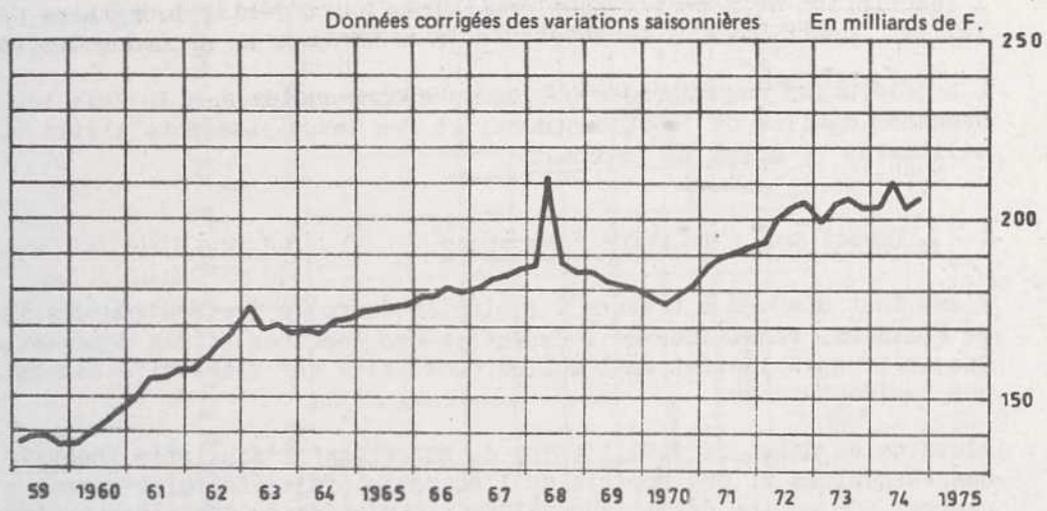
C'est tout d'abord à travers l'évolution du solde d'exécution des lois de Finances, résultante de l'évolution des recettes et des dépenses, que se traduit l'effet de l'action budgétaire sur l'activité économique conjoncturelle.

Alors qu'au début de 1973 l'effet du budget sur l'équilibre général des ressources et des emplois de l'économie avait été relativement neutre, son action devait apparaître restrictive au cours des trois derniers mois de l'année et au premier semestre 1974, l'excédent dégagé représentant respectivement, pour chacun des trimestres concernés, 2,5 %, 1,7 % et 2,7 % de la P.I.B. en valeur. En revanche, dès

EVOLUTION DE LA MASSE MONETAIRE ET DE SES CONTREPARTIES



EVOLUTION DU RAPPORT : $\frac{\text{MASSE MONETAIRE}}{\text{PRODUCTION INTERIEURE BRUTE EN VALEUR}}$



septembre, cet effet diminuait fortement, à la fois pour des raisons accidentelles et temporaires : perturbation des rentrées fiscales en raison de la grève des P.T.T., gonflement du solde des opérations de caractère temporaire, dû à l'accroissement des avances aux collectivités locales du fait du retard survenu dans l'émission des rôles des impôts locaux et pour des raisons plus durables : freinage des rentrées fiscales dont l'évolution à court terme est liée à l'activité économique en valeur (T.V.A.), accélération des dépenses publiques.

En conséquence, depuis septembre 1974, le solde d'exécution des lois de Finances s'est fortement réduit (voir graphique n° 15) ; corrigé des variations saisonnières et cumulé depuis le début de l'année, il s'élevait à environ 13 Milliards en juin-juillet, 17 Milliards fin août ; il n'atteignait plus que 11 Milliards fin septembre. Le déficit qui s'est provisoirement creusé en octobre-novembre a commencé de se résorber dès décembre.

A cette évolution, que contribue à expliquer pendant un temps le gonflement du portefeuille d'obligations cautionnées correspondait l'interruption temporaire du mouvement de désendettement du Trésor auprès du système bancaire amorcé depuis plus de deux ans ; elle entraînait même, dès le 25 octobre, la reprise des adjudications de bons du Trésor en compte courant suspendues depuis un an (pour un montant de 3,5 milliards jusqu'à la fin de l'année).

Le début de l'année 1975 doit enregistrer le contrecoup des perturbations qui ont affecté les derniers mois de 1974 ; résorption du compte d'avances aux collectivités locales, rattrapage des retards pris dans la collecte des impôts en raison de la grève des P.T.T. Le décalage temporel qui en est résulté dans le règlement des impôts ne doit pas influencer substantiellement les comportements des ménages ou entreprises concernés car il se limite à un effet momentané sur les trésoreries.

Par la suite devraient jouer les contreparties des mesures fiscales temporaires prises à la mi-1974 : remboursement partiel de la majoration exceptionnelle de l'I.R.P.P., retour au régime antérieur de dotation pour amortissements.

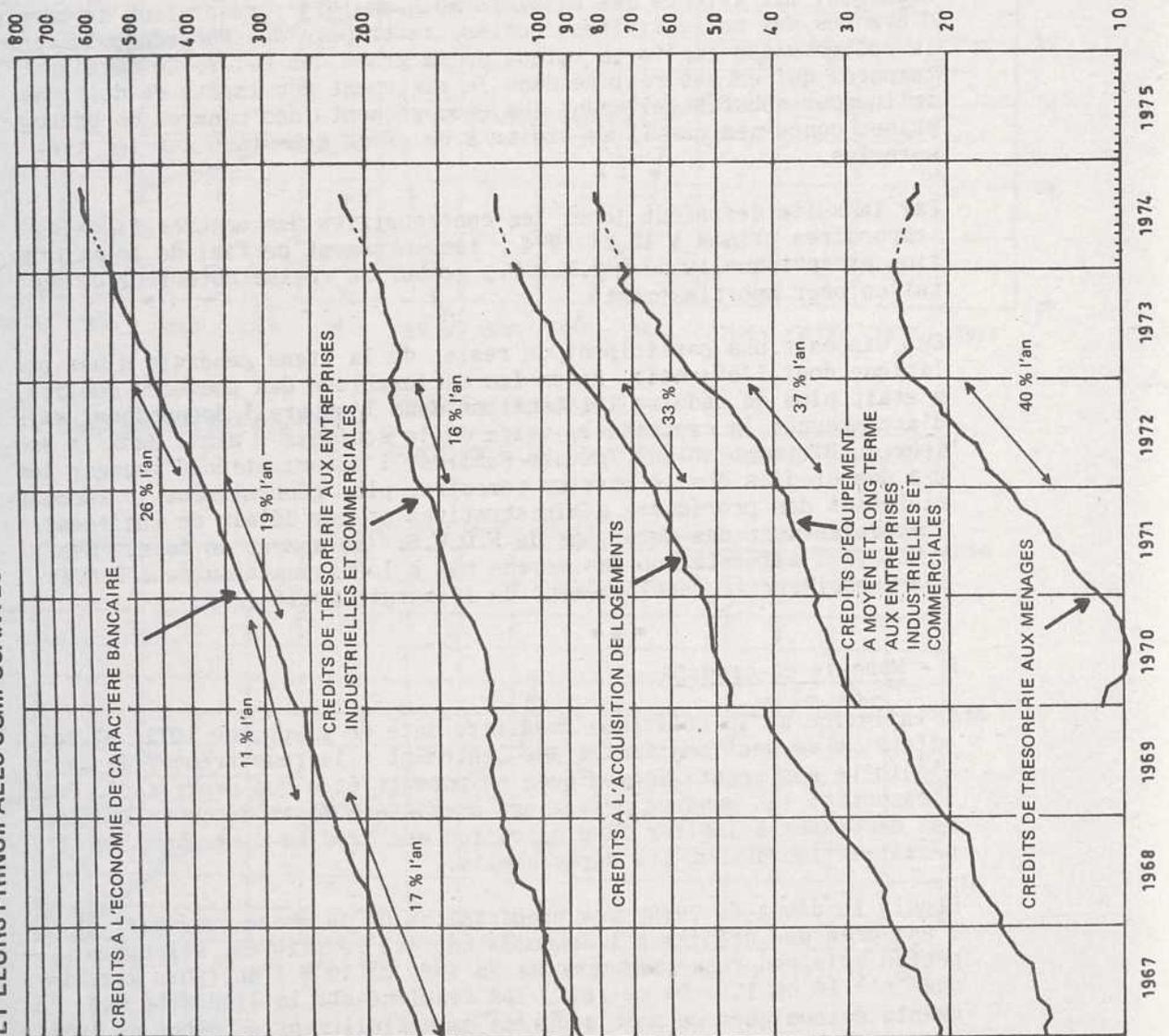
Ces dispositions participent, du reste, de la ligne générale d'une politique dont l'objectif, selon les déclarations des pouvoirs publics, n'était plus de réduire les tensions dans l'appareil économique, mais d'accompagner la croissance, voire de la soutenir : ainsi dans le secteur du Bâtiment et des Travaux Publics, l'autorisation d'engager les 2/3 des crédits dès le premier semestre, plus généralement le raccourcissement des procédures administratives et des délais de règlement, l'accroissement des dotations du F.D.E.S. (notamment en faveur des P.M.E.), l'augmentation des moyens mis à la disposition de l'E.D.F. pour accélérer le développement de l'énergie nucléaire.

B - Monnaie et crédits

L'inflexion de la politique monétaire date de l'automne 1972, et ses effets ne se sont manifestés que lentement : le resserrement de la liquidité des agents économiques ne pouvait être que progressif. Pour l'essentiel les mesures prises ont consisté à fixer de nouvelles normes destinées à limiter la progression des crédits distribués, et à pénaliser lourdement les dépassements.

Depuis le début de 1973, les progressions de la masse monétaire et de l'ensemble des crédits à l'économie ont été régulières, selon des pentes voisines respectivement de 15 % et de 19 % l'an (voir graphiques n°s 16 et 17). De ce fait, les tensions sur la liquidité des agents économiques se sont accusées essentiellement au début de 1974, lorsque le montant des transactions qu'ils effectuent s'est trouvé fortement accru par les conséquences du renchérissement du pétrole,

**EVOLUTION (1) DES CREDITS A L'ECONOMIE DE CARACTERE BANCAIRE (2)
ET LEURS PRINCIPALES COMPOSANTES**



(1) Rupture de séries, à la fin de 1969, due à d'importantes modifications dans le contenu des statistiques monétaires.

(2) CREDITS A L'ECONOMIE DE CARACTERE BANCAIRE :

- Outre les crédits financés par les banques et la Banque de France, retenus dans les composantes de la masse monétaire, les crédits de caractère bancaire comprennent d'autres crédits figurant pour l'instant dans les portefeuilles d'organismes non bancaires : Caisse des Dépôts, Crédit National, compagnies d'assurances, etc..., mais susceptibles d'être refinancés auprès des banques et de la Banque de France, donc de contribuer à la création monétaire ; ce sont essentiellement :
- les crédits à moyen terme mobilisables financés par la Caisse des Dépôts, le Crédit National, le Crédit Foncier.
 - les prêts à long terme financés par la Caisse Nationale de Crédit Agricole sur des ressources à long terme (avances du FDES, emprunts obligataires).
 - les crédits éligibles au marché hypothécaire financés par les organismes spécialisés et les compagnies d'assurances.
 - enfin, pour des montants moins importants, les effets de crédit achetés aux banques sur le marché monétaire par les organismes spécialisés (Caisse des Dépôts surtout), les effets de crédit à court terme à la consommation financés par les établissements financiers, des prêts à l'exportation consentis par les banques et financés par le Crédit National et la B.F.C.E. sur les ressources à long terme.

et plus généralement, des importations (2).

Masqué quelque temps par la grève des banques, le caractère contraignant de la politique monétaire devait être d'autant plus net que spontanément les comportements des agents économiques correspondaient tout d'abord à la poursuite d'une croissance inflationniste et que la contrepartie au maintien de la croissance du pouvoir d'achat des salaires apparaissait être, au premier chef, un accroissement considérable de l'endettement nouveau des entreprises.

Aussi l'ensemble des mesures décidées en juin 1974 conduisaient rapidement à un resserrement de la trésorerie des entreprises industrielles et commerciales, à un accroissement des difficultés de financement dans certains secteurs, et à une sensible modification de la structure financière des entreprises et des ménages.

La rapide inflexion conjoncturelle observée à partir de septembre en résulte pour une part ; mais, avec le ralentissement de l'activité la demande de crédits a sensiblement fléchi et le respect des normes s'est trouvé facilité. Les enquêtes montrent effectivement que l'hésitation à s'endetter davantage s'accroît ; mais elles signalent également que les difficultés d'obtention de concours financiers extérieurs persistent pour certaines entreprises, témoignant sans doute d'une plus grande sélectivité des banques en matière de risques.

En fin d'année la conjugaison de certaines dispositions budgétaires et monétaires a pu néanmoins alléger les contraintes sur les liquidités. En effet, le cumul de l'augmentation du rythme d'engagement des dépenses du Trésor Public, du décalage dans les rentrées fiscales, et le gonflement du portefeuille d'obligations cautionnées (3) observés au 3ème semestre 1974, avec le développement très soutenu des crédits en devises déjà constaté depuis le début de l'année, a très certainement atténué l'aspect restrictif de l'action monétaire.

1 - La politique monétaire et les institutions de crédit

En 1974 la prescription de normes pour le développement d'une part importante des crédits, le maintien de taux élevés, et le maniement des réserves obligatoires ont été les principaux moyens utilisés par les autorités monétaires. En agissant sur le comportement des banques par l'intermédiaire des comptes d'exploitation (coût de refinancement et pénalités fortement progressives en cas de dépassement des normes) (4), et donc indirectement sur celui de l'ensemble des agents économiques, cette politique a pu faciliter la maîtrise de la progression des crédits et donc des liquidités mises à la disposition de l'économie.

Les normes de progression des crédits

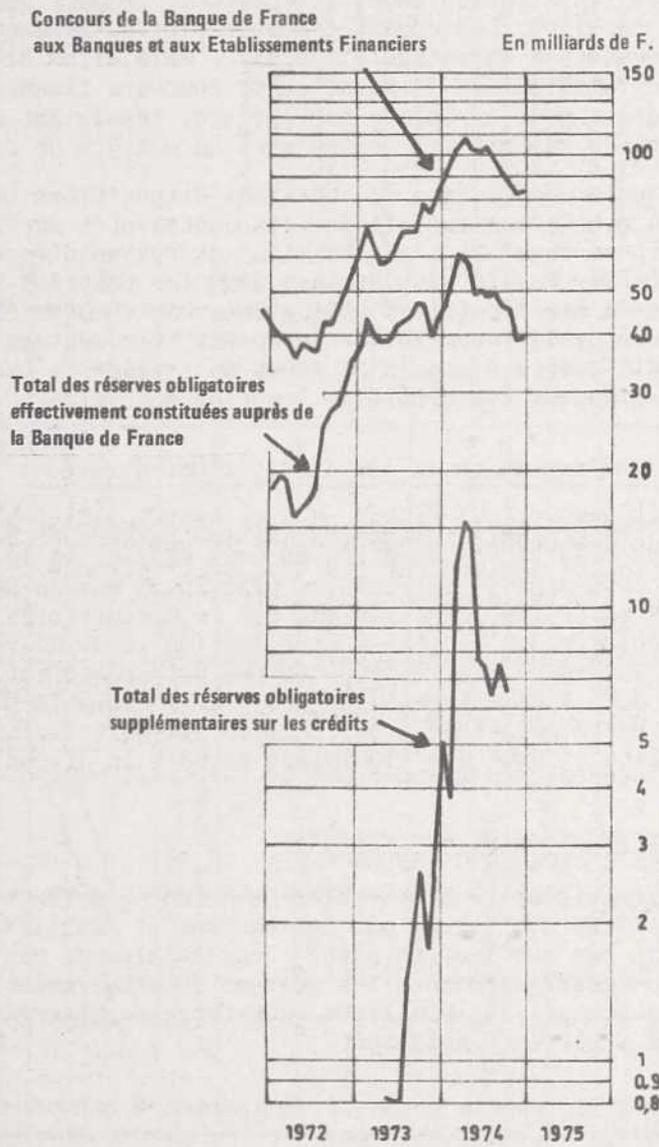
Les normes fixées pour la progression des crédits portent sur la majorité des crédits distribués par les banques et établissements financiers, mais pas sur leur totalité ; applicables de manière identique à chaque établissement elles peuvent éventuellement être dépassées, mais aux prix de pénalités sous forme de réserves supplémentaires qui s'élèvent rapidement.

(2) On observera à ce sujet que la référence du développement de la P.I.B. en valeur sous-estime la croissance du montant des transactions dans ces circonstances où les importations connaissent de fortes augmentations de prix.

(3) Assimilable à un "crédit public" aux entreprises. Rappelons qu'un avis du Ministre de l'Economie et des Finances en date du 13/11/1974 a limité le volume des obligations cautionnées.

(4) Le coût de refinancement des banques sur le marché monétaire qui représentait, dans leur compte d'exploitation, une charge de 4% environ en 1972 a été portée à 7-8 % en 1973 et à plus de 10 % en 1974.

**EVOLUTION DES CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE
AUX BANQUES ET AUX ETABLISSEMENTS FINANCIERS,
EVOLUTION DU MONTANT DES RESERVES OBLIGATOIRES**



Du fait de la charge très lourde qu'ont représenté ces réserves supplémentaires (voir graphique n° 18) les normes ont eu valeur de plafonds pratiquement contraignants pour les crédits qui y étaient soumis.

Pour juger de la portée de ces normes, il faut les rapprocher du développement des crédits non soumis à norme de progression (5), comme des autres sources possibles de liquidité de l'économie. Ainsi les normes se sont trouvées compatibles, à l'expérience, avec un développement, en 1973-1974, des crédits à l'économie à un rythme de 19-20 % l'an, et de la masse monétaire à 15 % l'an.

Les conditions débitrices et créditrices

Amorcée dès l'automne 1973, la hausse des taux d'intérêt pratiquée sur le marché monétaire a entraîné deux majorations successives du taux de base des crédits bancaires, (de 10,4 % à 11,4 % le 12 janvier 1974 puis à 12,4 % le 17 juin 1974; ce dernier relèvement intègre en outre l'incidence d'une amélioration de la rémunération de "l'épargne réglementée" avec institution d'une prime temporaire pour les comptes sur livrets).

Bien que la détente des taux se soit manifestée dès le mois d'août, les banques n'ont procédé à l'abaissement de leur taux de base (ramené à 11,9 %) qu'au début de 1975. Cette mesure de portée apparemment limitée (- 0,5 %) par rapport au fléchissement de un point du coût des refinancements (à taux fixes et à taux variables) auprès de la Banque de France - résulte de la prise en compte du haut niveau des taux de l'argent observé pour la moyenne du 2ème semestre, de l'augmentation de la rémunération des placements quasi-monétaires survenu au début de 1975 et, à l'inverse, de l'allègement des réserves obligatoires sur les dépôts.

Ainsi, une politique de taux élevés a contribué à éviter une progression trop rapide des crédits bancaires par le biais d'une action directe sur la création de monnaie par les banques (répercussions sur les résultats d'exploitation des coûts de refinancement) et indirecte sur la demande de crédit exprimée par les entreprises et les ménages (niveau élevé des conditions débitrices). Par ailleurs, les divers aménagements apportés au régime des réserves obligatoires ont permis d'introduire plus de sélectivité dans l'octroi des concours, cette tendance étant renforcée par la prudence dont ont fait preuve les banques en raison de l'accroissement des risques nés du ralentissement de l'activité économique.

Il convient donc à présent d'analyser plus en détail l'impact d'une telle politique sur la formation des ressources financières des entreprises des ménages.

2- L'évolution des ressources financières des entreprises

Si globalement, la progression de l'ensemble des crédits de caractère bancaire s'est effectuée, comme on l'a dit, assez régulièrement depuis 1973 sur une pente voisine de 19 % l'an (6), cette croissance apparaît assez nettement différenciée selon la catégorie d'agents concernés (les entreprises bénéficiant davantage de cette expansion que les ménages) et selon la nature des concours octroyés.

L'évolution des crédits

Si la progression de l'ensemble des crédits n'a pas connu d'inflexion notable, leur structure s'est modifiée.

(5) Voir annexe.

(6) Cependant ces crédits ne progressent plus depuis l'automne qu'au rythme de 8 - 9 % l'an.

Pour les entreprises, la progression des concours à court terme s'est assez nettement accélérée en 1974 - croissance de 2,4 % au cours des neuf premiers mois de 1973, de 13,3 % pour les neuf premiers mois de 1974 - ainsi que celle des crédits à l'exportation (surtout depuis la fin du 1er semestre, pour les crédits non encadrés ou partiellement encadrés) ; en revanche les crédits d'équipement ont évolué beaucoup plus lentement qu'au cours des années précédentes (7) . En 1974, les problèmes de financement à court terme ont sans doute revêtu une grande acuité pour les entreprises en raison du renchérissement des matières premières et des produits énergétiques. On peut se demander toutefois si la tendance à financer certains investissements à l'aide de crédits à court terme (unité de trésorerie) n'a pas été renforcée en 1974. En effet, d'une part la perspective d'une détente des taux, depuis quelques mois, peut expliquer partiellement le fléchissement du rythme d'expansion des crédits à moyen et long terme ; d'autre part, la dernière enquête relative aux investissements révèle que les budgets d'investissement ne semblent pas avoir été révisés de façon importante ; toutefois certaines décisions d'engagement de dépenses paraissent avoir été différées en fin d'année 1974.

On doit noter enfin qu'à la différence des P.M.E., les grandes entreprises ont compensé dans une large mesure les effets restrictifs de l'action monétaire en recourant amplement - avec l'incitation des Pouvoirs Publics - aux crédits en devises (8) pour un montant effectif d'environ 20 milliards de F. durant l'année 1974.

Au total, si l'on inclut les fonds nets recueillis sur le marché financier (augmentation de capital et émissions d'obligations), les entreprises industrielles et commerciales ont obtenu en 1974 (trois premiers trimestres) un apport financier très nettement supérieur à celui de 1973, le gonflement des moyens de trésorerie nécessaires pour financer le développement de la valeur des transactions lié à l'accélération de la hausse des prix au début de l'année et faire face à un accroissement au moins aussi élevé des charges s'étant effectué par un recours fortement accru aux financements externes à l'entreprise, qui dépasse la seule incidence de la hausse des prix.

Un tel phénomène confirme les analyses faites dans le budget économique pour l'année 1974 : forte augmentation du besoin de financement des entreprises, fléchissement par ailleurs de la capacité de financement des ménages compensé par un accroissement des concours des institutions financières et de l'extérieur.

L'évolution des liquidités

Pour sa part, et sans méconnaître les problèmes particuliers à certains secteurs d'activité ou à certaines entreprises, la liquidité en valeur des entreprises apparaît globalement plus importante que celle de l'année précédente mais en volume elle fléchit légèrement depuis 2 ans. Pour l'ensemble des dépôts à vue, on observe en 1973 - hormis la pointe de décembre - que ces avoirs se situent en F. courants autour de 60 milliards alors que pour les neuf premiers mois de 1974 ils se stabilisent (après la sensible progression du 1er semestre due à la grève des banques et le fléchissement qui a suivi) à 63-64 milliards de F. (9) ; ils progressent rapidement par la suite (arrêt de travail aux P.T.T.) atteignant plus de 70 milliards de F. fin novembre.

(7) Surtout pour les crédits en F. car les crédits en devises connaissent depuis 1972 un rythme de progression soutenu.

(8) Ces opérations, qui répondent à des impératifs de rééquilibrage de la balance des paiements permettent par ailleurs de ne pas affecter les réserves officielles de change.

(9) Ce phénomène apparaît plus nettement auprès du système bancaire (banques inscrites principalement) qu'auprès des caisses de Crédit mutuel (y compris la C.N.C.A.).

Tableau 9

RECOURS AUX FINANCEMENTS EXTERNES DES ENTREPRISES PRIVEES INDUSTRIELLES ET COMMERCIALES (ACCROISSEMENT D'ENCOURS ET EMISSIONS NOUVELLES DE TITRES)

Variation d'encours en milliards de f. (valeurs brutes)	Neuf premiers mois de	
	1973	1974
- crédits de caractère bancaire (1) (non compris crédit mutuel et C.N.C.A.)	+ 11,2	+ 33,2
- crédits de trésorerie	- 2,0	+ 19,1
- crédits d'équipement	+ 9,8	+ 5,4
- crédits à l'exportation	+ 3,4	+ 8,7
- crédits de caractère non bancaire (F.E.E.S. S.D.R. (organismes spécialisés) ...)	+ 3,7	+ 3,8*
- crédit bail (mobilier et immobilier) non compris dans les crédits de caractère bancaire	+ 4,2	+ 3,8*
- Marché financier (2)	+ 10,9	+ 11,5
- obligations (secteur concurrentiel)	+ 5,7	+ 5,7
- actions (E.N.F.) + parts de S.A.R.L.	+ 5,2	+ 5,8
T O T A L	+ 30,0	+ 52,4

* chiffres provisoires

(1) Pour les onze premiers mois les chiffres sont les suivants (valeurs brutes)
1973 : + 22,9 milliards ; 1974 : + 53,6 milliards

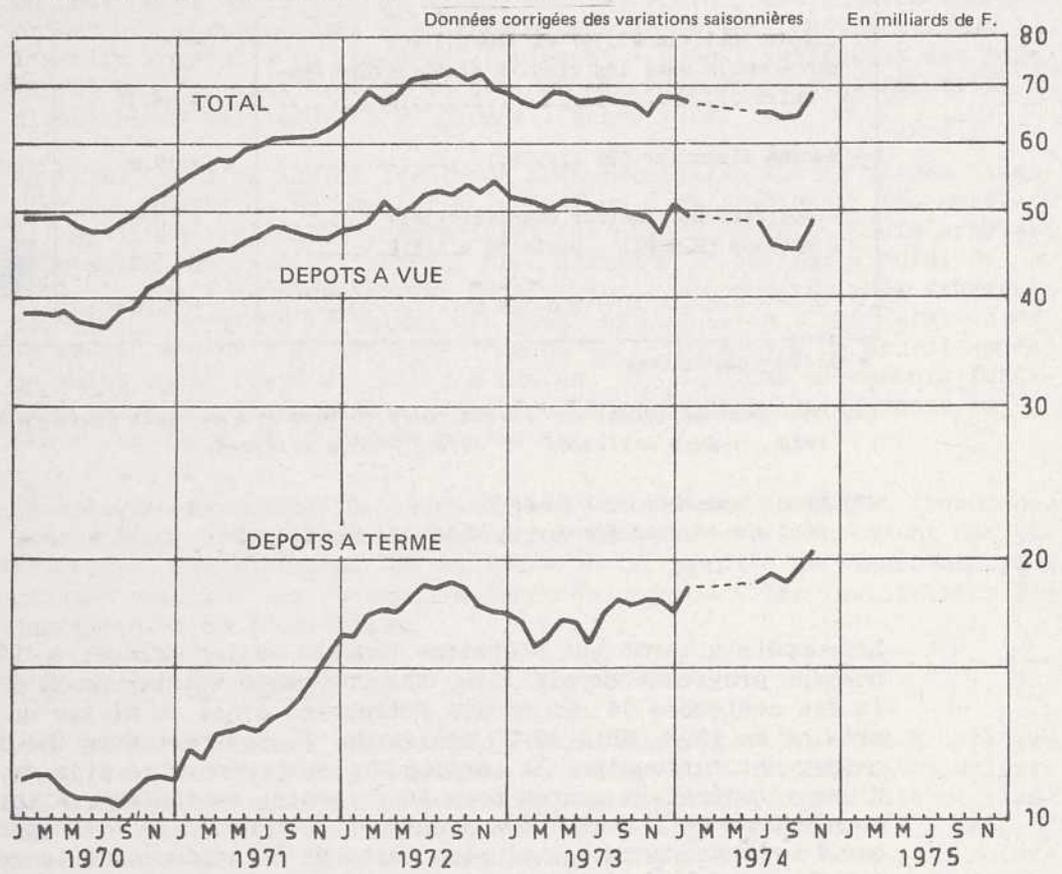
(2) Pour l'ensemble de l'année :
1973 : + 15,3 milliards ; 1974 : 14,8 milliards

Les dépôts à terme qui s'étaient réduits au 1er trimestre 1973 ont à nouveau progressé depuis lors, sur une pente voisine de 25 % l'an : à la fin septembre 74 ces avoirs retrouvent ainsi le niveau qu'ils avaient atteint en 1972, soit 19-20 milliards. Il apparaît donc que les entreprises ont rationalisé la gestion de leur trésorerie afin de bénéficier d'une rémunération accrue pour leurs avoirs monétaires. Actuellement - compte tenu de l'acuité des problèmes de trésorerie - il semblerait que le ralentissement (exclusion faite de l'incidence de la grève des P.T.T.) des moyens de paiement s'accompagne d'une progression moins soutenue des dépôts quasi-monétaires, ce mouvement s'étant esquissé dès le 3ème trimestre 1974.

Les problèmes de trésorerie

Toutes les enquêtes de conjoncture mettent, en effet, en évidence, de façon marquée pour la période actuelle, le resserrement sensible des trésoreries industrielles et commerciales. Après la "relative" aisance du 1er semestre (facilitée dans une certaine mesure par la grève des banques), les difficultés paraissent s'être aggravées - de façon variable selon les secteurs d'activité dès le mois de juin-juillet. Ce phénomène est imputable à la fois à l'alourdissement des charges d'exploitation, au raccourcissement des délais de paiement, aux difficultés d'obtention de crédit mais aussi au ralentissement de l'activité, observé dès septembre-octobre dans l'industrie et amorcé dès juillet pour les professions commerciales.

EVOLUTION EN TERME REEL, (1) DES LIQUIDITES IMPUTEES AUX ENTREPRISES
 (1) montants déflatés par l'indice des prix à la consommation



En décembre, date de la dernière enquête sur les trésoreries industrielles, les difficultés s'étaient accentuées pour toutes les entreprises, quels que soient leur secteur d'activité et leur taille.

Les concours obtenus par les entreprises (notamment à court terme) étant, dans une certaine mesure, la contrepartie d'actifs que détiennent en définitive les ménages, nous nous attacherons dans le paragraphe qui suit, à analyser l'évolution des ressources financières de cette catégorie d'agent.

3 - L'évolution des ressources financières des ménages

L'évolution des liquidités*

La relative stabilisation du pouvoir d'achat du total des liquidités (soit de leur volume) observée à partir du milieu de l'année 1973 recouvre une lente décélération des liquidités des entreprises⁽¹⁰⁾ - qui amorcée dès le début de 1973 (après une forte progression enregistrée à partir de la mi1970) s'est poursuivie en 1974 - et un léger fléchissement des liquidités imputées aux ménages apparu depuis la fin de 1973 (voir graphiques n° 19 et 20). A une période où la croissance de la masse monétaire est limitée, l'accélération de la hausse des prix conduit obligatoirement, dans un premier stade, à un phénomène de ce type.

Ce fléchissement en volume de la liquidité des ménages traduit deux évolutions quelque peu contrastées : après s'être stabilisées en 1973 les disponibilités monétaires diminuent depuis mai 1974 tandis que l'épargne liquide ou à court terme reste pratiquement stable depuis un an et demi. Tout en marquant dans leurs emplois monétaires et financiers une nette préférence pour la liquidité (cf. évolution du marché financier), les ménages ont cherché à se prémunir contre la dépréciation de leurs avoirs en utilisant de plus en plus largement leurs comptes rémunérés comme des comptes à vue : c'est ainsi par exemple que le coefficient de rotation des dépôts dans les caisses d'épargne s'est sensiblement accru.

Toutefois, ce mouvement s'est opéré de façon sélective en fonction de l'importance des taux offerts et du comportement particulier des ménages.

Ainsi, il semblerait que les excédents importants enregistrés par les caisses d'épargne résultent tout autant des motivations personnelles (constitution d'encaisses de précaution ; renoncement à certaines dépenses importantes : voitures, acquisitions immobilières ; habitudes en matière de constitution d'épargne) que de mesures plus spécifiquement techniques (relèvement du prélèvement forfaitaire de 25 % à 33 % - rémunération accrue - augmentation du plafond des livrets A exonérés d'impôts).

En revanche, le problème de la rémunération - liée au niveau élevé des taux pratiqués sur le marché monétaire - apparaît plus déterminant pour expliquer la très forte expansion des comptes à terme. Ce mouvement paraît concerner aussi bien les épargnants aisés (liberté des taux pour des dépôts au moins égaux à 100.000 F ; marasme observé sur le marché boursier et financier) que les ménages sensiblement moins fortunés se trouvant en possession d'avoirs importants ne pouvant être affectés immédiatement (restriction du crédit immobilier ; perspective d'une détente des taux).

*Nota : Compte tenu de la rapidité de la hausse des prix à la consommation durant la plus grande partie de l'année 1974, il a semblé plus logique de raisonner en termes réels pour analyser l'évolution de la liquidité des ménages. En revanche les comparaisons effectuées entre les différents placements ou entre les différents types de crédits ont été appréciées en valeur nominale

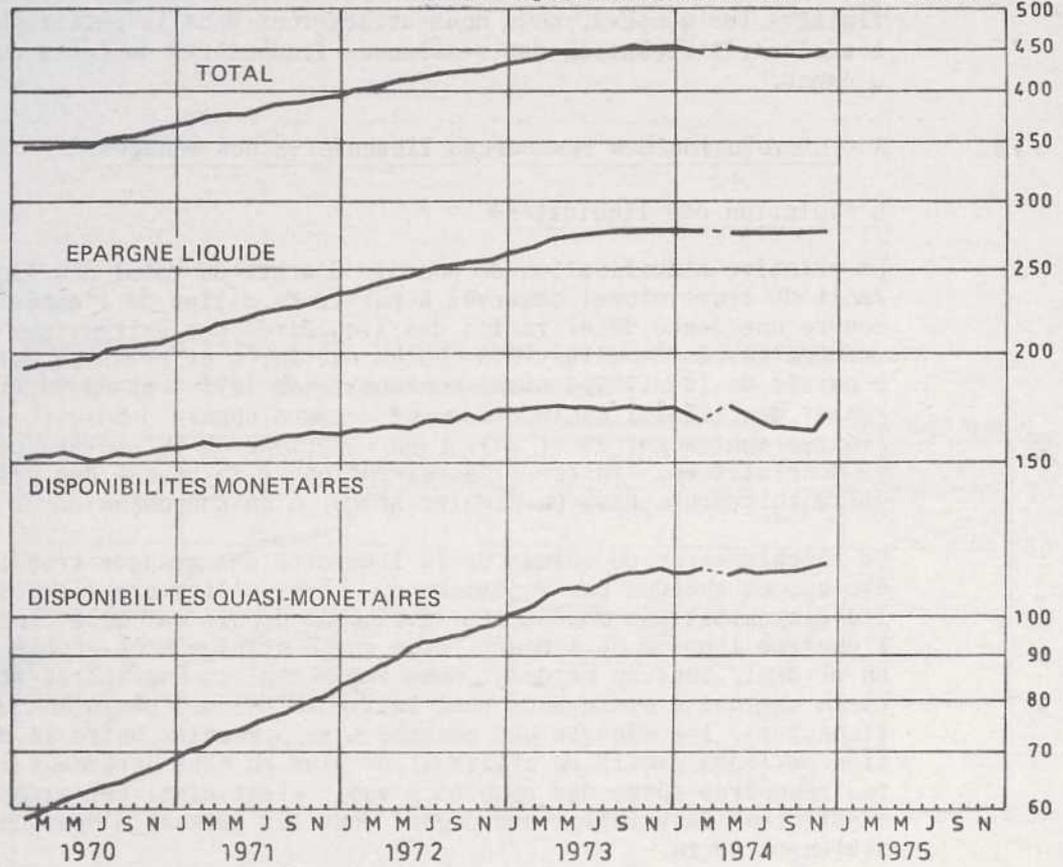
(10) cf. paragraphe précédent.

EVOLUTION, EN TERME REEL (1) DES LIQUIDITES IMPUTEES AUX MENAGES

(1) montants déflatés par l'indice des prix à la consommation

Données corrigées des variations saisonnières

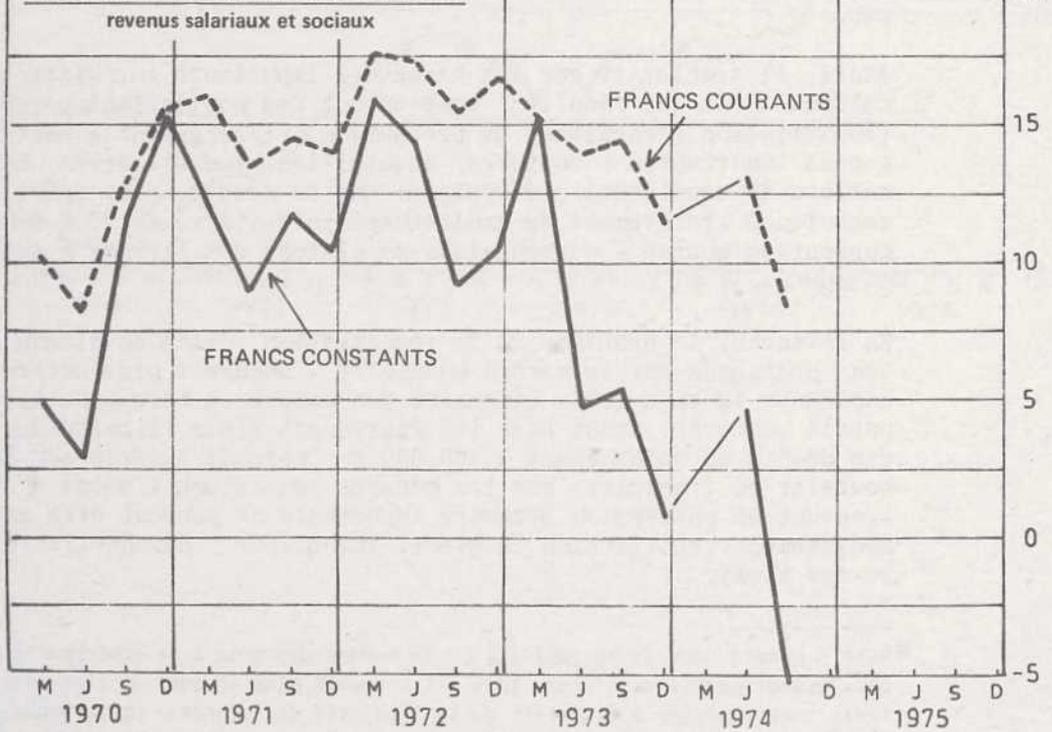
En milliards de F.



TAUX DE FORMATION DES LIQUIDITES NOUVELLES

variation des liquidités imputées aux ménages

%



Le développement de ces placements - qui touche également mais de façon moins nette les bons de baisse et l'épargne logement depuis la mi-1974 - s'est effectué au détriment des comptes sur livrets, des bons de la C.N.C.A. (leurs encours respectifs s'étant stabilisés en 1974) et surtout des bons du Trésor sur formules (11).

L'évolution des crédits

La restriction des crédits a été plus sensible pour les ménages que pour les entreprises. L'encours des crédits à court terme - qui avait fortement progressé en 1971 et 1972 pour se stabiliser ensuite - a fléchi au cours des neuf premiers mois de 1974 : cette évolution recouvre une diminution des prêts personnels et des avances en comptes débiteurs et une faible augmentation de l'encours des ventes à tempérament. De plus la distribution des crédits destinés au financement du logement s'est nettement ralentie - leur expansion s'effectuant sur une pente voisine de 13 % l'an contre 25 % en 1973 - en raison principalement d'un moindre développement des crédits hypothécaires et des crédits à moyen et long terme non mobilisables (secteur non aidé).

Au total, en raison d'une croissance ralentie des ressources (en particulier : revenus agricoles et revenus d'artisans) et d'une progression encore rapide (mais contrastée dans ses composantes) de la consommation - cf. ci-dessous - , il ressort que la situation financière des ménages est devenue moins aisée depuis le milieu de 1973 - ce que mettent en évidence les dernières enquêtes sur les attitudes et les intentions d'achats des particuliers - et que le taux d'épargne a sensiblement fléchi entre 1973 et 1974. Cette évolution devait entraîner, début 1975, une amélioration de la rémunération de l'épargne. A partir du début de 1975 : - les taux des livrets A et B des caisses d'épargne sont relevés de 6,5 % à 7,5 % (mais la prime temporaire d'épargne de 1,5 % est supprimée) - La rémunération des comptes sur livrets est portée de 5 3/4 à 7 %. - L'intérêt des bons à moyen terme et des comptes à terme et bons de caisse est relevé pour les termes supérieurs à 6 mois (par exemple de 1,5 % pour les bons à 5 ans et de 0,5 % pour les bons de caisse entre 6 mois et 1 an). - Enfin, on note une amélioration des taux servis sur les plans d'épargne logement (+ 1 %) et sur les comptes (+ 0,5 %).

2 - LA DEMANDE DES MENAGES

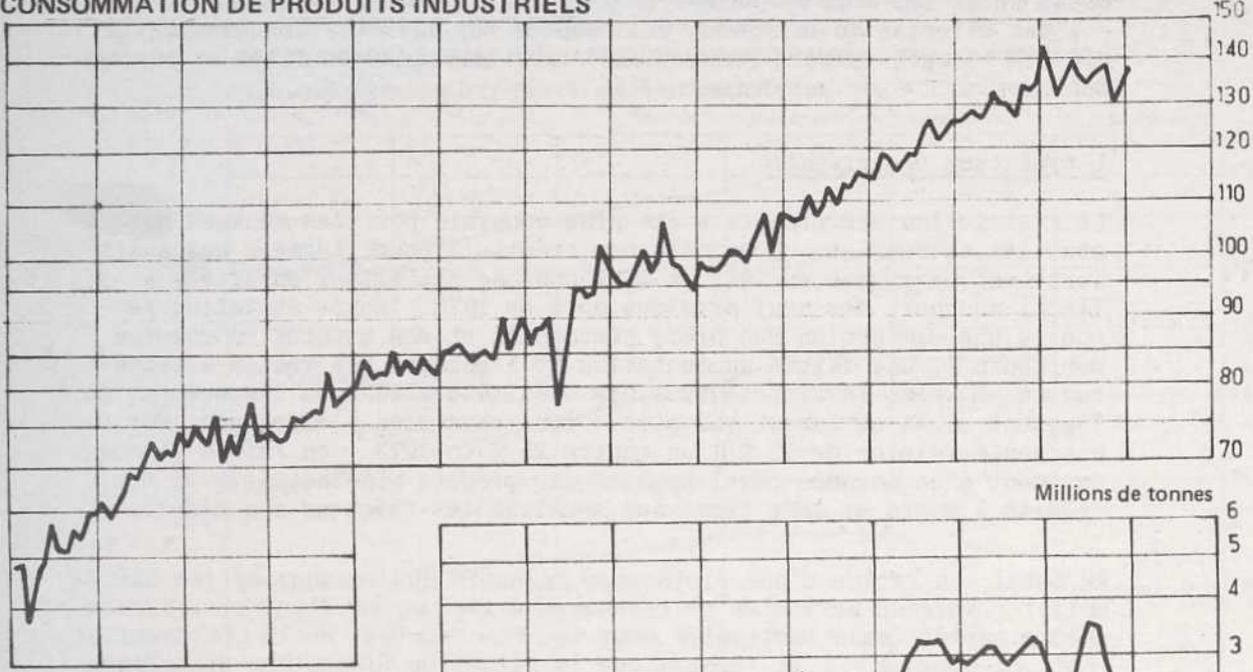
En 1974, les ménages ont privilégié les biens réels au détriment de la monnaie, montrant à l'égard de celle-ci une désaffection de plus en plus vive à mesure que l'inflation s'accélérait ; les ménages ont été nombreux à envisager d'accroître leurs dépenses de biens d'équipement ; ils sont restés très attirés par les placements fonciers et immobiliers tandis qu'à l'inverse ils délaissaient les formes d'épargne les plus liquides (billets, comptes à vue) et le marché financier (actions, obligations) au profit des comptes bancaires à terme et des livrets de caisses d'épargnes.

Ce contexte de forte demande dans un climat où la perception de la hausse des prix incitait simultanément aux achats d'anticipation et aux placements de précaution, a influencé très sensiblement l'orientation des ressources ; les ménages ont accru leurs dépenses dans tous les domaines où ils ont eu les moyens matériels de concrétiser leurs intentions ; ce qui n'a pas empêché le ralentissement de la consommation, celle-ci ne s'accroissant plus que d'environ 4 % en cours d'année (4^{ème} trimestre 1974/4^{ème} trimestre 1973) ; cette évolution reflète l'alourdissement des contraintes financières auxquelles ont été soumis les ménages : en effet la baisse du pouvoir d'achat de l'épargne et des revenus des agriculteurs et des artisans, le fléchissement des ressources

(11) Le fléchissement de l'encours des bons du trésor sur formules est imputable pour partie au remboursement de bons à 5 ans venus à échéance dans le courant de 1974.

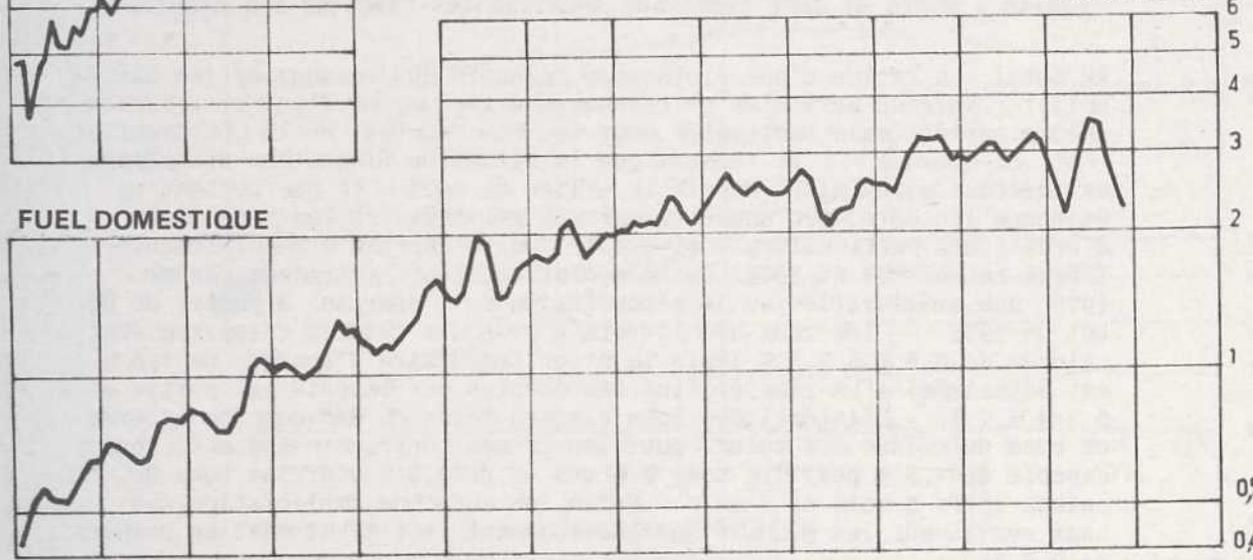
CONSOMMATION DE PRODUITS INDUSTRIELS

Milliards de F. 1963



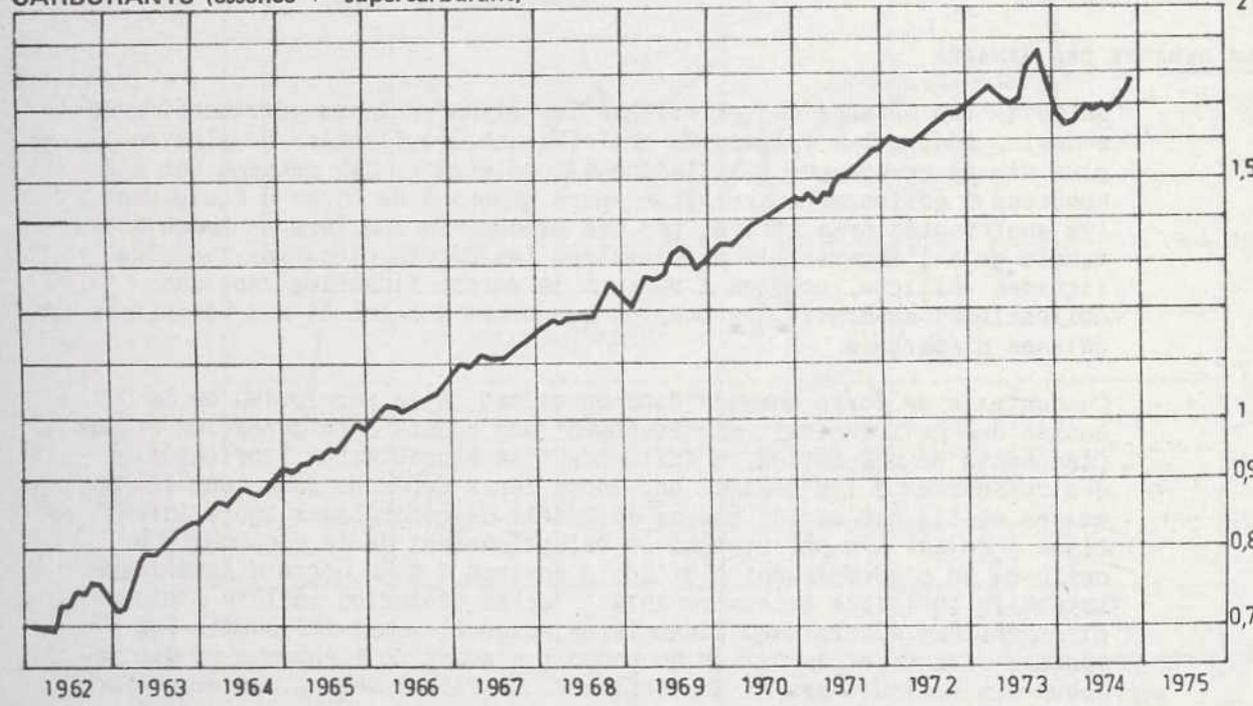
FUEL DOMESTIQUE

Millions de tonnes



CARBURANTS (essence + supercarburant)

millions de mètre-cube



nouvelles d'emprunt à court terme et l'alourdissement des impôts au 1er semestre sont venus freiner la croissance réelle bien que le pouvoir d'achat des revenus salariaux et sociaux ait conservé une assez forte progression, le relèvement prioritaire des bas salaires contribuant au soutien de la consommation. Si l'on examine le profil des achats en cours d'année (en excluant toutefois l'énergie (12)), on constate un plafonnement à un niveau élevé à partir du printemps - du 1er au 3ème trimestre 1974 l'accroissement en volume n'est que de 0,7 % contre 4,5 % sur le semestre antérieur - qui se confirme en fin d'année (13).

Ainsi après avoir stimulé les dépenses par une réaction de fuite devant la monnaie, l'inflation a provoqué une double déformation de la structure des achats :

- en relevant le niveau général des prix elle rend plus difficile la réalisation des grosses dépenses qui nécessitent l'appel à d'importantes ressources d'épargne en complément des revenus courants ;
- en déformant la grille des prix elle décourage certains types d'achats au profit de ceux dont les prix augmentent relativement moins.

C'est ainsi que, se trouvant désolvabilisés par la hausse des prix et le renchérissement du crédit et jugeant par ailleurs insuffisante la rémunération de l'épargne, une partie des acheteurs potentiels de logements, d'automobiles, voire d'ameublement ont préféré, soit remettre ces dépenses à une période ultérieure en déposant à terme leurs ressources, soit réaliser des achats immédiats de moindre importance. Le tableau ci-dessous retrace les changements intervenus depuis le début 1974 en regard des années antérieures.

EVOLUTION COMPAREE DU VOLUME DES DEPENSES (en taux annuels)
SUR LES PERIODES 1970-1973 et 1973-1974

	de 1970 à 1973 (taux annuel)	de 1973 à 1974 (10 premiers mois)
Alimentation	+ 2,5	+ 3
Habillement	+ 3	+ 1,5
Electro-ménager	+ 15	+22
Ameublement	+ 11	+ 7
Automobile (immatriculations)	+ 13	-12
Ventes de logements dans la Région Parisienne (1)	+ 5	-10

(1) Source : C. A. P. E. M.

Le volume de la consommation courante (alimentation, habillement) n'a enregistré que des pointes passagères qui n'en ont guère affecté la tendance tandis que de fortes poussées ont été constatées sur les ventes de biens durables à chaque sollicitation externe (attente de forts relèvements de prix entre novembre 1973 et février 1974, période électorale de mai, campagnes promotionnelles de l'automne greffées sur l'opération "frein sur les prix" et les économies d'énergie).

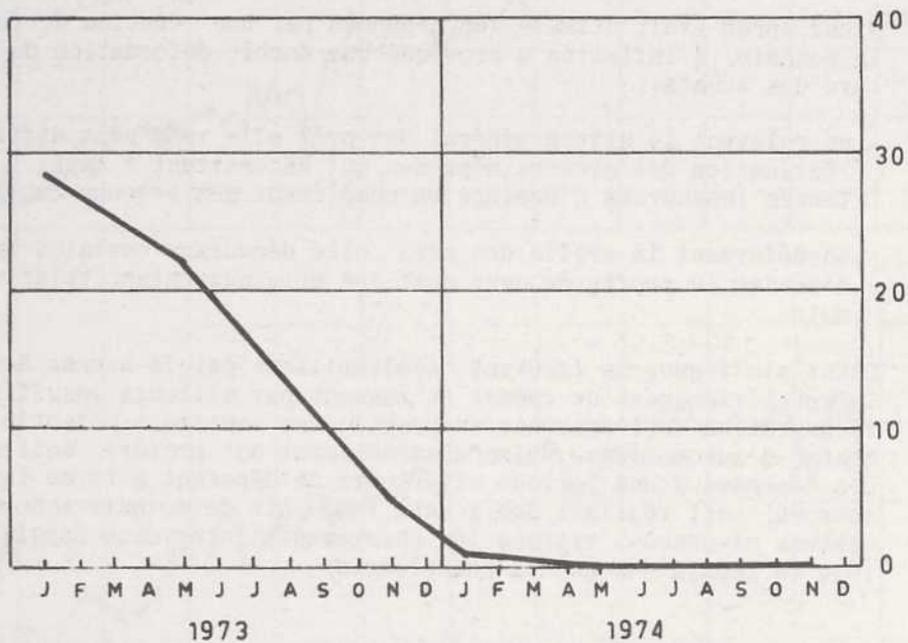
(12) Dont l'évolution présente d'importantes fluctuations cette année.

(13) Si l'on s'attache plus spécialement à la consommation de produits industriels, on peut mettre en évidence, au-delà des fluctuations de très court terme (forte poussée des ventes de début 1974 et de mai, compensations en mars, juin et juillet), un ralentissement significatif : la tendance suivie par la consommation passerait d'un rythme de 5 % l'an fin 1973 à un rythme de 2 à 3 % l'an fin 1974 (voir graphique n° 21).

Graphique 22

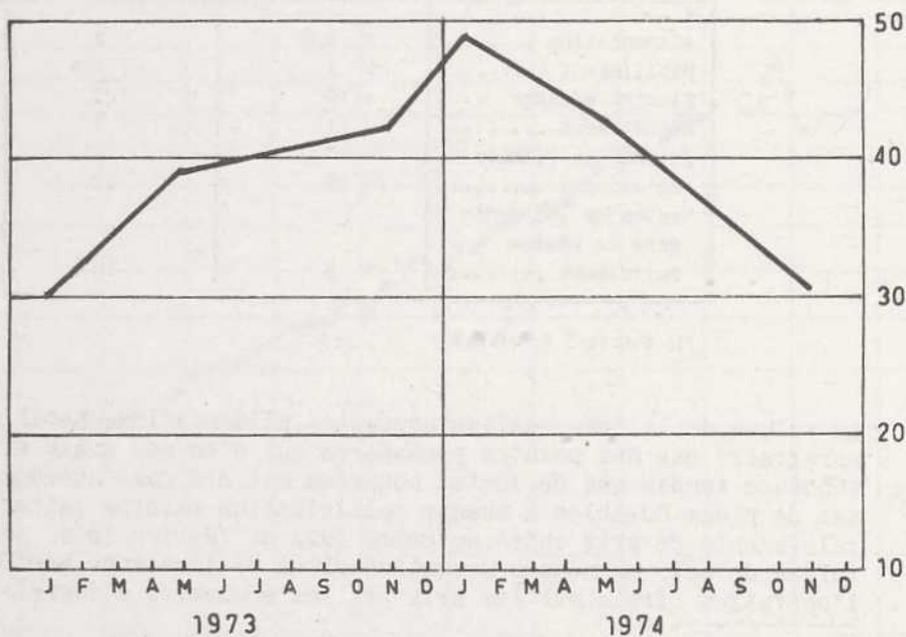
En considérant la situation économique générale et compte tenu de l'évolution des salaires et des prix, pensez-vous qu'il soit raisonnable d'épargner ?

Solde (Oui - Non)



Pensez-vous que les gens aient intérêt à faire actuellement des achats importants ?

Solde (Favorable - Défavorable)



Les fortes hausses de prix relatifs intervenues dans l'alimentation, les textiles et les cuirs au cours des années 1972 et 1973 avaient contenu ces consommations en deça de leur développement tendanciel : en 1974, le ralentissement des prix alimentaires a permis à ce secteur de retrouver sa croissance de moyen terme (2 à 3 % l'an), amélioration imputable essentiellement à la reprise des achats de viande qui progressent de 5 % en un an ; en revanche, l'accélération des hausses de prix s'est poursuivie dans les textiles et entraîne une quasi-stagnation du volume de l'habillement, les pointes de consommation enregistrées certains mois se trouvant rapidement compensées par des baisses ultérieures d'activité.

Les effets de prix relatifs même s'ils ne sont pas seuls en cause se sont plus particulièrement manifestés dans les deux secteurs de l'automobile et des produits pétroliers : les prix des véhicules neufs se seront accrus courant 1974 de 4 % de plus que l'ensemble des prix alors qu'ils se maintenaient habituellement à environ 2 % en deça de l'indice général ; la mauvaise tenue du marché de l'occasion a encore accentué cette divergence en réduisant la valeur réelle des ressources tirées de la revente. Même si ces phénomènes n'expliquent pas à eux seuls l'importance du retournement - l'automobile arrivait d'elle-même dès 1973 au terme d'une phase d'expansion que le développement du leasing avait provisoirement prolongée - ils ont largement contribué à accentuer la baisse des immatriculations suscitée par la crise pétrolière en repoussant toute reprise ultérieure. Pour les produits pétroliers l'impact de la hausse des prix est encore plus net : la consommation de carburants a fléchi de 13 % entre novembre 1973 et mars 1974 et progresse depuis, parallèlement à la tendance antérieure (8 % l'an) à partir de cette nouvelle base : il en résulte pour 1974 une réduction d'environ 3 % sur la consommation de 1973. En raison de possibilités de stockage l'évolution des livraisons de fuel domestique a été beaucoup plus heurtée : l'annonce de relèvements de prix et de mesures de rationnement ont entraîné des achats très importants en juin dont la compensation en baisse ne se fait sentir qu'à l'automne ; cependant, la chute de consommation est importante puisque d'une année à l'autre elle atteindrait 13 % (voir graphique n° 22).

Les prochains mois verront sans doute se confirmer le ralentissement engagé en 1974 en raison d'une plus faible progression des ressources et d'un comportement moins favorable aux dépenses immédiates.

Le pouvoir d'achat des revenus va se trouver freiné par l'arrêt de l'embauche, les réductions d'horaires et un moindre accroissement des salaires nominaux ; de plus les ménages vont supporter au premier trimestre 1975 les poids conjugués des arriérés d'impôts directs de 1974 (impôts sur le revenu et impôt des collectivités locales), qui n'ont pu être recouverts selon le calendrier habituel, et des premiers acomptes de 1975 ; enfin l'accès au crédit restera très limité en raison des restrictions qui atteignent les particuliers et de son coût élevé.

En novembre, les ménages jugeaient toujours peu raisonnable d'épargner car les prix augmentaient encore rapidement mais, avec la décélération escomptée, l'attrait des achats importants s'est réduit et n'est pas plus fort qu'au début de 1973 (voir graphique n° 23) : les achats de biens durables, principal soutien de la consommation cette année, retombent fin 1974 au niveau de l'an dernier et vont subir le contrecoup des achats d'anticipation : la demande d'automobile ne devrait pas reprendre avant que s'estompent les effets des récentes hausses de prix. Aussi la consommation totale ne devrait s'accroître que d'environ 1 % à 1,5 % au cours du 1er semestre ; par ailleurs les acquisitions de logements resteraient très limitées pendant la même période par le niveau des prix dont la hausse se poursuit et dans l'attente d'une baisse des taux d'intérêt.

Les investissements productifs (14)

La progression des dépenses d'investissement est restée soutenue en 1974. En volume, les investissements productifs se sont accrus de 5 à 6 %, soit un peu moins qu'au cours des années précédentes (environ 7 % l'an de 1970 à 1973).

Parmi ceux-ci, les investissements réalisés par les entreprises industrielles du secteur concurrentiel (40 % de l'ensemble) sont les mieux suivis. Lors de l'enquête de novembre sur les réalisations de 1974, les réponses des chefs d'entreprise faisaient apparaître une croissance en volume d'environ 6 % sur 1973, la progression étant la plus forte pour les industries d'équipement (10 %).

Pour les entreprises publiques, la progression aurait été de l'ordre de 1 %, ce qui traduit un net ralentissement par rapport aux deux années précédentes. Seules la S.N.C.F. et E.D.F. - la construction de centrales nucléaires a donné lieu à d'importantes commandes de matériel lourd - ont augmenté le volume de leurs investissements productifs.

La formation brute de capital fixe des autres branches (agriculture, commerce, services, transports, bâtiments) (également 40 % de l'ensemble), n'est saisie qu'au travers d'indications fragmentaires et le plus souvent qualitatives : les commerçants (détaillants et grossistes) ont freiné depuis l'été leurs investissements ; de même, les entrepreneurs du bâtiment qui indiquaient encore en avril des projets d'équipement assez élevés, ont dû les réviser en baisse par la suite à en juger par les réponses qu'ils ont fournies en octobre et par la baisse des commandes de certains matériels de levage et de manutention en fin d'année. Enfin, les difficultés financières des agriculteurs ont entraîné une réduction des achats de matériel agricole à partir du printemps : les ventes des grossistes s'en ressentent dès le mois de mai, et les carnets de commandes des producteurs de matériel agricole se dégarnissent sensiblement à partir de la rentrée.

Malgré les évolutions enregistrées dans la seconde moitié de l'année, la conjoncture, encore favorable dans la plupart de ces branches au premier semestre 1974, et l'importance des délais entre commandes et paiements ont pu en entraînant une certaine inertie des dépenses autoriser la poursuite de l'investissement productif dans les secteurs non industriels. Celui-ci progresserait toutefois faiblement, se situant très en retrait par rapport au taux de 1973 (+ 9 %).

Les commandes d'investissement ont fléchi (en volume) au second semestre 1974

Les commandes d'investissement, qui étaient restées soutenues au premier semestre, se sont nettement ralenties par la suite. De nombreux indicateurs témoignent de ce retournement : les carnets de commandes des producteurs de biens d'équipement se sont dégarnis à partir de la rentrée (les grossistes en biens d'équipement indiquaient un ralentissement de leur activité dès le mois de juin) ; les immatriculations de véhicules utilitaires, qui étaient restées en progrès sur l'année précédente pendant le premier semestre, ont sensiblement diminué par la suite, s'inscrivant au 4ème trimestre de 1974 en recul d'environ 25 % par rapport à la même période de 1973 ; les importations de biens d'équipement baissent depuis l'été. Enfin, une information directe est fournie par les industriels interrogés à la fin de 1974 : contrairement aux prévisions qu'ils avaient exprimées en juin, ceux-ci n'ont pas accru leurs commandes d'investissement, en valeur, au cours du second semestre, ce qui correspond à une baisse en volume. Quels sont les facteurs explicatifs de cette baisse - et est-elle appelée à se poursuivre ?

(14) L'évolution des stocks ayant été traitée dans le chapitre "adéquation de l'offre à la demande", ce paragraphe aborde uniquement la demande d'investissement.

Deux éléments essentiels ont joué : l'incitation à investir est moins forte et les situations financières sont plus difficiles.

Sur le premier point, rappelons que les goulots de production sont restés très élevés jusqu'à la mi-1974 ; le désir d'accroître la capacité de production a expliqué une bonne part de l'effort d'investissement jusqu'à l'été. Par la suite cette motivation a en grande partie disparu : dès l'été, l'attente d'un ralentissement de la croissance faisait prévoir une détente et, à la fin de 1974, après plusieurs mois de baisse de la production, l'étroitesse des capacités est beaucoup moins ressentie par les industriels. Ajoutant à cela que leurs perspectives d'activité sont très pessimistes depuis le mois d'octobre, que l'idée selon laquelle une crise profonde commençait a été très répandue pendant le dernier trimestre, il est clair que les chefs d'entreprise ont été peu poussés à investir dans la seconde moitié de l'année : en novembre, compte tenu de l'évolution probable de la demande au cours des 12 prochains mois, ils étaient plus nombreux à juger leur capacité de production excédentaire qu'insuffisante.

Le deuxième point est également confirmé par les enquêtes effectuées en fin d'année. Parmi les industriels interrogés en novembre, 57 % déclaraient qu'ils ne pourraient pas, au cours des mois à venir, effectuer tous les investissements nécessaires. (Ce pourcentage se situait habituellement autour de 30 %). Parmi les motifs invoqués, l'hésitation à s'endetter davantage, l'insuffisance des marges d'auto-financement et les difficultés d'obtention des crédits sont les plus citées et concernent beaucoup plus d'entreprises que par le passé. L'enquête sur les situations de trésorerie effectuée en décembre permet de préciser les problèmes financiers des entreprises : les situations sont à présent jugées très difficiles par les industriels. La détérioration enregistrée au second semestre est attribuée à la hausse des charges, mais aussi à l'allongement des délais de paiement et au ralentissement général de l'activité. D'autre part, les résultats d'exploitation ont été jugés mauvais. Les conséquences du resserrement des trésoreries sur l'investissement sont déclarées avec netteté : 46 % des chefs d'entreprise ont, au cours du second semestre, retardé certaines dépenses d'investissement en reportant des commandes ou des livraisons. Cette proportion, très supérieure à celles qui ont été atteintes dans les précédentes périodes de difficultés, est particulièrement forte pour les petites entreprises (près de 70 %).

Au cours des prochains mois, près de la moitié des industriels envisagent de ralentir leurs commandes d'investissement pour améliorer leur trésorerie ; c'est le plus cité des moyens auxquels ils comptent recourir.

Les industriels comptent réduire momentanément leurs commandes mais maintiennent leurs prévisions de dépenses d'investissement pour 1975

A la fin de 1974, les prévisions des chefs d'entreprise correspondaient à une progression du volume des dépenses de 3 à 4 % entre 1974 et 1975 (les industries d'équipement conservant les projets les plus élevés). Toutefois, le hiatus est grand entre ces prévisions pour l'année 1975 et les commandes à court terme. Ces dernières ont diminué en volume au cours du second semestre 1974 et devraient à nouveau baisser au 1er semestre, selon les intentions exprimées fin novembre. Compte tenu de ce que les commandes du second semestre 1975 n'interviendront que pour à peine plus d'un tiers de leur montant dans les dépenses de 1975, l'année sera en grande partie déterminée dès la fin du premier semestre, ce qui rend problématique, à moins d'une reprise rapide, toute nouvelle progression du volume de l'investissement en 1975. Il est probable que les industriels ont conservé la plupart de leurs projets pour 1975, procédant pour alléger leurs trésoreries à des reports mais non à des suppressions. Cependant, compte tenu des délais, des reports prolongés pourraient les conduire à réviser en baisse l'état actuel de ces projets.

Pour les secteurs non industriels (services, commerces) les chefs d'entreprise prévoient une réduction sensible de leurs investissements, du moins pour le début de l'année.

Au total, le premier semestre devrait être marqué par un recul des commandes, et l'année 1975 se caractériser par une progression de l'investissement productif très inférieure à la moyenne des quinze dernières années.

L'inflexion conjoncturelle qui s'est amorcée au début de l'été et fortement accentuée à la rentrée a été d'autant plus profonde que la période antérieure de tensions inflationnistes avait été inhabituellement longue.

Plus que par le ralentissement de la consommation ou par le fléchissement du volume des exportations, la réduction de la production à l'automne a été déterminée par la chute de la demande intermédiaire et le report de l'engagement de dépenses d'investissement. C'est donc à travers l'examen des conditions qui régissent le comportement des entreprises que se dégagent les caractéristiques essentielles de l'évolution conjoncturelle récente.

Alors qu'au premier semestre l'accroissement des charges de toutes natures avait été supporté par les entreprises dans leur ensemble, en dépit de situations individuelles très contrastées, les conditions de l'activité des entreprises se sont trouvées substantiellement modifiées au cours de l'été.

Depuis quelques mois, le renversement des cours mondiaux des matières premières marquait la fin d'une très vive spéculation internationale dont avaient bénéficié la plupart des industries de base. Simultanément il apparaissait de plus en plus clair que l'activité économique était en régression dans de nombreux pays étrangers et que les mesures de relance, annoncées ou prises par les Gouvernements, n'auraient au mieux que des répercussions tardives et d'ampleur limitée. Enfin la demande finale semblait beaucoup moins forte en comparaison des niveaux très élevés qu'elle avait atteints au début de l'année 1974.

Cette modération de la demande et le renforcement de la politique des prix, en s'opposant à la répercussion intégrale des accroissements de charges (coût salariaux, taux d'intérêt, forte ponction fiscale) ont eu pour effet de rendre beaucoup plus difficiles les conditions d'exploitation. Dans un climat général très pessimiste, qu'aggravaient encore les conséquences du long arrêt de travail dans les P.T.T., les industriels et les commerçants ont entrepris d'adapter rapidement leurs conditions d'activité à ces nouvelles circonstances en freinant considérablement leurs achats, réduisant leurs stocks de toutes natures, limitant fortement l'embauche et différant fréquemment l'engagement de nouvelles dépenses d'investissement.

De ce comportement d'économie et d'attentisme résulte un brusque affaiblissement du volume de la demande adressée aux industries de biens intermédiaires et d'équipement, nationales et étrangères, ce qui provoque une baisse rapide de la production des secteurs concernés et des importations. Les principales conséquences ont été une augmentation préoccupante du chômage dont l'importance a augmenté de moitié au cours de l'automne, mais aussi un ralentissement prononcé des hausses de prix à la production et un redressement très net du commerce extérieur.

Mais il ne suffit pas, sur ce dernier point notamment, de prendre en considération les seules caractéristiques des évolutions internes dans une économie largement ouverte.

A cet égard le prélèvement sur les ressources réelles que représente le renchérissement du pétrole a, au delà de l'effet inflationniste

immédiat, un effet dépressif qui, par les imbrications des différentes économies se prolonge sur plusieurs années et revêt une ampleur sensiblement plus grande que celle qu'il aurait si chacun des pays développés y avait été exposé indépendamment. Si le déficit imposé globalement à la balance commerciale des pays importateurs de pétrole reste relativement indépendant de leur situation économique d'ensemble, il est manifeste que, pour chaque pays considéré isolément le solde des échanges extérieurs dépend substantiellement de l'ampleur du décalage instauré entre sa situation conjoncturelle et celle de ses principaux partenaires commerciaux.

Il est rapidement apparu que la France était, de par ses caractéristiques propres, parmi les pays les plus exposés aux conséquences de la crise pétrolière : fortes tensions et hausse rapide des prix lorsqu'est survenu le renchérissement du pétrole, forte dépendance à l'égard de l'énergie importée en raison de la faiblesse des ressources nationales exploitables dans des conditions économiques. Aussi les exigences d'un rétablissement effectif et durable de l'équilibre extérieur expliquent-elles que la politique économique ait tout d'abord visé à réduire l'écart entre la situation conjoncturelle de la France et celle de ses principaux partenaires. Elles impliquent également, une fois cet objectif atteint, que les mesures prises pour relancer l'activité n'anticipent pas la reprise de la croissance chez les principaux partenaires commerciaux. Au delà de la reprise technique qui viendra compenser une réduction trop forte de la production, une progression durable est donc liée à l'évolution de la demande étrangère.

La réduction de l'activité constatée au cours des derniers mois n'est clairement pas extrapolable ; elle ne traduit que l'adaptation de l'appareil de production à des conditions d'exploitation devenues plus difficiles et à une demande finale dont le niveau et le rythme de progression avaient été surestimés.

Les informations conjoncturelles disponibles au début de l'année, et en particulier les réponses des chefs d'entreprise aux enquêtes de conjoncture, semblent montrer que cette phase d'ajustement rapide de l'appareil productif se termine, que la réduction des stocks, la compression des encours de production, le freinage des achats aux fournisseurs, toucheraient à leur fin. De manière analogue, après une ample contraction, on peut entrevoir une reprise modérée des offres d'emploi enregistrées chaque mois.

La production, devenue inférieure à la demande, doit connaître une reprise que l'on peut qualifier de "technique" et qui résulterait plus d'achats accrus aux fournisseurs que d'une croissance plus rapide de la demande finale elle-même. Il est difficile de dater exactement la position de ce mouvement et donc d'en indiquer l'ampleur. L'importance des "perspectives générales d'activité", c'est à dire du climat général des affaires, est grande en l'occurrence ; jusqu'en décembre, les perspectives témoignaient d'un pessimisme qui n'avait pas été observé depuis 1956, date à laquelle ces questions ont été posées pour la première fois dans les enquêtes de l'I.N.S.E.E. ; un redressement s'amorce depuis janvier.

Bien que cela apparaisse peu probable, on ne peut cependant exclure que l'ajustement en baisse de l'activité ne se prolonge plus qu'il n'est strictement nécessaire et n'affecte défavorablement le niveau de la demande finale elle-même par ses conséquences sur le niveau général de l'activité de production, l'emploi et les revenus distribués. D'une manière analogue, le fléchissement actuel des passations de commandes d'investissement est susceptible, s'il se prolonge, de conduire à une révision en baisse des projets d'investissement pour 1975 : une croissance ralentie ne nécessiterait plus qu'un effort d'investissement très inférieur à ce qu'il est actuellement, malgré les besoins actuels de reconversion d'une partie de l'appareil productif.

Si une reprise temporaire de l'activité peut être prévue pour les tout prochains mois, corrigeant ce que la réduction opérée à la fin de 1974 aura eu d'excessif, cette perspective doit être située par rapport à la tendance de fond de l'activité qui résulte de l'évolution prévisible de la demande finale ; celle-ci ne devrait connaître au cours du premier semestre de 1975 qu'une progression modérée, après le ralentissement qui s'est dessiné dès le courant du premier semestre de 1974.

La demande à l'exportation s'était déjà stabilisée en 1974, la progression des importations des pays producteurs de matières premières et de pétrole ne faisant que compenser la baisse de la demande à l'importation des pays développés ; le volume des exportations de la France s'était surtout accru par le biais d'importants gains de parts de marchés réalisés dès le début de l'année.

Les mêmes tendances de la demande étrangère prévaudront au début de 1975 ; le flux des exportations se développera progressivement vers les pays producteurs de pétrole, les livraisons des commandes de biens d'équipement étant étalées dans le temps ; mais ce n'est sans doute que dans la seconde moitié de l'année que la reprise économique des pays occidentaux conduira à un accroissement sensible de leur demande à l'importation, et par suite à une croissance plus vive du volume des exportations de la France.

Soutenue essentiellement par une progression modérée du pouvoir d'achat la demande finale doit poursuivre sa croissance à un rythme de l'ordre de 3 % l'an, inférieur à sa moyenne de longue période ; le risque essentiel paraissant être la poursuite de l'attentisme dans le domaine de l'investissement.

En définitive, si la croissance de l'activité et de l'emploi doit rester faible et inférieure à ce qu'est actuellement le potentiel de croissance à moyen terme de l'économie française, elle paraît devoir cependant être supérieure à celle observée en moyenne dans les principaux pays étrangers. N'introduisant pas de décalage conjoncturel dans un sens qui nous soit défavorable, cette perspective doit permettre la consolidation du redressement de l'équilibre extérieur et la résorption progressive des tensions inflationnistes, poursuivant les évolutions que l'on peut déjà constater.

