

INDICATEURS FINANCIERS

Indicateurs financiers

BANQUE DE FRANCE

	Etats-Unis	France	Italie	Japon	RFA	Royaume-Uni
Taux du marché monétaire (1)	6,7 (août)	7,4 (août)	11,4 (août)	3,2 (août)	3,8 (août)	9,6 (août)
Taux de l'euro-monnaie à 3 mois (2)	7,3 (août)	8,1 (août)	13,4 (août)	4,0 (août)	4,0 (août)	10,4 (août)
Taux d'intérêt à long terme (3)	8,8 (août)	9,8 (août)	10,6 (août)	4,4 (août)	6,3 (août)	10,0 (août)
● Agrégats monétaires — Δ sur les 12 derniers mois — Δ en taux annuel depuis la base de référence de l'objectif — Objectifs (4) ou prévisions officiels	{ M2 + 5,4 (juil.) M3 + 5,8 (juil.) M2 + 4,3 M3 + 5,5 7-87/IV-86 M2 5,5 à 8,5 M3	{ M2 + 3,3 (juil.) M3 + 7,8 (juil.) M2 + 3,7 M3 + 9,9 II-87/IV-86 M2 4 à 6 M3 3 à 5	{ CSP + 12,9 (mai) M2 + 12,5 (juin) CSP + 7,8 (mai) M2 + 11,0 (juin) CSP 7 M2 : 6 à 9	{ M2 + CD 10,0 (juin) 10,0 II-87/II-86 100	{ QMBC 7,1 (juil.) 7,1 II-87/IV-86 3 à 6	{ MO + 5,3 (juil.) M3 + 20,9 (juil.) MO + 7,1 (juil.) M3 + 23,9 (juil.) MO 2 à 6
● Solde budgétaire (en % du PIB) (5) — Exercice précédent — Estimation exercice en cours	{ - 5,3 (85-86) - 3,8 (86-87)	{ - 2,5 - 2,3	{ - 12,3* - 10,4	{ - 3,3 (86-87) - 3,1 (87-88)	{ - 1,2 - 1,5	{ - 1,5 (86-87) - 0,9 (87-88)
● Solde des paiements courants (en % du PIB) — Exercice précédent — Estimation exercice en cours	{ - 3,3 - 3,0	{ + 0,4 - 0,2	{ + 0,8* + 0,3	{ + 4,4 + 3,5	{ + 3,9 + 3,4	{ - 0,3 - 0,3
Taux de change pondéré (moyenne du dernier mois connu) Base 100 en 1979	109,0 (mai)	76,9 (août)	68,1 (juillet)	162,3 (juillet)	116,0 (juillet)	82,8 (août)
Fonds nets collectés par les emprunteurs non financiers (6) (en % du PIB) en 1986 — SQS ● Actions ● Obligations ● Autres instruments du marché } ● Crédits des I.F. — Ménages — Administrations	4,3 (- 1,9) (2,4) (3,8) 7,0 6,5	7,3 (3,0) (0,8) (3,5) 3,2 3,7	6,6 (1,3) (0,6) (4,7) 1,3 12,4	9,7 (0,4) (1,3) (8,0) 3,0 5,8	3,0 (0,6) (0,4) (2,0) 2,0 2,3	3,6 (1,4) (0,6) (1,6) 7,8 2,4
Pour mémoire : glissement des prix de détail sur les douze derniers mois	+ 3,9 (juillet)	+ 3,4 (juillet)	+ 4,5 (août)	+ 0,1 (juillet)	+ 0,8 (août)	+ 4,4 (juillet)

1 - Moyennes mensuelles : Etats-Unis : Fed Funds ; France : taux interbancaire au jour le jour ; Italie : taux interbancaire au jour le jour ; Japon : taux au jour le jour ; RFA : taux du marché au jour le jour ; Royaume-Uni : taux interbancaire à 1 mois.

2 - Chiffres à fin de mois.

3 - Etats-Unis : emprunts du secteur public à dix ans ; France : emprunts d'Etat à long terme ; Italie : bons du Trésor pluriannuels (3 à 5 ans) ; Japon : emprunts du secteur public ; RFA : emprunts du secteur public à plus de 7 ans ; Royaume-Uni : emprunts publics à 15 ans.

4 - — Etats-Unis : moyenne IV-87/IV-86 ;

— France : moyenne IV-87/IV-86 ;

— Italie : fin d'année/fin d'année ;

— Japon : M2 + CD, moyenne trimestre en cours/moyenne trimestre correspondant de l'année précédente ; II-87/II-86 ;

— RFA : QMBC IV-87/IV-86 ;

— Royaume-Uni : MO, mi-mars 88/mi-mars 86. L'objectif £M3 a été abandonné en avril 1987.

5 - Gouvernement central. L'exercice budgétaire s'étend du 1^{er} octobre au 30 septembre aux Etats-Unis, du 1^{er} avril au 31 mars au Japon et au Royaume-Uni, il correspond à l'année civile en Italie, en RFA et en France.

6 - Source : OCDE ;

* Sur la base du PIB révisé.

COMMENTAIRE

Jean CHEVAL *Directeur des études économiques
Banque Indosuez*

**L'Évolution récente des marchés financiers
mondiaux a été dominée par une crainte majeure :
le retour de l'inflation. Celle-ci a entraîné une crise
généralisée des marchés obligataires.**

Où une telle crainte a-t-elle trouvé sa source ? Principalement dans la remontée générale de la croissance des prix à la consommation ; celle-ci n'avait rien que de très normal, reflétant « mécaniquement » le retournement des prix du pétrole (+ 25 % environ en \$ par rapport au prix moyen de 1986, après l'effondrement de l'an passé : - 46 %). Or ces indices, très sensibles au prix de l'énergie, ont tendance à amplifier les évolutions réelles du climat inflationniste : après avoir pu faire croire en 1986 que l'inflation était pratiquement éradiquée, ils ont laissé penser au cours de l'été que l'hydre inflationniste renaissait à la vie, au moins dans certains pays.

Est-ce le cas ? Il faut raison garder. En se focalisant sur les indices des prix à la consommation, les marchés assimilent l'inflation à l'évolution d'une série bien particulière des prix. Or la vraie mesure de l'inflation ne peut être appréhendée que par des indices d'inflation « domestique » que donnent le déflateur du PIB ou les coûts unitaires du travail (l'effet des fluctuations des prix à l'importation est ainsi supprimé). L'analyse de ces indices conduit à des conclusions plutôt rassurantes sur les anticipations inflationnistes présentes.

Mais le monde financier d'aujourd'hui est ainsi fait : les prix à la consommation dictent les réactions des opérateurs de marché même si l'économiste prêche continuellement en faveur d'une approche permettant de mieux cerner « le cœur » de l'inflation.

Ces remarques générales demandent toutefois à être approfondies marché par marché. L'inflation ne menace en fait sérieusement qu'une seule grande économie dominante¹ : les Etats-Unis, où elle est nourrie par toute une série de facteurs :

— la hausse des prix du pétrole déjà citée ;

— la hausse des prix des matières premières, qui, dans le cas des seules matières industrielles, a pris un tour spectaculaire : après avoir atteint un creux historique en juillet/août 1986 (en termes réels, les prix avaient retrouvé le « niveau » 1932), leurs cours se sont accrus en \$ de plus de 35 % si l'on prend l'indice bien connu de *The Economist*² :

— le relèvement des prix des produits manufacturés importés, finalement observé après que les importateurs aient absorbé dans leurs marges l'essentiel de la baisse du dollar.

Tous ces facteurs étaient prévisibles, puisqu'ils retracent à des degrés divers les mécanismes de l'inflation importée. Mais ils ont été renforcés par un quatrième, inattendu, du moins de ce côté-ci de l'Atlantique : la vigueur de l'économie américaine — et notamment de l'activité manufacturière —, dont la baisse du chômage est le plus éclatant indice : porté par le dynamisme des exportations (+ 12 % en volume et en rythme annuel au premier semestre) et un restockage très important, le PIB s'est accru de plus de 3 % au premier semestre tandis que le rythme de développement de la production industrielle approchait les 5 %.

Traduction de toutes ces évolutions : l'indice des prix à la consommation — qui accorde à l'énergie un poids plus élevé que partout ailleurs dans les pays de l'OCDE — a connu une forte accélération : de 1,1 % en glissement annuel en

2 - Cette reprise doit peu à la demande ; mais bien plutôt à des facteurs d'offre : réduction importante de capacités excédentaires ; diminution des stocks ; et plus conjoncturellement grèves. C'est pourquoi nous anticipons un équilibre des marchés des niveaux de prix un peu inférieurs, les hausses des prix passées devant conduire des capacités additionnelles.

3 - Si, partout ailleurs, il y a eu accélération du glissement annuel de l'indice des prix à la consommation entre décembre et août, le mouvement a revêtu beaucoup moins d'ampleur : 1,9 point en RFA, 1,5 en Belgique, 1,4 en France, 0,9 au Royaume-Uni, 0,7 au Japon et 0,5 en Italie.

1 - Si on limite les économies dominantes au cercle restreint d'un G3.

INDICATEURS FINANCIERS

décembre 1986, l'indice est passé à 3,9 % fin août³. Il en est logiquement résulté une hausse des taux. Dans le compartiment du court terme, celle-ci a atteint environ 100 points de base (voisins de 6 % en début d'année, les taux des Fed Funds dépassaient 7 % à mi-septembre). C'est cette tension sur les taux que la Federal Reserve a entérinée en relevant le taux d'escompte à 6 % le 4 septembre. Modeste par rapport à l'accélération de la hausse des prix de détail, cette hausse des taux nominaux a signifié *une baisse très significative des taux réels*.

Dans le compartiment du long terme, plus sensible aux forces du marché et donc aux craintes inflationnistes, la remontée des taux a été encore plus notable puisqu'elle a atteint 200 points de base environ : d'où une courbe des rendements beaucoup plus pentue qu'à l'ordinaire, « escomptant » à l'avance un resserrement de la politique du Fed. Toutefois, il serait inexact d'attribuer à ces seuls mécanismes intérieurs cette hausse des taux longs : il faut aussi y voir la « prime de risque » que le Trésor américain est en quelque sorte obligé de payer aux investisseurs étrangers — en tout premier lieu, japonais — pour que ceux-ci continuent à financer l'énorme déficit courant américain en dépit de très probables pertes de change. On aura d'ailleurs remarqué que, logiquement, chaque crise récente du dollar — tant en avril (vis-à-vis du Yen) qu'en fin août/début septembre (vis-à-vis de l'ensemble des monnaies fortes) — a été stoppée par *l'ouverture du différentiel des taux longs* entre les USA et principalement le Japon.

JAPON, RFA : UN CERTAIN RESSERREMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Le risque de reprise de l'inflation est-il réel dans les autres économies dominantes ? La réponse est certainement négative pour la RFA et le Japon, où les glissements annuels des prix, à fin août, restaient inférieurs à 1 % et même 0,5 % dans le cas du Japon, où *la transmission des baisses des prix de l'énergie au stade du consommateur a été extrêmement lente*.

Pourtant les autorités monétaires de ces deux pays n'ont pas cessé d'exprimer leur préoccupation devant le dérapage des agrégats monétaires de référence (monnaie Banque centrale en RFA ; M2 + CD's au Japon). Ce dérapage n'est pour une part que la contrepartie de la baisse du

dollar : l'afflux dans ces deux pays de capitaux étrangers fuyant la monnaie américaine n'a pu être en effet que partiellement stérilisé par les banques centrales. Mais les facteurs internes de croissance trop rapide des agrégats ont paru suffisamment importants pour justifier un certain resserrement de la politique monétaire.

Celui-ci est resté modeste en Allemagne, où d'ailleurs son opportunité ne s'imposait pas, eu égard à l'inflation sous-jacente et... à la faiblesse de l'activité. Modeste, mais en lui-même posant problème aux autorités françaises (cf. ci-dessous). Il a été un peu plus net au Japon où l'excès de liquidités s'est pour une part investi en placements spéculatifs en bourse et dans l'immobilier, contribuant dans ce cas à l'envol inouï des prix dans la zone de Tokyo. L'inquiétude des autorités japonaises s'est trouvée renforcée dans le passé récent par les excès des entreprises japonaises en matière de placements financiers⁴ : soucieuses de compenser les moindres profits de leur activité purement industrielle, celles-ci se sont souvent lancées à corps perdu dans ce que l'on a appelé la « ZAITECH » monnaie. La faillite de l'entreprise Tateho Chemicals est venue opportunément rappeler les risques de tels investissements.

Ces facteurs internes justifiaient par eux-mêmes une reprise des taux longs, d'autant que certains excès spéculatifs nécessitaient correction : le rendement de l'emprunt phare à 10 ans du gouvernement japonais (n° 89), qui était tombé à moins de 3 % en mai..., est remonté aux environs de 5 %. Et ils ont été confortés par le fait que, dans un marché mondial de plus en plus interconnecté, les taux longs nippons et allemands ne pouvaient éviter *la contagion* de la hausse des taux américains.

Aucun marché n'a donc été épargné par l'évolution des taux longs américains. La France en fournit une autre illustration avec toutefois des spécificités qu'il importe d'autant plus de souligner que l'économiste a été le plus souvent pris à contre-pied par les évolutions du marché. Les évolutions économiques de l'été, après les résultats très décevants du premier semestre, ont été

4 - *Pratiquement toutes les grandes entreprises japonaises ont réalisé en 1986 une large part de leurs profits avant impôts par ce biais (48 % pour Toyota ; 61 % pour Matsushita, etc.). Dans le cas de Nissan et de Sony par exemple, ces profits financiers ont permis d'effacer les pertes liées à l'activité industrielle.*

INDICATEURS FINANCIERS

incontestablement favorables, laissant penser que les mauvaises nouvelles appartenaient au passé. L'activité est apparue plus forte que prévu ; le processus de désinflation solidement établi... après l'impact négatif de la libération des prix des services ; les résultats du commerce extérieur un peu moins mauvais même si, en ce domaine, le mieux demande confirmation. Ceci aurait dû logiquement conduire à une certaine marge de manœuvre pour la politique monétaire française.

La baisse des taux courts — ramenés pour l'interbancaire au jour le jour de 8 % en mai/juin à 7,4 % en août — a bien pris place. Mais celle-ci est restée plus modeste que prévu en raison de facteurs internes — le dérapage des agrégats monétaires M3 et L a conduit la Banque de France à relever les taux de réserve sur certains instruments — et externes : le resserrement des politiques monétaires des économies dominantes excluait que les autorités françaises fassent trop longtemps cavalier seul.

Surtout, cette baisse des taux courts n'a eu aucune traduction dans le compartiment du long terme ; au contraire ! L'écart des taux a crû jusqu'à dépasser 300 points de base impliquant une courbe des rendements extrêmement pentue..., phénomène totalement inconnu jusqu'alors en France. Comment expliquer cette évolution ? Par la domination du marché par des facteurs techniques... reléguant au rayon des accessoires les fondamentaux. Quels sont ces facteurs ?

• *La déformation des investissements financiers au détriment des papiers longs à taux fixe*, qu'illustre le transfert massif de fonds de SICAV sensibles vers les SICAV dites monétaires. Cette « purge » prévisible a empêché tout redressement du marché dans la mesure où certains intervenants, qui ne pouvaient se permettre de « hedger » très longtemps des positions perdantes, ont été obligés de céder des titres, tuant dans l'œuf toute reprise significative des cours.

• *L'élargissement de la concurrence entre banques consécutivement à la suppression de l'encadrement du crédit* : en développant à marche forcée le crédit aux particuliers, les banques ont privilégié la transformation stratégiquement favorable au développement de leur fonds de commerce, négligeant en conséquence la transformation par l'intermédiaire des marchés de capitaux. Facteurs auxquels s'est ajouté un pessimisme de plus en

plus marqué au fur et à mesure de la descente aux enfers. D'où des taux proches de 11 % pour les bons d'Etat à 10 ans à fin septembre, synonyme de taux réels très élevés.

PRATIQUEMENT UNE CERTITUDE

En guise de conclusion : La crise des marchés obligataires, pour avoir pris un tour spectaculaire en France, n'en a pas moins concerné tous les grands marchés. Nourrie initialement par la crainte d'un retour de l'inflation et par la faiblesse du dollar, cette crise a le plus souvent trouvé dans les marchés eux-mêmes des facteurs d'auto-entretien. A-t-on atteint le pic qui autoriserait une vision plus sereine des mois à venir ? La balance des facteurs positifs et négatifs ne l'indique pas clairement. En effet :

— Si le retour de l'inflation aux USA relève aujourd'hui plus d'une crainte que d'un état réel (même après le mauvais résultat d'août), la clé du futur réside sans doute dans les négociations salariales en cours. Si les entrepreneurs, confortés par des profits en forte hausse (sauf dans les banques) et une activité satisfaisante, lâchaient du lest en ce domaine, l'acquis — si chèrement payé — du début des années 80 s'évanouirait. Notre pronostic : la politique du Fed sera plutôt modérément restrictive ; l'inflation restera en dessous de 5 % l'an prochain ;

— Le dollar restera intrinsèquement faible tant que les marchés seront « impatients » devant la lenteur du rééquilibrage du déficit commercial américain : ceci entraînera le maintien d'un différentiel de taux notable, seul susceptible de freiner toute nouvelle baisse ;

— Les facteurs techniques, qui ont sur certains marchés traumatisé les opérateurs, continueront à peser négativement.

En d'autres termes, même si l'inflation ne repartira pas franchement, le maintien de taux élevés... est pratiquement une certitude. C'est le prix des déséquilibres qui ont été accumulés. Ce tableau d'indicateurs financiers montre que leur réduction, tant au niveau des déficits courants que budgétaires, est en cours... mais confirme aussi que celle-ci sera très lente : « l'impatience » des marchés continuera à peser massivement dans les mois à venir.

Achévé de rédiger le 2 octobre 1987.