

# INDICATEURS FINANCIERS

## Indicateurs financiers

### BANQUE DE FRANCE

Au 15 janvier 1988	Etats-Unis	France	Italie	Japon	RFA	RU
Taux du marché monétaire (1)	6,77 % (décembre)	8,03 % (décembre)	10,37 % (décembre)	3,79 % (décembre)	3,18 % (décembre)	8,58 % (décembre)
Taux de l'euro-monnaie à 3 mois (2)	7,375 % (30 décembre)	9,00 % (30 décembre)	11,625 % (30 décembre)	4,31 % (30 décembre)	3,50 % (30 décembre)	8,875 % (30 décembre)
Taux d'intérêt à long terme (3)	9,02 % (décembre)	9,95 % (décembre)	10,50 % (décembre)	4,17 % (décembre)	6,18 % (décembre)	9,65 % (décembre)
● Agrégats monétaires — Δ sur les 12 derniers mois	{ M2 + 3,4 (déc.) M3 + 5,0 (déc.)	M2 + 3,5 % (nov.) M3 + 8,9 % (nov.)	{ CSP + 9,3 (oct.) M2 + 9,5 (oct.)	M2 + CD + 12,4	QMBC 8,2 %	{ MO + 4,8 (nov.) M3 + 22,3 (nov.)
— Δ en taux annuel depuis la base de référence de l'objectif	{ M2 + 4,1 M3 + 5,5 IV-87/IV-86	M2 + 4,1 % M3 + 9,4 % moy. sept oct. nov. IV-86	{ CSP + 8,7 (oct.) M2 + 8,8 (oct.)	(novembre) 10,8 III-87/III-86	(décembre) + 8,0 (décembre)	{ MO + 4,8 (nov.) M3 + 22,3 (nov.)
— Objectifs (4) ou prévisions officiels	{ M2 5,5 à 8,5 M3	M2 4 à 6 % M3 3 à 5 %	{ CSP + 7 - 2 % M2 : 6 à 9 %	11 à 12 %	3 - 6 %	MO 2 à 6 %
● Solde budgétaire (en % du PIB) (5) — Exercice précédent — Estimation exercice en cours	- 3,4 % (86-87) - 5,5 % (87-88)	- 2,8 % - 2,4 %	- 12,3 %* - 11,2 %	- 3,4 % - 3,4 %	- 1,2 % - 1,4 %	- 1,5 % (86-87) - 0,5 % (87-88)
● Solde des paiements courants (en % du PIB) 1986 — Exercice précédent — Estimation exercice en cours	- 3,3 % - 3,7 %	+ 0,5 % - 0,4 %	+ 0,7 %* + 0,1 %	+ 4,5 % + 3,8 %	+ 4,2 % + 3,5 %	- 0,3 % - 0,4 %
Taux de change pondéré (moyenne du dernier mois connu) Base 100 en 1979	108,8 (septembre)	78,3 (novembre)	86,4 (décembre)	172,1 (novembre)	118,4 (novembre)	86,6 (décembre)
Fonds nets collectés par les emprunteurs non financiers (6) (en % du PIB)	4,3	7,3	6,6	9,7	3,0	3,6
— SCS	(-1,9)	(3,0)	(1,3)	(0,4)	(0,6)	(1,4)
● Actions	(2,4)	(0,8)	(0,6)	(1,3)	(0,4)	(0,6)
● Autres instruments du marché	(3,8)	(3,5)	(4,7)	(8,0)	(2,0)	(1,6)
● Crédits des I.F.	7,0	3,2	1,3	3,0	2,0	7,8
— Ménages	6,5	3,7	12,4	5,8	2,3	2,4
— Administrations						
Pour mémoire : glissement des prix de détail sur les douze derniers mois	+ 4,4 (novembre)	+ 3,1 (décembre)	- + 5,1 (décembre)	+ 0,7 (novembre)	+ 1,0 (décembre)	+ 5,7 (décembre)

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 pluri-annuels (3 à 5 ans) ; Japon : emprunts du secteur public ; RFA : emprunts du secteur public à 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 ; III-87/III-86 ;

— RFA : QMBC IV-87/IV-86 ;

— Royaume-Uni : M0, l'objectif fixé en glissement annuel doit être respecté pour chaque mois de l'exercice budgétaire. M3 a été abandonné en avril 1987.

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

6 - Source : BRI ;

\* Sur la base du PIB révisé.

## COMMENTAIRE

Didier BRUNEEL *Directeur des études économiques Banque de France*

Au début de l'été 1987, l'INSEE et les autres instituts de conjoncture broyaient du noir. Seules les enquêtes de conjoncture de la Banque de France, accueillies d'ailleurs avec une étrange discrétion, laissaient pressentir que l'économie française restait active et relativement bien orientée. Dans cette même rubrique (n° 2 de la revue), Raymond Courbis nous annonçait pour 1987 une croissance ralentie comprise (entre + 1,5 à + 1,7 %), une reprise de l'inflation (portée à + 3,7 %), un nombre de demandeurs d'emplois s'élevant à 2 700 000 à la fin de l'année et un déficit de la balance commerciale de 38 milliards de francs (en termes FAB-FAB).

Or, que constate-t-on, en définitive, en ce début 1988 : la croissance économique en 1987 sera sans doute supérieure à 2 %, c'est-à-dire au moins égale à celle de 1986, le glissement des prix a été ramené à 3,1 % à fin décembre, l'inflation sur les derniers mois s'inscrivant sur un *trend* de 1,6 % en taux annuel ; le nombre des demandeurs d'emplois n'a cessé de diminuer depuis avril pour revenir à 2 546 000 en novembre ; enfin, le déficit commercial devrait être proche de 30 milliards. Ces résultats plus favorables que prévu s'inscrivent dans une tendance générale à une réestimation à la hausse des performances de l'ensemble des pays de l'OCDE, dont la croissance économique devrait finalement être de l'ordre de 2,7 %, c'est-à-dire voisine de celle de 1986, l'Allemagne faisant toutefois exception avec une croissance limitée à 1,7 %.

Le dernier trimestre a été dominé, à l'étranger comme en France, par la crise boursière survenue en octobre dernier, dont les effets ont été beaucoup plus immédiats sur le plan financier et monétaire que sur ceux de l'économie réelle.

D'une part, le report massif, dans un premier temps, des actions sur les obligations a partout provoqué un fléchissement mécanique des rendements à long terme. Ainsi, les taux longs

figurant dans le tableau s'inscrivaient en net retrait, en fin d'année, par rapport aux niveaux atteints antérieurement au choc d'octobre.

D'autre part, les autorités américaines ont réagi rapidement en fournissant sans restriction les concours nécessaires au marché pour éviter toute crise de liquidité. Le résultat ne s'est pas fait attendre et le loyer de l'argent à court terme a fléchi sensiblement. La même évolution a été notée dans la plupart des autres pays industriels. L'Allemagne, en particulier, a pris soin de ne pas laisser monter, comme en 1986, les taux à court terme à l'approche des échéances de fin d'année.

L'évolution des taux courts en France a été plus irrégulière au cours de la période, en raison du recul prononcé du dollar, qui a engendré des tensions au sein du système monétaire européen et affaibli passagèrement le franc. Les autorités monétaires sont intervenues de manière concertée en France et en Allemagne — la Banque de France relevant de trois quarts de point ses taux directeurs, le 5 novembre, tandis que la Bundesbank abaissait de 0,3 point le taux de ses pensions. Ce qui a permis de maintenir la cohésion au sein du dispositif de change européen. Ce relèvement a entraîné une hausse du taux de l'argent au jour le jour qui s'est établi à 8,67 % en moyenne en novembre au lieu de 7,69 % en octobre. A partir de la fin novembre et en concertation avec d'autres banques centrales, les taux directeurs ont pu être réduits, à deux reprises, d'un quart de point. Le taux de l'argent au jour le jour a ainsi pu revenir à 8,03 % en moyenne en décembre, tandis que le taux des emprunts d'Etat se stabilisait à 9,95 %. A l'étranger, on a pu noter que, dans le courant de novembre et décembre, certaines banques centrales ont laissé remonter quelque peu les taux d'intérêt voulant montrer aux marchés qu'il convenait de se garder tout aussi bien des excès que du manque de liquidité.

→

## INDICATEURS INTERNATIONAUX

Sur le plan international, dans les derniers mois de 1987, l'attention a tendu à se déplacer des taux d'intérêt aux taux de change. Il est apparu, aux yeux des opérateurs, que les autorités américaines étaient résolues à accepter une baisse de dollar. Cette interprétation reposait sur une double analyse : les dirigeants jugeaient inopportun de réactiver la polémique avec les partenaires allemands et japonais sur les orientations respectives des politiques économiques, qui avait concouru au choc boursier ; ils jugeaient préférable d'œuvrer au rééquilibrage du commerce extérieur des Etats-Unis par la promotion des exportations plutôt que par la réduction des importations qui entraînerait la récession non seulement aux Etats-Unis mais aussi dans le monde.

L'annonce, à la mi-novembre, d'un déficit commercial accru pour septembre, et la relative déception du marché en ce qui concerne la réalisation d'un compromis entre le Congrès et l'Administration sur les réductions budgétaires, ont donc accentué le glissement du dollar.

Le tableau des indicateurs montre, en matière d'inflation, que si l'écart persiste entre les pays les plus vertueux, République fédérale d'Allemagne et Japon (où le glissement annuel demeure limité à 1 % environ) et les autres, en particulier les Etats-Unis, il ne s'est pas accentué comme on aurait pu le craindre. Il a même diminué en ce qui concerne la France, l'écart d'inflation avec la République fédérale d'Allemagne, revenant de 3,8 % en janvier à 2,1 % en décembre : le taux d'inflation est maintenant inférieur en France au taux moyen pondéré de ses principaux partenaires.

La progression des agrégats monétaires depuis août reste modérée en France. Calculée en taux annuel à partir de la base de référence de l'objectif (quatrième trimestre 1986), elle ressortait à 4,1 % en novembre, pour M2, soit un niveau à peine supérieur à la limite basse de l'objectif (4 à 6 %). Ce sont les agrégats larges qui se dévelop-

pent le plus rapidement, mais l'augmentation de M3 s'explique largement par une modification de la structure des placements en faveur du court terme.

A l'étranger, l'évolution a été assez différenciée. Si aux Etats-Unis, l'augmentation des agrégats reste dans les limites imparties, au Japon et en Allemagne leur progression demeure rapide.

On peut déplorer, à cette occasion, qu'on se limite parfois trop exclusivement à l'évolution de certaines données monétaires pour évaluer le potentiel inflationniste. Il faut, en effet, noter que c'est en Allemagne et au Japon que l'expansion des agrégats monétaires est la plus rapide, depuis deux ans déjà, alors que l'inflation y reste la plus faible et que l'incidence de l'effondrement du dollar reste très limitée jusqu'ici sur la hausse des prix aux Etats-Unis. Sans remettre nécessairement en cause les enchaînements traditionnels, cela montre qu'il faut étendre le champ des variables retenues pour étayer une politique.

Dans les principaux pays industrialisés, les perspectives pour 1988 restent celles d'une croissance économique plutôt faible, mais sans récession caractérisée : si la crise boursière d'octobre a quelque peu assombri les anticipations actuelles des agents économiques, ses conséquences directes sur la consommation des ménages et la croissance économique devraient être modérées : de l'ordre d'un demi point de PNB aux Etats-Unis et d'un quart de point dans la plupart des autres pays industriels. En France, l'effort de redressement devrait se poursuivre en 1988, année pour laquelle les prévisions actuellement disponibles font état d'un taux de croissance du PIB assez proche de celui de 1987. La hausse des prix devrait, à nouveau, se ralentir, notamment celle des coûts unitaires de production, ce qui permettrait de renforcer notre compétitivité, et de stimuler nos ventes à l'égard des pays de la CEE.

*Achévé de rédiger le 18 janvier 1988.*