

INDICATEURS INTERNATIONAUX

## Indicateurs financiers

BANQUE DE FRANCE

	États-Unis	France	Italie	Japon	RFA	Royaume-Uni
Taux du marché monétaire (1)	6,8 (mai)	8,02 (mai)	10,6 (mai)	3,2 (mai)	3,7 (mai)	8,8 (mai)
Taux de l'euro-monnaie à 3 mois (2)	7,4 (mai)	8,125 (mai)	10,0 (mai)	3,9 (mai)	3,8 (mai)	8,9 (mai)
Taux d'intérêt à long terme (3)	8,6 (mai)	8,9 (mai)	10,2 (mai)	3,2 (mai)	5,6 (mai)	8,9 (mai)
• Agrégats monétaires (4)						
— Δ sur les 12 derniers mois	{ M2 + 8,3 (avril) M3 + 7,5 (avril)	2,7 (avril) 5,1 (avril)	{ CIT + 15,2 (déc.) M2 + 9,3 (déc.)	9,0 (mars)	7,8 (avril)	{ MO + 5,3 (avril) EM3 20,5 (avril)
— Δ en taux annuel depuis la base de référence de l'objectif	{ M2 + 6,1 M3 + 7,6 I-87/IV-86	N.S. N.S.	idem	8,8 I-87/I-86	7,8 (avril)	idem
— Objectifs (5) ou prévisions officiels	{ M2 5,5 à 8,5 M3	M2 4 à 6 M3 3 à 5	{ CIT 13,2 M2 : 7 à 11	8 à 9	3 à 6	MO 2 à 6
• Solde budgétaire (en % du PIB) (6)						
— Exercice précédent	- 5,2 (85-86)	- 2,8 (1986)	- 12,2*	- 3,3 (86-87)	- 1,2	- 0,9 (86-87)
— Estimation exercice en cours	- 4,2 (86-87)	- 2,5 (1987)	- 10,2	- 3,1 (87-88)	- 1,1	- 1,0 (87-88)
• Solde des paiements courants (en % du PIB)						
— Exercice précédent	- 3,3	+ 0,5 (1986)	0,8*	+ 7,0	+ 4,0	0
— Estimation exercice en cours	- 3,0	+ 0,4 (1987)	0,5	+ 5,0	+ 2,7	- 0,5
Taux de change pondéré (moyenne du dernier mois connu) Base 100 en 1979	114,8 (janvier)	77,7 (avril)	71,2 (mars)	168,8 (avril)	115,8 (avril)	84,0 (mai)
Fonds nets collectés par les emprunteurs non financiers (en % du PIB) en 1986						
— SQS	4,3	7,3	6,6	9,7	3,0	3,6
• Actions	(-1,9)	(3,0)	(1,3)	(0,4)	(0,6)	(1,4)
• Obligations	(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)
— (Ménages)	7,0	3,2	1,3	3,0	2,0	7,8
— (Administrations)	6,5	3,7	12,4	5,8	2,3	2,4
Pour mémoire : glissement des prix de détail sur les douze derniers mois	+ 3,8 (avril)	+ 3,4 (avril)	+ 4,2 (avril)	+ 0,1 (avril)	+ 0,2 (p) (mai)	+ 4,2 (avril)

1 - Moyennes mensuelles : États-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 - États-Unis : emprunts du secteur public à dix ans ; France : emprunts d'État ; 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 - États-Unis : M2, M3 ; France : M2, M3 ; Italie : crédit intérieur total et M2 ; Japon : M2 + CD ; RFA : QMBC ; Royaume-Uni : M0, EM3.

5 - L'objectif M1 a été abandonné depuis le début de l'année 1987 et remplacé par M2 aux États-Unis :

— États-Unis : moyenne IV-87/IV-86 ;

— France : M2 : 4 à 6 % - M3 : 3 à 5 % - 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 : M0, mi-mars 87/mi-mars 86. L'objectif EM3 a été abandonné en avril 1987.

6 - L'exercice budgétaire s'étend du 1<sup>er</sup> octobre au 30 septembre aux États-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.

\* Sur la base du PIB révisé.

## COMMENTAIRE

Raymond COURBIS

Professeur à l'Université de Paris - Nanterre  
Directeur du GAMA

En ce début de l'été 1987, les évolutions intervenues depuis le début de l'année permettent d'avoir désormais une assez bonne image de ce que seront les performances de l'économie française : un ralentissement de la croissance (+ 1,5 à + 1,7 % contre + 2,2 % en 1986), une très profonde dégradation de la balance commerciale (d'équilibrée en 1986, la balance FAB — FAB devrait être déficitaire de 38 milliards de francs en 1987 selon les dernières prévisions du GAMA), une inflation plus forte (+ 3,6 à + 3,7 % en glissement mensuel sur l'année contre seulement + 2,1 % en 1986) et la poursuite de la progression du chômage (le nombre des demandeurs d'emploi tournerait autour des 2 700 000 à la fin du mois de décembre prochain). Ces contreperformances viennent nous rappeler durement les faiblesses structurelles dont souffre l'économie française : une insuffisance de l'investissement productif depuis le premier choc pétrolier (même au printemps 1986) et un manque de compétitivité.

Une des raisons de cette insuffisance de l'investissement est d'ordre financier. Comme le montrent les indicateurs financiers rassemblés dans le tableau ci-contre, le *taux d'intérêt réel* est très élevé : il atteignait pour la France 5,5 % en mai dernier pour les emprunts d'État et il dépasse les 6 % pour les emprunts obligataires des entreprises privées.

De ce fait, et malgré la remontée des taux de marge qui se poursuit depuis 1983, la rentabilité est insuffisante, ce qui n'incite guère les entreprises françaises à investir.

Cette insuffisance de rentabilité a également une autre conséquence, sur laquelle les commentateurs ne mettent guère l'accent : elle incite les entreprises à accroître leurs taux de marge pour ajuster à la hausse leur rentabilité. On s'explique dès lors que l'inflation soit plus forte en France que dans des pays comme l'Allemagne, même si les coûts unitaires du travail progressent moins rapidement. C'est ainsi qu'en 1986, l'indice

de prix implicite du PIB marchand (composante domestique de l'inflation) a augmenté de + 4,8 % alors que les coûts unitaires ne progressaient en moyenne que de 2 % environ. Cette tendance à une augmentation des taux de marge et la hausse excessive des prix qui en résulte pénalisent doublement l'activité : elles réduisent tout d'abord la compétitivité-prix et donc la contribution du commerce extérieur à la croissance ; elles pèsent ensuite sur les salaires réels et sur la progression du pouvoir d'achat des revenus des ménages, d'où une augmentation moins rapide de la consommation et une croissance plus faible de l'ensemble de l'économie.

Ce niveau élevé des taux d'intérêt réels n'est toutefois pas spécifique à la France : selon les chiffres rassemblés dans le tableau, le taux d'intérêt réel à long terme pour les emprunts publics est de : 4,8 % pour les États-Unis ; 4,5 % pour la France ; 6 % pour l'Italie ; 5,4 % pour l'Allemagne ; 4,7 % pour le Royaume-Uni — mais seulement de 3,1 % pour le Japon (on comprend dès lors la vitalité de ce pays).

Le « double déséquilibre » de l'économie américaine contribue à pérenniser une telle situation. Le déficit budgétaire en 1985-1986 a atteint 5,2 % du PIB ; de son côté, le déficit de la balance des paiements courants a atteint 3,3 % en 1986. Les États-Unis sont devenus débiteurs nets vis-à-vis du reste du monde et leur besoin de financement pousse au maintien de taux d'intérêt élevés donc attractifs, d'autant que depuis le printemps 1985, la stratégie américaine a été de faire baisser la valeur du dollar pour rétablir la compétitivité des États-Unis.

Le problème est que les taux d'intérêt en France sont fortement dépendants de ceux qui prévalent aux États-Unis. On l'a d'ailleurs vu en avril-mai dernier quand la flambée des taux sur le marché obligataire américain s'est très vite répercutée en France. Ceci limite les marges de manœu-

## I N D I C A T E U R S I N T E R N A T I O N A U X

vre des autorités monétaires françaises, et de ce point de vue, les prévisions que l'on peut faire à propos des taux américains sont préoccupantes. Le déficit du budget fédéral américain reste en effet élevé ; il devrait atteindre 177 milliards de dollars en 1987 (3,1 % du PIB) contre 203 en 1986, mais il devrait tendre ensuite à se stabiliser, voire à augmenter légèrement. L'inflation américaine tend en même temps à s'accroître du fait de l'augmentation des prix à l'importation liée à la dépréciation du dollar : en moyenne annuelle, les prix de détail augmenteraient de + 3,9 % en 1987 contre + 1,9 % en 1986, et cette tendance à une inflation plus forte s'aggraverait les prochaines années, avec + 4,7 % en 1988 et + 5,1 % en 1989. Tout ceci pousse à une hausse des taux d'intérêt d'autant qu'il est nécessaire de conserver, en particulier pour les investisseurs japonais, une attractivité suffisante des placements en dollars. De 6,1 % en février dernier, le taux d'intérêt des Federal Funds est remonté à 6,8 % en mai comme rappelé dans le tableau hors-texte ; il devrait dépasser les 7 % au premier trimestre 1988 et les 8 % au premier trimestre 1989.

Le retour en 1987 à un fort déséquilibre de la balance commerciale française interdit également aux autorités monétaires de notre pays de faire baisser les taux d'intérêt en France. Si le solde de la balance courante française a été excédentaire en 1986, il devrait — contrairement à ce qui est indiqué dans le tableau hors-texte — être à notre avis *négligé* en 1987 d'environ — 5 à — 10 milliards de francs (soit — 0,1 à — 0,2 % du PIB contre + 0,5 % en 1986). Le souci de maintenir les parités actuelles du franc du moins jusqu'aux prochaines élections présidentielles pousse également au maintien de taux d'intérêt élevés dans notre pays.

La tenue du franc dépend également et directement de l'évolution du dollar. Les accords du Louvre en février dernier, puis la crise actuelle au Moyen-Orient, ont stabilisé puis affermi le dollar. Les tensions au sein du SME s'en sont trouvées réduites. Ceci facilite le maintien des parités actuelles du franc mais on ne saurait oublier que le problème du dollar n'est pas en fait résolu. Compte tenu des effets bien connus de la « courbe en J », la dépréciation du dollar ne s'est pas accompagnée immédiatement d'une réduction du déficit de la balance commerciale américaine, d'autant que le dollar ne s'est pas déprécié vis-à-vis de toutes les

monnaies. Le déficit de la balance courante américaine devrait — aux accidents près des statistiques mensuelles — continuer à s'aggraver jusqu'au premier trimestre 1988 et ce n'est qu'à partir du printemps 1988 qu'il aurait tendance par contre à se réduire (très progressivement). La tendance structurelle reste donc celle d'une tendance à une dépréciation progressive du dollar ; à partir du début de 1989 ce dernier pourrait par contre se stabiliser, puis s'apprécier (compte tenu de la montée des taux d'intérêt américains et de la — légère — réduction du déficit de la balance courante des États-Unis).

Compte tenu de l'évolution prévisible du dollar et de la compétitivité insuffisante de l'économie française, un nouveau réaménagement des parités du franc au sein du SME devrait intervenir en 1988 (vraisemblablement après les élections présidentielles). Ce n'est guère qu'après un tel réaménagement qu'une certaine détente — en termes réels — des taux d'intérêt pourrait intervenir en France, mais elle serait certainement limitée.

Toujours au plan financier, une autre constatation apparaît à la lecture des « indicateurs financiers » rassemblés dans le tableau que nous commentons : celle du niveau particulièrement élevé des fonds nets collectés en France par les « Sociétés et Quasi-Sociétés » (SQS) auprès du marché financier (actions + obligations) : 3,8 % du PIB en 1986 contre 0,5 % aux États-Unis ; 1,9 % en Italie ; 1,7 % au Japon ; 1,0 % en Allemagne et 2,0 % au Royaume-Uni. Or, par ailleurs, le besoin de financement des SQS a diminué très sensiblement en France ces dernières années<sup>1</sup>, passant de 158 milliards de francs en 1982 à 76 en 1986 ; il en résulte un véritable effondrement des financements bancaires des entreprises qui n'ont atteint que 49 milliards de francs en 1986 contre 139 en 1985. Ceci a incité les banques à s'intéresser davantage au crédit à la consommation : selon les statistiques du Conseil National du Crédit, celui-ci a augmenté d'un peu plus de 30 % en 1986, et ce rythme aurait plutôt tendance à s'accroître en 1987. Même si l'encours de crédits à la consommation ne représente qu'environ 5 % du revenu disponible des ménages, son augmentation très rapide n'a pas été

<sup>1</sup> - Les taux de marge de SQS se sont en effet vigoureusement redressés (passant de 25,6 % en 1982 à 30,7 % en 1986) tandis que l'insuffisance de la profitabilité a limité la progression des investissements.

## INDICATEURS INTERNATIONAUX

sans conséquences : elle pousse les ménages à développer leur consommation, ce qui vient accroître la demande intérieure et aggrave le déficit de la balance commerciale.

Le maintien de taux d'intérêt réels élevés apparaît ainsi doublement dommageable : il freine l'investissement et donc l'augmentation de l'offre, mais en parallèle, il accroît les possibilités directes de financement des entreprises sur le marché financier. Réduisant les besoins de financement bancaire des entreprises, il incite par contre à une politique plus agressive en matière de crédit à la

consommation, ce qui pousse la demande intérieure à la hausse. Freinant l'offre et augmentant la demande intérieure, les effets d'une telle situation apparaissent *doublement* dommageables pour notre économie.

C'est dire l'importance du feed-back que les déséquilibres de la « sphère financière » ont sur ceux de la « sphère réelle », et l'utilité qu'il y a d'avoir sous les yeux un « tableau de bord financier » comme celui qui fait l'objet de ce commentaire.

---

---

# Indicateurs de comportement d'épargne

---

---

---

### COMMENTAIRE

---

André BABEAU

Professeur à l'Université de Paris-Dauphine  
Secrétaire général du CREP

127

**D**ans quatre des six pays de l'échantillon, l'année 1986 a fait apparaître une baisse du taux d'épargne des ménages par rapport à la moyenne des années 1980-1985 (tableau 1) : il s'agit de la France, des États-Unis, du Canada et du Japon. Pour l'Allemagne, les statistiques de la Bundesbank retracent une baisse du taux d'épargne depuis 1983. On peut donc parler d'une *tendance assez générale à une baisse du taux d'épargne* des particuliers, baisse dont les causes sont d'ailleurs diverses et probablement à la fois de nature conjoncturelle (ralentissement de la croissance du revenu disponible, désinflation) et structurelle (facteurs démographiques, modifications des systèmes de valeurs...).

La baisse de l'épargne des ménages ne signifie pas pour autant la diminution de l'épargne intérieure : en effet, les autres agents et en particulier les entreprises ou l'État peuvent compenser la réduction de l'épargne des ménages ; c'est, semble-t-il, ce qui s'est produit en France et au Japon où le taux d'épargne intérieure s'est maintenu en 1986, alors qu'il s'est nettement tassé aux États-Unis et au Canada (tableau 2). Pour la France par rapport aux années précédentes, c'est l'épargne des entreprises qui s'est accrue ; au Japon, c'est l'épargne des Administrations Publiques.

La structure de l'épargne intérieure fait surtout ressortir le rôle des *déficits publics* : à cet