

INDICATEURS FINANCIERS

Indicateurs financiers

Au 30 septembre 1988	États-Unis	France	Italie	Japon	RFA	Royaume-Uni
Taux du marché monétaire (1)	8,14 % (septembre)	7,51 % (septembre)	10,69 % (septembre)	3,82 % (septembre)	4,74 % (septembre)	11,60 % (septembre)
Taux de l'euro-monnaie à 3 mois (2)	8,44 % (28 septembre)	8,13 % (28 septembre)	11,63 % (28 septembre)	5,06 % (28 septembre)	5,00 % (28 septembre)	11,88 % (28 septembre)
Taux d'intérêt (3) à long terme	8,17 % (septembre)	8,98 % (septembre)	10,89 % (septembre)	5,24 % (septembre)	6,47 % (septembre)	9,87 % (septembre)
● Agrégats monétaires — Δ sur les 12 derniers mois	{ M2 + 5,7 (août) M3 + 6,2 (août)	{ M2 + 5,2 % (juil) M3 + 8,1 % (juil.)	{ CSP + 11,8 (mai) M2 + 6,4 (mai)	{ M2 + CD + 10,9 (août)	{ M3 + 6,2 % (juillet)	{ M0 + 7,8 (août) M3 + 20,1 (août)
— Δ en taux annuel depuis la base de référence de l'objectif	{ M2 + 6,7 M3 + 7,2 juin-août/IV-87	{ M2 + 3,2 % mai-juil/IV-87	{ CSP + 18,0 (mai) M2 + 2,5 (mai)	{ + 10,7 juin-août/III-87	{ + 6,7 mai-juil./IV-87	{ M0 + 7,8 (août)
— Objectif (4) ou prévision officiels	{ M2 5 à 8 M3	{ M2 4 à 6 % M3 pas d'objectif	{ CSP 6 à 10 % M2 : 6 à 9 %	{ 10 à 11 %	{ 3 à 6 %	{ M0 1 à 5 %
● Solde budgétaire (en % du PIB) (5) — Exercice précédent	— 3,4 %	— 2,4 %	— 11,6 %	— 3,0 %	— 1,4 %	— 0,5 %
— Estimation exercice en cours	— 3,3 %	— 2,1 %	— 10,9 %	— 2,4 %	— 1,8 %	— 0 %
● Solde des paiements courants (en % du PIB) — Exercice précédent	— 3,4 %	— 0,5 %	— 0,1 %	+ 3,6 %	+ 4,0 %	— 1,0 %
— Estimation exercice en cours	— 2,9 %	— 0,4 %	— 0,5 %	+ 3,2 %	+ 3,5 %	— 4,0 %
Taux de change pondéré (moyenne du dernier mois connu) Base 100 en 1979	109,6 (juillet)	74,2 (septembre)	70,0 (août)	182,0 (juillet)	113,7 (août)	86,5 (septembre)
Fonds nets collectés par les emprunteurs non financiers (6) (7) (en % du PIB) en 1987						
— SQS	3,2	7,3	6,6	15,9	4,8	8,6
● Valeurs mobilières	(0,5)	(4,7)	(1,9)	(3,5)	(1,0)	(3,0)
● Autres instruments du marché	(2,7)	(2,6)	(4,7)	(12,4)	(3,8)	(5,6)
— Ménages	5,3	4,5	1,3	7,6	0,6	9,7
— Administrations	4,5	2,2	12,4	5,9	2,5	3,7
Pour mémoire : glissement des prix de détail sur les douze derniers mois	+ 4,1 (août)	+ 2,8 (août)	+ 5,0 (août)	+ 0,7 (août)	+ 1,4 (septembre)	+ 5,7 (août)

143

(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 au 28 septembre 1988.

(3) États-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 ; R.F.A. : emprunts du secteur public à 7 ans ; Royaume-Uni : emprunts publics à 15 ans.

(4) — États-Unis : moyenne IV-88/IV-87
— France : moyenne IV-88/IV-87
— Italie : fin d'année/fin d'année
— Japon : M2 + CD, moyenne trimestre en cours/moyenne trimestre correspondant de l'année précédente ; III-88/III-87
— RFA : M3 IV-88/IV-87
— 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^{er} octobre au 30 septembre aux États-Unis, du 1^{er} avril au 31 mars au Japon et au Royaume-Uni, il correspond à l'année civile en Italie et en RFA.

(6) Source : OCDE et nationales

(7) Année 1986 pour l'Italie.

COMMENTAIRE

Michel LUTFALLA

Directeur général de l'IPECODE

Depuis mars, les perspectives d'activité dans le monde n'ont guère cessé d'être révisées à la hausse, sensiblement, tant pour 1988 que pour l'an prochain. Didier Bruneel y insistait il y a six mois. Aujourd'hui, c'est de presque euphorique que l'on pourrait qualifier la situation mondiale. Cette euphorie, dont l'une des conséquences est une meilleure utilisation des capacités productives (un quasi-plein-emploi aux États-Unis) ne transparaît pas complètement dans les indicateurs financiers, notamment dans les taux d'intérêt : globalement, ceux-ci sont à peine plus élevés qu'au début de l'année. Cette conjoncture est moins étonnante si l'on réintroduit dans le jeu, le « joker » que constitue, depuis 1986, la rechute des prix du pétrole ; celle-ci a pour effet de maintenir des anticipations inflationnistes plus faibles que ne le justifieraient les rythmes cumulés de croissance économique. Pour être juste, il convient également d'ajouter que, sauf à la « périphérie » (Italie, Royaume-Uni), les hausses de salaires sont restées modérées. Face à ces deux éléments lourds des coûts des entreprises, et donc des prix, le vif renchérissement des cours des matières premières internationales peut être considéré comme marginal.

Pour en revenir aux taux d'intérêt, il convient de nuancer : si les rendements obligataires n'ont guère monté (ils ont baissé en France), reflétant le maintien d'anticipations inflationnistes relativement modérées, en revanche les taux les plus courts, ceux du marché monétaire, ont progressé, essen-

tiellement au Royaume-Uni, aux États-Unis et en RFA ; ils étaient au début de l'année, il est vrai, à des niveaux particulièrement bas, qui reflétaient l'accommodement monétaire de l'après krach d'octobre 1987. Les cicatrices du krach ayant été très vite effacées, une « normalisation » du coût du crédit s'est imposée.

En effet, les économies anglo-saxonnes sont les plus avancées dans le cycle. On rappellera que la croissance est repartie au Royaume-Uni un peu avant qu'elle ne le fasse aux États-Unis (dans ce dernier pays, novembre 1982 marquant le moment du retournement). Six ans après, ces deux pays sont les plus « excessifs » et, avec l'Italie, les plus inflationnistes : pour le glissement des prix de détail, 5,7 % outre-Manche et 4,1 % outre-Atlantique. À Washington, A. Greenspan, le président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, a marqué par un relèvement des taux directeurs, sa préoccupation des tensions croissantes dans l'utilisation des capacités ; mais il reste prudent : les élections fédérales ont lieu en novembre. Par ailleurs, la balance commerciale américaine a commencé à s'améliorer, et le dollar à se redresser.

Le cas britannique est très différent : les élections sont passées, qui ont vu un troisième succès de Mme Thatcher. Surtout, la balance courante se dégrade fortement. Parce que le secteur public dispose actuellement d'une capacité de financement, le chancelier de l'Échiquier a jugé qu'il ne pouvait augmenter les impôts : il a donc fortement

COMMENTAIRE

relevé les taux d'intérêt pour lutter contre la surchauffe. Dans un pays où l'endettement hypothécaire se fait à taux variable, le fort relèvement du coût du crédit devrait vite « mordre » sur la consommation privée et sur le prix des logements, deux des éléments les plus inflationnistes de la situation britannique.

En apparence, la conjoncture allemande n'appelait pas le relèvement des taux d'intérêt que l'on y a observé : après la japonaise (je ne parlerai pas du Japon ici : les peuples heureux n'ont pas d'histoire), la hausse des prix y est la plus faible de l'ensemble (1,4 % en un an) et la balance courante demeure fortement excédentaire. Toutefois, le redressement du dollar s'est principalement effectué au détriment du mark : les sorties nettes de capitaux de RFA ont été plus importantes que son excédent courant. Il s'agissait là d'une situation difficilement tolérable par la Bundesbank, qui a craint d'y trouver un chef additionnel d'accélération de la hausse des prix — alors qu'au début de 1989, le relèvement des taxes indirectes pour réduire le déficit budgétaire fédéral, ira également dans ce sens. Par ailleurs, rassurée quant à l'activité (l'euphorie mondiale bénéficie plus que proportionnellement à l'industrie ouest-allemande des biens d'équipement), la Bundesbank n'a plus hésité à ramener ses taux directeurs à des niveaux plus adaptés à l'actuelle conjoncture, que ceux de l'après krach, qui reflétaient les anticipations d'une dépression mondiale : elle a augmenté en plusieurs étapes les taux de ses prises en pension, puis ceux de l'escompte et des avances sur titres.

Les décisions allemandes n'ont que médiocrement fait l'affaire des autorités françaises, occupées, au lendemain des élections de mai-juin, à normaliser le coût du crédit dans notre pays, c'est-à-dire à réduire les niveaux jusque là « gonflés » par les craintes d'un « traditionnel », cas post-électoral, ajustement monétaire au sein du SME. Malgré la

solennelle réaffirmation du refus de toucher à la parité de la monnaie nationale, la réduction des taux français a dû s'interrompre en début de parcours : l'écart avec les taux allemands demeure supérieur à ce que justifie la seule prise en compte de la différence d'inflation (sur le marché monétaire, environ trois points ; sur l'obligataire, deux points et demi, soit à peu près le double de la différence d'inflation).

Pourtant, les indicateurs financiers français ont évolué positivement : particulière modération de la croissance de M 2, le seul agrégat explicitement normé ; diminution du déficit budgétaire, qui se compare favorablement à celui des autres grands pays ; légère amélioration de la balance courante. Toutefois, cette dernière amélioration semble s'être interrompue durant l'été, à la suite d'un regain de consommation privée. L'économie française enregistrant actuellement un redressement sensible de l'investissement productif — évolution heureuse si l'on songe aux retards pris en la matière durant la première moitié de la décennie — elle ne peut se permettre en même temps une augmentation vigoureuse des achats de ménages : aussi, au début d'octobre, une nouvelle réflexion s'est-elle engagée en France quant au dosage à retenir pour le réglage conjoncturel. Le projet de loi de finances pour 1989 a pu apparaître trop timide dans la réduction du déficit et trop favorable aux catégories de revenus les plus affectées à la dépense immédiate. Dans un environnement de liberté des changes et du crédit, il n'a pas pu ne pas s'ensuire le maintien de taux d'intérêt élevés au regard des besoins de financement des entreprises. Enfin, l'actualité sociale a pu conduire à des interrogations quant au maintien de la nécessaire modération des salaires — modération qui a permis le récent début de redressement des investissements productifs, c'est-à-dire celui de l'économie française toute entière. □

145

Conjoncture étrangère

À New York : le retour du démon de l'inflation

par SCOTT E. PARDEE

L'économie américaine a connu une expansion ininterrompue depuis presque six ans. Le taux de croissance devrait à nouveau se situer aux alentours de 3 % en 1988 et aucun signe de ralentissement ne se manifeste pour 1989. Cependant, au cours des derniers mois, le taux de chômage a été anormalement faible — 5,5 % ou moins — et l'indice de l'utilisation des capacités industrielles a été relativement élevé — 83 % ou plus. Par ailleurs, l'inflation s'est accélérée : alors qu'elle n'atteignait que 2 % il y a deux ans, la plupart des indices la situent à 4 ou 5 % cette année. En réalité, l'industrie américaine se rapproche du seuil à partir duquel la production ne pourra être accrue sans engendrer de pression à la hausse sur les salaires et les prix. La Réserve fédérale est donc confrontée à la tâche difficile qui consiste à ralentir suffisamment la croissance pour réduire l'inflation, mais sans pour autant enclencher une récession.

Les dépenses de consommation ont continué à progresser à un rythme assez vif, en bonne partie parce que davantage d'Américains avaient trouvé un emploi — quelque 3 millions d'emplois nouveaux ont été créés l'an passé — et avaient de l'argent à dépenser. Toutefois, pris individuellement, de nombreux consommateurs restent prudents et résistent aux hausses de prix, notamment sur les articles de tous les jours, les vêtements par exemple. Certaines chaînes de grands magasins ont diminué leurs commandes de vêtements et autres articles voisins pour les saisons d'automne

et d'hiver. Mais, dans le même temps, les achats d'automobiles étaient plus importants que prévu, et faisaient donc monter les prix (tout comme l'endettement total des consommateurs). Il semble que, du moins dans le cas des articles « chers », les consommateurs se mettent à acheter dès aujourd'hui de crainte de hausses de prix ultérieures.

Les dépenses des entreprises s'accroissent très rapidement, surtout dans les secteurs qui se heurtent à des limites de capacité (ainsi pour le papier, les textiles, l'acier, les métaux non ferreux, et le caoutchouc). Cependant, la plupart des grands investissements qui augmenteront plus tard les capacités en sont encore au stade de la planification. Si bien que la production de produits finis ne peut guère être fortement accrue dans l'immédiat. Les stocks des entreprises sont encore assez bien maîtrisés, particulièrement en ce qui concerne d'importants produits de base, tels les métaux. L'une des raisons pour lesquelles l'expansion économique actuelle dure depuis si longtemps tient au fait que les entreprises américaines ont adopté une politique rigoureuse, consistant à ne commander que les quantités qu'exigeait un niveau raisonnable des stocks et à vendre rapidement, à prix réduit, tout stock qui paraissait excessif. Il s'ensuit qu'on n'enregistre pas d'accumulation de stocks laissant présager une récession, pas plus qu'une constitution de stocks résultant d'achats spéculatifs de matières premières par anticipation de l'inflation.