

# Indicateurs financiers

Banque de France

Au 29 septembre 1989	États-Unis	France	Italie	Japon	RFA	Royaume-Uni
Taux du marché monétaire (1) (sept.)	9,04 %	9,15 %	12,40 %	5,26 %	8,50 %	13,97 %
Taux de l'euro-monnaie à 3 mois (2)	9,125 %	9,625 %	11,375 %	5,625 %	7,75 %	14,50 %
Taux d'intérêt (3) à long terme	8,18 % (sept.)	8,54 % (sept.)	11,46 % (juin)	5,26 % (sept.)	7,10 % (sept.)	9,77 % (sept.)
• Agrégats monétaires — Δ sur les 12 derniers mois	{ M2 + 4,0 (sept.) M3 + 3,9 (sept.)	M2 + 4,2 % (août) M3 + 7,5 % (août)	{ CSP + 18,1 (juillet) M2 + 9,8 (juillet)	M2 + CD + 9,6 (août)	M3 + 5,3 % (août)	{ MO + 6,0 M4 + 17,7 (août)
— Δ en taux annuel depuis la base de référence de l'objectif	{ M2 + 3,9 M3 + 3,4 /IV-88	M2 + 4,6 %	{ CSP + 18,8 M2 + 10,3 (juillet)	+ 9,4 (juin, juillet, août/II- 88	M3 + 4,7 (août)	MO + 6,0 (août)
— Objectifs (4) ou prévisions officiels	{ M2 3 à 7 % M3 3,5 à 7,5 %	M2 4 à 6 % M3 pas d'objectif	{ CSP 13 % M2 : 6 à 9 %	prévisions entre 9 et 10 % II 89/III 88	≈ 5 %	MO 1 à 5 %
• Solde budgétaire (en % du PIB) (5) — Exercice précédent — Estimation exercice en cours	- 3,20 % - 3,20 %	- 2,00 % - 1,65 %	- 11,60 % - 11,00 %	- 2,10 % - 1,80 %	- 1,40 % - 1,20 %	+ 2,70 % + 2,00 %
• Solde des paiements courants (en % du PIB) — Année précédente — Estimation année en cours	- 2,59 % - 2,40 %	- 0,40 % - 0,40 %	- 0,60 % - 1,20 %	+ 2,80 % + 2,30 %	+ 4,00 % + 5,10 %	- 3,20 % - 3,50 %
Taux de change pondéré (moyenne du dernier mois connu, base 100 en 1979)	112,5 (juillet)	73,9 (août)	69,0 (août)	174,6 (août)	115,7 (août)	91,3 (sept.)
Fonds nets collectés par les emprunteurs non financiers (6) (en % du PIB) en 1988						
— SQS	2,50	8,60	6,80	11,00	5,30	9,10
• Valeurs mobilières	(- 0,40)	(3,40)	(0,50)	(3,50)	(0,40)	(2,10)
• Autres	(2,90)	(5,20)	(6,30)	(7,50)	(4,90)	(n.d.)
— Ménages	5,30	3,40	1,50	5,00	0,60	12,20
— Administrations	4,40	2,10	11,60	2,40	2,80	0,70
Pour mémoire : glissement des prix de détail sur les douze derniers mois	+ 4,7 % (août)	+ 3,4 % (août)	+ 6,6 (sept.)	+ 2,6 (août)	+ 3,1 (sept.)	+ 7,3 (août)

335

(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 septembre 1989.

(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 mars-mai 89/IV-88  
— France : moyenne IV-89/IV-88  
— Italie : fin d'année/fin d'année (CPS = Crédit au Secteur Privé)  
— Japon : M2 + CD, moyenne trimestre en cours/moyenne trimestre correspondant de l'année précédente ; II-89/II-88  
— RFA : M3 IV-89/IV-88  
— Royaume-Uni : MO, l'objectif fixé en glissement annuel doit être respecté pour chaque mois de l'exercice budgétaire.

(5) Gouvernement central. 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.

(6) Sources : OCDE (États-Unis, Japon, Royaume-Uni) ; Nationales (France, Italie, RFA).

# Commentaire

*Service des études économiques et financières, Caisse des dépôts et consignations*

**E**n 1988 et 1989, la performance des grandes économies aura été remarquable. La croissance est forte, autour de 4 % en moyenne, les créations d'emplois nombreuses, l'investissement des entreprises soutenu. Par ailleurs, l'évolution des prix semble stabilisée, ce qui a désamorcé les inquiétudes de début d'année. On peut donc porter un jugement assez positif à court terme sur la conjoncture, d'autant plus favorable que la répartition de la croissance au sein des grands pays de l'OCDE a évolué dans le sens de la stabilité de l'économie mondiale.

## **La récession évitée**

Aux États-Unis, les craintes d'une franche récession se sont estompées au profit d'un ralentissement graduel de la croissance. Les signes d'une accélération se sont multipliés depuis l'été. L'activité, forte en début d'année, a graduellement ralenti. La production industrielle, s'est stabilisée sur une pente de l'ordre de 2,5 à 3 % d'augmentation annuelle. Les créations mensuelles nettes d'emplois ont également fléchi, avec retard, de 200 000 (moyenne du premier semestre) à environ 150 000 à l'automne. Par ailleurs, l'investissement des entreprises est demeuré favorablement orienté. D'après les résultats, provisoires, de la comptabilité nationale pour le troisième trimestre de 1989, les dépenses en capital des entreprises ont crû de 5,3 % en rythme annuel, ce qui est inférieur à la croissance observée en 1988, mais a été suffisant pour permettre une détente significative de l'utilisation des capacités de production.

Ce ralentissement ne contient pas à l'heure actuelle de signes avant-coureurs d'une récession. D'autre part, les indicateurs plus avancés de l'activité, comme les commandes à l'industrie, ne suggèrent pas de chute sensible de l'activité dans les prochains mois. D'autre part, la demande, en particulier de biens de consommation, demeure bien orientée, même si son dynamisme pourrait être entamé en fin d'année à la suite de la forte progression observée pendant l'été (+ 5,8 % en rythme annuel d'après la comptabilité nationale). Le ralentissement des créations d'emplois pourrait également freiner le revenu des ménages et ralentir la croissance de la consommation, mais cet effet devrait jouer progressivement sur les trimestres à venir. Enfin, les autres postes de la demande finale continueront de s'essouffler dans les prochains mois. Le commerce extérieur pourrait être moins bien orienté; l'investissement devrait également fléchir à la suite du ralentissement de l'activité et de la détérioration des comptes des entreprises. Moins forte, la croissance américaine devrait rester équilibrée et se stabiliser sur une pente de 2 à 2,5 % en rythme annuel.

L'activité en fin d'année demeure mieux orientée en Europe et au Japon. Sans doute, l'écart avec les États-Unis renvoie en partie à des effets de décalage de conjoncture. Mais des facteurs plus structurels sont également en œuvre. Ainsi, au Japon, la demande intérieure est vigoureuse et équilibrée, sur une pente de croissance de l'ordre de 7 à 8 % en rythme annuel. Elle est entraînée à la fois par un effort durable d'investissement des entreprises et

## INDICATEURS FINANCIERS

une consommation des ménages très soutenue. En sens inverse, la santé éclatante de l'Allemagne provient davantage de l'amélioration exceptionnelle des performances à l'exportation que d'une forte croissance de la demande intérieure. L'accélération de la croissance des exportations a conduit les instituts de conjoncture à relever à l'automne d'un demi point la croissance de l'économie pour 1989 et 1990.

La France apparaît en position moyenne : l'activité reste forte, soutenue par une demande intérieure parmi les plus dynamiques en Europe. Cependant, et contrairement à la RFA, la contribution du commerce extérieur demeure plutôt négative malgré de bons résultats au début de l'année 1989. Au total, sauf peut-être au Royaume-Uni, les perspectives demeurent favorables. L'écart de conjoncture que l'on observe avec les États-Unis depuis quelques mois pourrait alors se prolonger au début de 1990.

### La consolidation du dollar

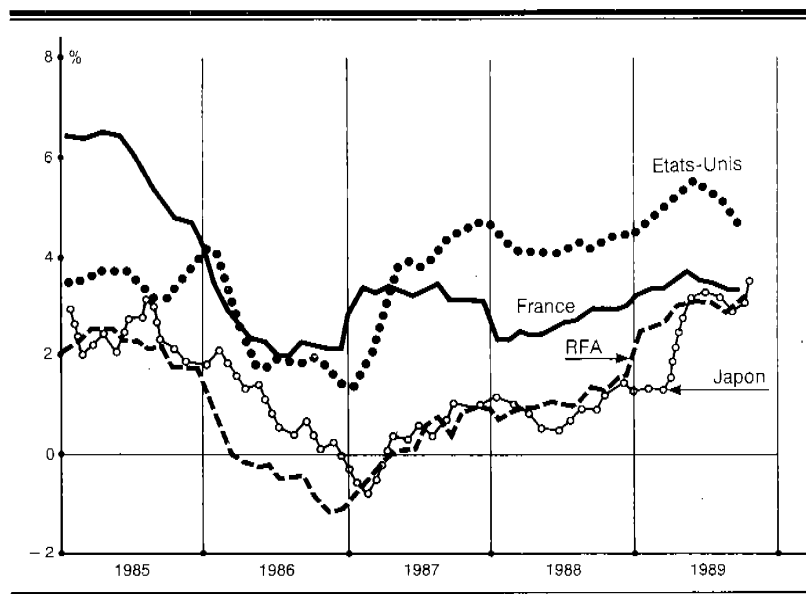
Avec des moyennes sur les six derniers mois de 1,93 DM et 141,83 yens (contre respectueusement 1,76 et 128,14 en 1988), le mark et le yen se sont

dépréciés face au dollar d'environ dix pour cent depuis l'hiver dernier. Cette remontée de la monnaie américaine a surpris. Le ralentissement de l'activité, ainsi que l'accélération de l'inflation en Europe ou au Japon laissaient envisager une réduction sensible des différences de taux d'intérêt entre les États-Unis et les autres grands pays. Celle-ci s'est d'ailleurs produite, sans pour autant peser significativement sur la devise américaine : le dollar s'échangeait contre 145 yens en septembre, puis 142 en moyenne sur octobre. De la devise américaine le fléchissement vis-à-vis du mark est légèrement plus marqué : après un pic à 1,95 en septembre (moyenne mensuelle), la parité est retombée à 1,87 en octobre. Dans les deux cas, l'appréciation demeure par rapport à la fin de 1988. Sans doute, la faiblesse de la réaction des marchés des changes s'explique-t-elle par des facteurs psychologiques liés à l'éclaircie des perspectives de l'économie américaine pendant l'été. On peut également penser que des facteurs plus techniques sont intervenus : les portefeuilles d'actifs d'investisseurs étrangers pouvaient être à la fin de 1988 sous-pondérés en titres libellés en dollar, ce qui aurait gonflé la demande de monnaie améri-

337

### GRAPHIQUE 1

#### Taux d'inflation (Glissement sur 12 mois, en %)



## INDICATEURS FINANCIERS

caine à l'occasion de l'amélioration de la conjoncture.

### L'inflation sous contrôle

La croissance des prix s'est stabilisée au début de l'été dans les pays européens et aux États-Unis. Ni la hausse des taux d'utilisation des capacités, ni les tensions observées sur le marché du travail dans certains pays n'ont débouché sur une accélération de la hausse des prix.

En revanche, la hausse sensible du dollar depuis la fin du printemps dernier pourrait avoir légèrement pesé sur les indices en Europe et au Japon. Après avoir dans les premiers mois absorbé les tensions observées sur les prix à l'importation, les entreprises ouest-allemandes et japonaises ont fini par répercuter les hausses. On retrouve bien ce mouvement sur les prix de gros allemands et japonais à la fin de l'été, également sur les prix de détail en septembre. Dans tous les cas, les effets restent cependant limités. L'augmentation des prix sur les douze derniers mois (septembre) atteint 2,6 et 3,1 % au Japon et en RFA, 3,4 % en France. Aux États-Unis, la hausse des prix a ralenti à la fin de l'été. Elle atteint 4,3 % en septembre après un pic de 5 % en juillet dernier. Si l'on exclut l'énergie, dont l'évolution des prix a pu peser sur les indices au printemps dernier, les résultats apparaissent voisins de ceux de 1988. La fin de l'été laisse donc une impression d'inflation partiellement maîtrisée. De même, les hausses de prix se sont nettement rapprochées depuis le début de l'année (*voir graphique 1*). C'est le cas en particulier de la France et de l'Allemagne : la différence d'inflation atteignait 1,5 point à la fin de 1988, puis est tombée à 0,7 point à la fin de l'hiver et 0,3 point en septembre. Pour partie, cette convergence est le résultat mécanique de la mise en œuvre de la réforme fiscale en Allemagne. Corrigée de cet effet, la hausse des prix est ramenée à 2,1 % en RFA, ce qui creuse l'écart à un niveau voisin de celui de la fin de 1987. Un biais comparable existe dans la comparaison du Japon et des autres grands pays en raison de l'instauration de la TVA en avril dernier. Hors TVA, l'inflation japonaise peut être estimée à l'automne entre 1,7 et 1,9 %, ce qui demeure très favorable par rapport aux résultats de l'an dernier.

Finalement, seule la position du Royaume-Uni tranche. La hausse des prix est nettement plus forte que dans les autres pays. En même temps,

l'accélération est sensible : en septembre 1989, 7,6 % (glissement annuel), contre 3,7 et 6,8 % à la fin de 1987 et de 1988. Certes, elle provient en grande partie de la prise en compte de la hausse des taux hypothécaires (environ 1,5 point en taux annuel). Mais corrigée de cet effet, l'inflation reste forte. Par ailleurs, c'est le pays où les perspectives de court terme apparaissent le moins favorables. D'un côté, les taux de croissance perdront, dans les prochains mois, l'effet des hausses passées des taux d'intérêt. On devrait donc observer mécaniquement une baisse de l'inflation mesurée par le glissement annuel. Mais d'un autre côté, les pressions domestiques pourraient se renforcer et contrarier la baisse. L'activité pourrait fortement faiblir dans les prochains mois et diminuer les gains de productivité sans que les salaires ne ralentissent. L'évolution des coûts des entreprises se dégraderait alors fortement. La persistance de la faiblesse de la livre pourrait aussi conduire à une recrudescence de l'inflation importée. Ces risques sont également présents dans les autres pays européens et au Japon, mais plus atténués. En particulier, la hausse des coûts salariaux unitaires ne dépasse pas à l'automne l'évolution des prix. On n'observe donc pas encore de vives tensions sur les taux de marge des entreprises.

### Des déséquilibres extérieurs persistants

L'espoir apparu au premier semestre d'un retour progressif à l'équilibre des paiements courants, disparaît à l'automne. Pour des raisons à la fois conjoncturelles — un écart insuffisant de conjoncture entre les pays déficitaires et excédentaires — et structurelles, aucune véritable amélioration n'est visible. On peut également penser que dans certains cas, l'appréciation du dollar a contribué à freiner l'ajustement. Ainsi au Japon, la reprise des exportations à partir de l'automne peut être attribuée à la dépréciation du yen. Après avoir diminué en début d'année, le solde commercial évolue à l'automne sur une tendance voisine de celle de 1988. Concernant les excédents allemands, un profil comparable apparaît, mais nettement plus atténué. Les résultats mensuels oscillent maintenant entre 10 et 12 milliards de marks, soit une fourchette plus favorable qu'en 1988. Il est vraisemblable que les résultats pour toute l'année 1989 feront apparaître une stabilité du solde au Japon et une amélioration en Allemagne. Cette évolution favorable des pays vertueux a

## INDICATEURS FINANCIERS

pourtant été compatible avec une légère réduction du déficit commercial américain jusqu'à l'automne. En 1988, le déficit mensuel fluctuait autour de 10 milliards de dollars. Les résultats depuis janvier dernier dégagent une baisse de l'ordre de un milliard de dollars par mois. Celle-ci a été acquise sur les pays hors OCDE ou les économies européennes déjà déficitaires, dont les soldes se sont dégradés pendant la période. En revanche, le dernier résultat est ambigu. En août, le solde s'est creusé pour atteindre presque 11 milliards de dollars, résultat nettement décalé par rapport aux derniers mois. Si on ne peut exclure un effet purement de court terme, il est également possible que l'automne marque un infléchissement plus durable des résultats. Celui-ci serait cohérent avec l'appréciation du dollar observée ces derniers mois et annoncerait l'arrêt de l'amélioration de la balance commerciale.

Quoiqu'il en soit, la faiblesse des progrès enregistrés sur la balance commerciale cette année devrait conduire à une stabilité des paiements courants par rapport à 1988. L'amélioration du solde des biens et services (hors paiements d'intérêts) serait presque entièrement compensée par les paiements d'intérêts sur la dette extérieure qui passeraient de 29 à 34 milliards de dollars en 1989. Il n'y aurait donc pas de réels signes de réduction des déséquilibres. Mais il convient de noter que ces évolutions apparaissent sur les niveaux des soldes mesurés en dollar. Rapporté aux richesses nationales, l'ajustement international peut apparaître plus favorable. C'est notamment le cas aux États-Unis, où le déficit de la balance courante ne représente plus que 2,4 % du PNB à la fin de 1989, contre 3,6 % à la fin de 1987.

### **Le poids des politiques monétaires**

Depuis quelques années, les politiques budgétaires sont le reflet d'objectifs à moyen terme, ou sont associées à des réformes structurelles de la fiscalité; elles ne jouent plus un grand rôle dans l'évolution conjoncturelle sauf peut-être sur le court terme par l'impact de certaines mesures fiscales sur les prix à la consommation et les revenus des agents. Les politiques budgétaires annoncées montrent donc une assez grande continuité entre 1989 et 1990. Même dans les pays où des réformes fiscales ont été mises en place, le déficit public représenterait en 1990 une part pratiquement stable du PIB. Ainsi, au Japon et en Alle-

magne, l'effet sur les recettes des hausses de taxe est compensé par une baisse de l'impôt sur le revenu, ce qui rend la politique budgétaire globalement neutre.

Dans tous les pays, on a observé en revanche un durcissement des politiques monétaires. Les raisons en sont nombreuses. Aux États-Unis, comme en Europe et au Japon, la conjoncture allait en début d'année dans le sens d'un soutien, voire d'une accélération de l'activité, ce qui pouvait déboucher selon les autorités monétaires sur une résurgence des pressions inflationnistes. Par ailleurs, l'environnement international se détériorait et la hausse du prix de l'énergie faisait planer une menace supplémentaire sur l'inflation. La hausse des taux, initiée par les États-Unis en 1988, s'est accélérée au début de 1989. Les taux courts américains montaient jusqu'à 10 % à la fin du printemps, accompagnés par une hausse générale en Europe. Comme la hausse excédait l'accélération de l'inflation de début d'année, les taux réels à court terme apparaissent, à l'exception du Japon, également en hausse.

Le mouvement n'est plus général depuis l'été. Aux États-Unis, la décrue des taux courts s'est amorcée en juin et se poursuit graduellement depuis, à mesure que les risques inflationnistes s'estompent et que l'activité ralentit. Mais la baisse des taux américains n'a eu jusqu'à présent aucune incidence sur les taux européens et japonais, tant la fermeté du dollar a contraint les autorités monétaires. En conséquence, les taux du marché monétaire ont continué à se tendre en Europe et l'écart avec les États-Unis s'est réduit.

Les taux d'intérêt à long terme ont connu une baisse généralisée, ce qui révèle les anticipations des investisseurs depuis le début de l'année : baisse des taux courts et perspectives rassurantes à moyen terme pour l'inflation, ralentissement de l'activité, stabilité du dollar en ce qui concerne les taux américains. Certes, on observe en fin de période, une légère détérioration des marchés, principalement en Europe, sous l'effet des tensions des marchés monétaires. Mais, elle ne suffit pas à gommer la baisse antérieure. L'inversion des taux s'est donc prolongée, voire dans certains cas accentuée, dans tous les pays. Par ailleurs, en Europe, la baisse des taux obligataires a été amplifiée en terme réel par l'accélération de l'inflation. Cette déconnexion apparente des taux courts et longs, si elle ne contrarie pas l'efficacité des

## INDICATEURS FINANCIERS

politiques monétaires en matière de changes, a pu réduire les effets attendus sur la demande et l'activité.

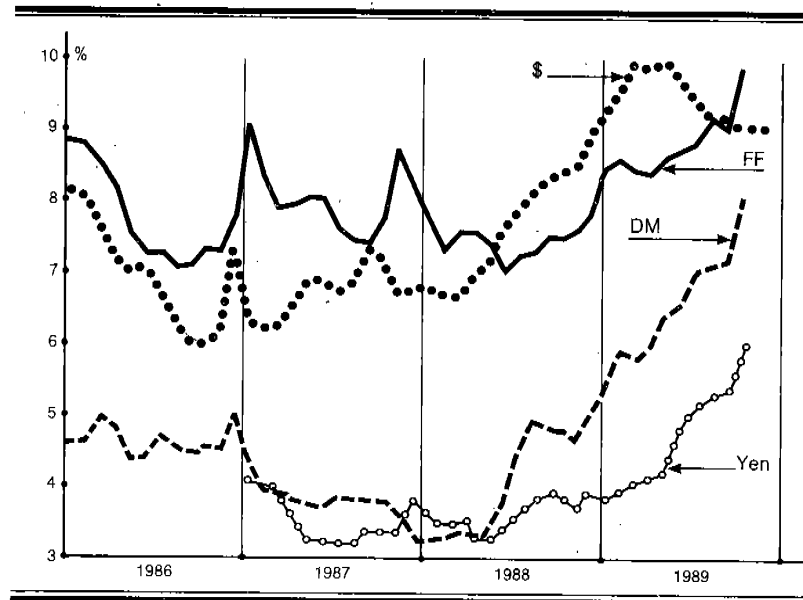
Ainsi se pose la question de l'efficacité des choix de politique économique des pays de l'OCDE depuis plusieurs années. Est-il possible d'obtenir une croissance régulière de l'économie mondiale si les déficits structurels persistent et si les politiques économiques sont peu efficaces ? Dans un monde où la substituabilité des monnaies s'affaiblirait, l'accumulation de dettes par certains pays entraîne des perturbations financières, en particulier des taux de change, qui mettraient sans doute en cause

la bonne performance de l'économie réelle. À cet égard, la situation actuelle du Royaume-Uni est instructive ; le durcissement de la politique monétaire s'est traduit par une hausse du taux réel de court terme de 5 à 6 % entre 1988 et 1989, mais par une baisse du taux long réel de 4,8 à 3 %. Simultanément, le déficit externe grandissant a été de plus en plus financé par des capitaux à court terme ; les mouvements récents de la livre ont montré le degré d'instabilité que cette situation pouvait générer. □

*Achévé de rédiger le 10 novembre 1989.*

GRAPHIQUE 2

### Taux du marché monétaire, overnight (Moyennes mensuelles)



# INDICATEURS FINANCIERS

GRAPHIQUE 3

**Emprunts d'Etat 10 ans** (Moyennes mensuelles)

