

INDICATEURS INTERNATIONAUX

Indicateurs financiers

BANQUE DE FRANCE

	Etats-Unis	France	Japon	RFA	RU
Taux du marché monétaire ¹	6,1 (janv.)	8,4 (fév.)	4,2 (janv.)	4,2 (janv.)	11 1/8-11 (janv.)
Taux de l'euro-monnaie à 3 mois	6,2 (déc.)	8,5 (fév.)	4,3 (janv.)	4-4,25 (18.02.87)	10,56-10,63 (24.02.87)
Taux d'intérêt ² à long terme	7,1 (janv.)	8,9 (fév.)	4,4 (janv.)	6,2 (janv.)	10,1 (24.02.87)
• Agrégats monétaires ³					
- Variation sur les 12 derniers mois;	{ M2 + 9,1 (déc.) M3 + 9 (déc.)	4,3 (déc.)	8,2 (déc.)	8,3 (déc.)	{ M0 + 4 (janv.) M3 + 17,7 (janv.)
- Variation en taux annuel depuis la base de référence de l'objectif;	{ M2 + 9,0 M3 + 8,6 (IV-86/IV-85)	4,5 (IV-86/IV-85)	8,3 (IV-86/IV-85)	7,8 (déc.)	
- Objectif ⁴ ou prévision officiels.	{ M2 5,5 à 8,8 M3	3 à 5	8 à 9	3 à 6	{ M0 2 à 6 M3 11 à 15
• Solde budgétaire (en % du PIB) ⁵					
- Exercice précédent	- 5,2 (85/86)	2,8 (1986)	- 3,3 (86/87)	- 1,2	- 1,6 (86/87)
- Estimation exercice en cours	- 4,2 (86/87)	2,5 (1987)	- 3,1 (87/88)	- 1,1	- 1,6 (87/88)
• Solde des paiements courants (en % du PIB)					
- Exercice précédent	- 3,3	+ 0,5 (1986)	+ 7,0	+ 4,0	0,0
- Estimation exercice en cours	- 3,0	+ 0,4 (1987)	+ 5,0	+ 2,7	- 0,7
Taux de change effectif ⁶ (moyenne du dernier mois connu) Base 100 en 1979	122,5 (nov.)	86,2 (janv.)	156,6 (déc.)	114,5 (déc.)	78,9 (janv.)
Fonds nets collectés par les emprunteurs non financiers (en % du PIB) en 1985					
- SOS	4,0	6,9	8,9	5,1	2,7
• Actions	(- 2,0)	(1,9)	(0,5)	(0,4)	(0,1)
• Obligations	(2,5)	(0,8)	(0,9)	(0,3)	(- 0,1)
• Autres instruments du marché	} (3,5)	(4,2)	(7,5)	(4,4)	(2,7)
• Crédits des IF					
- Ménages	7,3	4,0	2,6	0,7	6,6
- Administrations	9,2	3,7	6,3	2,6	3,3
• Obligations	(7,3)	(2,1)	(4,9)	(2,1)	(2,6)
• Autres instruments de marché	} (1,9)	(1,6)	(1,4)	(0,5)	(0,7)
• Crédits des IF					
Pour mémoire : glissement des prix de détail sur les douze derniers mois	1,1 (déc.)	+ 3,0 (janv.)	- 0,3 (déc.)	- 0,8 (janv.)	3,9 (déc.)

1 - Etats-Unis : Fed Funds ; France : 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 (fin de mois).

2 - Etats-Unis : emprunts du secteur public à dix ans ; France : emprunts 1^{re} catégorie ; Japon : emprunts du secteur public ; RFA : emprunts du secteur public de 5 à 7 ans ; Royaume-Uni : emprunts publics à 15 ans.

3 - Etats-Unis : M2, M3 ; France : XX, XX ; Japon : M2 + CD ; RFA : OMBC ; Royaume-Uni : M0, £M3.

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

Etats-Unis, moyenne IV-87/IV-86 ;

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

RFA, OMBC, IV-87/IV-86 ;

Royaume-Uni, M0 et £M3, mi-mars 87/mi-mars 86.

5 - 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 RFA.

6 - Indice de taux de change effectif. Calculs sur la base d'un panier de devises effectués par la Banque de France pour le FF, le Fed pour le \$, la Banque d'Angleterre pour le sterling, la Deutsche Bank pour le DM et le yen.

COMMENTAIRE¹

Michel DEVELLE

Directeur des études économiques
Banque de Paris et des Pays-Bas

■ Au printemps de 1987, la situation économique

du taux de change. C'est en effet la recherche de taux de change stabilisés par le G7 et les profils relatifs des taux du marché et des taux sur les euromarchés.

Allemagne et le Japon qui ne souhaitent une nouvelle réévaluation de leur devise relativement bas. Les taux américains sont dans la zone des 5 à 6 %. Point qui résulte de la prudence de Paul Volcker et ses inquiétudes quant au financement budgétaire des Etats-Unis face à la légère hausse du taux d'inflation pour 1987 (3 % contre 4 % en décembre dernier — voir tableau).

Ce qui concerne les taux américains et les changements intervenus à la suite de la « crise de la dette », l'influence de Paul Volcker s'est exercée, aussi bien à l'intérieur du Conseil d'Administration que de façon plus générale sur la politique et le Congrès. En clair, cela signifie que la baisse des taux d'intérêt américains à court terme est pour le moment interrompue. L'entretien d'un écart entre les taux courts allemand et japonais est une pierre d'attente du succès de l'accord du Louvre intervenu en février 1987.

En dehors du triangle des changes \$, yen, DM, les écarts des taux d'intérêt français et anglais ont subi des pressions à la baisse qui se sont exercées sur ces devises à l'automne de 1986. La comparaison relative au taux de change effectif (voir tableau sous le tableau) montre que sur la base de fin 1986, la France et le Royaume-Uni ont tous

des deux des valeurs de taux de change effectif inférieures à 100. La faiblesse du franc et du sterling explique l'existence aujourd'hui d'une forte prime relative de taux d'intérêt.

Il semble néanmoins que le redressement du sterling, provoqué par la hausse des prix du pétrole et par une confiance plus grande dans

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

ERRATUM

Tableau des indicateurs financiers, page 98 :

- Solde budgétaire (en % du PIB) col. France, lire : — 2,8 (1986) — 2,5 (1987)
- Agrégats monétaires
- ligne « objectifs ou prévision officiels » :
 - col. France : M3 : 3 à 5
 - col. Japon : M2 : 8 à 9
 - col. RFA : QMBC : 3 à 6
- Note 3, lire France : M3 en 1986, M2 et M3 en 1987
lire RFA : QMBC

l'évolution des agrégats monétaires, au solde budgétaire en pourcentage du PIB, au solde des paiements courants et au taux de change effectif. Ces indicateurs classiques sont complétés par l'évolution de l'indice des prix de détail. Beaucoup plus originale est la partie du tableau concernant les évolutions des fonds financiers. Nous commenterons brièvement ces deux séries d'indicateurs pour en tirer le panorama conjoncturel à l'orée du printemps de 1987.

Les niveaux du loyer de l'argent à court terme sont caractérisés aujourd'hui par la variable

¹ - Les indicateurs financiers construits par la Banque de France pour la Revue d'Économie Financière seront commentés chaque trimestre par un professionnel de l'économie financière. Michel Develle propose ici le premier commentaire.

INDICATEURS INTERNATIONAUX

l'excellence de la politique de Margaret Thatcher, devrait se traduire par une sensible réduction de la prime de risque, c'est-à-dire par une baisse des taux d'intérêt sur le sterling.

Il en va de même pour le franc français, une fois que la bulle inflationniste de janvier et de février se sera dissipée. La meilleure appréciation de la réalité conjoncturelle de l'économie française devrait là aussi permettre une très sensible dégrèvement des taux d'intérêt à court terme surtout si, comme on peut raisonnablement le prévoir, le dollar reste ferme grâce au succès de l'accord du Louvre et donc, par jeu de taquet, affaiblit mécaniquement le DM.

Les taux d'intérêt français ont été et seront déterminés par l'état de tension au sein du système monétaire européen. C'est un exemple parlant de l'utilisation qui est faite des taux d'intérêt pour gérer les taux de change après la levée du contrôle des changes.

Si la situation du franc français à l'intérieur du SME continue de s'améliorer, il n'y a pas d'obstacle à une baisse des taux d'intérêt courts, d'autant que l'excédent attendu pour la balance des paiements courants en 1987 (voir tableau) donne une marge de manœuvre en faveur de la dégrèvement des taux.

On notera enfin que la stabilité des taux de change conduit presque mécaniquement à un report de l'activité des opérateurs financiers sur les écarts des taux d'intérêt. Ces derniers ne sachant plus comment jouer les taux de change orientent leurs opérations vers les écarts de taux d'intérêt qui semblent non justifiés par les données économiques fondamentales. C'est pour cela que les taux anglais et les taux français ont un certain potentiel de baisse.

On observera aussi que les taux d'intérêt à long terme dépendent aujourd'hui largement des équilibres de taux de change dans un monde financier où la globalisation des flux de capitaux n'est plus à expliquer. Deux exemples : le nécessaire écart entre les taux japonais et américains pour permettre le bon fonctionnement de la filière financière Tokyo-Washington en parfaite symétrie avec le déséquilibre commercial entre les deux pays et, plus proche de nous, le nécessaire écart entre les taux allemands et les taux longs français : différence de l'ordre de deux points qui s'inscrit dans les anticipations de différentiel d'inflation en 1987 entre les deux pays.

Le tableau d'indicateurs financiers apporte bien d'autres renseignements et la place manque pour tous les commenter en détail. On observera cependant la poursuite de la réduction du solde budgétaire exprimé en pourcentage du PIB dans les cinq pays recensés. Ce phénomène est particulièrement important, car il participe à la correction des déséquilibres financiers mondiaux, tâche ardue entreprise par le G5, et par ailleurs permet à la sphère financière de disposer d'une alimentation plus large en liquidités. Au fond, c'est un effet d'éviction à l'envers. La place de l'Etat dans les activités de la sphère financière se contracte, permettant ainsi le développement du phénomène de recapitalisation des entreprises.

Si un indicateur d'évolution de capitalisation des actions, rapporté par exemple au PIB, était mentionné sur ce tableau, on verrait la dilatation de la sphère financière. C'est un peu à cet exercice que la seconde partie du tableau s'attelle en présentant une batterie de chiffres sur les fonds nets collectés, exprimés en pourcentage du PIB et répartis selon divers instruments.

Il est dommage que ces chiffres concernent 1985 car ils apportent peu de lumière dans l'explication des tendances les plus récentes. L'importance des transformations intervenues dans les flux financiers nécessiterait que cette batterie d'indicateurs soit disponible au moins trimestriellement, sinon mensuellement. Si l'on disposait de chiffres pour le premier trimestre de 1987, on verrait sans doute se dessiner l'évolution suivante : un phénomène de titrisation qui signifie que, dans pratiquement tous les pays, les entreprises réduisent leur financement externe, notamment bancaire, au profit de l'émission de titres.

Cette émission de titres qui leur apporte des fonds presque « gratuits » ne peut qu'accentuer le redressement déjà bien engagé de la situation financière des entreprises. Avec des comptes d'exploitation et des bilans présentant meilleure figure, elles peuvent procéder notamment à des augmentations de capital dont on voit la trace dans les chiffres de capitalisation boursière ; cette désintermédiation modifie en profondeur le travail des banques qui innovent et gèrent les nouveaux produits en prélevant des commissions et en s'orientant de façon plus massive vers la clientèle des particuliers et des petites et moyennes entreprises.

INDICATEURS INTERNATIONAUX

Quant aux ménages, débarrassés trop faiblement encore, il est vrai, du poids excessif des prélèvements fiscaux, ils mobilisent leur épargne vers les placements financiers. C'est ainsi que, dans certains pays, on assiste entre les placements en actions et en obligations, d'un côté, et les comptes d'épargne, de l'autre, à des arbitrages significatifs dont la statistique financière ne rend encore compte que de façon très imparfaite.

Il faut donc saluer l'effort que représente ce tableau d'une batterie d'indicateurs financiers, excellent thermomètre des phénomènes qui se déroulent dans la sphère financière où se construit sans doute l'avenir de la croissance économique.

Il n'en reste pas moins que nous sommes encore mal informés, ou informés avec trop de retard, des modifications dans l'orientation des flux de fonds, des arbitrages des ménages ou sur les changements dans les comportements des divers acteurs du jeu financier. Au nécessaire souci de la surveillance des flux et des comportements des agents financiers, il importe que les autorités monétaires centrales ajoutent une information statistique dont la pertinence et la disponibilité seraient le meilleur gage de la transparence des marchés financiers. Une telle information permettrait sans nul doute de réduire le risque financier.

Le 13.03.87

Indicateurs de comportement d'épargne

CREP

101

COMMENTAIRE

A. BABEAU

*Professeur à l'Université de Paris-Dauphine
Secrétaire Général de CREP.*

Dans le domaine des comportements financiers des ménages, des entreprises ou des administrations, les pays développés font encore apparaître des spécificités que l'on peut qualifier de « structurelles » : dans tel pays, les ménages épargnent peu et s'endettent beaucoup, alors que la situation inverse prévaut pour les entreprises ; dans tel autre pays au contraire, les ménages sont de gros épargnants et les entreprises possèdent un

faible taux d'autofinancement. Mais ces structures elles-mêmes évoluent dans le long terme, portées peut-être par une certaine internationalisation des comportements : ainsi assiste-t-on, par exemple, à la baisse des taux d'épargne des ménages au Japon et à une progression sensible de leur endettement à court terme dans les pays d'Europe continentale.