

I - La croissance

L'augmentation du produit intérieur brut marchand a été de 2,1 % en 1987 comme en 1986. Le solde extérieur a continué de peser sur la croissance au premier semestre mais non au second. Toutes les composantes de la demande intérieure ont été favorablement orientées : investissement, formation de stocks et consommation. Toutefois, le ralentissement de la demande des ménages a entraîné celui de la demande intérieure. L'activité progresse dans l'ensemble des branches. Pour la première fois, la production industrielle dépasse significativement son niveau de l'année 1980. Après un repli au premier

trimestre, l'activité a augmenté jusqu'à la fin de l'année.

La croissance française présente de nombreux points communs avec celles des autres pays industrialisés. Pour l'ensemble de l'OCDE, le rythme de croissance a été en 1987 analogue à celui de l'année précédente (environ 3 %). L'activité a été soutenue de la même façon par l'investissement, le stockage et la consommation des ménages même si celle-ci ralentissait. Le regain d'activité après un médiocre premier trimestre a été particulièrement net dans l'industrie.

1. La croissance en 1987

En 1987 l'économie française a connu le même rythme de croissance qu'en 1986 : 2,1 % pour le produit intérieur brut marchand évalué aux prix de 1980.

Le premier trimestre était pourtant en repli (- 0,2 %). La production avait alors stagné, voire reculé (dans les branches manufacturières) en partie à cause du froid exceptionnel du mois de janvier. La consommation des ménages, soutenue seulement par des dépenses en produits énergétiques, ne suffisait pas à compenser la forte contribution négative exercée par le solde extérieur sur la croissance. Les importations progressaient pour se situer déjà à un niveau bien supérieur à leur moyenne de 1986. Les exportations, en repli pour le deuxième trimestre consécutif, étaient au contraire au-dessous de leur niveau moyen de 1986.

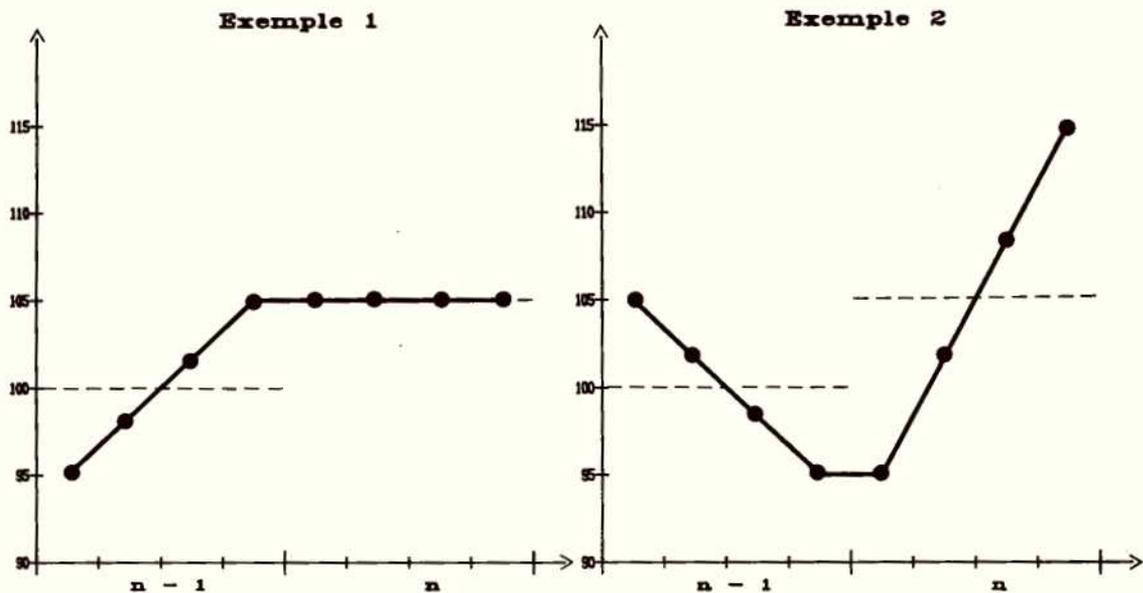
Au total, l'acquis de croissance à l'issue de ce premier trimestre était faible (+ 0,5 %).

Aux deuxième et troisième trimestres, la croissance, tirée successivement par la formation de stocks, puis par la consommation des ménages et l'investissement des entreprises, a été soutenue (+ 1,1 % par trimestre). Elle s'est ralentie au quatrième trimestre (+ 0,4 %), comme la consommation des ménages. Le net redressement des exportations au second semestre a entraîné le retour à une contribution positive du solde extérieur à la croissance du produit intérieur brut.

Ce profil assez marqué de la croissance conduit en fin d'année 1987 à un niveau du produit intérieur brut marchand supérieur à celui du quatrième trimestre 1986 (de 2,4 %), et supérieur aussi à son niveau moyen de 1987 (de + 1,2 %).

Glissements, moyennes et acquis

Le conjoncturiste est amené à introduire des notions comme les glissements ou les acquis afin d'aller au delà de l'information apportée par les moyennes. Deux exemples théoriques très simples montrent clairement qu'une même évolution en moyenne peut recouvrir des profils variés



Dans les deux cas, la hausse moyenne entre les années $n-1$ et n est de 5 % ; cependant le conjoncturiste va commenter de manière très différente ces deux évolutions. Une première solution, intuitive et efficace, est justement de représenter graphiquement les séries présentant un profil marqué : c'est la raison pour laquelle les notes de conjoncture comportent de nombreux graphiques.

La deuxième solution consiste à compléter l'information de la moyenne par celle d'un glissement : ce dernier est le taux de croissance de la grandeur considérée entre la dernière sous-période de la période $n-1$ et la sous-période correspondante de la période n . Ainsi, en reprenant nos deux exemples, nous obtenons :

$$\text{exemple 1 : } GAt_n = (105/105 - 1) = 0 \% ; \text{ exemple 2 : } GAt_n = (115/95 - 1) = 21 \%$$

Nous avons noté GAt ces glissements annuels parce qu'il sont calculés sur données trimestrielles. Dans les notes de conjoncture, on trouve aussi des glissements annuels calculés sur données mensuelles (GAm) ou des glissements semestriels sur données trimestrielles (GSt) ou encore des glissements semestriels sur données mensuelles (GSm).

Une autre notion très utile est celle d'acquis : l'acquis à la fin de la période n est la croissance qu'aurait une grandeur au cours de la période $n+1$ si elle restait pendant toute cette période au niveau atteint à la fin de la période n . On voit là aussi qu'il faut préciser s'il s'agit d'un acquis annuel trimestriel, annuel-mensuel, etc... En reprenant nos exemples sur données trimestrielles :

$$\text{exemple 1 : Acquis } t_{n-1} = (105/100 - 1) = 5 \% ; \text{ exemple 2 : Acquis } t_{n-1} = (95/100 - 1) = - 5 \%$$

Pour compléter cette présentation, on peut introduire la notion d'innovation par :

$$1 + \text{Innovation}_n = (1 + \text{MA}_n) / (1 + \text{Acquis}_{n-1}) = (1 + \text{GA}_n) / (1 + \text{Acquis}_n)$$

On déduit de ces formules en particulier que :

$$(1 + \text{GA}_n) / (1 + \text{MA}_n) = (1 + \text{Acquis}_n) / (1 + \text{Acquis}_{n-1})$$

où de façon approchée que l'écart entre le glissement et la moyenne est égal à l'écart entre l'acquis à la fin de la période considérée et celui à la fin de la période précédente.

exemple 1 : $\text{Innovation}_n^t = [(1 + .05)/(1 + .05) - 1] = 0 \%$

exemple 2 : $\text{Innovation}_n^t = [(1 + .05)/(1 - .05) - 1] = 10.5 \%$

	Acquis t_{n-1}	MA	Innovation t_n	GA	Acquis t_n
Exemple 1	5 %	5 %	0 %	0 %	0 %
Exemple 2	- 5 %	5 %	10,5 %	21 %	9,5 %

Application à la croissance du PIB marchand en 1987 :

	Acquis fin 1986	MA 1987	Innovation 1987	GA 1987	Acquis fin 1987
PIB marchand	0,7 %	2,1 %	1,35 %	2,5 %	1,2 %

Une présentation plus intuitive de ces notions peut être obtenue en écrivant les expressions approchées de ces grandeurs en fonction de sommes pondérées des taux de croissance sur les diverses sous-périodes. Ainsi dans le cas de la grandeur X trimestrielle en notant x_n^i le taux de croissance entre le trimestre $i-1$ et le trimestre i de la grandeur X au cours de l'année n :

$$\text{MA}_n = \underbrace{1/4 x_{n-1}^{2^\circ} + 2/4 x_{n-1}^{3^\circ} + 3/4 x_{n-1}^{4^\circ}}_{\text{Acquis } t_{n-1}} + \underbrace{4/4 x_n^{1^\circ} + 3/4 x_n^{2^\circ} + 2/4 x_n^{3^\circ} + 1/4 x_n^{4^\circ}}_{\text{Innovation } t_n}$$

$$\begin{aligned} \text{GA}_n &= x_n^{1^\circ} + x_n^{2^\circ} + x_n^{3^\circ} + x_n^{4^\circ} \\ &= \underbrace{4/4 x_n^{1^\circ} + 3/4 x_n^{2^\circ} + 2/4 x_n^{3^\circ} + 1/4 x_n^{4^\circ}}_{\text{Innovation } t_n} + \underbrace{1/4 x_n^{2^\circ} + 2/4 x_n^{3^\circ} + 3/4 x_n^{4^\circ}}_{\text{Acquis } t_n} \end{aligned}$$

L'innovation est donc l'impact sur la moyenne annuelle de la croissance ayant eu lieu au cours de la période. L'acquis est l'impact de cette même croissance sur la croissance en moyenne annuelle de la période suivante.

L'accélération de la production industrielle compense le ralentissement des services.

En 1987, la production industrielle s'accroît de façon significative (+ 1,6 %). Elle avait reculé en 1985 et faiblement progressé en 1986 (+ 0,6 %). Cette croissance reste certes inférieure à celle des branches non industrielles (+ 2,5 %) et le poids relatif des branches industrielles dans la valeur ajoutée globale continue de reculer. Néanmoins, 1987 est la première année où le niveau de la production industrielle dépasse significativement celui de l'année 1980. En glissement annuel du quatrième trimestre 1986 au quatrième trimestre 1987, la croissance de la production industrielle est de 2,8 % (contre - 0,2 % en 1986).

En contribution à la croissance du produit intérieur brut marchand, l'apport des branches industrielles est positif (+ 0,4 point) pour la première fois depuis 1983.

L'industrie manufacturière dans son ensemble participe à cette croissance, ainsi que chacune de ses grandes branches, même si un examen sectoriel plus détaillé amène à nuancer l'idée d'une progression générale. A côté de la branche de l'automobile en forte croissance et des biens intermédiaires en reprise (notamment dans la chimie), les biens d'équipement professionnel connaissent une faible progression, ainsi que les biens de consommation courante. Les évolutions internes à cette dernière branche sont d'ailleurs divergentes : hausse de la parachimie-pharmacie et de l'imprimerie-presse-édition, baisse du textile-habillement et du cuir chaussures.

Le ralentissement observé dans la croissance des services (0,9 point de contribution après 1,3) est imputable à la consommation des ménages. Il y a eu freinage des dépenses de santé, et par ailleurs l'évolution des prix relatifs des services semble avoir pesé sur la croissance en volume de leur consommation, puisqu'en valeur l'évolution reste pratiquement la même qu'en 1986.

Le solde extérieur a continué de peser sur la croissance au premier semestre, mais il s'est amélioré en fin d'année.

La part de la demande française satisfaite par les produits nationaux continue de se réduire : le taux de pénétration croît régulièrement. Ce mouvement correspond à la croissance forte et régulière des importations qui se poursuit au même rythme qu'en 1986 : + 6,4 % en moyenne annuelle en 1987 après + 6,9 % en 1986.

Poursuivant leur mouvement de la fin 1986, les exportations reculent au premier semestre pour repartir ensuite sur un rythme élevé. Du fait de ce profil marqué, la mesure de la croissance des exportations - tout en restant inférieure à celle des importations - diffère sensiblement selon qu'elle est effectuée en moyenne ou en glissement annuel. En moyenne sur l'année, les exportations progressent (+ 1,2 %) après avoir régressé en 1986 (- 0,7 %). Mesurée en glissement du quatrième trimestre 1986 au quatrième trimestre 1987, l'évolution est plus favorable (+ 6 % après - 1,9 % en 1986) : le recul des exportations du quatrième trimestre 1986 au deuxième trimestre 1987 est effacé par la forte croissance des deux derniers trimestres. Ce profil détermine aussi l'acquis en fin d'année 1987 : si les exportations se maintenaient sur l'ensemble de l'année 1988 au haut niveau atteint au quatrième trimestre 1987, leur croissance serait de 4,1 % en 1988 (en moyenne annuelle).

A un niveau plus détaillé, il apparaît que les soldes en volume n'évoluent pas ou peu pour les produits énergétiques et les services. L'excédent traditionnel des échanges touristiques se serait un peu réduit, celui des échanges agricoles et agro-alimentaires légèrement accru. L'évolution globale du solde extérieur est en fait déterminée par les produits manufacturés. Pour ces produits, le solde extérieur continue de se dégrader. A lui seul, il pèse pour - 1,3 point sur l'évolution du produit intérieur brut marchand (- 1,4 point en 1986). Les exportations de produits manufacturés, qui déterminent le profil de l'ensemble des exportations, se redressent cependant en fin d'année (+ 2,1 % en moyenne annuelle, mais + 7,8 % en glissement annuel). Les importations de produits manufacturés sont encore plus dynamiques : + 9,7 % en moyenne annuelle et + 15,6 % en glissement.

Contribution des branches à la croissance du PIB marchand (aux prix de 1980)										en %
1982	1983	1984	1985	1986		1987				1987
						87.1	87.2	87.3	87.4	
0,8	-0,3	0,2	0,1	0,1	Agriculture	-0,2	0,1	0,1	-0,1	0,1
0,3	-0,3	0,1	0,1	-0,1	IAA	0,1	-0,1	0,1	-0,0	0,0
-0,1	0,5	0,3	0,0	0,1	Energie	0,0	0,0	-0,0	0,0	0,1
-0,0	0,3	-0,0	-0,2	-0,1	Manufacturés	-0,1	0,5	0,1	-0,0	0,3
-0,3	-0,0	0,1	-0,1	-0,1	<i>dont : Biens intermédiaires</i>	-0,2	0,3	0,1	-0,1	0,1
-0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1	<i>Biens d'équipement professionnel</i>	-0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
-0,0	0,1	0,1	-0,1	0,1	<i>Matériel de transport</i>	0,1	0,1	-0,2	0,1	0,1
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<i>Biens d'équipement ménager</i>	-0,0	0,0	0,0	-0,0	0,0
0,2	0,1	-0,0	-0,0	-0,1	<i>Biens de consommation</i>	-0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0
-0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	Bâtiment génie civil et agricole	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2
0,3	0,1	0,1	0,1	0,4	Commerce	0,0	-0,0	0,2	0,1	0,2
0,9	0,5	1,0	1,1	1,3	Services	-0,1	0,4	0,4	0,3	0,9
2,4	0,5	1,4	1,4	2,1	PIB marchand en % t/t-1	-0,2	1,1	1,1	0,4	2,1

La somme des contributions ne donne pas exactement le taux de croissance du PIB car celui-ci inclut également la TVA, les droits de douane et les subventions à l'importation.

Contribution des emplois à la croissance du PIB marchand (aux prix de 1980)										en %
1982	1983	1984	1985	1986		1987				1987
						87.1	87.2	87.3	87.4	
2,4	0,7	0,7	1,7	2,4	Consommation marchande des ménages	0,5	-0,2	1,4	0,5	1,7
0,2	0,1	0,0	0,2	0,3	Consommation nette des administrations	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3
-0,4	-0,9	-0,6	0,3	0,8	FBCF totale	-0,1	0,4	0,5	0,3	0,7
-0,0	-0,6	-0,3	0,2	0,5	<i>dont : SQS et EI</i>	-0,1	0,4	0,3	0,3	0,5
-0,5	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	<i>Ménages hors EI</i>	-0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,0
-0,7	0,7	-0,7	-1,2	-1,8	Importations	-1,0	-0,4	-0,9	-0,6	-1,8
-0,4	0,9	1,8	0,6	-0,2	Exportations	-0,2	-0,0	1,0	0,8	0,3
-1,1	1,6	1,1	-0,6	-2,0	Solde extérieur	-1,2	-0,4	0,1	0,2	-1,5
1,2	-1,0	0,1	-0,1	0,7	Variation de stocks	0,5	1,3	-1,0	-0,7	0,9

La demande intérieure ralentit mais reste active.

La croissance de la demande intérieure hors stocks est plus faible en 1987 qu'en 1986 (de 1 point). En effet, la consommation marchande des ménages progresse moins qu'en 1986 (2,4 % au lieu de 3,4 %). Ce ralentissement, significatif, doit cependant être relativisé. D'une part, il ne répercute pas entièrement le freinage, plus net, du pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages (+ 1 % après + 3,5 %). D'autre part, le profil infra-annuel de la consommation des ménages est assez heurté. Il y a croissance au premier trimestre (consommation d'énergie), repli au deuxième, forte reprise au troisième (achats d'automobiles), et encore croissance, modérée, au quatrième trimestre. Ce mouvement ne permet pas de retrouver en moyenne annuelle la croissance de 1986, mais assure en fin d'année un niveau très élevé (le glissement sur 1987 est de 3,1 % après 2,8 % en 1986).

La formation brute de capital fixe progresse pratiquement au même rythme qu'en 1986 (2,9 % après 3,3 %).

L'investissement des ménages diminue encore, mais de manière atténuée. La formation brute de capital fixe des entreprises reste sur le même rythme de croissance élevé qu'en 1986 (de l'ordre de + 4 %), avec une accélération pour les investissements en biens d'équipement professionnel.

Une importante formation de stocks

La croissance de la demande intérieure hors stocks est inférieure à celle des ressources. Le mouvement de stockage entamé en 1986 se poursuit donc. Il concerne essentiellement les produits manufacturés : au deuxième trimestre en particulier, la production et les importations s'accroissent tandis que la consommation des ménages et les exportations reculent. Sur les deux derniers trimestres, la contribution des variations de stocks à la croissance est négative. Elle reste positive sur l'ensemble de l'année (0,9 point après 0,7 point en 1986).

Ensemble des biens et services marchands : équilibre ressources-emplois (aux prix de 1980)							en % de variation t/t-1					
1986					Acquis fin 1986		1987					Acquis fin 1987
86.1	86.2	86.3	86.4	MA			87.1	87.2	87.3	87.4	MA	
0,1	1,3	0,4	0,3	2,1	0,7	PIB marchand	-0,2	1,1	1,1	0,4	2,1	1,2
-2,0	8,1	2,2	-4,4	6,9	-0,4	Importations	3,6	1,4	3,2	2,1	6,4	3,5
1,0	0,9	1,0	-0,1	3,4	0,7	Consommation des ménages	0,7	-0,3	2,0	0,7	2,4	1,5
0,9	1,3	1,4	0,4	5,0	1,5	Consommation nette des administrations	1,5	0,9	1,8	1,6	4,9	2,2
0,5	2,8	-0,5	0,3	3,3	0,7	FBCF totale	-0,5	1,8	2,1	1,2	2,9	2,4
1,3	3,6	-0,4	-0,1	4,3	0,7	dont : SQS-EI	-0,7	3,2	2,2	2,6	4,1	3,8
-0,6	0,7	-1,9	0,7	-1,1	-0,3	ménages	-0,3	-0,8	2,0	-1,0	-0,4	0,1
-1,7	0,4	1,0	-1,6	-0,7	-0,6	Exportations	-0,8	-0,1	3,9	3,0	1,2	4,1
0,9	1,4	0,7	0,1	3,5	0,7	Demande intérieure hors stocks	0,4	0,3	2,0	0,9	2,6	1,7
-0,8	2,0	0,1	-0,6	0,7		Variation de stocks (en contribution à la croissance du PIB marchand)	0,5	1,3	-1,0	-0,7	0,9	

L'acquis fin 1987 est le taux de croissance obtenu en 1988 en supposant que le montant de chaque trimestre 1988 est égal à celui du quatrième trimestre 1987 (voir encadré).

2. Retour sur les prévisions passées

En France, comme pour l'ensemble des grands pays industrialisés, la croissance observée en 1987 s'avère supérieure aux prévisions réalisées en cours d'année.

La note de conjoncture de Juillet 1987, première note à émettre un diagnostic sur l'ensemble de l'année 1/, prévoyait ainsi une croissance du Produit Intérieur Brut de 1,3 %, alors que celle-ci est, selon les estimations actuelles de 2,1 %.

Cette révision apparaît d'une ampleur inhabituelle 2/. Pour l'année 1986 par exemple, l'écart entre la prévision de Juillet 1986 (aux prix de 1970) et l'estimation du compte annuel provisoire n'avait été que de 0,2 point 3/. En particulier, dès juillet 1986, l'impact des gains de pouvoir d'achat dus au contre-choc pétrolier sur la consommation des ménages notamment sur la consommation de produits manufacturés, avait été bien estimé. Même si le mouvement observé pour l'ensemble des grands pays industrialisés est supérieur aux prévisions, et a joué un effet positif sur la demande adressée à la France, la révision du diagnostic depuis juillet 1987 est due pour l'essentiel à des facteurs internes à l'économie française.

La consommation des ménages d'abord, a été sous évaluée : au lieu de ralentir, elle a accéléré au second semestre, avec en particulier des ventes d'automobiles fortes au troisième trimestre et stimulées au quatrième par la réduction du taux de TVA. Le profil du revenu des ménages a été revu, mais c'est surtout l'arbitrage consommation-épargne dont la prévision s'est avérée délicate, avec notamment la poursuite de la forte croissance des crédits (+ 40 % en 1986 et 1987 pour les encours de crédits de trésorerie aux particuliers). Le taux d'épargne a ainsi baissé de 1 point en moyenne annuelle contre 0,5 point envisagé en juillet.

Les stocks de produits manufacturés avaient fortement augmenté depuis le deuxième trimestre 1986. Pour 1987, les prévisions tablaient sur une quasi-stagnation de la demande hors stocks en moyenne annuelle, largement expliquée par le ralentissement de la consommation des ménages. La prévision d'un net retournement du mouvement sur les stocks conduisant à une contribution nulle en moyenne annuelle, s'inscrivait dans cette logique. Or on l'a vu, la consommation des ménages a été plus soutenue, et ce retournement ne s'est pas produit : si la formation de stocks a ralenti après le deuxième trimestre, elle s'est néanmoins poursuivie sur un rythme assez élevé, selon les informations (encore fragiles) disponibles actuellement.

Au total la croissance de la demande (y compris stocks) qui était évaluée à 2,1 points de PIB en juillet, est maintenant estimée à 3,9 points.

Or dans le processus itératif du chiffrage des notes de conjoncture, au delà de l'horizon des enquêtes auprès des entreprises, la prévision de l'offre globale (production + importations) est d'abord déterminée par celle de la demande. La sous estimation de la demande s'est donc reportée sur l'offre.

1/ La note de conjoncture de mai 1987 ne présentait pas de prévision chiffrée complète sur l'ensemble de 1987.

2/ Une étude plus systématique des écarts entre prévisions des notes de conjoncture et réalisations a été présentée dans *Economie et Statistique* n° 192, octobre 1986 : "Les prévisions conjoncturelles de l'INSEE depuis 1969". J.P. CLING et J. FAYOLLE.

3/ Mais en raison du changement de base des comptes nationaux, la prévision de juillet avait été effectuée aux prix de 1970, alors que le compte provisoire 1986 est évalué aux prix de l'année 1980.

Ainsi, la production des branches manufacturières s'est avérée sensiblement plus forte que prévu. Les importations également. Celles-ci devaient, selon la note de juillet, croître plus rapidement que la production. Cette dégradation du partage de l'offre est confirmée. Elle est même plus importante que prévu, la croissance des importations de produits manufacturés étant finalement double de celle envisagée en juillet (9,7 % contre 4,5 %).

Contributions à la croissance du PIB				
en %				
1986		1987		
		juillet 1987	décembre 1987	février 1988
-2,0	Solde extérieur	-0,7	-1,5	-1,5
-0,2	dont : Exportations	0,1	0,2	0,3
-1,8	Importations	-0,8	-1,7	-1,8
3,4	Demande intérieure hors stocks	1,9	2,3	2,6
2,4	dont : Consommation totale	1,3	1,8	1,9
0,8	FBCF totale	0,6	0,5	0,7
0,7	Formation de stocks	0,1	1,2	0,9
2,1	PIB marchand	1,3	2,0	2,1

Le redressement des exportations au second semestre était attendu. Mais la prévision de juillet avait sous-estimé son ampleur : l'environnement international a été finalement plus porteur qu'on ne l'envisageait en juillet. Ainsi le PNB de la zone OCDE a augmenté de près de 3 % contre 2,25 % prévu en juin 1/. Et cette surprise s'est traduite par une croissance de la demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France double de la prévision (6 % contre un peu plus de 3 %). En termes de contribution à la croissance du produit intérieur brut marchand en 1987 la révision à la hausse des exportations reste limitée (+ 0,2 point).

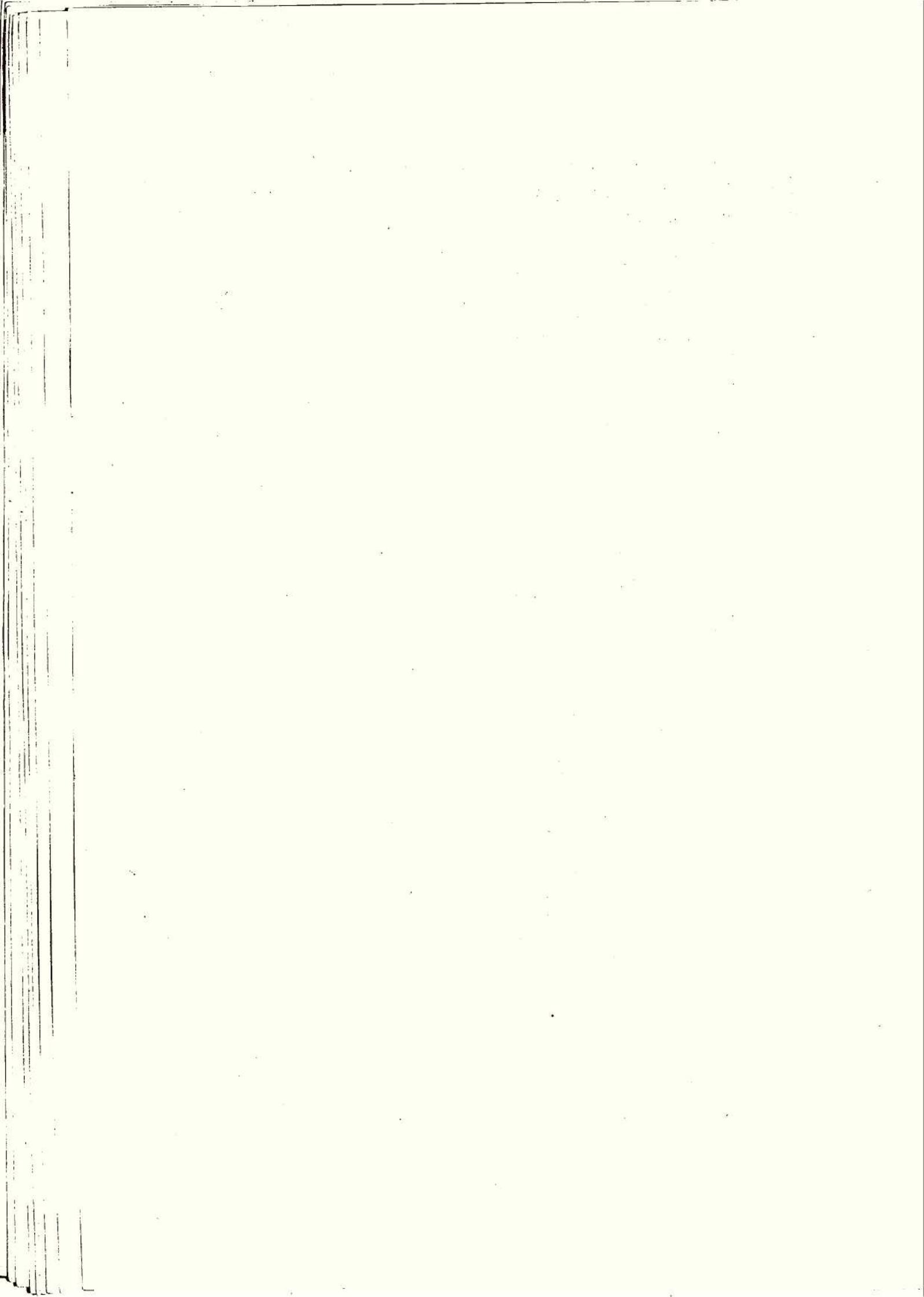
Par ailleurs, le cours du dollar et le prix du pétrole se sont stabilisés en 1987, après leurs fortes fluctuations de l'année précédente, et n'ont donc pas constitué un facteur de révision des prévisions. La parité Dollar/Franc a tout d'abord été remarquablement stable depuis février, à la suite des accords du Louvre, jusqu'au krach boursier d'octobre. Les hypothèses de change retenues dans les notes de conjoncture sont conventionnelles (on retient comme prévision le taux de change observé au moment de la rédaction de la note) : dès la note de mai 1987, on avait donc retenu comme hypothèse de la prévision un dollar à 6 F en moyenne annuelle en 1987. Cette hypothèse n'a pas été modifiée ultérieurement et c'est cette parité moyenne qui a été finalement observée en 1987.

1/ Perspectives économiques de l'OCDE. Publications de juin 1987 et de décembre 1987

De même, le prix du pétrole importé est resté pratiquement stable au cours de l'année, malgré une légère remontée en fin d'année due à la tension régnant dans le Golfe Persique. Le prix moyen observé (18 \$/Baril) a donc été proche des prévisions successives. La quasi-stabilité du prix de l'énergie a permis une bonne précision de la prévision d'inflation. La note de conjoncture de mai prévoyait ainsi un glissement de l'indice des prix de détail de 3,5 % de décembre 1986 à décembre 1987, prévision reprise dans la note de juillet. Le glissement observé (3,1 %) est assez proche, surtout si l'on tient compte des diminutions de taux de TVA sur certains produits industriels (automobile en particulier) qui ont eu un effet à la baisse de 0,2 point sur l'indice d'ensemble.

Prévisions et réalisations en 1986 et 1987							
1986				1987			
mai 86	juillet 86	février 88		mai 87	juillet 87	décembre 87	février 88*
-	2,3	2,1	Produit Intérieur Brut	-	1,3	2,0	2,1
2,8	2,8	2,1	Prix de détail	3,5	3,5	3,2	3,1
27,0	17,0	0,4	Solde extérieur (Mds de F)	-17,0	-25,0	-33,0	-31,4
19,0	18,4	15,2	Prix du pétrole (\$/baril)	17,4	17,5	18,2	18,1
7,1	7,2	6,9	Cours du dollar/franc	6,0	6,0	6,0	6,0

* : estimation



II - L'environnement international

La croissance des pays de l'OCDE est restée aussi soutenue en 1987 qu'en 1986 en raison d'une orientation favorable de la demande, en particulier de produits industriels. Les évolutions de taux de change ont permis une légère réduction des grands déséquilibres commerciaux en volume mais non en valeur. Le besoin de financement des Etats-Unis et l'insuffisance de l'épargne mondiale ont suscité une remontée générale des taux d'intérêt. Celle-ci a sans doute été l'une des causes principales de la baisse du cours des actions au mois d'octobre, cours qui

avait atteint un niveau très élevé par rapport à leur rendement.

Par ailleurs, la croissance des pays de l'OCDE, essentiellement de nature industrielle, a profité aux NPI et aux exportateurs de matières premières industrielles plutôt qu'aux pays en voie de développement et aux pays de l'OPEP. La demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France s'est accélérée au cours de l'année 1987 : elle augmente au second semestre deux fois plus rapidement qu'au premier.

1. La croissance des pays de l'OCDE

En 1987, la croissance des pays de l'OCDE est aussi soutenue qu'en 1986 (environ 3 %). Le krach boursier d'octobre n'a pas eu d'effet important sur l'activité du quatrième trimestre : les différents indicateurs disponibles montrent que celle-ci a continué de progresser, même si c'est à un rythme ralenti. Par ailleurs, il n'y a pas eu de chute massive de la confiance des agents.

Le Japon, le Royaume-Uni et l'Espagne enregistrent une croissance supérieure à la moyenne ; c'est en RFA que la hausse de l'activité est la plus modérée.

Dans tous les pays l'amélioration de l'activité a débuté au deuxième trimestre : l'économie mondiale rattrape d'abord le ralentissement de la fin 1986 puis accélère sa croissance. Celle-ci s'avère plus forte que prévu.

La consommation est restée soutenue en raison soit d'une augmentation sensible du revenu réel (Japon, RFA, Royaume-Uni) soit d'une diminution du taux d'épargne des ménages dans les pays où le pouvoir d'achat était nettement freiné (Etats-Unis, France). En 1986, la baisse du prix du pétrole avait induit dans tous les pays une augmentation rapide du pouvoir d'achat, du moins au regard des évolutions antérieures. Au Japon et en RFA, ces évolutions se sont poursuivies : ces pays devaient recentrer leurs croissances sur la demande intérieure. Au Royaume-Uni, les nombreuses créations d'emploi ont été à l'origine de tensions sur le marché du travail, malgré un chômage encore important.

La consommation des ménages a néanmoins ralenti en 1987 par rapport à 1986, surtout aux Etats-Unis : la baisse du taux d'épargne des ménages n'a pas empêché le freinage de leur demande. Ainsi, la contribution de la consommation des ménages à la croissance du PIB diminue par rapport à 1986 mais reste importante (environ la moitié de la croissance du PIB).

Contributions des principaux agrégats à la croissance en volume du PNB ou PIB*														
en %														
	Etats-Unis		Japon		RFA		Royaume-Uni		Italie		France		OCDE	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987
Consommation														
privée	2,7	1,2	1,5	2,1	2,3	1,7	3,6	2,9	2,0	2,7	2,0	1,4	2,3	1,3
publique	0,8	0,5	0,6	0,1	0,5	0,3	0,2	0,0	0,4	0,3	0,5	0,4	0,5	0,5
FBCF	0,3	0,1	2,0	2,3	0,6	0,3	0	1,0	0,3	0,7	0,6	0,6	0,9	0,5
Solde extérieur	-1,1	0,3	-1,4	-0,6	-1,1	-1,2	-0,8	-0,3	-0,5	-1,3	-1,7	-1,2	-1,1	-0,3
Variation de stocks	0,2	0,8	-0,2	-0,3	0,1	0,6	0	0,1	0,6	0,5	0,6	0,7	0,2	0,3
PNB ou PIB	2,9	2,9	2,5	3,7	2,5	1,7	3,0	3,7	2,7	2,8	2,1	1,9	2,7	2,8
*total (y compris non marchand)											Sources nationales et OCDE			

Revenu, consommation et épargne des ménages						
en %						
	Evolutions en moyennes annuelles				Taux d'épargne	
	Revenu disponible réel		Consommation en volume			
	1986	1987	1986	1987	1986	1987
	Etats-Unis	4,0	1,2	4,2	2,0	4,3
Japon	4,4	4,7	2,7	3,2	17,2	18,2
RFA	4,9	3,6	4,3	3,0	13,4	13,5
Royaume-Uni	4,2	5,0	6,1	4,9	9,1	9,1
Italie	3,0	3,0	3,2	4,5	23,9	22,7
France	3,5	1,0	3,4	2,4	14,0	12,8
Sources : nationales - OCDE - INSEE						

L'investissement a aussi été un élément dynamique de la demande : la stabilisation du dollar, à la suite des accords du Louvre, a sans doute contribué à réduire l'incertitude des agents et permis un regain de confiance. Dans presque tous les pays, une formation de stocks importante a accompagné cette évolution favorable de la demande.

Les composantes de cette demande étaient de nature à favoriser une croissance soutenue de la production industrielle (environ 3 % après 1 % en 1986). La construction automobile en a particulièrement bénéficié.

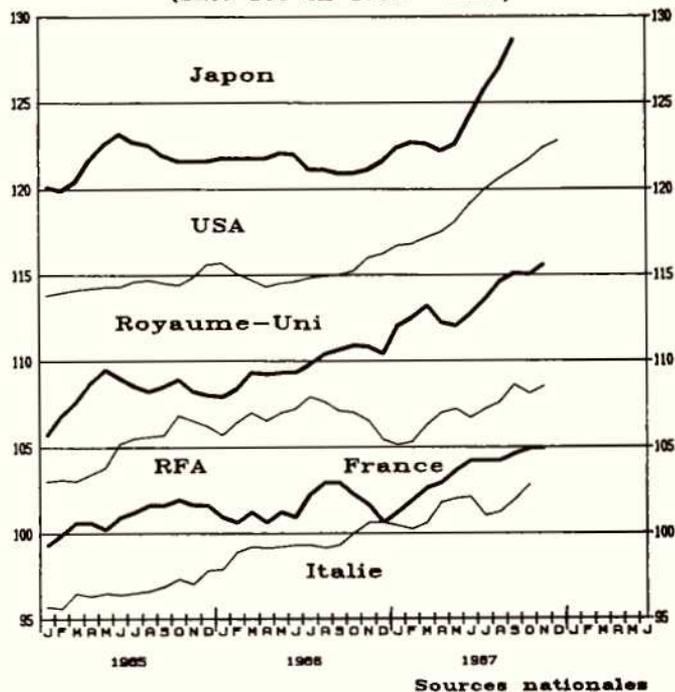
Du fait des évolutions des taux de change en 1986 et 1987, les principaux déséquilibres commerciaux en volume se sont un peu réduits. Après avoir continué de baisser en 1986, le dollar s'est stabilisé de février à octobre 1987. Son repli a ensuite repris. Au total en moyenne annuelle, il a perdu environ 15 % par rapport au yen et au DM en 1987. Cette dévalorisation de la monnaie américaine a entraîné une amélioration du taux de couverture en volume aux Etats-Unis et une évolution en sens contraire au Japon et en RFA. Les évolutions de la demande, avec un ralentissement aux Etats-Unis et une accélération au Japon, ont aussi contribué à ce rééquilibrage.

Cependant les effets de base sont tels que, à termes de l'échange constants, le déficit commercial des Etats-Unis et les excédents du Japon et de la RFA ne se réduisent que faiblement 1/.

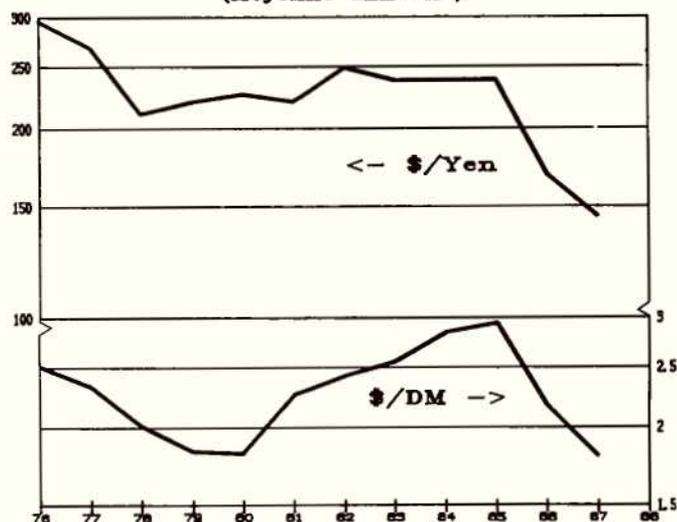
En valeur cependant, les déséquilibres commerciaux ne se réduisent pas. Les Etats-Unis, qui avaient gagné des termes de l'échange en 1986, en perdent en 1987 : le déficit commercial américain s'alourdit (171,2 Mds de dollars contre 156,2). A l'inverse, les termes de l'échange se sont améliorés au Japon et surtout en RFA. En monnaies nationales, leurs excédents seraient très voisins de ceux de l'année 1986. Exprimés en dollars, ceux-ci sont plus importants que l'année précédente du fait de la baisse du dollar.

Indice mensuel de la production industrielle (hors construction) dans les grands pays de l'OCDE

(Base 100 en 1980 - MM3)



Taux de change (Moyenne annuelle)

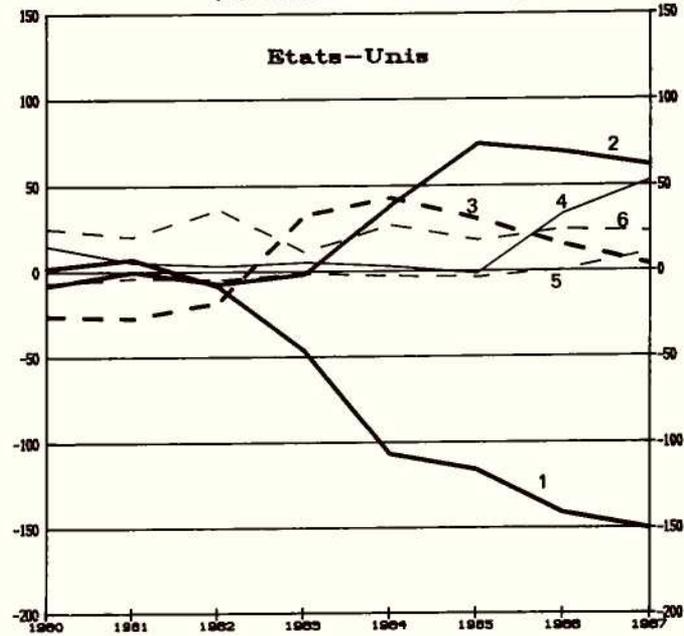


1/ Prenons l'exemple suivant : un pays exporte 60 (X) et importe 100 (M) une année donnée. Si les exportations augmentent de 10 % et les importations de 5 %, le déficit sera $66 - 105 = -39$. Malgré un taux de croissance des exportations sensiblement supérieur à celui des importations, le déficit n'est pas tellement réduit, du fait des niveaux d'exportations et d'importations de l'année de base. En effet, maintenir le solde à son niveau de l'année précédente, c'est-à-dire $dX = dM$, implique :

$$dX/X = (M/X) (dM/M)$$

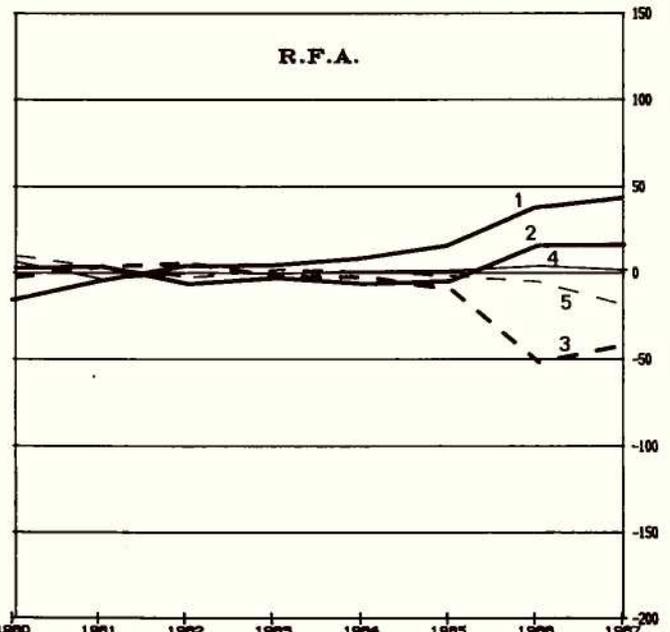
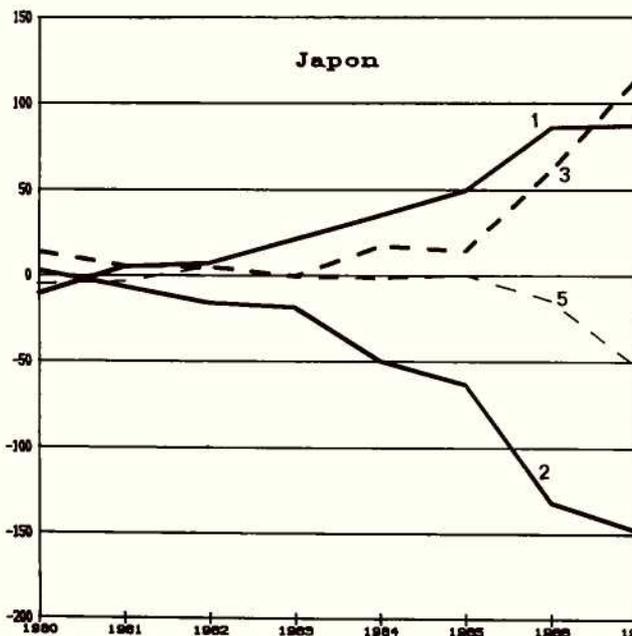
Ainsi pour les Etats-Unis les exportations doivent croître 1,6 fois plus vite que les importations pour que, à termes de l'échange constants, le déficit soit stabilisé. Au Japon la stabilisation de l'excédent est obtenue avec une hausse des exportations égale à la moitié de celle des importations, en RFA égale aux trois-quarts.

Financement des balances des paiements
(En milliards de dollars)



1 Transactions courantes
2 Capitaux a long terme
3 Capitaux a court terme

4 Reserves de l'etranger
5 Reserves nationales
6 Erreurs et omissions



Source : FMI

2. Environnement monétaire et financier

a. Les mouvements internationaux de capitaux

Comme les années précédentes, les Etats-Unis n'ont pas dégagé les ressources nécessaires au financement de leur demande intérieure, suscitant un afflux de capitaux vers ce pays. Leur besoin net de financement a dépassé 37 Mds de dollars en moyenne par trimestre au premier semestre 1987 contre 35 Mds en 1986. Il n'était que de 12 Mds en 1983. Or depuis 1986, les opérateurs privés et bancaires internationaux se montrent de moins en moins enclins à répondre de façon durable à ces besoins.

En 1984 et 1985, les investissements de portefeuille et les entrées de capitaux à court-terme avaient satisfait la demande nette des Etats-Unis. Il n'en a pas été de même en 1986 et 1987 : l'augmentation du déficit des transactions courantes s'est accompagné d'une réduction des entrées nettes de capitaux des secteurs privés et bancaires. Le déficit a davantage été financé par l'achat de valeurs en dollars de la part des banques centrales étrangères. A partir de février 1987, l'intervention des banques centrales s'est faite dans le cadre des accords du Louvre.

Ces évolutions n'empêchent pas le Japon de rester en 1987 le pourvoyeur essentiel de fonds. Si la croissance rapide de l'excédent de ses transactions courantes depuis 1983 lui a permis d'acquérir ce statut, il le renforce en prenant une place de plus en plus grande dans l'intermédiation financière internationale. Au second trimestre 1987, les sorties nettes de capitaux à long terme (44,1 Mds de dollars) ont pratiquement représenté le double de l'excédent des transactions courantes (22,6 Mds de dollars). Ce mouvement qui a commencé à se manifester en 1984 s'est amplifié en 1986 et 1987. De leur côté, les entrées nettes de capitaux à court terme se sont accrues de façon massive.

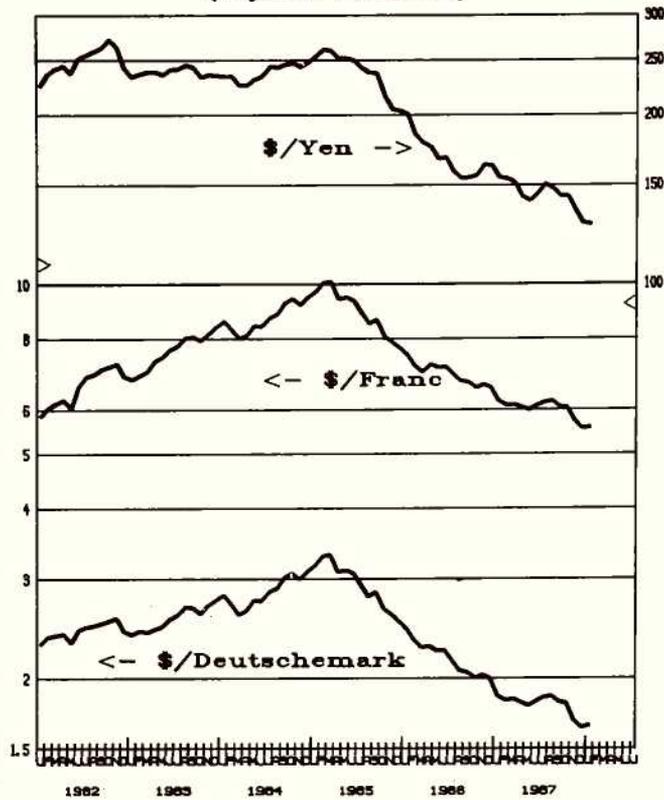
La RFA et les autres pays européens sont loin de se trouver dans une situation identique. La RFA, dont les excédents de transactions courantes représentent 40 % à 50 % de ceux du Japon, a enregistré depuis 1986 des entrées nettes de capitaux à long terme. En contrepartie, les sorties nettes de capitaux à court terme se sont développées. Au total, il apparaît donc que, hormis par sa banque centrale, la RFA contribue assez peu au financement des déséquilibres américains.

b. Evolution des cours et des rendements

Les accords du Louvre, en février, visaient à stabiliser le dollar et à engager des politiques économiques susceptibles de remédier aux déséquilibres des balances des paiements. La chute du dollar a été enrayerée par des achats massifs de dollars par les banques centrales des partenaires des Etats-Unis (environ 60 Mds de DTS pour les trois premiers trimestres) et par une hausse des taux d'intérêt dans ce pays afin d'accroître l'écart de taux d'intérêt en faveur des placements en dollars. Les taux d'intérêts nominaux à long terme ont augmenté de deux points entre mars et septembre (de 7,6 % à 9,6 %), les taux courts ont été plus légèrement orientés à la hausse. Simultanément les taux à court terme ont baissé au Japon et sont restés stables en RFA. Les investisseurs ont effectué à cette période des arbitrages en faveur des placements en dollars pour lesquels les rendements étaient attractifs, le risque de change ayant été réduit par les accords du Louvre et les interventions des banques centrales. Au cours de l'été les taux d'intérêts à long terme se sont également redressés au Japon et en RFA.

Cette remontée généralisée des taux d'intérêt à long terme entraînait deux types de distorsions sur les marchés financiers : le prix relatif des actions augmentait, les placements en dollars étaient plus risqués, étant donné la réduction de l'écart de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et les autres grandes places financières. Il est apparu en octobre que les placements en actions et en dollars étaient surcotés. La baisse des actions a été générale en octobre ; elle a été particulièrement marquée sur les places les plus étroites. Simultanément, le dollar a repris un mouvement de baisse prononcé : il a perdu 15 % en glissement au quatrième trimestre contre le DM et le yen.

Taux de change
(Moyenne mensuelle)



Pour réduire les déséquilibres mondiaux, les pouvoirs publics américains ont conclu un accord biennal d'économies budgétaires supplémentaires. Le Japon et la RFA ont assoupli, de leur côté, leur politique budgétaire. Enfin les taux d'intérêt en Europe ont été réduits de façon coordonnée, dans un contexte d'assouplissement de la politique monétaire américaine et de baisse du dollar.

Fin 1987, aux Etats-Unis, les taux d'intérêts nominaux à long terme restaient très supérieurs à leur niveau de fin 1986. Au Japon et en RFA ils étaient revenus au niveau de l'année passée. Toutefois, les taux d'intérêt réels apparents restent inférieurs aux Etats-Unis à ceux de la RFA.

3. Le commerce mondial et l'activité des pays de la zone hors OCDE

La croissance des pays de l'OCDE a entraîné une augmentation du commerce mondial (selon l'OCDE, environ 3,7 % en volume), profitant surtout aux échanges de produits manufacturés et aux produits de base non pétroliers. Le commerce de produits pétroliers quant à lui a été proche de la stabilité.

Les nouveaux pays industrialisés 1/ ont bénéficié du dynamisme du commerce mondial en produits manufacturés : leurs exportations et leur activité ont continué de croître vivement (environ 17 % et 10 % en volume respectivement), et leur excédent commercial a augmenté. Les monnaies de ces pays ont suivi la baisse du dollar jusqu'en 1986 puis ne se sont que légèrement appréciées par rapport à lui en 1987.

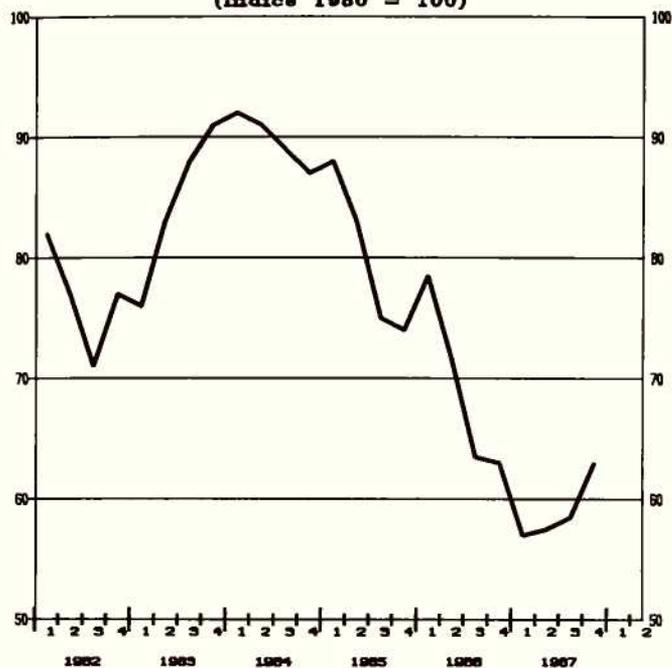
La forte demande émanant des pays développés, et en particulier de leur industrie, a profité aux matières premières industrielles (minérales et agricoles). Des réductions de capacités ont aussi contribué à soutenir le marché. Une nette remontée de leurs prix est engagée depuis 1986 : initialement amorcée sur les matières premières agricoles, cette tendance a gagné les matières premières minérales en 1987. En revanche, les cours des matières premières alimentaires se sont stabilisés en 1987 après s'être effondrés en 1986.

Cependant à part quelques produits (bois, peaux, caoutchouc, cuivre), les marchés bien orientés ne concernent guère les produits offerts par les pays en voie de développement, mais ceux offerts par les pays industrialisés (aluminium, pâte à papier). Cette disparité s'exprime dans l'écart qui est apparu entre les évolutions des indices "CNUCED" relatifs aux exportations des PVD et "HWWA" reflétant une plus large couverture du commerce mondial (importations de l'OCDE).

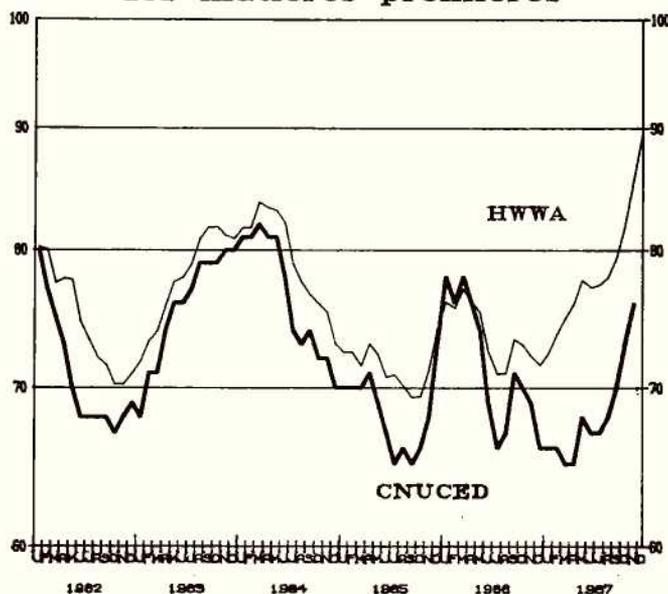
1/ Taïwan, Corée du Sud, Hong-Kong, Singapour

**Pouvoir d'achat des
matières premières exportées
par les P.V.D (1)**

(Indice 1980 = 100)



**Indices CNUCED et HWWA
du prix en \$
des matières premières**



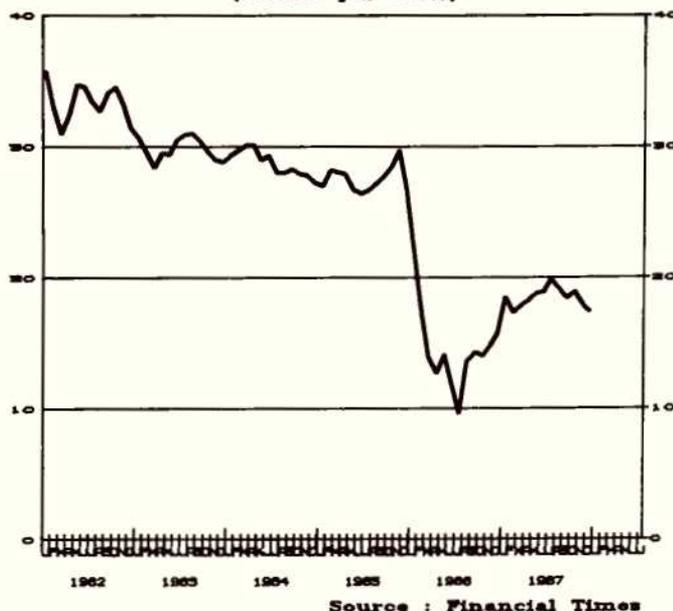
(1) Indice CNUCED des prix des matières premières déflaté par l'indice ONU des prix des produits manufacturés exportés par l'OCDE

Note : HWWA : matières premières importées par OCDE
CNUCED : matières premières exportées par PVD

En outre, la dépréciation du taux de change effectif du dollar a aggravé la situation des termes de l'échange des pays exportateurs de matières premières, celles-ci étant évaluées en très grande partie en dollars : le recul du pouvoir d'achat de leurs exportations serait en moyenne annuelle supérieur à 10 %. Le pouvoir d'achat des pays africains en particulier s'est à nouveau lourdement dégradé, en raison essentiellement de l'effondrement des prix du café et de l'arachide.

Après avoir été particulièrement soutenu, le commerce mondial de produits pétroliers s'est nettement ralenti en 1987. Son profil est marqué : la baisse du premier semestre a été suivie d'une reprise au second semestre. La production de pétrole s'est stabilisée dans les pays n'appartenant pas à l'OPEP comme dans les pays de l'OPEP. Le déclin de la production américaine a été compensé par l'accroissement de la production des pays en voie de développement n'appartenant pas à l'OPEP, la production de la Mer du Nord et des pays de l'Est restant stable. Dès la fin de l'année 1986, l'OPEP avait restreint son offre pour soutenir les prix : ceux-ci sont restés au même niveau tout au long de l'année. Ils se sont cependant accrus en moyenne annuelle : le cours du baril vendu par l'OPEP a probablement augmenté d'environ 20 %. Par ailleurs, le cours "spot" du pétrole de Mer du Nord qui est une référence pour les approvisionnements européens est passé de 14,5 \$ le baril en 1986 à 18,5 \$ en 1987, soit une appréciation de 27,5 %.

**Cours "Spot" du pétrole brut
de Mer du Nord "Brent"**
(Dollars par baril)



Cette évolution a permis une hausse d'environ 20 % des revenus pétroliers de l'OPEP (exprimés en dollars courants), les revenus de l'Arabie Saoudite n'ayant vraisemblablement pas varié, en raison de la baisse de sa production, ceux de l'Iran et de l'Irak ayant en revanche augmenté de moitié. Le pouvoir d'achat des pays de l'OPEP, qui avait baissé de plus de 50 % en 1986 n'a pas progressé au premier semestre 1987 par rapport au niveau moyen de 1986. Il s'est en revanche amélioré sur la deuxième partie de l'année.

4. La demande mondiale

La demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France, qui a connu une accélération au second semestre, a augmenté en 1987 plus rapidement qu'en 1986. La demande en provenance de l'OCDE est toujours très soutenue : on l'a vu, la croissance de cette zone est caractérisée par une hausse marquée de la production et du commerce international de produits manufacturés.

La demande des pays en voie de développement et celle des pays de l'OPEP baissent à nouveau. Les premiers voient leur pouvoir d'achat diminuer ; les seconds continuent de réduire leur demande au premier semestre et ne l'accroissent qu'ensuite, leur pouvoir d'achat s'améliorant.

Evolution de la demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France, en volume						en %	
Moyennes annuelles			Moyennes semestrielles				
1986	1987		1986		1987		
			86.I	86.II	87.I	87.II	
8,0	8,5	OCDE (70)	4,2	4,4	3,6	5,0	
-8,7	-1,8	PVD (15)	-6,3	-0,8	-2,2	1,6	
-22,0	-15,1	OPEP (9)	-10,8	-17,9	-8,7	6,3	
-8,9	-3,2	Pays de l'Est (4)	-1,9	-9,5	-3,3	10,7	
0,1	6,9	Divers (2)	0,8	6,7	0,3	6,5	
3,3	5,8	TOTAL (100)	1,7	2,2	2,2	4,9	

Source : Direction de la Prévision

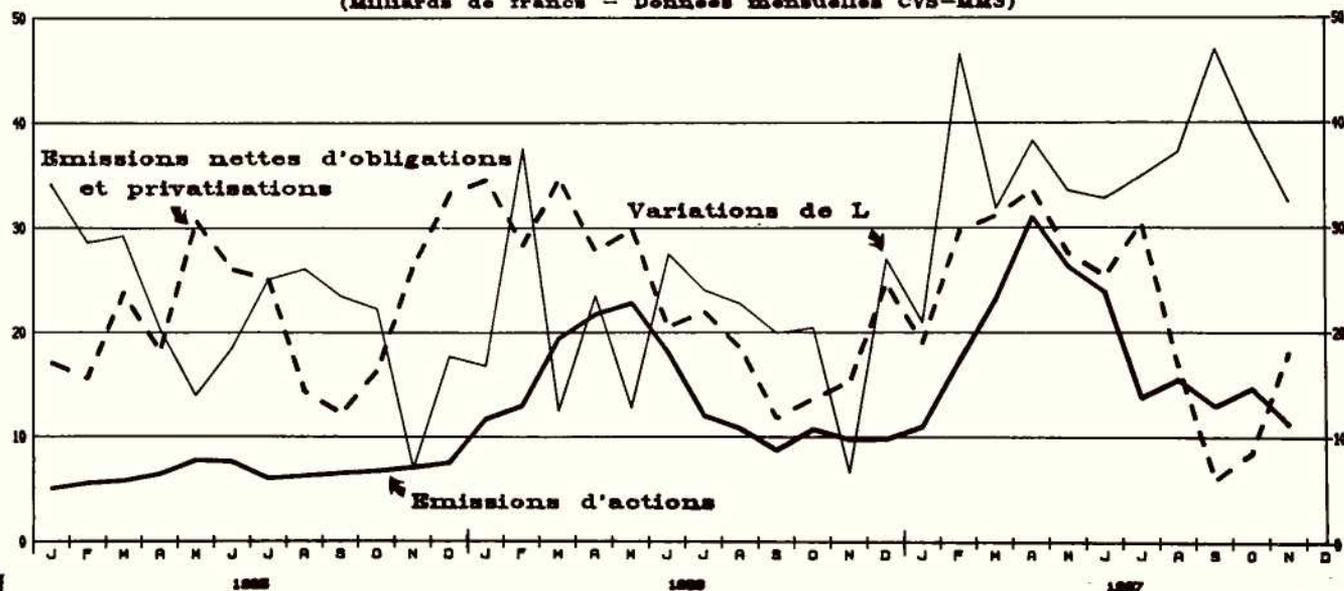
III - Le contexte financier et monétaire

En 1987, les marchés financiers sont restés aussi actifs qu'en 1986, mais la gestion des finances publiques leur a imprimé d'importantes modifications de structure. Les recettes tirées des privatisations ont permis à l'Etat de réduire ses appels nets au marché obligataire et de limiter la progression de la dette publique. Les émissions d'actions et de titres assimilés ont progressé en

1987, malgré le net recul après le mois d'octobre des émissions d'actions cotées. La préférence pour la liquidité des agents non financiers est par ailleurs restée très forte : les agrégats monétaires les plus larges ont très vivement progressé sous l'impulsion des placements à terme (L-M2). Cette forte demande de capitaux sous toutes formes n'a pas permis de baisse des taux d'intérêt nominaux.

La demande de capitaux émanant des agents résidents s'est avérée fort soutenue au cours de l'année 1987. Celle-ci a en effet été marquée à la fois par le maintien du volume d'émissions nettes de valeurs mobilières à un niveau élevé, très proche de celui de 1986, et par l'augmentation très sensible des encours de liquidités collectés en France par les agents résidents. Ces évolutions ne doivent pas être additionnées puisqu'elles sont au total gonflées par les opérations d'intermédiation réalisées par les agents résidents eux-mêmes. Elles traduisent en tout cas l'activité importante des marchés de capitaux en 1987, et la forte demande de capitaux, sous toutes formes, par les agents résidents, quelle que soit l'utilisation qu'ils en ont faite : acquisitions de biens et services ou achats d'actifs financiers.

Demande de capitaux sur les marchés nationaux
(Milliards de francs - Données mensuelles CVS-MM3)



Demande de capitaux (agents résidents sur les marchés nationaux) 1/										
										Mds de Frs
1986	1986					1987				1987
	86.1	86.2	86.3	86.4		87.1	87.2	87.3	87.4	
143,9	40,2	44,9	26,3	32,4	Emissions d'actions et titres assimilés	43,8	47,2	37,4	37,0	165,4
62,5	11,3	29,0	10,0	12,2	<i>dont actions cotées</i>	11,6	20,5	8,2	5,4	45,7
4,1				4,1	Privatisations 2/	17,8	9,2	24,0	15,0	66,0
-13,7				-13,7	Emprunt obligatoire					
275,6	98,6	74,2	61,5	41,3	Emissions nettes d'obligations et titres assimilés	84,9	52,4	15,7	20,3	173,3
351,5	125,4	94,0	72,4	59,7	. émissions brutes 3/	103,3	72,0	57,1	63,0	295,4
-75,9	-26,8	-19,8	-10,9	-18,4	. amortissement	-18,4	-19,6	-24,8	-29,1	-91,9
-	-	-	-	-	. rachats de la CADP 4/	-	-	-16,6	-13,6	-30,2
409,9	125,1	119,1	87,8	77,8	Emissions nettes de valeurs mobilières (et assimilées)	146,5	108,8	77,1	72,3	404,7
239,1	112,8	38,4	68,1	19,8	Variations des liquidités (L) (CVS)	129,2	100,4	111,6	97,6	438,8

1/ Ces rubriques recensent les principaux éléments de la demande de capitaux des agents en général résidents. Elle ne concerne pour l'essentiel que les demandes exprimées sur les marchés français et ignorent donc les emprunts spécifiques à l'étranger, les variations des dépôts des non résidents auprès des établissements de crédit et les placements à l'étranger de sociétés privatisées.

2/ Hors échanges des titres participatifs CGE : 6 mds de F.
augmentations de capital, déjà incluses dans les émissions d'actions : 4 mds de F.

3/ Nettes des émissions d'OAT contre reprises de 7% 1973 : 9 mds de frs.

4/ Caisse d'amortissement de la dette publique.

1. Le marché financier

Le marché financier, est resté aussi actif qu'en 1986, mais la gestion des finances publiques lui a imprimé d'importantes modifications de structure. En 1987, l'Etat a bénéficié des recettes de privatisation qui ont permis un ralentissement de la progression de la dette publique.

Les opérations de privatisation se sont traduites par 86 milliards de titres offerts par l'Etat sur les marchés financiers en France et à l'étranger, sans compter les opérations liées de restructuration du capital des sociétés concernées (répartition des participations détenues par la SFPI entre ses actionnaires...). Sur ce montant 75 milliards ont été offerts à des résidents français, la majeure partie sous forme d'offre publique de vente (42 milliards).

Opérations de privatisation			
			Mds de Frs
<u>EMPLOIS</u>		<u>RESSOURCES</u>	
Recettes de l'Etat en 1986	4	Titres offerts sur les marchés	86
		. français	75
Recettes de l'Etat en 1987	67	. étrangers	11
Divers 1/	18	Opération Elf-Aquitaine 2/	3
Total	89	Total	89

1/ Echange de titres participatifs CGE : 6 Mds ; paiements échelonnés : 4 Mds ; commissions, ... : 8 Mds
2/ Novembre 1986, avant adoption de la loi de privatisation

L'Etat aura en fait encaissé l'an dernier 67 milliards, une fois déduits les frais et les paiements échelonnés des salariés. Cette somme a été affectée à hauteur des deux tiers à des remboursements d'emprunt, le reste étant destiné à couvrir des dotations en capital.

Affectation des fonds reçus des privatisations par l'Etat en 1987			
			Mds de Frs
<u>EMPLOIS</u>		<u>RESSOURCES</u>	
Dotations CNI-CNB	5,3	Recettes de l'Etat	66,7
Dotations votées en LFI	8,6		
Dotations complémentaires	12,2		
Dotations CADP	40,6		
Total	66,7	Total	66,7

Plus précisément, la loi de finances initiale pour 1987 employait le produit des privatisations prévu alors, soit 30 milliards, à des dotations à la CNI et à la CNB 1/, pour 5,3 milliards (moitié intérêt, moitié remboursement de dette indemnitaire), à des dotations aux entreprises publiques pour 8,6 milliards et à des dotations à la Caisse d'amortissement de la dette publique (CADP) pour 16,1 milliards. Les recettes supplémentaires de privatisation, soit 36,7 milliards ont permis d'ouvrir en cours d'année 12,2 milliards de lignes de crédit supplémentaires, le solde étant versé à la CADP.

1/ Caisse nationale de l'industrie - Caisse nationale des banques - chargées de gérer la dette issue des nationalisations de 1981-1982.

Balance comptable simplifiée des privatisations

En termes de comptabilité nationale, les opérations de privatisation seront retracées de la façon suivante dans le compte de l'Etat, lequel intègre la Caisse d'amortissement de la dette publique (CADP).

S 611 Etat

Opérations non financières		Ressources	
Emplois			
R41 Intérêts effectifs	+ 2		
N5 Capacité de financement	- 2		
Opérations financières			
Variation des créances		Variation des dettes	
F10 Moyens de paiement en francs	+ 11	F40 Obligations	- 30
F50 Actions et autres participations		F70 Prêts	- 3
. Cessions d'actions	- 67		
. Dotations	+ 21		
		N6 Solde des créances et dettes	- 2

En principe les privatisations n'ont pas d'effet sur le besoin de financement de l'Etat puisqu'elles n'entraînent que des opérations financières. L'affectation d'une partie de leur produit aux dotations à la CNI et à la CNB correspond certes pour moitié à des paiements d'intérêts affectant le besoin de financement, mais ceux-ci auraient eu lieu de toute façon. En fait les privatisations permettent à l'Etat de substituer des cessions d'actions à l'émission de titres de la dette publique, ce qui ralentit la progression de cette dernière. Ce ralentissement de la dette est possible dans la mesure où l'Etat ne profite pas des privatisations pour simultanément accroître les dépenses ou réduire les recettes qu'il aurait programmées en l'absence de privatisations.

Il est impossible de savoir quelles auraient été les évolutions spontanées des grandeurs budgétaires en l'absence de privatisations. Tout au plus peut-on retracer à partir de grandeurs budgétaires les modifications que ces dernières ont conduit à introduire :

Prise en compte des opérations de privatisation

Mds de F	Exécution budgétaire 1986	LFI 1987	Exécution budgétaire prévisionnelle 1987	Révision budgétaire 1987
Déficit budgétaire hors compte d'affectation des privatisations	- 141 1/	- 129	- 129	0
Dotations via le CAS privatisations	0	- 14	- 26	- 12
A financer	- 141	- 143	- 155	- 12
Cessions d'actions au CAS "privatisations"	+ 4	+ 30	+ 67	+ 37
Remboursement d'obligations via CAS "privatisations" (CADP)	-	- 16	- 30	- 14
Variation de liquidités via le CAS "privatisations" (CADP)	-	0	- 11	- 11
Autres financements	+ 137	+ 129	+ 129	0

CAS : Compte d'affectation spéciale

1/ hors résultats du Fonds de Stabilisation des Changes

Ceci est toutefois suffisant pour fait apparaître qu'au total 67 milliards de privatisations 1987 ont permis de réduire la progression de la dette de 56 milliards en 1987, 11 milliards étant conservés en trésorerie pour des remboursements à intervenir en 1988. Les privatisations n'affectent donc pas en elles-mêmes la situation patrimoniale nette de l'Etat puisqu'elles réduisent simultanément et d'un montant identique son actif et son passif :

Effet sur l'actif net de l'Etat

Actif		Passif	
Actions	- 67	Dettes	- 56
Liquidités	+ 11		
	<hr/>		<hr/>
	- 56		- 56

A terme ceci engendre certes une moindre progression des charges d'intérêt de la dette mais également des rentrées financières moindres, sous forme notamment de dividendes à attendre d'entreprises susceptibles de dégager des profits.

La structure des interventions de l'Etat sur les marchés des capitaux a été profondément marquée par les privatisations.

Offre nette de titres par l'Etat		En milliards de francs			
		1986	1987	1987	
				87.I	87.II
Privatisations		4	67	34	33
Obligations		114	23	55	-32
. émissions brutes (valeur nominale)		137	94	61	33
. amortissements		-23	-32	-6	-26
. reprises de 7% 1973		-	-9	-	-9
. rachat par la CADP		-	-30*	-	-30*
Bons du Trésor en compte courant		38	60	-5	65
. 5 ans négociables		-	118	88	30
. 2 ans négociables		-	35	13	22
. autres (13, 26, 52 semaines en principe)		-	-93	-106	13
Total		156	150	84	66
* : estimation					

L'utilisation de cette ressource nouvelle a essentiellement permis à l'Etat de réduire ses appels nets au marché obligataire. En effet le produit des privatisations soit s'est substitué à des émissions brutes d'obligations, soit a permis par l'intermédiaire de la CADP de racheter et d'annuler des titres déjà émis. Ainsi a pu être limitée la progression de la dette publique (+ 7,4 % au lieu de + 12,6 % en 1986).

En fait cette substitution des privatisations aux émissions obligataires ne s'est réellement opérée qu'au second semestre. Au premier semestre, les privatisations, dont le programme était revu à la hausse, n'ont pas empêché l'Etat de recourir abondamment au marché obligataire en vertu d'un programme d'émissions ambitieux (120 à 140 milliards d'émissions brutes envisagées sur l'ensemble de l'année). En quelque sorte l'Etat a profité de la tenue, encore bonne en dépit d'une incertitude croissante, du marché financier pour faire le plein de ressources longues. Ceci se retrouve également dans la stabilisation de l'encours de bons du Trésor au 1er semestre, période pendant laquelle il se gonfle d'ordinaire pour faire face à des besoins saisonniers. De plus la structure de la dette flottante était modifiée : des bons à 5 ans et 2 ans ont été substitués massivement aux bons à un an au plus. Si la durée de vie de la dette publique est passée de 4 ans 251 jours fin 1986 à 5 ans 64 jours fin 1987, c'est essentiellement dû aux opérations de gestion du premier semestre.

Au contraire, au second semestre, la ponction nette de l'Etat sur le marché financier est pratiquement nulle : le montant des privatisations est presque exactement compensé par un remboursement net d'obligations. Celui-ci résulte du ralentissement très net des émissions, dont le programme annuel est ramené en fin d'année à 90-100 milliards et de l'importance considérable des remboursements de titres venus à échéance, de titres pris en règlement de souscription (7 % 1973) et de titres rachetés par la CADP. Dans ces conditions l'Etat a recouru intensément à l'émission de bons du

Dette de l'Etat 1/			
Milliards de francs - Taux de croissance			
	1985	1986	1987
Obligations	409	525	548
Bons en compte courant	337	374	434
Ressources gérées par le Trésor 2/	269	271	ND
Divers	59	40	ND
Total	1 074	1 210	1 300
Taux de croissance (en %)	+ 14,5	+ 12,6	+ 7,4

Source : Bulletin trimestriel de la Banque de France ; estimations (provisoires) INSEE pour 1987

1/ y compris revalorisation du 7% 1973 ; non compris bons souscrits par les organisations internationales
2/ financement de l'Etat géré par le Trésor : dépôts des correspondants ; relations de trésorerie avec la Banque de France

Trésor, en continuant toutefois de privilégier les bons à 2 et 5 ans. Au total les privatisations ont profondément marqué la gestion des finances publiques et l'évolution du marché financier en 1987.

Elles ont également affecté le marché obligataire. Le volume des émissions nettes est revenu de 276 milliards en 1986 à 173 milliards en 1987, soit une chute de 37 %. Le phénomène de contraction est particulièrement marqué au 3ème trimestre et au début du 4ème trimestre, au moment où les taux sont au plus haut. Ceci résulte bien sûr massivement de la politique des finances publiques mais également de la réduction sensible des émissions des sociétés et quasi-sociétés, aussi bien celles des entreprises nationales que celles des autres sociétés. Celles-ci n'auront prélevé qu'un peu moins de 7 milliards en 1987 contre 15 milliards en 1986.

Par contre les institutions financières ont un peu plus émis qu'en 1986 (130 milliards au lieu de 115, soit 75 % des émissions totales) sous l'impulsion du CFF (crédits à l'habitat), de la CAECL (désengagement de la CDC), de la BFCE (nouveau système de financement du crédit export) et des banques de droit commun du fait du coefficient de fonds propres et de ressources permanentes et de la demande de titres de la part des SICAV affiliées. Par ailleurs, du fait de la remontée des taux d'intérêt, les émissions à taux variables ont représenté les deux tiers des émissions d'obligations au lieu d'un tiers en 1986.

Le marché des actions et titres assimilés est resté très actif : le montant des émissions a même progressé de 15 % (à 165,4 milliards). Cependant le montant des émissions avec appel public à l'épargne a été en retrait de 60,7 à 52,1 milliards : recul qui est finalement modéré par rapport au montant des offres publiques de ventes liées aux privatisations : 38 milliards hors augmentations de capital de Sogenal, CGE et Suez (comptées dans les 52 milliards). Pour les seules actions cotées, le recul des émissions est plus marqué (- 15 milliards). Au quatrième trimestre, avec le krach boursier, le montant des émissions d'actions est divisé par plus de deux par rapport au quatrième trimestre 1986.

Les sociétés et quasi-sociétés (hors grandes entreprises nationales) ont accru leur part dans le total des émissions (de 82 à 88 %), celle des institutions financières reculant (de 17 % à 10 %). Mais les émissions des sociétés et quasi sociétés ont été de façon plus prononcée motivées par des opérations de restructuration, et réalisées hors appel public à l'épargne. Elles ont en outre été stimulées par la volonté de bénéficier du régime de déductibilité des dividendes des actions nouvellement émises, régime dont le terme approchait.

2. Les liquidités

Si le marché financier est resté très actif, l'ensemble des liquidités ont par ailleurs très vivement progressé, sous l'impulsion des placements à terme (L-M2). Les agents non financiers ont en effet manifesté une préférence très forte pour la liquidité. La remontée des taux d'intérêt à long terme les a conduit à se reporter vers des placements ne comportant pas de risque en capital, soit directement, soit par l'intermédiaire des OPCVM, la prépondérance des moins "sensibles" (SICAV "monétaires" en particulier) s'affirmant nettement. Ainsi l'encours de titres du marché monétaire achetés par les OPCVM et les agents non financiers a-t-il plus que triplé entre décembre 1986 et décembre 1987.

Principales grandeurs monétaires (agrégats 1987)		Encours à fin décembre 1987 en Mds de Frs		
Moyens de paiement M1 1 463	- Billets et monnaies divisionnaires - Dépôts à vue en francs	M2 2 714	M3 3 612	Liquidités L 4 086
Placements à vue M2 - M1 1 251	- Livrets A dans les C.E. - Autres livrets défiscalisés dans les C.E. - Livrets bleus au Crédit Mutuel - Livrets défiscalisés dans les banques et au Trésor - Livrets soumis à l'impôt dans les C.E. - Livrets soumis à l'impôt dans les banques			
Placements à terme L - M2 1 372	- Placements en devises auprès des E.C. et du Trésor - Dépôts à terme, valeurs prises en réméré et bons de caisse et d'épargne auprès des E.C. et du Trésor - Certificats de dépôt et bons négociables émis par les E.C. - Bons du Trésor chez les ANF et les OPCVM - Billets de trésorerie chez les ANF et OPCVM - Epargne contractuelle chez les E.C.	L - M3 473		

Source : Banque de France

E.C. : établissements de Crédit ; C.E. : caisses d'épargne ; ANF : agents non financiers ; OPCVM : organismes de placement collectif en valeurs mobilières

Le schéma ci-dessus définit l'importance relative et le contenu des agrégats de monnaie. Ces derniers recensent, de façon plus ou moins agrégée, les actifs financiers liquides des agents résidents non financiers et des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (SICAV et fonds communs de placement). Les agrégats M2 et M3 ont servi en 1987 de support aux objectifs de progression des agrégats de monnaie (4 à 6 % pour M2, 3 à 5 % pour M3). Alors que L recouvre l'ensemble des liquidités y compris l'épargne contractuelle et les titres du marché monétaire, M3 enregistre les placements liquides, hormis l'épargne contractuelle, gérés par les établissements de crédit. Ces derniers intègrent, conformément à la nomenclature des institutions financières, la Banque de France, les banques, les caisses d'épargne, la Caisse des dépôts et consignations, les sociétés financières et les institutions financières spécialisées.

Titres du marché monétaire détenus par les ANF et les OPCVM 1/

	Décembre 1986	Décembre 1987
Billets de trésorerie	22,5	38,6
Bons du Trésor	24,1	82,5
Certificats de dépôts	37,0	157,1
Bons des SF et IFS 1/	1,8	8,0
Total	85,4	286,2

Source : Banque de France

1/ ANF : agents non financiers

OPCVM : organismes de placement collectif en valeurs mobilières

SF : Sociétés financières - IFS : Institutions Financières Spécialisées

L'accélération de la progression des agrégats monétaires les plus larges s'est ainsi concrétisée dans le succès rencontré par les placements des agents non financiers et des OPCVM en titres du marché monétaire, en dépit du ralentissement enregistré par les agrégats étroits M1 et M2.

Ces arbitrages ont pu se réaliser sans heurt décisif jusqu'au mois d'octobre grâce à la liquidité des marchés. Celle-ci a notamment été assurée par une intervention croissante des institutions financières, qui de fait ont accru considérablement leur position titre.

Il est également vraisemblable qu'une partie significative des crédits de trésorerie accordés répondait au désir des agents de profiter des opportunités offertes par les placements financiers sans pour autant restreindre leur consommation.

Evolution des agrégats monétaires

En % de variation sur 12 mois de la moyenne trimestrielle

	1986	1987			
	86,4	87,1	87,2	87,3	87,4
M1 (Billets, monnaies et dépôts à vue)	6,8	6,6	4,7	3,1	4,0
M2 (M1 et livrets)	4,8	3,7	3,1	2,9	4,0
M3 (M2 et dépôts en devises, dépôts à terme, certificats de dépôts et bons)	4,5	5,1	7,5	7,8	9,1
L (M3 et bons du trésor, billets de trésorerie, épargne contractuelle)	7,1	7,8	9,4	10,1	11,7

Source : Banque de France

Variation de la contrepartie Crédit Interne de M3					
					en Mds de Frs
1985	1986		1987		
			87.1	87.2	87.3
48,4	-8,3	Créances sur l'Etat	50,8	-25,4	54,2
35,2	45,9	. crédits 1/	-11,9	14,9	-24,9
		. titres			
307,5	241,1	Créances sur l'économie	45,8	106,5	76,8
25,8	61,7	. crédits	44,5	29,2	19,7
		. titres			
416,9	340,4	Crédit interne	129,2	125,2	125,8

Source : Banque de France

1/ Cette série est très variable car elle inclut les fluctuations de très court terme du compte courant du Trésor à la Banque de France

Variation des crédits à l'économie					
					en Mds de Frs
1985	1986		1987		
			87.1	87.2	87.3
307,5	241,1	Crédits à l'économie :	45,8	106,5	76,8
134,7	52,0	- aux sociétés	-8,0	52,5	10,5
51,3	-42,4	<i>dont : trésorerie</i>	4,7	13,3	
82,7	41,7	<i>investissement</i>	-2,3	28,2	
134,8	160,2	- aux ménages	49,3	51,9	51,3
23,2	51,5	<i>dont : trésorerie des particuliers</i>	12,4	16,6	
87,1	70,0	<i>habitat</i>	21,1	20,1	
38,0	28,9	- aux autres agents résidents	4,5	2,1	15,0

Source : Banque de France

3. La balance des paiements

Les échanges d'actifs financiers entre résidents et non résidents se sont traduits, selon la balance des paiements des trois premiers trimestres, par des entrées nettes de capitaux à long terme de moins en moins fortes au fur et à mesure que l'on avançait dans l'année. Globalement elles n'ont pas permis à elles seules de financer le déficit des transactions courantes. Ceci résulte notamment de l'importance non démentie des investissements directs à l'étranger. En outre, le solde positif des investissements de portefeuille qui avait été très fort au 4ème trimestre 1986 et au premier trimestre 1987 (8,1 Mds de francs chacun des trimestres) s'est ensuite réduit de moitié : les flux nets d'investissement de portefeuille des résidents à l'étranger et, plus encore, ceux des non-résidents en France ont diminué simultanément, après avoir atteint un maximum au 1er trimestre 1987.

Dans ces conditions ce sont les entrées de capitaux à court terme du secteur privé non bancaire qui ont permis, grâce à un fort excédent du second trimestre, de financer le léger déficit de la balance de base et de laisser apparaître un excédent de la balance globale. Celui-ci s'est résolu dans une diminution de la position monétaire extérieure du secteur bancaire.

Mouvement de capitaux en balance des paiements - chiffres bruts										
					En Mds de Frs					
1986				1986	1987					
86.1	86.2	86.3	87.4		87.1	87.2	87.3			
-2,9	6,9	4,8	11,5	20,2	Transactions courantes	-12,1	-3,0	-7,2		
-4,3	-12,1	-21,8	-13,6	-51,7	Capitaux à long terme	7,5	4,8	3,6		
0,9	-0,9	2,9	-1,2	1,7	. crédits commerciaux	0,6	4,5	4,5		
-0,3	-11,6	-25,5	-7,9	-46,4	. prêts	1,7	3,5	-0,1		
-6,2	-5,0	-5,6	-19,4	-36,2	. investissements privés à l'étranger	-7,9	-10,7	-8,1		
2,4	4,8	4,9	7,0	19,0	. investissements privés en France	5,2	5,1	2,3		
-0,2	-1,8	-0,2	-0,2	-2,4	. investissement secteur public	-0,1	-1,8			
-10,0	-15,6	-9,3	-6,6	-41,6	. achats nets de titres étrangers	-17,0	-10,2	-4,4		
9,2	18,1	12,1	14,7	54,1	. achats nets de titres français	25,1	14,4	9,5		
-7,2	-5,2	-17,0	-2,1	-31,5	Balance de base	-4,6	1,8	-3,6		
-10,8	10,1	5,7	13,1	18,1	Capitaux à court terme du secteur privé non bancaire	8,4	8,5			
-3,2	6,0	-1,6	3,4	4,5	Erreurs et omissions	-4,9	15,8		-13,7	
-21,3	10,8	-12,9	14,3	-8,9	Balance globale	-1,1	26,2	-17,3		
21,3	-10,8	12,9	-14,3	8,9	Capitaux à court terme des secteurs bancaire et public	1,1	-26,2	17,3		
21,2	35,4	7,6	-43,4	20,6	. secteur bancaire	-4,7	-16,6	10,7		
0,1	-46,2	5,3	29,1	-11,7	. secteur public	5,8	-9,6	6,6		

4. Les rendements et les taux d'intérêt

Jusqu'en octobre, les taux d'intérêt à court terme, guidés par la Banque de France sur le marché interbancaire, ont été progressivement abaissés pour revenir, après les tensions enregistrées en décembre 1986 et janvier 1987, au niveau de l'automne 1986 (7,4 % en moyenne en septembre pour le jour le jour).

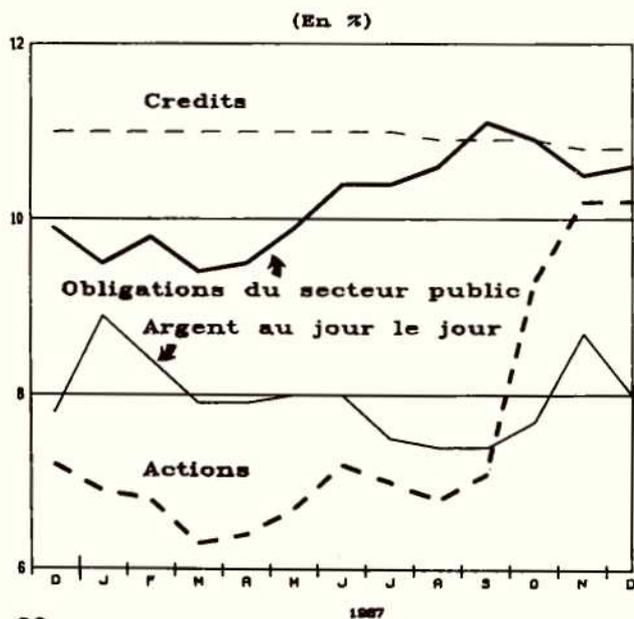
Au contraire, les taux d'intérêt à long terme, après une légère détente enregistrée au printemps, ont remonté de façon significative au cours de l'été (+ 1,5 point), amenant à un niveau élevé la prime de risque servie sur les placements obligataires (3 à 4 points) et portant à un niveau exceptionnel les taux d'intérêt réels du marché obligataire (7 % à 8 %). En outre, l'écart de taux long avec la RFA s'est accru pour atteindre de l'ordre de 4 points, soit beaucoup plus que l'écart d'inflation entre les deux pays, qui se réduit.

En outre, le rendement global des actions, ou l'inverse du PER, a enregistré à partir du mois de mai une légère tension par suite d'un affaissement des cours, net en juin et septembre.

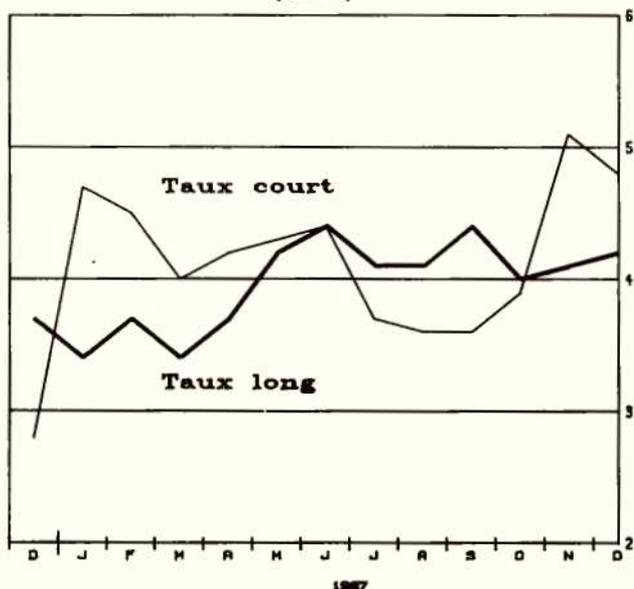
Le krach boursier du mois d'octobre a transformé ce repli des cours des actions en chute brutale. D'une part le contexte international redonnait vigueur aux anticipations de baisse du dollar et de hausse des taux d'intérêt à long terme, doublées dans le cas de la France d'anticipations de tensions au sein du SME et de hausse des taux d'intérêt à court-terme. D'autre part, l'effondrement en chaîne des marchés des actions ne pouvait pas épargner la bourse de Paris où la capitalisation boursière était détenue à 25 % par des non-résidents.

Les ordres de vente d'actions ont ainsi fait reculer les cours de près de 25 % au mois d'octobre. Fin 1987, les indices avaient perdu 30 % par rapport au début de l'année et ils étaient revenus à leur niveau du début 1986. De ce seul fait, la capitalisation boursière, compte non tenu des émissions de l'année, aurait été réduite de plus de 330 milliards au cours de 1987 (elle s'élevait à 1.096 milliards fin 1986). Au cours du dernier trimestre les moins values potentielles moyennes sur les portefeuilles à fin septembre de valeurs françaises cotées à revenu variable ont été de 30 %. Elles faisaient toutefois suite à des plus-values substantielles entraînées par la hausse des cours des mois précédents.

Rendement des actifs financiers



Différentiels de taux d'intérêt nominaux entre la France et la R.F.A. (En %)



Indice INSEE des valeurs françaises à revenu variable								en %
1983	1984	1985	1986	1987				
				T1	T2	T3	T4	
+ 58	+ 19	+ 45	+ 48	+ 14	- 12	+ 5	- 31	

Quelque 110 milliards d'actions cotées, émises en 1986 et 1987, avaient au 31 décembre 1987 un cours inférieur à leur cours d'émission. Cette évolution correspond, pour les porteurs de ces titres, à une perte potentielle que l'on devrait retrouver soit en moins-value de cession, soit en provision pour dépréciation, lors de l'arrêté des comptes de l'exercice 1987. Une telle comptabilisation n'intervient formellement que pour les sociétés et les entreprises individuelles, mais ce phénomène concerne également les ménages.

Ainsi, les pertes sur les titres émis depuis 1986, telles qu'on pouvait les évaluer au 31 décembre 1987 sans préjuger les évolutions ultérieures des cours, représentaient alors aux alentours de 25 milliards de francs.

Selon l'enquête de la Banque de France sur la clientèle-titres des établissements de crédit et des agents de change, les ménages détiendraient à peu près 45 % des actions françaises cotées (soit directement, soit via les OPCVM). Leur perte potentielle estimée au 31 décembre 1987 aurait donc été de l'ordre de 11 milliards de francs. Les sociétés qui détiendraient selon la même enquête environ 25 % des actions françaises cotées auraient pour leur part à comptabiliser 6 à 7 milliards de moins-values de cession ou de provisions pour dépréciation dans leurs résultats de l'exercice 1987. Ces chiffres ne tiennent compte ni des privatisations, ni des obligations à taux fixe émises à des cours supérieurs à ceux aujourd'hui constatés.

En contrepartie de ces pertes qui affectent la situation patrimoniale de certains agents il peut y avoir eu amélioration de la situation patrimoniale des émetteurs qui ont utilisé les fonds collectés lors des émissions à des opérations de désendettement ou à l'acquisition d'actifs épargnés par la chute des cours. De ce point de vue, si certaines sociétés ont dû souffrir du krach boursier, les sociétés dans leur ensemble, ont pu profiter de la période précédente pour émettre et échanger des actifs dévalorisables (actions) contre des actifs mieux préservés contre le risque en capital (liquidités, obligations).

Par ailleurs, à la suite du krach boursier, les taux obligataires qui ont atteint un pic le 19 octobre ont amorcé ensuite une détente progressive sous l'effet des arbitrages effectués au profit des titres à taux fixe par les vendeurs d'actions ; et aussi de la volonté affichée par les banques centrales d'assurer la liquidité des marchés au plus fort de la crise boursière.

En outre, le renoncement des Etats-Unis à défendre le cours du dollar par un durcissement de leur politique monétaire et, en contrepoint, l'assouplissement de la politique monétaire en RFA ont permis d'entretenir le mouvement, encore très limité, de baisse des taux à long terme.

Par contre, la dépréciation du dollar, en renforçant au cours du mois de novembre, les anticipations de réappréciation du Deutsche-Mark contre le Franc, a entraîné un redressement des taux d'intérêt à court terme en France, la Banque de France relevant sensiblement ses taux directeurs (à 8 1/4 - 8 3/4). Par la suite, l'évolution du Franc a permis, d'entreprendre une baisse de ces derniers à partir du mois de décembre. Ils restent toutefois supérieurs aux taux d'intervention de la Bundesbank.

L'amplitude des mouvements de taux et de cours s'est aussi manifestée sur le MATIF qui a dû faire face pour la première fois de son existence à une tendance baissière marquée. Affirmant sa maturité, il a permis aux agents de prendre, avec facilité et en toutes circonstances, des positions conformes à leurs anticipations. Les opérateurs présents sur le MATIF ont ainsi pu réagir plus rapidement qu'auparavant aux informations de circonstance privilégiées par les marchés, afin de calibrer au mieux de leurs intérêts leur position de taux. Ainsi il a probablement accru la sensibilité des marchés aux informations habituellement traitées par eux, et par là a renforcé l'interdépendance des marchés français et internationaux.