

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 63

MARS 1999

Sommaire

Éditorial

Actualité

Tour d'horizon

1. La situation économique de la France
2. Les comportements monétaires et financiers
3. Les marchés de capitaux
4. Chronologie

Études

La pente des taux contient-elle de l'information sur l'activité économique future ?

Les statistiques sur l'activité des entreprises sous contrôle étranger en 1995 et 1996 ou *FATS – Foreign Affiliates Trade Statistics*

L'activité des commissions de surendettement en 1998

Opérations internationales des banques résidentes au troisième trimestre 1998

Comportements des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au troisième trimestre 1998

Achévé de rédiger le 11 mars 1999

Éditorial

Comme dans l'ensemble de la zone euro, les taux d'intérêt à long terme se situent en France, au début de l'année 1999, à un niveau historiquement bas. Ils s'élevaient, en moyenne sur le mois de février 1999, à 3,93 % sur le marché des obligations d'État, après 3,77 % en janvier, alors que les rendements n'y avaient jamais été inférieurs à 5,0 % avant mars 1998. Il faut rappeler qu'un bas niveau des taux d'intérêt à long terme, dont l'influence sur les conditions de financement de l'économie est cruciale, constitue un indicateur important de la crédibilité monétaire.

Outre la levée de toute incertitude relative aux taux de change intra-européens avec la mise en œuvre de l'euro au 1^{er} janvier 1999, cette réduction très sensible des taux d'intérêt à long terme reflète la très grande modération des anticipations d'inflation. Cette dernière peut être attribuée à l'action de la politique monétaire, attachée depuis de nombreuses années à maintenir la stabilité des prix. Par ailleurs, la réduction progressive des besoins de financement des administrations publiques, en limitant l'offre de titres sur le marché et en réduisant la charge de la dette, constitue un facteur de détente des rendements obligataires français. Cette réduction des taux longs est favorisée de surcroît depuis le second semestre 1997, mais de manière sans doute plus transitoire, par l'afflux de capitaux à la recherche d'une plus grande sécurité dans le contexte de crise des marchés émergents.

Mais cette détente des taux d'intérêt — qui reste avérée en dépit d'une certaine remontée récente — recouvre également une diminution sensible du taux d'intérêt réel. Le taux d'intérêt nominal peut se présenter, en effet, comme la somme de l'inflation anticipée et du rendement réel du capital. On distingue donc le taux d'intérêt réel *ex ante*, auquel il faut ajouter l'inflation anticipée pour obtenir le taux nominal, et le taux d'intérêt réel *ex post*, obtenu par la différence entre le taux nominal et le glissement annuel des prix effectivement observé (généralement l'indice des prix à la consommation). Compte tenu des difficultés à déterminer avec exactitude le niveau des anticipations d'inflation, c'est la mesure *ex post* qui est la plus couramment utilisée. Le taux d'intérêt réel à long terme *ex post* se situait en France, en janvier 1999 à 3,57 %, et à 3,73 % en février, soit un niveau très sensiblement inférieur à la moyenne constatée dans les années quatre-vingt, où il atteignait 5,0 %, et au cours de la première moitié des années quatre-vingt-dix, où il a dépassé 6,0 % en moyenne.

Or, il est vraisemblable que le taux d'intérêt réel est actuellement surestimé par les mesures *ex post*, puisqu'il conviendrait de prendre en compte l'inertie des anticipations d'inflation. Ces dernières ne se sont vraisemblablement ajustées qu'avec retard à la très grande modération des prix observée en 1997 et 1998. Un bref retour sur les prévisions relatives à l'inflation en 1998 montre que celle-ci avait été surestimée par l'ensemble des analystes. Ainsi, les prévisions de l'OCDE de juin 1997 prévoyaient, pour 1998, une hausse des prix située à 1,4 % en France, alors que cette dernière s'est limitée à 0,7 %. De plus, les taux d'intérêt réels *ex post* sont construits habituellement sur la base de l'indice des prix à la consommation, alors que ce dernier ne donne actuellement qu'une image imparfaite des tensions inflationnistes durables à l'œuvre dans l'économie, et donc de l'inflation anticipée par les agents. En effet, le rythme très modéré de l'inflation mesurée par les prix à la consommation (0,2 % en glissement annuel en janvier 1999) est pour partie attribuable à la baisse exceptionnelle des prix des produits importés, et tout particulièrement de l'énergie. L'inflation sous-jacente, qui exclut les produits les plus volatils (dont les prix énergétiques) et l'effet de la fiscalité indirecte, se situe, quant à elle, sur un rythme proche de 1 %. On peut considérer l'inflation sous-jacente comme une mesure davantage représentative des tensions internes à l'œuvre dans le secteur productif français.

Certaines observations faites sur les marchés semblent de plus confirmer que ce rythme de 1 % peut être considéré comme proche des anticipations des agents. En fait, il faudrait pouvoir disposer d'anticipations d'inflation à un horizon comparable à celui des titres longs dont on retient le taux d'intérêt. Ce sont ces anticipations longues qui reflètent la crédibilité à long terme de la politique monétaire. Il est, par exemple, possible d'approcher les anticipations d'inflation retenues par les acteurs du marché obligataire en étudiant l'écart existant entre le taux d'intérêt des obligations d'État « classiques » et le rendement des obligations d'État indexées sur l'inflation, qui n'intègrent donc pas, par définition, de prime de risque inflationniste. Cet écart, qui peut fluctuer parfois brutalement, compte tenu de l'étroitesse du marché des obligations indexées, se situe toutefois clairement sur une tendance légèrement inférieure à 1 % depuis plusieurs semaines. Si l'on retient un rythme d'inflation anticipée de l'ordre de 1 %, le taux d'intérêt réel à long terme en janvier et février 1999 se situerait autour de 2,8 %, retrouvant ainsi un niveau proche de celui observé au cours des années soixante (2,4 % en moyenne entre 1960 et 1970).

Quant aux taux d'intérêt réels à trois mois sur le marché interbancaire mesurés en termes de taux nominaux corrigés de la hausse des prix à la consommation harmonisés de l'ensemble de la zone euro, ils s'établissaient à 2,3 % en janvier 1999, soit un niveau inférieur de 110 points de base à celui des taux courts américains.

ACTUALITÉ

Tour d'horizon

Les évolutions récentes confirment que les économies de la zone euro enregistrent — à des degrés variables — les effets du ralentissement de l'économie mondiale. La vigueur inattendue de l'économie américaine et de premiers signes de rétablissement de la situation dans certains pays d'Asie contribuent cependant à soutenir la conjoncture internationale.

Aux *États-Unis*, l'activité ne faiblit pas : l'accroissement du PIB au quatrième trimestre a été révisé à la hausse, à 6,1 % en termes annualisés, et la progression des commandes de biens durables s'est poursuivie en janvier. La vigueur de la demande a toujours pour contrepartie un taux d'épargne des ménages extrêmement faible et un déséquilibre croissant des transactions courantes. Le déficit commercial a progressé de près de 30 % d'une année à l'autre. Cependant, la forte augmentation de la productivité, alors que les hausses de salaires restent soutenues mais ne s'accroissent pas, a permis une légère réduction des coûts salariaux unitaires au quatrième trimestre. Il y a là un facteur de modération des prix, mais aussi de soutien à la croissance des profits des entreprises américaines, élément positif face aux risques d'une correction du cours des actions.

Au *Japon*, l'économie demeure déprimée et les quelques signes de stabilisation apparus au cours des derniers mois semblent largement dus aux effets du plan de relance budgétaire décidé en avril. Dans les pays émergents d'Asie, le contraste est de plus en plus marqué entre la Corée du Sud, où la reprise de l'activité se confirme, les pays où le redémarrage n'est pas encore avéré (Indonésie, Philippines, Thaïlande) et Hong-Kong, où la récession se poursuit. En Amérique latine, l'ampleur des déficits courants dans l'ensemble de la zone continue d'hypothéquer les perspectives de croissance.

Au *Royaume-Uni*, principal partenaire des pays de la zone euro, la croissance s'est sensiblement ralentie depuis plusieurs mois et, selon la Banque d'Angleterre, l'activité économique pourrait enregistrer une récession au premier semestre.

Au sein de la *zone euro*, la dégradation de l'environnement international se traduit par un contraste persistant entre la baisse du niveau de la confiance des entreprises constatée dans l'industrie manufacturière, qui est affectée par la contraction des débouchés extérieurs, et la bonne orientation des indicateurs de confiance des

ménages. Le ralentissement de la demande mondiale a été plus rapidement et plus vivement ressenti dans les pays qui détenaient des parts de marchés significatives dans les pays émergents. Sur l'année 1998, la croissance a été ainsi plus forte en France (3,2 % en moyenne annuelle et aux prix de 1990) qu'en Allemagne (2,8 % en moyenne annuelle, après un recul de 0,4 % du PIB au quatrième trimestre) et en Italie où, selon les premières estimations, le PIB n'aurait progressé que de 1,4 %. Dans l'ensemble des pays de la zone, la demande intérieure est relativement ferme, soutenue principalement par la consommation privée et, plus inégalement, par l'investissement et la formation de stocks.

En *France*, le PIB a augmenté de 0,7 % au quatrième trimestre. Le ralentissement des exportations s'est accentué. En revanche, la demande des ménages continue de se renforcer, soutenue par l'amélioration de l'emploi (309 300 postes ont été créés en 1998) et par la baisse corrélative du taux de chômage, tandis que la faiblesse de l'inflation contribue à la hausse du pouvoir d'achat des salariés. La consommation a ainsi progressé de 3,5 % en glissement annuel au quatrième trimestre, tandis que l'investissement-logement, dont la variation était encore négative au troisième trimestre, s'est repris de manière sensible. L'élément le plus satisfaisant, puisqu'il témoigne de la confiance des entrepreneurs dans le maintien d'une demande vigoureuse, reste l'investissement des entreprises, qui progresse et qui devrait conserver une orientation favorable, d'après les résultats de l'enquête INSEE sur l'investissement dans l'industrie.

Toutefois, la croissance de l'économie française apparaît contrastée : la situation de l'industrie manufacturière, qui souffre directement du ralentissement de la demande mondiale, est bien moins bonne que celle des autres secteurs, qui bénéficient à plein de la confiance des ménages et de la progression de leur pouvoir d'achat. De fait, les enquêtes menées par la Banque de France et l'INSEE en ce début d'année témoignent du maintien d'anticipations favorables dans le secteur des services et d'une poursuite de l'amélioration des perspectives des entrepreneurs du bâtiment.

L'inflation est historiquement basse dans la zone euro. La hausse de l'indice des prix harmonisé s'est établie, en janvier 1999, à 0,8 % dans l'ensemble de la zone, à 0,2 % en Allemagne — où les récents accords salariaux dans la métallurgie et dans le secteur public confirment

cependant la tendance à l'accélération des augmentations de salaires —, à 0,4 % en France et à 1,5 % en Italie.

Le principal facteur de modération des tensions inflationnistes dans l'économie française reste la baisse des prix internationaux, qui a vraisemblablement exercé son effet maximum à l'automne 1998. Au total, le prix des importations de biens et de services a reculé de 1 % sur un an au troisième trimestre 1998, alors qu'il était encore en hausse de 1,6 % à la fin de l'année 1997. Simultanément, le ralentissement de la demande mondiale s'est traduit par un allègement des tensions sur le système productif : le taux d'utilisation des équipements dans l'industrie a, d'après l'enquête de la Banque de France, retrouvé en février son niveau moyen de longue période. Ces facteurs expliquent la légère baisse accusée par les prix des produits manufacturés en 1998. En revanche, le rythme de progression des salaires réels marque une certaine tendance à l'accélération, tandis que les gains de productivité se ralentissent du fait de l'enrichissement de la croissance en emplois et de la place prépondérante qu'y tiennent les services, secteur qui présente structurellement un niveau de productivité plus faible que celui de l'industrie. Il en résulte une reprise des coûts salariaux unitaires, en hausse de 1 % sur un an au troisième trimestre 1998, alors qu'ils affichaient encore une baisse au premier semestre 1997.

Cette reprise des coûts salariaux unitaires, certes encore limitée et qui ne s'est pas traduite pour l'instant par une baisse du taux de marge des entreprises, sera l'objet d'une grande attention dans les mois à venir.

Dans cette situation, les conditions monétaires de la zone euro sont actuellement nettement plus accommodantes qu'en octobre 1998 ; les effets décalés de la baisse des taux d'intérêt à court terme contribueront à soutenir l'activité en 1999 ; le repli du cours de l'euro contre dollar depuis le début de l'année constitue un élément supplémentaire d'assouplissement. L'accélération de la croissance de M3 (+ 4,9 % en moyenne mobile sur trois mois en janvier 1999, après 4,7 % en décembre 1998) reflète un dynamisme certain de la formation de liquidités et de la distribution de crédits à l'économie (les crédits au secteur privé augmentent de 9,4 % en glissement annuel). De leur côté, les politiques budgétaires ne peuvent être qualifiées de restrictives : le relâchement relatif de l'effort d'assainissement conduit en 1998 et la fragilité corrélative des positions budgétaires en cas de retournement de l'activité ont pu contribuer à la remontée récente des taux d'intérêt à long terme européens, dans le sillage des taux américains.

1. La situation économique de la France

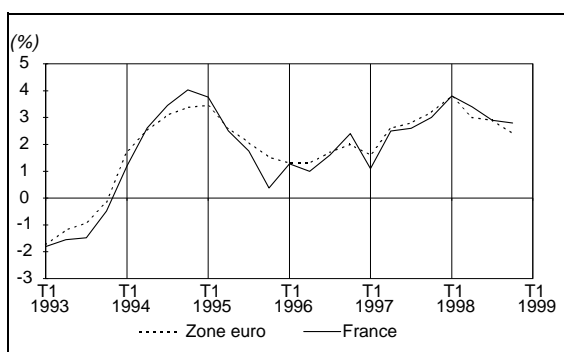
1.1. L'économie réelle

La croissance s'est inscrite en hausse sensible en fin d'année, grâce à la bonne orientation de l'activité dans les services marchands

Le second semestre 1998 a été marqué par une déconnexion croissante entre l'évolution de l'activité dans les secteurs les plus sensibles à l'environnement international, comme le secteur des produits manufacturés et, plus généralement, des produits industriels, et celle de secteurs plus protégés. Ainsi, alors que l'activité dans les services marchands continuait d'accélérer au second semestre 1998 — la valeur ajoutée de ce secteur progressant de 2,4 % sur cette période, soit la plus forte hausse depuis le premier semestre 1989 —, la valeur ajoutée des branches industrielles diminuait de 0,5 % dans le même temps.

Au total, l'activité a été globalement dynamique au quatrième trimestre. Le produit intérieur brut, en hausse de, respectivement, 0,8 %, 0,9 % et 0,4 % aux premier, deuxième et troisième trimestres, a augmenté de 0,7 %, son rythme annuel de croissance demeurant pratiquement stable (2,8 %, après 2,9 % au troisième trimestre).

Produit intérieur brut
Glissement annuel



Sources : INSEE et Eurostat

Dans la zone euro, le rythme de croissance du PIB s'est établi à +2,4 % au quatrième trimestre 1998, contre +2,9 % le trimestre précédent et

+3,2 % un an auparavant. Le PIB s'est accru de 0,2 % au dernier trimestre de l'année, contre +0,7 % au troisième.

L'analyse des composantes du PIB confirme que la croissance française a continué d'être soutenue, au dernier trimestre, par la vigueur de la demande interne :

- la consommation des ménages a progressé de 0,7 % sur le trimestre ; elle a augmenté de 3,8 % en moyenne en 1998, soit sa plus forte hausse depuis 1986, et a contribué à hauteur de 2,2 points à la croissance annuelle du PIB. Cette composante dégage un acquis de croissance important de 1,2 % à la fin de 1998 (1,4 % à la fin de 1997) ;
- l'investissement a continué de progresser au quatrième trimestre (+1,4 %). En moyenne annuelle, il s'est accru de 4,1 % et a contribué à l'activité à hauteur de 0,8 point en 1998. L'investissement des entreprises, s'est accru de 1,2 % au dernier trimestre de l'année et de 6,0 % en 1998, soit sa plus forte progression depuis 1989. L'investissement des ménages s'est redressé de 2,4 %, après une baisse de 0,1 % au troisième trimestre et s'est accru de 1,3 % sur l'ensemble de l'année ;
- les stocks, qui avaient diminué de 1,7 milliard de francs au troisième trimestre, ont été reconstitués à hauteur de 0,6 milliard au quatrième trimestre et ont contribué pour 0,3 point à la croissance du PIB en 1998 ;
- les échanges extérieurs ont contribué négativement à la croissance à hauteur de 0,4 point sur l'année, au lieu d'une contribution positive de 1,4 point en 1997. Au quatrième trimestre, le rythme de progression des exportations de biens et services a continué de décélérer, pour s'établir à 2,6 %, contre plus de 15 % à l'été 1997 ; le rythme de croissance des importations a connu un moindre ralentissement du fait de la bonne tenue de la demande interne (4,9 %, contre près de 11 % à l'été 1997).

Produit intérieur brut et ses composantes en 1998

Données en francs constants – Base 1980

	<i>(variations trimestrielles en pourcentage)</i>					
	T1	T2	T3	T4	1998 Moy. annuelle	Acquis
PIB	0,8	0,9	0,4	0,7	3,2	0,9
Importations	2,4	1,1	2,3	- 1,0	8,0	0,6
Total des Ressources	1,2	0,9	0,8	0,3	4,3	0,9
Consommation des ménages	0,9	1,2	0,7	0,7	3,8	1,2
Consommation APU	0,3	0,3	0,4	0,3	1,1	0,5
FBCF totale	1,3	1,3	0,8	1,4	4,1	1,8
dont :						
<i>FBCF des SQS et EI</i>	2,2	1,9	0,8	1,2	6,0	1,8
<i>FBCF des ménages</i>	- 0,3	1,4	- 0,1	2,4	1,3	2,1
Exportations	1,0	0,5	2,9	- 1,7	6,3	0,3
Stocks (en milliards de francs 1980)	2,8	3,5	- 1,7	0,6	5,2	-
Total des Emplois	1,2	0,9	0,8	0,3	4,3	0,9
Contributions à la croissance						
Solde extérieur	- 0,4	- 0,2	0,2	- 0,2	- 0,4	- 0,1
Demande intérieure hors stocks	0,8	1,0	0,7	0,7	3,3	1,1
Variation de stocks	0,4	0,1	- 0,5	0,2	0,3	- 0,1

Source : INSEE (Comptes trimestriels)

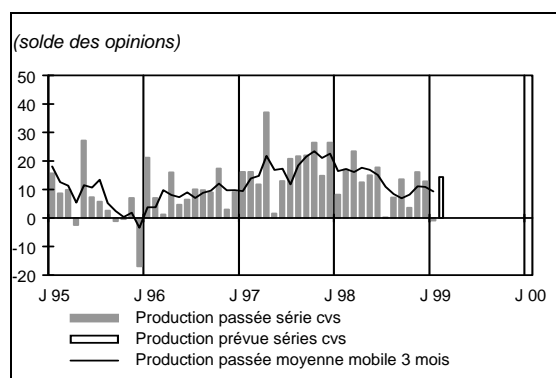
Plus exposée à l'évolution de l'environnement international, l'activité industrielle s'est repliée

La décélération du rythme de croissance de la production industrielle s'est accentuée à la fin de 1998 et au début de 1999.

Ainsi, en décembre 1998, l'indice de la production industrielle, hors bâtiment (base 100 en 1990), en baisse de 1,6 % sur le mois, ne progressait plus que de 0,9 % sur un an, au lieu de + 6,0 % à la fin du premier semestre ; la production industrielle hors énergie et IAA, qui a diminué de 0,7 % en décembre, n'augmentait plus que de 1,5 % sur un an, au lieu de 7,3 % en juin.

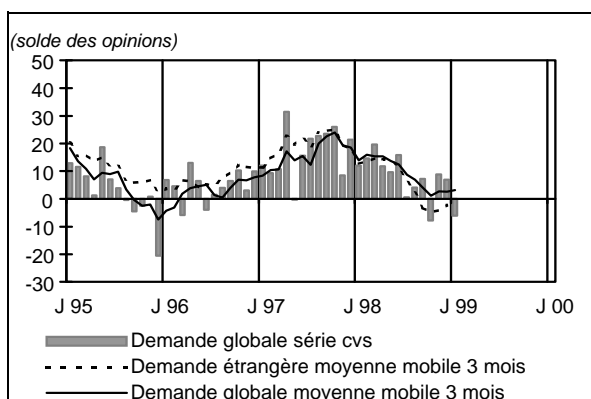
Au cours du mois de janvier, selon l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, l'activité industrielle en France a enregistré un léger tassement dans l'ensemble. Elle a progressé dans les biens intermédiaires, est restée stable dans les biens de consommation et s'est repliée dans les biens d'équipement et l'industrie automobile.

Production dans l'industrie



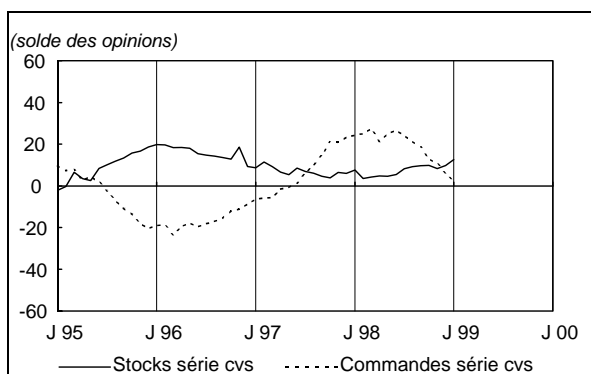
La demande globale s'est légèrement contractée. Sur le marché intérieur, la demande interindustrielle a fléchi, notamment dans le secteur des biens d'équipement. La demande étrangère a diminué à la suite du rétrécissement des débouchés dans plusieurs pays émergents et en raison d'une baisse du volume des ordres en provenance d'Allemagne ; le marché américain demeure toujours bien orienté et les effets de la crise asiatique tendent à s'estomper.

Demande dans l'industrie



Les carnets de commandes se sont amenuisés dans la plupart des secteurs ; ils sont jugés correctement garnis dans les biens d'équipement et les biens de consommation, mais apparaissent insuffisants dans les biens intermédiaires. Les stocks, en légère hausse, excèdent quelque peu le niveau désiré, sauf dans le secteur automobile.

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

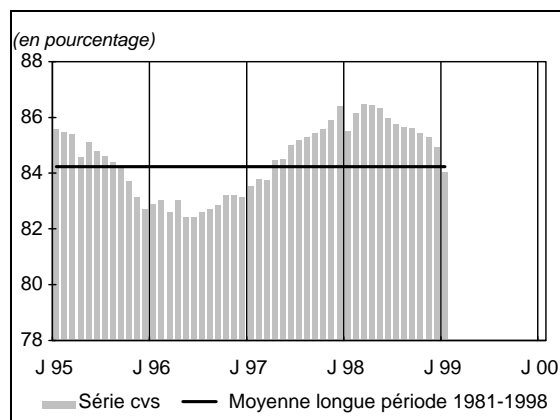


Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie apparaît à présent inférieur à son niveau de longue période

En janvier 1999, le taux d'utilisation des capacités de production a atteint 84,0 %. Pour la première fois depuis mars 1997, il est ainsi légèrement inférieur à la moyenne 1981-1998 (84,23 %).

Les goulots de production dans l'industrie se sont accrus au cours du quatrième trimestre 1998. La proportion d'entreprises qui y sont confrontées s'établit, selon l'INSEE, à 31 % dans l'industrie manufacturière en janvier 1999, contre 24 % en octobre 1998, en raison de la forte croissance constatée dans l'automobile.

Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie



Dans la zone euro, le ralentissement de l'activité industrielle s'est également accentué, comme le montrent les enquêtes de conjoncture européennes portant sur le mois de janvier.

Ce ralentissement continue d'apparaître plus sensible pour l'ensemble de la zone euro qu'en France.

Pour l'ensemble de la zone, le niveau de la production passée de décembre 1998 rejoint le niveau observé en avril 1997.

En février, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle s'est inscrite en très légère hausse, grâce à un rebond sensible de la production dans l'industrie automobile et à une bonne orientation de l'activité dans les secteurs de biens de consommation et des industries agro-alimentaires. La demande globale est restée stable. La demande interne a été un peu plus dynamique que celle d'origine étrangère. Les stocks sont toujours considérés comme supérieurs à leur niveau normal, mais de façon moins prononcée qu'au cours du mois précédent. Les carnets de commandes n'ont guère varié. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est très légèrement redressé en février, pour atteindre un niveau un peu supérieur à sa moyenne de longue période. Au cours des prochains mois, l'activité progresserait à un rythme modéré dans l'ensemble. La production se redresserait assez nettement dans les biens d'équipement, elle augmenterait de nouveau dans les biens de consommation et ne varierait guère dans les biens intermédiaires.

Dans les autres secteurs de l'économie, le rythme de progression reste vigoureux

Ainsi, dans le bâtiment, selon les résultats du ministère de l'Équipement, le nombre de logements commencés au cours des trois derniers mois (novembre, décembre et janvier) a progressé de 38,6 % par rapport à la période correspondante un an auparavant. Cette progression est de nouveau plus marquée dans le logement individuel (+ 47,8 %) que dans le secteur collectif (+ 27,6 %). Le nombre de logements autorisés a progressé de 80,7 % sur cette même période de référence à un an de distance. L'édification de locaux à usage non résidentiel s'est également accélérée (+ 21,7 %).

Dans les services marchands, l'activité a été très dynamique au quatrième trimestre, l'augmentation de la valeur ajoutée contribuant pour 0,5 point à la croissance du PIB. Selon l'enquête de la Banque de France portant sur le bimestre de novembre-décembre, seules les prestations dans le travail temporaire auraient enregistré un très léger repli.

La demande interne continue de bénéficier de la nette amélioration du marché du travail

Un rebond en janvier de la consommation en produits manufacturés

La consommation des ménages en produits manufacturés a progressé de 3,6 % en janvier, après une baisse de 0,3 % le mois précédent et de 0,5 % sur l'ensemble du quatrième trimestre 1998. Cette nette augmentation, la plus forte depuis le mois de juillet 1997, provient non seulement du redressement des achats en textile-cuir lié aux soldes, mais également d'une bonne orientation de l'ensemble des composantes de la consommation en produits manufacturés. Ainsi, les achats de biens durables sont en hausse de 5,2 % sur le mois. En glissement annuel, la consommation continue de progresser à un rythme assez soutenu (+ 4,2 % en janvier, après + 3,8 % le mois précédent), mais en retrait sur celui de la période correspondante de l'année précédente (+ 7,6 %).

Les immatriculations de voitures neuves apparaissent de nouveau comme l'une des composantes les plus dynamiques de la consommation des ménages. À la fin du mois de février, malgré une baisse de 5,6 % en données cvs-cjo contrastant avec la forte hausse de janvier (+ 11,7 %), l'acquis de croissance des immatriculations de voitures neuves particulières atteint ainsi 5,7 % par rapport au trimestre précédent.

L'indicateur résumé des opinions des ménages restait stable à un maximum historique en février.

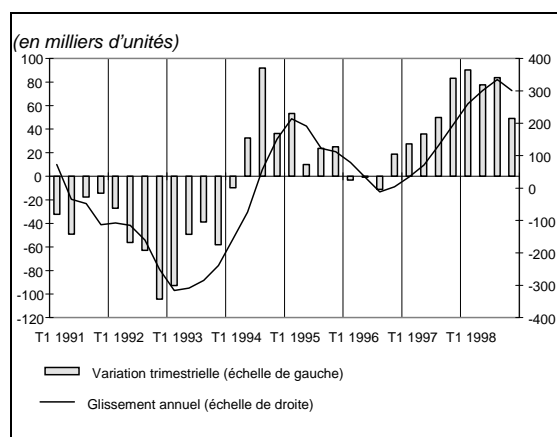
Des créations d'emplois dynamiques

L'évolution de la consommation des ménages est soutenue par des créations d'emplois plus nombreuses du fait de la bonne tenue de la croissance. Ainsi, 49 100 emplois nets ont été créés, au quatrième trimestre 1998, après 83 700 au troisième, et sur l'ensemble du second semestre, 132 800 créations nettes d'emplois, contre 167 800 au premier semestre.

Sur un an, entre le quatrième trimestre 1997 et le quatrième trimestre 1998, 300 600 emplois salariés marchands ont été créés (+ 2,2 %), au lieu de 196 500 en 1997 (+ 1,5 %).

Effectifs salariés

Secteurs marchands non agricoles



Source : Dares

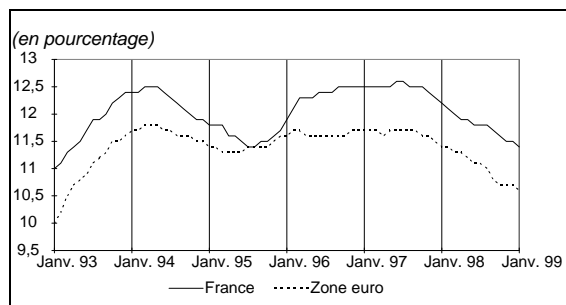
Pour l'ensemble de l'année 1998, compte tenu des créations d'emplois jeunes, la croissance de l'emploi total devrait atteindre un peu plus de 390 000 postes, selon l'INSEE.

Par ailleurs, en janvier 1999, le nombre de demandeurs d'emplois ayant travaillé moins de 78 heures dans le mois (catégorie 1) a de nouveau diminué (- 0,1 % sur le mois et - 4,7 % sur un an), après la nette baisse déjà observée en décembre.

Le taux de chômage, qui s'est replié de 0,1 point en janvier, s'élève à 11,4 % de la population active, en baisse de 0,8 point sur un an. Dans la zone euro, le taux de chômage a également baissé de 0,1 point en janvier, pour atteindre 10,7 %, en recul de 0,6 point sur un an.

Le nombre des demandeurs d'emploi inscrits depuis plus d'un an à l'ANPE, après une diminution continue depuis septembre 1998, a légèrement progressé en janvier 1999 (+ 0,2 %) et représente, sur ce mois, 38,1 % des demandeurs d'emploi de catégorie 1. Sur un an, il décroît de 2,7 %.

Taux de chômage au sens du BIT



Sources : Dares, Eurostat

Une hausse soutenue du revenu des ménages

L'amélioration de la situation de l'emploi a permis une progression plus rapide du revenu des ménages en 1998.

Ainsi, à la fin du troisième trimestre 1998, selon les derniers comptes disponibles, l'acquis de croissance du revenu disponible brut des ménages atteignait déjà 3,7 % en termes nominaux, contre une hausse de 3,5 % en moyenne annuelle en 1997.

Le dynamisme du revenu sur cette période reflète, pour l'essentiel, celui des revenus d'activité, la masse salariale brute progressant de 3,9 % sur un an à la fin du troisième trimestre grâce aux nombreuses créations d'emplois, alors que l'évolution du salaire horaire de base des ouvriers dans les secteurs marchands était beaucoup plus modérée. Au quatrième trimestre 1998, ce dernier s'est accru de 0,3 %, après + 0,4 % au troisième trimestre, soit sa plus faible progression depuis le quatrième trimestre 1995. Sa progression sur un an n'atteignait, à la fin du quatrième trimestre de 1998, comme à la fin du troisième trimestre, que 2,0 %, contre 2,6 % à la fin de 1997.

La situation financière des entreprises et des ménages demeure satisfaisante

Selon la dernière enquête financière de la Banque de France, grâce à une situation de trésorerie des entreprises dans l'ensemble toujours très satisfaisante, les difficultés de paiement ont de nouveau fortement diminué au cours du quatrième trimestre 1998.

À la fin du mois de décembre 1998, les crédits bancaires aux sociétés destinés à l'investissement ont continué d'accélérer, en hausse de 7,7 % sur douze mois, après + 6,6 % le mois précédent et + 2,9 % en décembre 1997. Cette évolution a été facilitée par la baisse des conditions de financement pratiquées par les banques. Au quatrième trimestre 1998, le coût moyen du crédit aux entreprises s'établissait, selon l'enquête de la Banque, à 4,55 % pour les crédits à moyen et long termes, contre 5,95 % pour la période correspondante de l'année précédente.

Par ailleurs, selon la dernière enquête mensuelle de conjoncture de l'INSEE auprès des ménages, la situation financière des personnes interrogées s'est encore améliorée au début de 1999 et a atteint son plus haut niveau depuis le début de l'enquête.

À court terme, la croissance continuerait d'être soutenue par la consommation des ménages

L'analyse détaillée des résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France confirme que l'activité dans l'industrie est restée peu dynamique au début de l'année 1999. Toutefois, les perspectives de ralentissement pour les prochains mois ont assez nettement diminué en janvier.

Dans les autres secteurs, la situation apparaît plus favorable. Selon la dernière enquête trimestrielle de la Banque dans le bâtiment et les travaux publics, l'activité devrait continuer de progresser au premier trimestre 1999, compte tenu des perspectives favorables dans le bâtiment. Une progression de l'activité devrait être observée tant dans la construction neuve de logements que dans l'amélioration-entretien et dans la construction de bâtiments non résidentiels. De même, selon les chefs d'entreprise interrogés dans les services marchands, les prévisions relatives au premier trimestre sont généralement favorables, même si elles apparaissent un peu moins optimistes que précédemment.

Par ailleurs, le comportement de consommation des ménages devrait continuer d'être bien orienté à court terme. Ainsi, selon la dernière enquête mensuelle de conjoncture de l'INSEE auprès des ménages, le solde des opinions sur l'opportunité d'effectuer des achats importants s'est encore redressé en février, après être devenu positif en fin d'année 1998 pour la première fois depuis le début de l'enquête, en janvier 1987.

Selon la dernière enquête financière trimestrielle de la Banque, les anticipations d'investissement pour le début de 1999 apparaissent assez contrastées selon les secteurs et la taille des entreprises. Ainsi, des investissements, tant de productivité que de renouvellement, sont prévus pour le premier semestre 1999 par certains chefs d'entreprise, tandis que d'autres adoptent un comportement plus attentiste et ne devraient pas investir avant le second semestre, en fonction de l'activité constatée en début d'année. Au total, les banquiers interrogés anticipent une légère hausse de l'investissement des entreprises au premier trimestre.

Par ailleurs, selon l'enquête de l'INSEE menée en janvier sur l'investissement des entreprises industrielles, les chefs d'entreprise interrogés ont revu en forte hausse leurs prévisions d'investissement pour 1999. Alors qu'ils anticipaient, en octobre 1998, une hausse de 1 % seulement de leurs investissements dans l'industrie manufacturière, ils prévoient à présent une progression de 6 % pour cette période.

Au total, en 1999, l'activité devrait progresser à un rythme plus modéré qu'en 1998. La croissance du PIB atteindrait 2,7 % selon les prévisions gouvernementales, 2,4 % selon celles de l'OCDE.

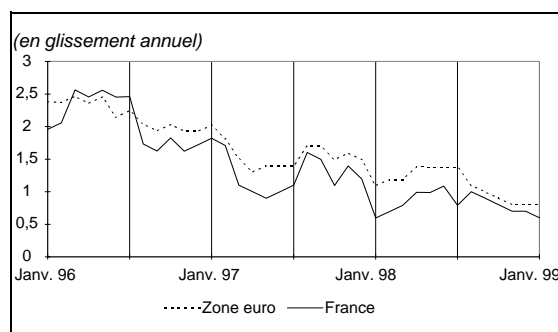
1.2. L'évolution des prix

Une faible hausse des prix de détail

Selon l'INSEE, l'indice des prix de détail (base 100 en 1998) a diminué de 0,3 % en janvier en données brutes et de 0,1 % en données cvs. En glissement sur douze mois, l'indice a progressé de 0,2 % en données brutes, comme en données désaisonnalisées. En données cvs, la hausse en glissement annuel atteignait 0,3 % en décembre et 0,6 % en janvier 1998.

La France se situait ainsi, en janvier 1999, parmi les pays européens enregistrant les meilleures performances en termes d'inflation. Sur ce mois, la hausse des prix en moyenne annuelle glissante, selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), atteignait 0,6 % en France comme en Allemagne ; elle s'établissait à 0,7 % au Luxembourg et en Autriche. Pour l'ensemble de la zone euro, elle était de 1,1 %.

Indice harmonisé des prix à la consommation



Sources : INSEE, Eurostat

Les *prix alimentaires* ont augmenté de 0,6 % en janvier (+ 1,4 % sur un an), sous l'effet de la hausse de 3,6 % du prix des produits frais (+ 6,5 % sur un an). Les prix de l'alimentation hors produits frais ont progressé de 0,1 % sur le mois (+ 0,6 % sur douze mois).

Les *prix des produits manufacturés y compris énergie* ont diminué de 1,3 % en janvier (- 1,5 % sur un an).

Les *prix des produits manufacturés* se sont contractés de 1,4 % (- 0,3 % sur un an), sous l'effet d'une réduction de 6,8 % des prix de l'habillement-chaussures due aux soldes (- 0,1 % sur un an). Les prix des autres produits manufacturés se sont repliés de 0,3 % (- 0,4 % sur un an). En particulier, les prix des automobiles ont baissé de 0,4 % en janvier.

Les *prix de l'énergie* ont décliné de 0,9 % sur le mois, sous l'effet de la baisse de 1,9 % des prix de l'électricité et du gaz de ville, consécutive au passage du taux normal au taux réduit de TVA sur les abonnements. Les prix des produits pétroliers sont restés stables sur le mois (- 6,6 % sur un an).

Les *prix des services* n'ont pas varié en janvier (+ 1,1 % sur douze mois). Ceux de l'ensemble loyers et eau ont augmenté de 0,2 % (+ 2,1 % sur un an). Ceux des services de santé ont baissé de 0,1 % (+ 0,3 % sur un an) comme ceux des transports et télécommunications (+ 0,2 % en glissement annuel), sous l'effet d'une contraction de 1,6 % des prix des transports aériens (- 1,2 % sur un an). Les prix des autres services sont en hausse de 0,2 % (+ 1,2 % sur un an).

En janvier 1999, la baisse de l'indice des prix à la consommation provient, principalement, d'une contribution négative du secteur des produits manufacturés y compris l'énergie (- 0,5 point), principalement imputable aux secteurs de l'habillement-chaussures (- 0,37 point, en liaison avec les soldes) et de l'énergie (- 0,07 point). Cette forte contribution négative a été partiellement compensée par la hausse de l'alimentation hors tabac, qui contribue positivement à la variation de l'indice global pour 0,11 point, dont 0,08 point pour l'alimentation hors produits frais.

Le secteur des services a une contribution neutre à la variation de l'indice d'ensemble.

La tendance de fond de la progression des prix, mesurée par les indicateurs d'inflation sous-jacente, apparaît sensiblement plus élevée. Selon l'INSEE, son glissement annuel demeure inchangé en janvier, à + 0,8 %, contre + 0,7 % un an auparavant et apparaît donc supérieur de 0,6 point au glissement annuel de l'indice d'ensemble désaisonnalisé des prix à la consommation (écart positif de 0,5 point le mois précédent et de 0,1 point en janvier 1998). Par construction, de tels indices ne sont, en effet, pas affectés par certains facteurs conjoncturels, notamment les aléas sur le prix de l'énergie et des produits frais, qui peuvent faire varier fortement l'indice d'ensemble.

Les prix de vente industriels des biens intermédiaires s'inscrivent en baisse

En liaison avec la baisse des prix des matières premières et le ralentissement économique qui affecte les économies de plusieurs pays émergents, les prix de vente industriels des biens intermédiaires diminuent depuis plusieurs mois.

En janvier, ils ont ainsi baissé de 0,2 % après - 0,3 % le mois précédent. En glissement annuel, les prix de vente industriels des biens intermédiaires se replient de 2,7 %, après - 2,5 % le mois précédent, contre + 0,6 % en janvier 1998.

Dans la zone euro, un mouvement identique a été observé. Ainsi, en glissement annuel, les prix à la production industrielle se sont contractés de 2,5 % en décembre 1998. Tous les pays membres, à l'exception du Luxembourg et de la Grèce, ont enregistré une baisse au cours des derniers mois.

À court terme, la progression des prix resterait très mesurée, en raison principalement de la diminution des prix des matières premières.

1.3. La compétitivité

Évolution de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros

Évolution récente

En février, en moyenne mensuelle, le dollar s'est nettement apprécié, entraînant la livre sterling dans son sillage. Le yen et les devises de l'Asie émergente ont continué de se raffermir, tandis que les monnaies d'Amérique latine ont enregistré un notable repli, en liaison avec la dépréciation du real brésilien.

Au total, l'indicateur calculé vis-à-vis d'un groupe de 42 partenairesⁱ fait apparaître, en février, une légère amélioration de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros et mesurée par les prix à la consommation.

Relativement stable vis-à-vis des pays de l'Union européenne, en dépit des gains enregistrés à l'égard du Royaume-Uni, la compétitivité de la France s'est accrue surtout par rapport aux États-Unis et aux pays d'Asie. Une nouvelle dégradation vis-à-vis du bloc des pays d'Amérique latine est venue en partie effacer ces résultats.

Évolution de long terme

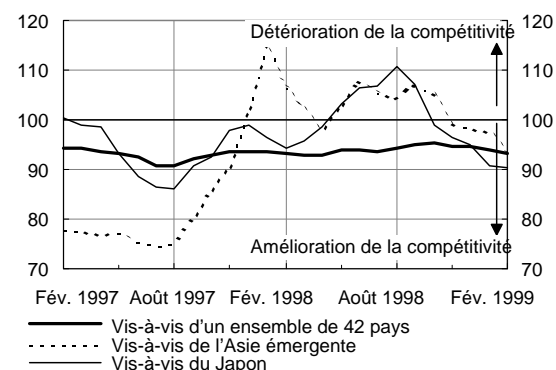
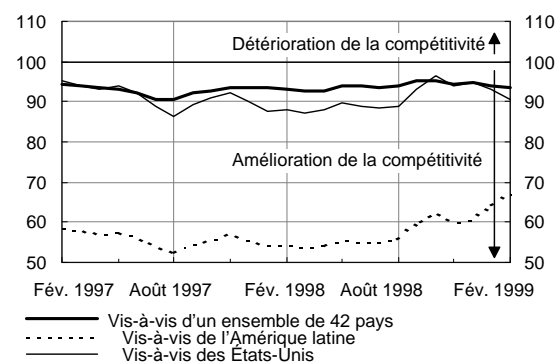
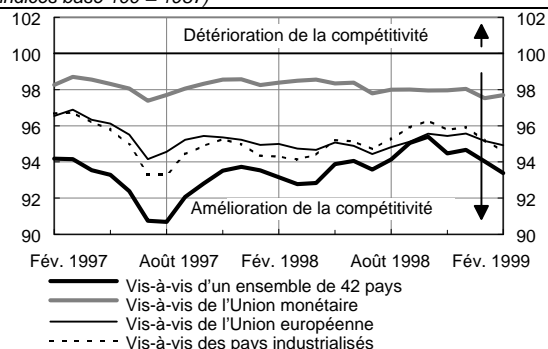
Par rapport au niveau moyen de l'année 1987, la France occupe en février 1999 une position favorable face à l'ensemble de ses partenaires.

ⁱ Union européenne, États-Unis, Suisse, Japon, Canada, Corée du Sud, Turquie, Maroc, Taiwan, Hong-Kong, Pologne, Norvège, Brésil, Australie, Indonésie, Inde, Argentine, Israël, Thaïlande, Singapour, Afrique du Sud, Malaisie, Mexique, Hongrie, Chili, Philippines, Pakistan, Venezuela, Colombie, Nouvelle-Zélande (les pays indiqués en italique forment le groupe des pays industrialisés).

Compétitivité de l'économie française : du franc à l'euro

Indicateurs d'évolution des prix à la consommation dans une même unité monétaire

(indices base 100 = 1987)



Sources : Banque de France, BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Bloomberg

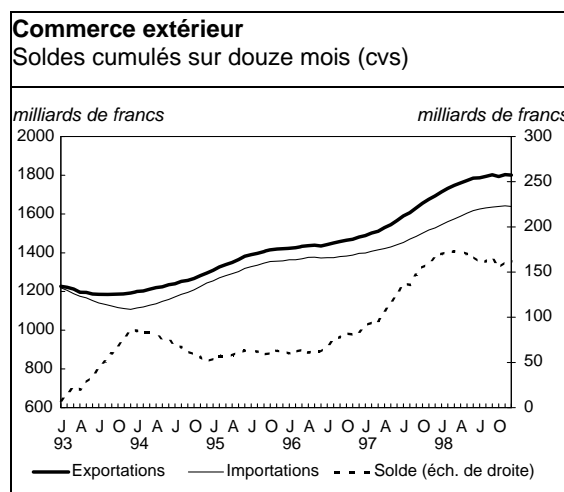
Les gains de compétitivité enregistrés par la France vis-à-vis du groupe des 42 partenaires et de l'ensemble des pays européens demeurent relativement modérés. Ils sont légèrement plus élevés à l'égard des États-Unis. Par rapport aux partenaires de l'Union monétaire, la compétitivité française tend à se stabiliser, la variation ne reflétant naturellement plus, depuis le début de l'année, que les écarts de prix.

Les gains obtenus vis-à-vis des pays d'Amérique latine demeurent substantiels, mais ils ont tendance à se réduire depuis six mois.

Vis-à-vis du Japon et des pays émergents d'Asie, la situation compétitive de la France continue de s'améliorer, les pertes dues à la baisse du yen et du bloc des monnaies asiatiques ayant été totalement gommées au cours des six derniers mois.

1.4. Le commerce extérieur en décembre 1998

Évolution globale (données douanières FAB-FAB cvs)



Source : Douanes

Avec 17,2 milliards de francs en données cvs, contre 15,9 milliards en novembre, l'excédent commercial s'établit, en décembre, au-dessus de la moyenne des douze derniers mois (13,5 milliards).

Cette amélioration est liée à un effritement des importations (131,3 milliards de francs, soit - 3,0 %) légèrement plus accentué que celui des exportations (148,5 milliards, soit - 1,9 %).

Elle est imputable à la progression de l'excédent industriel (12,3 milliards de francs, contre 11,1 milliards en novembre), les performances des secteurs des biens d'équipement professionnels et du matériel militaire compensant les moindres résultats d'autres branches, automobile en particulier.

Au plan géographique, le déficit se creuse avec les États-Unis, le Japon et plusieurs pays européens, Italie et Pays-Bas notamment. En revanche, le solde des échanges avec les pays d'Asie en développement rapide se rééquilibre et l'excédent avec l'Espagne atteint la valeur record de 4,2 milliards de francs.

Sur l'ensemble de l'année, avec une progression de 6,1 % des exportations, contre 7,2 % pour les importations, l'excédent commercial s'établit à 160 milliards de francs. Il se rapproche ainsi du niveau exceptionnel atteint en 1997 (166,5 milliards de francs) malgré une conjoncture internationale beaucoup moins favorable due aux crises financières en Asie et en Russie.

Orientation géographique (données douanières CAF-FAB cvs)

– L'excédent avec les *pays de l'Union européenne* n'enregistre pas d'évolution très significative (5,7 milliards de francs, contre 5,3 milliards en novembre), en raison d'un repli à peine plus accentué des importations (– 2,7 %) que des exportations (– 2,2 %). Les exportations baissent fortement à destination de l'Italie et de l'UEBL, sensiblement vers le Royaume-Uni. L'excédent avec l'Espagne s'élève à 4,2 milliards de francs, contre 3,4 milliards le mois précédent, en raison d'une progression de 3,9 % des ventes vers ce pays, en particulier dans les secteurs automobile, aéronautique et téléphonie mobile.

Sur l'ensemble de l'année, l'excédent s'inscrit en retrait par rapport à l'année précédente (65,1 milliards de francs, contre 81,1 milliards en 1997).

– Le déficit avec les *autres pays de l'OCDE* se réduit légèrement (à 1,3 milliard de francs, contre 1,6 milliard en novembre), malgré une détérioration avec les États-Unis et le Japon.

Stable depuis plusieurs mois, le déficit avec le *Japon* se creuse à nouveau sous l'effet d'un recul sensible des exportations de vin et de matériel électronique professionnel. En revanche, l'excédent avec la *Suisse* se renforce (2,2 milliards de francs, après 1,7 milliard en novembre), grâce à la bonne tenue des ventes d'électronique professionnelle et à la livraison de 1 Airbus.

– L'excédent avec la *zone hors OCDE* est presque stable (5,9 milliards de francs, contre 5,8 milliards le mois précédent).

Des fortes exportations de matériel ferroviaire (Corée du Sud) et d'importantes livraisons d'Airbus permettent un rééquilibrage de notre solde commercial avec les *pays d'Asie en développement rapide*. Le solde des échanges avec les *pays de l'Est* se replie de près de 0,4 milliard de francs (poursuite de la crise russe et baisse des ventes à la Pologne). Les exportations vers le « *reste du monde* » progressent (satellisations depuis Kourou).

Le net accroissement de l'excédent annuel sur la zone masque le retournement du solde sur les pays d'Asie (– 18,4 milliards de francs, contre + 4,5 milliards), avec une baisse des exportations de 15,1 %.

1.5. La balance des paiements en décembre 1998 (premiers résultats de l'année 1998)

L'année 1998 se solde par des résultats provisoires proches de ceux de l'année précédente en ce qui concerne les principales rubriques.

Les excédents du compte de transactions courantes, tant pour le mois de décembre que pour l'ensemble de l'année, traduisent une stabilité en valeur par rapport à l'année précédente (respectivement 23,7 milliards de francs et 230,6 milliards, soit 2,7 % du PIB, contre 23,7 milliards, 230,1 milliards et 2,8 % du PIB en 1997). Cette similitude s'applique également aux autres grandes rubriques de la balance des paiements, le compte financier et les erreurs et omissions présentant des soldes de, respectivement, – 262,3 milliards de francs et + 23,7 milliards, contre – 264,4 milliards et + 25,7 milliards en 1997.

Quelques nuances sont cependant à introduire dans l'évolution des différents postes de la balance des paiements. Ainsi, en ce qui concerne les transactions courantes, une compensation est intervenue entre, d'une part, le recul de l'excédent du commerce extérieur de marchandises, imputable à un ralentissement plus marqué de la croissance des exportations (+ 5,9 %, contre + 14,9 %, que de celle des importations (+ 7,6 %, contre + 9,9 %) d'une année à l'autre, et, d'autre part, la progression de l'excédent des services, notamment des voyages, qui dégagent un solde record (71,7 milliards de francs, au lieu de 66,7 milliards en 1997).

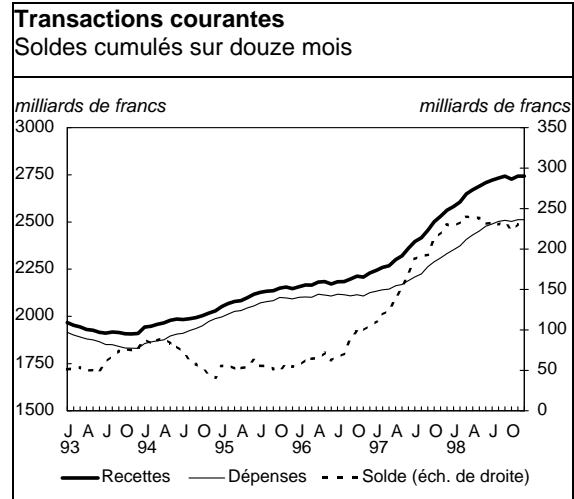
Les évolutions des postes du compte financier ont été également contrastées d'une année à l'autre. Les investissements directs, constitués pour plus de moitié d'opérations en capital social (le complément portant sur les opérations à court et à long termes entre affiliés), se traduisent à nouveau par des sorties nettes de capitaux. Ce solde (- 64,4 milliards de francs) se situe cependant légèrement en retrait sur celui de l'année précédente (- 72,4 milliards), par suite d'une progression plus forte des investissements étrangers en France (+ 35 milliards) que des investissements français à l'étranger (+ 26,9 milliards). En revanche, les autres postes ont connu des variations beaucoup plus prononcées en 1998. Ainsi, les investissements de portefeuille ont été à l'origine de placements nets à l'étranger qui se sont élevés à plus du double de ceux enregistrés en 1997 (- 318,8 milliards de francs, contre - 149,1 milliards), du fait de l'augmentation de 289 milliards des achats par les résidents de titres étrangers, constitués pour plus de 70 % de titres émis dans la zone euro, que n'a pu compenser la progression sensible des achats de valeurs françaises par les non-résidents (+ 119 milliards).

Afin de financer le surcroît d'achats nets de titres étrangers, alors que l'excédent des transactions courantes est resté stable d'une année à l'autre, le secteur bancaire a emprunté vis-à-vis de l'étranger plus de 284 milliards de francs sur l'année, au lieu de prêts nets, à hauteur de 39,8 milliards en 1997. Il est à noter qu'en décembre, vraisemblablement dans le cadre de la préparation à la monnaie unique, le réaménagement des positions du secteur bancaire s'est, au contraire, traduit par des sorties de capitaux de 93 milliards de francs.

Enfin, les avoirs de réserve se sont renforcés de 115,6 milliards de francs sur l'année. Ils n'avaient progressé que de 34,3 milliards de francs en 1997.

1.5.1. Les transactions courantes

En décembre, avec 18,8 milliards de francs en données cvs, au lieu de 22,6 milliards le mois précédent, le solde excédentaire des transactions courantes s'inscrit en léger repli (23,7 milliards, contre 18,3 milliards en novembre, en données brutes). Le retournement du solde net des revenus, qui redevient négatif, et la contraction du solde des services, provoquée par l'effet conjugué d'une diminution des recettes et d'une augmentation des dépenses, sont à l'origine de ce fléchissement.

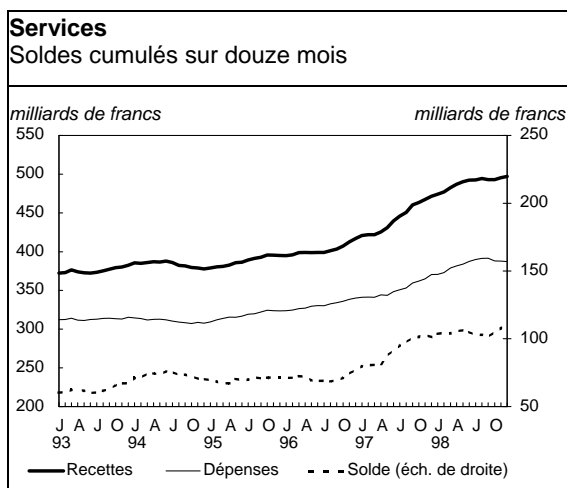


Le solde cumulé des transactions courantes sur l'ensemble de l'année 1998 s'établit ainsi à 230,6 milliards de francs, niveau comparable à celui atteint en 1997 (+ 230,1 milliards), malgré un rythme de progression des dépenses plus rapide que celui des recettes (respectivement + 7,7 % et + 7,0 %). Au total, le raffermissement de l'excédent des services et la réduction du déficit des revenus permettent de combler l'accroissement du déficit des transferts courants et la contraction du solde positif des échanges de biens. Sur l'année 1998, le rapport du solde des transactions courantes au PIB se relève à 2,7 %, contre 2,8 % en 1997.

Les biens (données cvs)

Grâce à la bonne tenue du commerce extérieur en décembre, le solde excédentaire des échanges de biens progresse, pour atteindre 15,2 milliards de francs, contre 14,2 milliards le mois précédent. Cependant, en cumul sur l'année, le solde des biens diminue sensiblement (154,1 milliards de francs, contre 164,3 milliards en 1997), à la suite d'une progression beaucoup plus rapide des dépenses que des recettes.

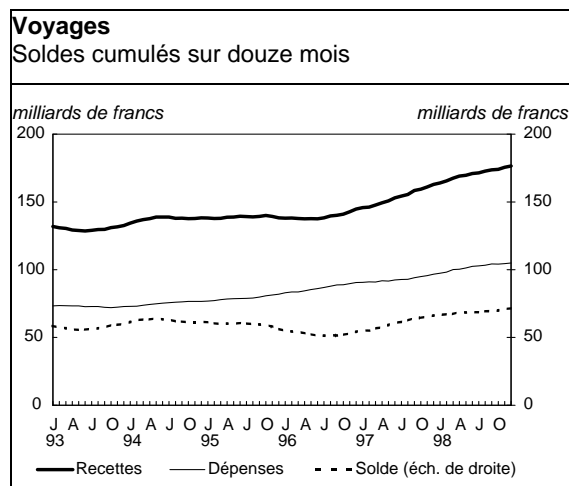
Les services (données cvs)



L'excédent des services poursuit sa décélération en décembre, pour s'établir à 8,2 milliards de francs, contre 12 milliards en novembre. Cette tendance ne reflète toutefois pas le comportement général du poste des services au cours de l'année 1998, lequel, sous l'effet d'une progression plus vigoureuse des recettes que des dépenses (respectivement + 5,3 % et + 4,5 %), atteint un niveau d'excédent sans précédent (+ 110,9 milliards de francs, contre + 102,6 milliards en 1997).

Pour l'ensemble de l'année 1998, le solde positif des voyages se situe au niveau record de 71,7 milliards de francs, après 66,7 milliards en 1997, avec une croissance des recettes de 8,0 %, en rythme annuel, légèrement inférieure à celle des dépenses (8,3 %). En ce qui concerne les recettes, ce sont surtout les touristes originaires des États-Unis et de l'Union européenne (Royaume-Uni, Pays-Bas, Allemagne) qui ont contribué à ce résultat, en comblant la baisse de fréquentation des voyageurs asiatiques. Devançant l'Espagne, la France retrouve, avec 176,5 milliards de francs de recettes touristiques, contre 163,5 milliards en 1997, la troisième place des pays d'accueil des visiteurs étrangers, derrière les États-Unis et l'Italie.

L'augmentation des dépenses des touristes français à l'étranger (104,8 milliards de francs, contre 96,8 milliards en 1997) s'est concentrée sur les États-Unis et l'Afrique du Nord, au détriment des pays européens.



Parmi les autres lignes de services, il convient de noter la bonne tenue des *services de construction*, dont le solde cumulé sur l'année 1998 s'établit à + 13,2 milliards de francs, contre + 12,3 milliards en 1997, et des *autres services aux entreprises*, dont le solde annuel se maintient pratiquement au niveau de 1997 (+ 32,5 milliards, après + 32,7 milliards en 1997), grâce aux gains nets enregistrés sur les échanges de marchandises effectués par les filiales implantées à l'étranger. Ces transactions concernent surtout les secteurs de l'automobile et de l'aéronautique.

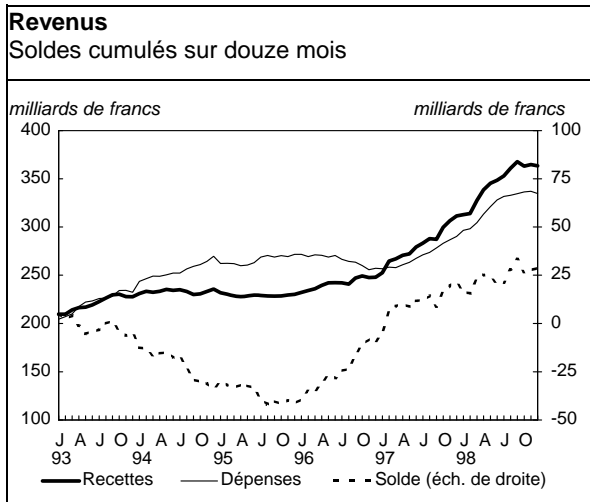
Les revenus (données cvs)

Sur l'ensemble de l'année 1998, le solde excédentaire des revenus, dont l'évolution est étroitement corrélée à celle de la position extérieure de la France, se consolide pour atteindre 23 milliards de francs, contre 19,2 milliards en 1997. Cette évolution est essentiellement imputable aux revenus d'investissements de portefeuille, tandis que l'excédent des revenus d'investissements directs et des autres investissements fléchit.

— Le solde net annuel des *revenus des investissements directs* enregistre un sensible repli (+ 25,8 milliards de francs, après + 33,1 milliards), en liaison avec un accroissement des dividendes rapatriés par les maisons mères étrangères, alors que le montant des revenus encaissés par les maisons mères françaises reste stable.

–Le solde déficitaire des *revenus sur les investissements de portefeuille* diminue de plus de 13 milliards de francs (– 35,4 milliards, au lieu de – 49 milliards en 1997), en liaison avec les achats substantiels de titres étrangers effectués par les résidents depuis trois ans.

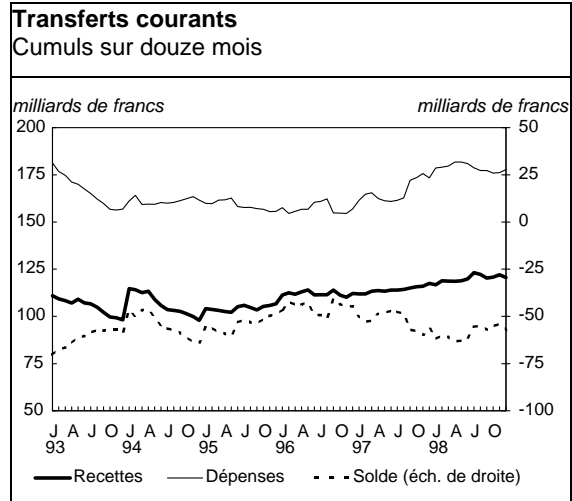
–L'excédent des *revenus des autres investissements* décroît sensiblement (21,7 milliards de francs, au lieu de 24,2 milliards en 1997), en raison d'une augmentation des intérêts versés par les banques à leurs correspondants étrangers au titre des opérations interbancaires.



Les transferts courants (données brutes)

En cumul à fin 1998, le déficit structurel des transferts courants ressort à 57,3 milliards de francs, contre 56 milliards en 1997. Ce mouvement s'explique, d'une part, par l'augmentation des transferts financiers vers les institutions de l'Union européenne, en particulier celle de la contribution PNB basée sur le montant total des revenus disponibles, et, d'autre part, par la quasi-stabilité des concours européens versés à la France.

Si l'on tient compte des concours européens reçus au titre du « Feoga-orientation » et du Feder comptabilisés dans le compte de capital, la contribution nette de la France au budget européen s'amplifie en 1998, avec 17,2 milliards de francs, contre 11,9 milliards en 1997.



1.5.2. Le compte de capital

Le solde des transferts en capital se raffermi d'un mois à l'autre (1,4 milliard de francs, contre + 0,2 milliard).

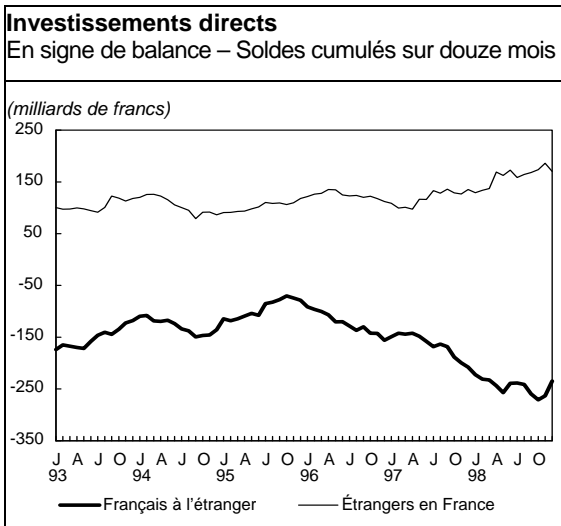
Ce résultat porte le solde de l'année 1998 à + 8 milliards de francs, contre + 8,6 milliards pour la période correspondante de 1997.

1.5.3. Le compte financier

À l'inverse des deux mois précédents, les flux financiers, hors avoirs de réserve, ont enregistré en décembre des sorties nettes importantes (55,1 milliards de francs). Les entrées nettes dues aux flux d'investissements de portefeuille (+ 31,7 milliards de francs) ne compensent que très partiellement le solde déficitaire des autres investissements (– 89,5 milliards).

Sur l'ensemble de l'année 1998, le compte financier (hors avoirs de réserve) présente un solde négatif de – 146,6 milliards de francs, contre – 230,1 milliards en 1997.

Investissements directs



Les investissements directs (y compris les bénéfiques réinvestis) ont dégagé, en décembre, un flux positif de 2,7 milliards de francs, après un solde presque équilibré en novembre (+ 0,3 milliard).

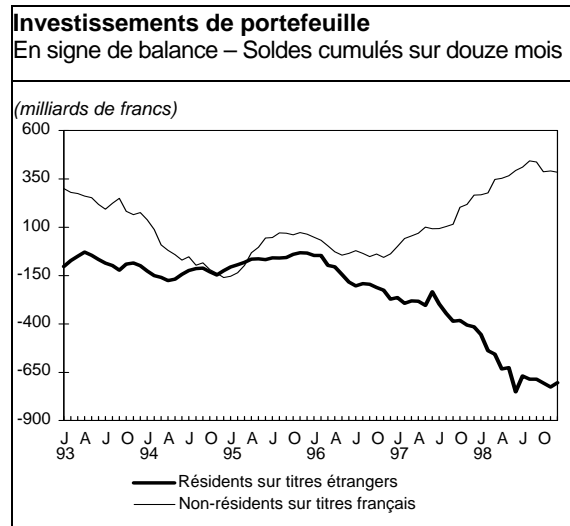
Les flux nets d'*investissements français à l'étranger* ont été ramenés à 10,2 milliards de francs, contre 13,8 milliards en novembre. Les opérations en capital social se sont contractées (2,6 milliards de francs, contre 6,4 milliards le mois précédent), tandis que les autres opérations restaient stables (6,5 milliards).

Les flux nets d'*investissements étrangers en France* ont légèrement diminué avec des entrées de 12,9 milliards de francs, contre 14,1 milliards en novembre. Les opérations en capital social ont progressé (6,9 milliards de francs, contre 3,9 milliards), tandis que les autres opérations diminuaient (5,6 milliards, contre 10 milliards).

Sur l'année 1998, la France est restée investisseur net à l'étranger (- 64,4 milliards de francs), en retrait toutefois par rapport à 1997 (- 72,4 milliards). En 1998, les flux nets d'investissements français à l'étranger ont progressé de 26,9 milliards de francs par rapport à 1997, atteignant un nouveau record (234,6 milliards). De leur côté, les flux nets d'investissements étrangers en France ont augmenté de 35 milliards de francs, pour atteindre 207,7 milliards, soit également le montant le plus élevé jamais atteint.

Il est à noter que les résultats des investissements français à l'étranger et étrangers en France incluent les « autres opérations entre affiliés », dont le montant est voisin de celui des apports en capital social.

Investissements de portefeuille



Après les fortes sorties de novembre (61,9 milliards de francs), les investissements de portefeuille (produits financiers dérivés inclus) ont connu des entrées nettes en décembre (31,7 milliards).

Les résidents ont fortement réduit leurs *achats nets de titres étrangers*, ramenés à 12,3 milliards de francs, contre 76,8 milliards en novembre. Les achats d'obligations ont chuté à 3,2 milliards de francs, contre 46,7 milliards en novembre, et les instruments du marché monétaire ont fait l'objet de ventes, pour 9,3 milliards, après des achats de 14 milliards en novembre.

Les non-résidents ont amplifié leurs *achats sur les titres français* (44 milliards de francs, contre 15 milliards en novembre), en particulier sur les obligations (36,1 milliards, contre 11,6 milliards en novembre) et, dans une moindre mesure, sur les actions (6,8 milliards, contre 2,4 milliards en novembre).

Sur l'ensemble de l'année 1998, les sorties nettes de capitaux sur investissements de portefeuille ont plus que doublé par rapport à 1997 (318,8 milliards de francs, contre 149,1 milliards en 1997), dépassant le pic atteint en 1996 (309 milliards).

Après 271,4 milliards de francs en 1996 et 415,3 milliards en 1997, les achats de titres étrangers par les résidents ont continué de progresser en 1998, avec 703,8 milliards. De même, les non-résidents ont porté leurs acquisitions de titres français à 385 milliards de francs, contre 118,8 milliards sur 1997.

Autres investissements

Contrastant avec les entrées enregistrées au cours du mois précédent (102,4 milliards de francs), les « Autres investissements » ont donné lieu à des sorties nettes de capitaux de 89,5 milliards. Ce mouvement a résulté du fléchissement sensible des engagements, à hauteur de 291,3 milliards de francs, compensé partiellement par la diminution, également marquée, des créances (201,8 milliards).

Les opérations du secteur bancaire ont contribué de façon essentielle à ce mouvement, en se soldant par des sorties nettes de 93,1 milliards de francs, imputables à une diminution simultanée et de grande ampleur des créances et des engagements des banques résidentes vis-à-vis de l'étranger, à hauteur de, respectivement, 198,5 milliards et de 291,6 milliards. Les opérations effectuées sur les monnaies participant à l'euro expliquent plus des trois quarts de ce mouvement.

En revanche, les flux financiers des autres secteurs ont été à l'origine d'entrées nettes de 3,6 milliards de francs, sous l'effet, notamment, de rapatriements par les résidents d'avoirs à l'étranger.

Sur l'ensemble de l'année 1998, la ligne « Autres investissements » a enregistré un excédent de 236,6 milliards de francs, contre un déficit de 8,6 milliards l'année précédente.

Les opérations du secteur bancaire se sont traduites par des entrées nettes substantielles de 284,5 milliards de francs, contre des sorties nettes de 39,8 milliards en 1997. Ces opérations se sont réparties en 210,6 milliards de francs de diminution des créances et de 73,9 milliards d'augmentation des engagements.

Avoirs de réserve

En décembre 1998, les avoirs de réserve bruts ont progressé de 18,4 milliards de francs. Sur l'ensemble de l'année 1998, ils se sont renforcés de 115,7 milliards, après avoir crû de 34,3 milliards de francs en 1997.

2. Comportements monétaires et financiers

Dans la zone euro, le glissement annuel de M3 a été de + 5,7 % en janvier 1999, après + 4,5 % en décembre 1998. Pour la période allant de novembre à janvier, sa moyenne s'est établie à + 4,9 %. L'accélération de M3 reflète essentiellement celle de M1, plus spécifiquement celle des dépôts à vue (+ 18,3 % en glissement annuel, après + 11,4 % en décembre)¹. En France, le mouvement a été plus mesuré, bien que les dépôts à vue aient également marqué une nette accélération (+ 7,2 % sur un an en janvier, après + 1,1 % en décembre 1998), en partie compensée par la décélération des livrets, qui sont directement substituables. Le mouvement général d'arbitrage des ménages français au profit d'actifs risqués observé au cours des mois précédents semble donc s'être poursuivi en janvier ; la privatisation réussie d'Air France en février tend d'ailleurs à en attester.

Dans la zone euro, la progression annuelle des crédits a conservé un rythme soutenu en janvier (+ 8,3 %). En France, on note également une reprise des crédits, qui tient surtout aux concours des banques aux entreprises pour le financement de leur trésorerie (dont le glissement annuel a atteint + 7,5 %, contre + 1,1 % le mois précédent). Le glissement annuel des crédits bancaires aux ménages demeure soutenu (+ 6,0 % en janvier, après + 5,9 % le mois précédent). Par ailleurs, l'endettement des agents non financiers via les marchés internes a légèrement ralenti (+ 7,7 % sur un an, après + 9,2 % en décembre). Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total s'est renforcé, passant de 4,4 % en décembre à 5,2 % en janvier.

Principaux indicateurs monétaires et financiers					
<i>(encours en milliards d'euros, variations et parts en pourcentage)</i>					
	Encours		Glissement annuel		Part dans la zone euro Janvier 1999
	Janvier 1999	Décembre 1998	Janvier 1999 (a)		
Zone euro					
M1	1 793,5	9,5	14,9		
M2	3 921,5	5,8	7,6		
M3	4 501,1	4,7	5,7		
Crédits	5 941,4	7,0	8,3		
dont : Secteur privé	5 103,9	8,2	9,4		
France					
Dépôts à vue	279,2	1,1	7,2	18,9	
Comptes sur livrets	275,7	5,2	3,7	22,1	
Dépôts à terme	331,0	2,7	1,8	17,6	
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	218,7			62,0	
Crédits	1 032,7	1,9	4,9	17,4	
dont : Secteur privé	913,5	3,5	5,6	17,9	
Endettement intérieur total	1 832,1	4,4	5,2		

(a) Les évolutions des agrégats de la zone euro en janvier 1999 sont corrigées des mouvements ne correspondant pas à des transactions (changements de périmètre du secteur des IFM, effets de valorisation, fluctuations de taux de change, etc.).

Sources : Banque de France, BCE

¹ Données disponibles au 1^{er} mars 1999 couvrant la période s'arrêtant au 31 janvier 1999

Élaboration des statistiques monétaires en Union monétaire

Les statistiques monétaires relatives au mois m sont élaborées par étapes successives.

– Au cours des deux premières semaines du mois m + 1, réception par la Banque de France des déclarations effectuées par les institutions financières monétaires (IFM) résidentes et l'administration centrale : *les données nationales nécessaires à l'élaboration des agrégats monétaires doivent être transmises dans un délai maximum de 10 jours ouvrables par rapport au mois de référence. Il s'agit d'encours détaillant les engagements et les créances des IFM (Banque de France, établissements de crédit, OPCVM monétaires, autres institutions financières) ventilés par zones géographiques, secteurs contreparties et durées initiales. Il faut y ajouter les dépôts collectés par l'administration centrale (Trésor, Poste), dont les encours doivent être déclarés aux BCN dans les mêmes délais.*

– À la fin de la troisième semaine du mois m + 1, transmission de données agrégées par la Banque de France à la BCE : *la Banque de France s'assure de l'exactitude et de la cohérence des données collectées. Cette vérification peut nécessiter, en cas de déclaration erronée, des remises rectificatives ou des corrections opérées par la Banque de France elle-même. Les données qui ne lui sont pas transmises dans les délais requis sont généralement estimées par report de la dernière information disponible. La Banque de France élabore séparément un bilan de ses propres opérations, un bilan agrégé des autres IFM résidant sur le territoire national, un état agrégé des dépôts collectés par l'administration centrale, et adresse ces informations en encours et en flux à la BCE dans un délai maximum de 15 jours ouvrables suivant la fin du mois m, soit environ la troisième semaine du mois suivant. La BCE les vérifie à son tour (équilibres comptables, contrôles de cohérence, comparaisons avec les données des autres pays), en liaison avec la Banque de France.*

– À la fin du mois m + 1, calcul des agrégats monétaires de la zone euro et de leurs contreparties se rapportant au mois m¹ : *à partir des données nationales qui lui ont été transmises par chaque banque centrale nationale (BCN), selon des modalités similaires à celles décrites ci-dessus, la BCE établit un bilan agrégé de l'Eurosystème et un bilan agrégé des autres IFM de la zone euro, puis un bilan consolidé des IFM en éliminant les opérations entre l'Eurosystème et les autres IFM et en soldant les engagements et les créances des IFM sous forme de crédits ou de titres, de façon à retenir les seuls avoirs du secteur détenteur de monnaie (non-IFM hors administration centrale). Le calcul de l'agrégat monétaire large de la zone euro M3 s'en déduit par simple sommation des engagements suivants des IFM, en y ajoutant de façon appropriée les dépôts auprès des administrations centrales². Les contreparties de M3 correspondent pour l'essentiel aux autres éléments du bilan consolidé.*

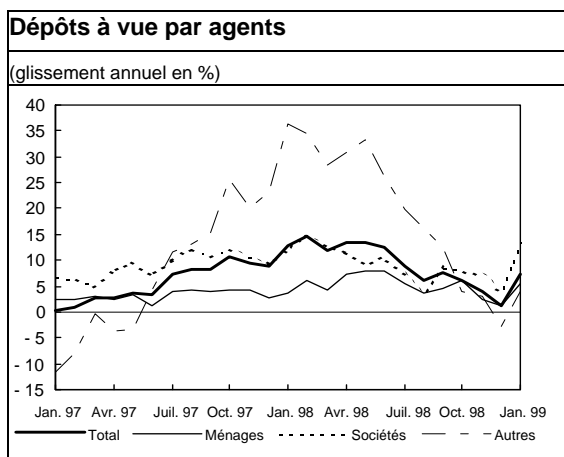
¹ Cf. *Bulletin de la Banque de France* n° 62, février 1999 : « Un agrégat large pour la zone euro »

² Pièces et billets en circulation, dépôts à vue, dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois, dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans, pensions, titres d'OPCVM monétaires, titres de créance émis avec une durée inférieure ou égale à 2 ans, instruments du marché monétaire

2.1. Placements intermédiés

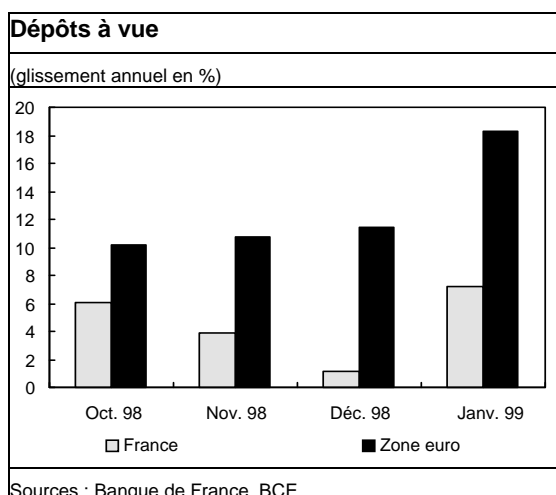
Le glissement annuel des dépôts à vue des résidents en France, toutes devises confondues, s'est établi à + 7,2 % en janvier, contre + 1,1 % en décembre :

- cette accélération concerne surtout les sociétés (+ 13,2 %, après + 3,9 % en décembre) et, dans une moindre mesure, les ménages (+ 5,4 %, après + 1,2 %) et les autres agents (collectivités locales, organismes de Sécurité sociale, associations, sociétés d'assurance, autres intermédiaires financiers, etc.), pour lesquels le glissement annuel est redevenu positif (+ 4,0 %, contre - 2,7 % en décembre) ;
- des raisons conjoncturelles expliquent probablement cette croissance soutenue : effet d'arbitrage de portefeuilles, introduction de l'euro, faiblesse du coût d'opportunité de la détention des encaisses de transaction.



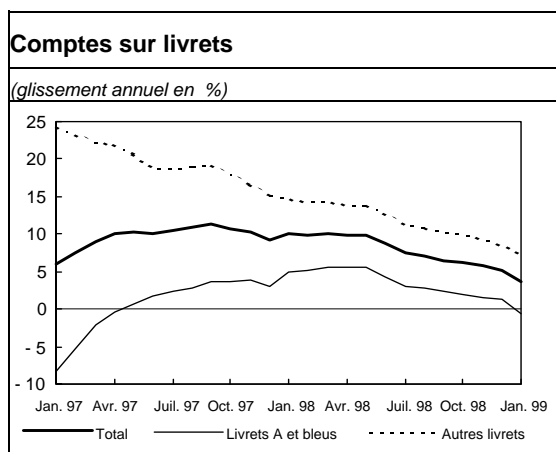
Toutefois, la progression des dépôts à vue est demeurée nettement moins soutenue que dans la zone euro :

- le dynamisme de la zone euro tient surtout à l'Allemagne et à l'Italie, qui regroupent respectivement 28 % et 26 % des dépôts à vue de la zone, contre 18,9 % pour la France ;
- ainsi, les contributions de ces deux pays à la croissance annuelle des dépôts à vue de la zone euro ont été de, respectivement, 5,1 points et 3,5 points, contre seulement 1,5 point pour la France.

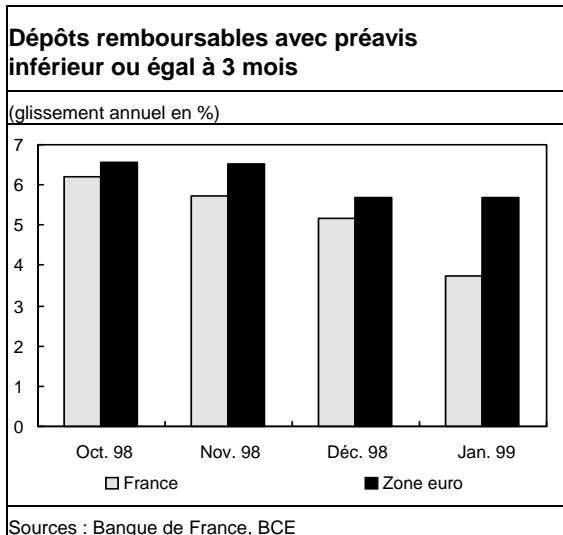


La croissance annuelle des comptes sur livrets s'est de nouveau ralentie, atteignant + 3,7 % en janvier, après + 5,2 % en décembre :

- le ralentissement, amorcé en juin 1998, après la baisse des taux administrés, affecte particulièrement les livrets A et bleus, qui se sont contractés de 0,6 % sur un an en janvier ;
- l'intérêt des épargnants pour les livrets imposables continue à se réduire ; leur encours n'a progressé qu'à un rythme annuel de 7,8 %, contre + 9,3 % le mois précédent. Ce mouvement devrait s'accroître, puisque la rémunération de ces livrets, désormais libre, a récemment été abaissée dans certains établissements.



Au plan européen, les comptes sur livrets entrent dans la catégorie des dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois. Dans la zone euro, ils ont progressé en janvier à un rythme annuel à la fois plus rapide et plus stable qu'en France.

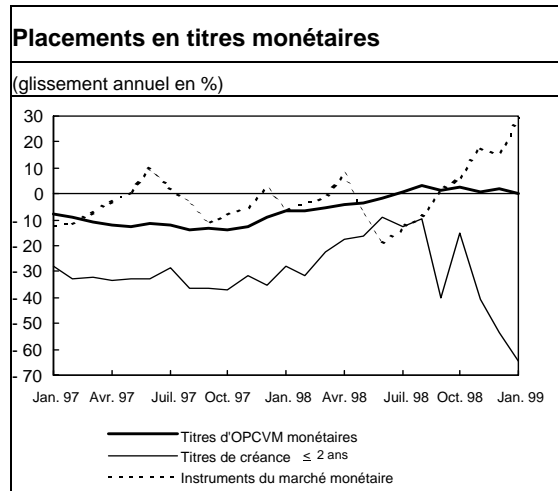


Le taux de croissance annuel des placements monétaires à terme et/ou négociables est resté à peu près inchangé en janvier (+ 1,8 %, après + 2,0 % en décembre)ⁱⁱ.

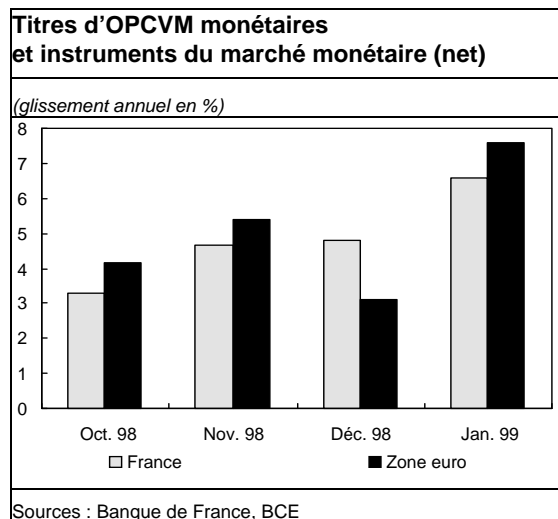
Ce mouvement reflète principalement les évolutions suivantes :

- le glissement annuel des placements en titres d'OPCVM monétaires a été nul en janvier, après + 1,7 % le mois précédent ;
- les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans continuent de se replier ; le glissement annuel atteignant - 5,7 %, après - 4,3 % en décembre ;
- les pensions, dont l'encours est très volatile, se sont repliées de 6,0 % sur un an, contre + 3,7 % en décembre ;
- les placements en certificats de dépôt (instruments du marché monétaire) se sont accrus de 29,0 % sur douze mois, après + 15,1 % en décembre. Ce renforcement traduit notamment les arbitrages des entreprises en faveur de ce type de produit ; en effet, la nouvelle réglementation de ces titres, qui a ramené leur durée minimale à l'émission de 10 jours à 1 jour, offre des possibilités de placements élargies.

ⁱⁱ Les placements en titres monétaires (titres d'OPCVM monétaires, titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans, instruments du marché monétaire) sont estimés comme le solde des encours émis et détenus par les institutions financières monétaires résidentes.



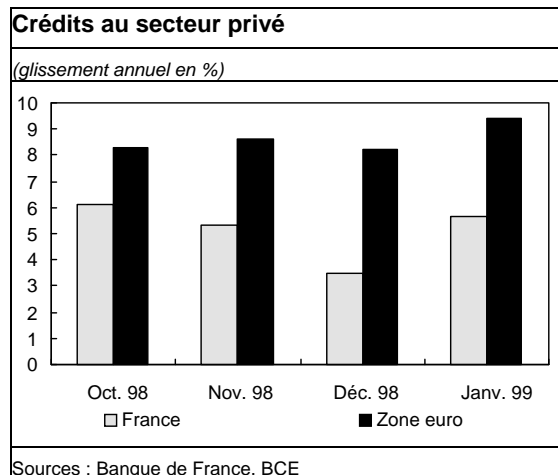
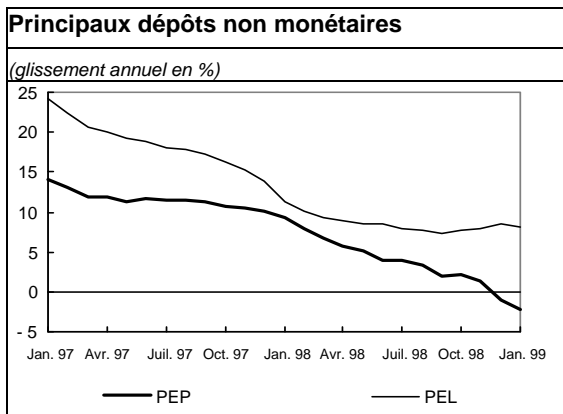
Dans l'ensemble de la zone euro, l'encours total des placements en titres d'OPCVM monétaires et en instruments du marché monétaire a augmenté à un rythme annuel légèrement plus rapide qu'en France.



Les dépôts non monétaires se sont accrus de 3,0 % sur un an en janvier, après + 3,7 % en décembre.

Cette légère décélération d'ensemble masque des mouvements contrastés :

- la contraction des plans d'épargne populaire (PEP) s'est accentuée (- 2,1 % sur un an, après - 1,1 % en décembre), le non-renouvellement de nombreux plans arrivés à échéance s'étant conjugué à la faiblesse des taux longs ;
- en revanche, le glissement annuel des plans d'épargne-logement (PEL) est demeuré assez soutenu (+ 8,1 %, après + 8,4 % en décembre). Ces produits restent parmi les placements mobilisables les mieux rémunérés, compte tenu du rendement attractif des plans les plus anciens.

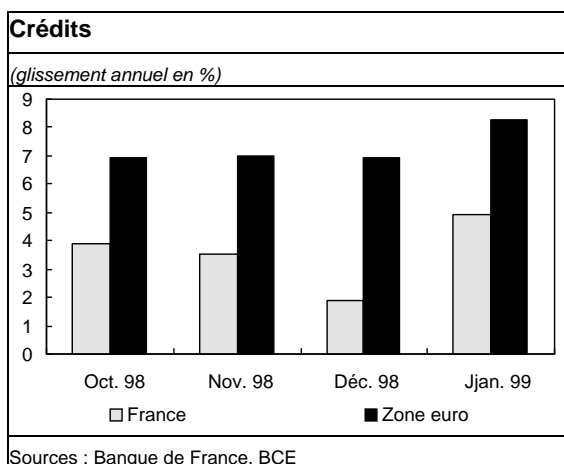


2.2. Endettement

La progression annuelle des crédits obtenus en France par les résidents auprès des IFM s'est renforcée, passant de + 1,9 % en décembre à + 4,9 % en janvier.

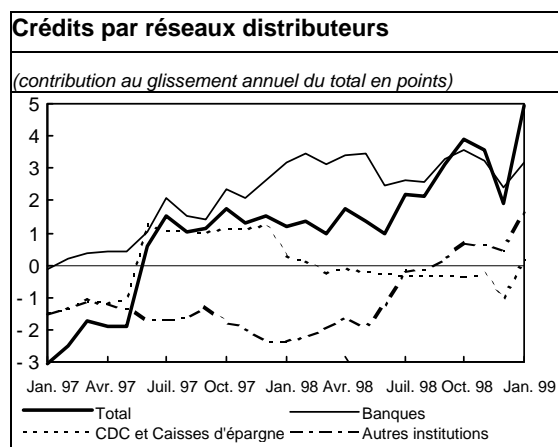
Bien que l'écart de croissance se soit sensiblement réduit en janvier, le glissement annuel des crédits y a été moins soutenu que dans la zone euro (+ 8,3 % sur un an en janvier) :

- les crédits aux administrations publiques ont stagné en France, mais ils ont progressé de 2,2 % dans la zone euro ;
- la progression des crédits au secteur privé est restée moins dynamique en France (+ 5,6 %) que dans la zone euro (+ 9,4 %).



L'accélération de la distribution de crédit en janvier a touché la plupart des réseaux distributeursⁱⁱⁱ :

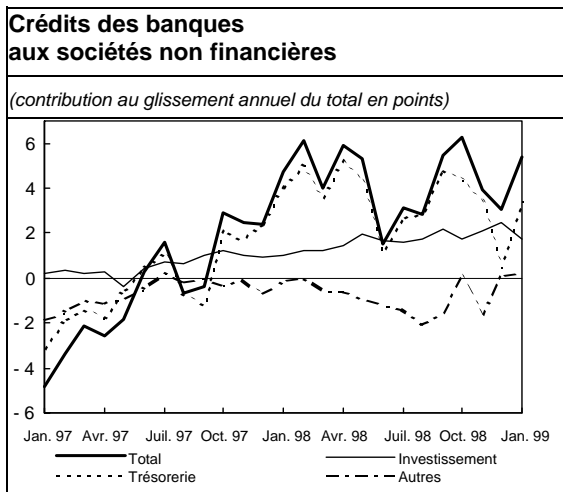
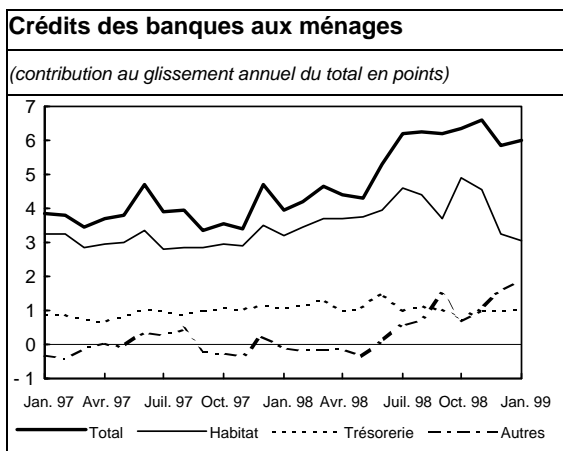
- notamment, le glissement annuel des crédits bancaires (accordés par les banques) s'est établi à + 5,5 % en janvier, après + 4,2 % en décembre ;
- les crédits obtenus auprès de la Caisse des dépôts et consignations et des caisses d'épargne ont retrouvé un glissement annuel positif (+ 0,7 % en décembre).



La reprise des crédits bancaires stricto sensu, qui sont les plus significatifs pour le financement du secteur privé, a bénéficié inégalement aux ménages et aux entreprises résidents en France métropolitaine et à Monaco :

ⁱⁱⁱ Dans le reste de la partie 2.2., les chiffres relatifs à la distribution de crédit ne concernent que l'activité en France métropolitaine et à Monaco.

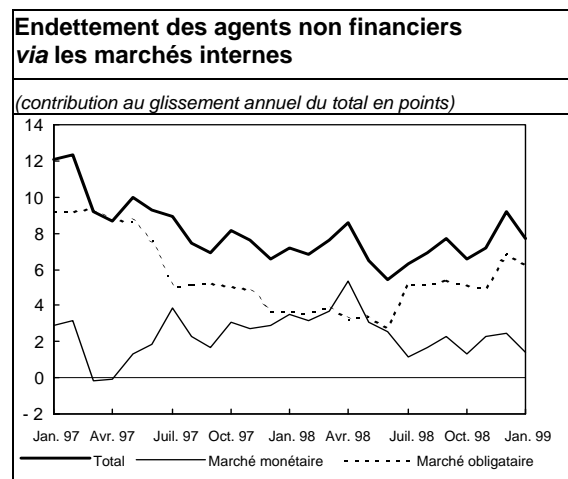
- le glissement annuel des crédits aux ménages a progressé de +6,0 % en janvier, après +5,9 % en décembre. Celui des crédits de trésorerie a été stable (+6,0 %, après +5,8 % le mois précédent), mais celui des crédits à l'habitat a de nouveau ralenti, fléchissant de +5,4 % en décembre à +5,1 % en janvier ;
- le glissement annuel des crédits aux sociétés non financières a nettement accéléré, passant de +3,1 % en décembre à +5,4 % en janvier. Cette reprise est surtout due aux crédits de trésorerie, qui, sur un an, ont progressé de +7,5 %, contre +1,1 % le mois précédent ; en revanche, les crédits à l'investissement ont décéléré, revenant de +7,3 % en décembre à +5,3 %.



Le glissement annuel de l'endettement des agents non financiers via les marchés internes s'est ralenti, de +9,2 % en décembre, à +7,7 % en janvier.

Le ralentissement a affecté tant le marché monétaire que le marché obligataire :

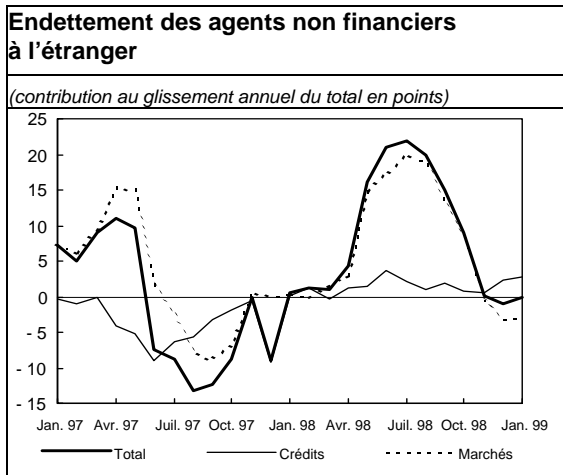
- la progression annuelle de l'endettement monétaire a atteint +4,0 %, après +7,2 % le mois précédent ; toutefois, l'accroissement de l'encours des billets de trésorerie est demeuré élevé (+12,2 % sur un an), l'écart important entre taux de marché et taux débiteurs à court terme continuant de donner aux entreprises ayant accès au marché une forte incitation à recourir à ce type de financement plutôt qu'au crédit bancaire ;
- le taux de croissance annuel de l'endettement obligataire est demeuré soutenu, dans un contexte de baisse marquée des taux d'intérêt à long terme (+9,7 %, après +10,2 % en décembre).



L'endettement à l'étranger a peu varié sur un an (-0,2 %, contre -1,0 % en décembre).

Cette accélération recouvre des évolutions contrastées selon le support d'endettement :

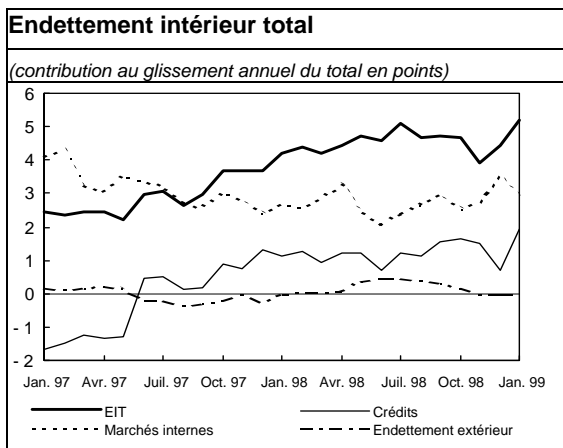
- les crédits obtenus auprès des non-résidents ont progressé de 6,3 % sur un an, après +5,1 % en décembre ;
- le glissement annuel de l'encours des obligations émises à l'étranger est revenu à 5,4 %, après 6,0 %.



Le glissement annuel de l'endettement intérieur total s'est renforcé, atteignant + 5,2 % en janvier, après + 4,4 % le mois précédent.

L'accélération globale masque des comportements d'endettement différenciés selon les agents :

- la progression annuelle de l'endettement de l'État s'est affaiblie (+ 7,8 %, après + 8,7 % en décembre) ;
- à l'inverse, celle de l'endettement des sociétés non financières s'est légèrement accrue (+ 5,3 %, après + 4,9 % en décembre) ; il en est de même pour les ménages (+ 3,7 % en janvier, après + 3,1 % en décembre).

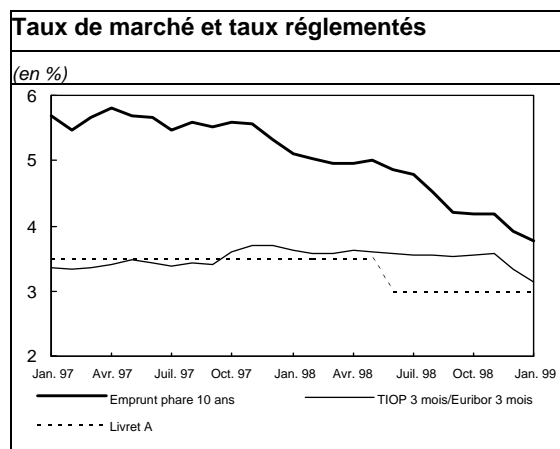


2.3. Taux d'intérêt bancaires

La poursuite de la baisse des taux de marché en janvier n'a pas affecté les taux réglementés.

En janvier, les taux de marché courts, désormais calculés sur un périmètre européen, ont continué de diminuer. Les taux à long terme ont poursuivi leur dégrise, qui s'était amplifiée au cours de l'été dernier sous les effets conjugués des crises asiatique et boursière.

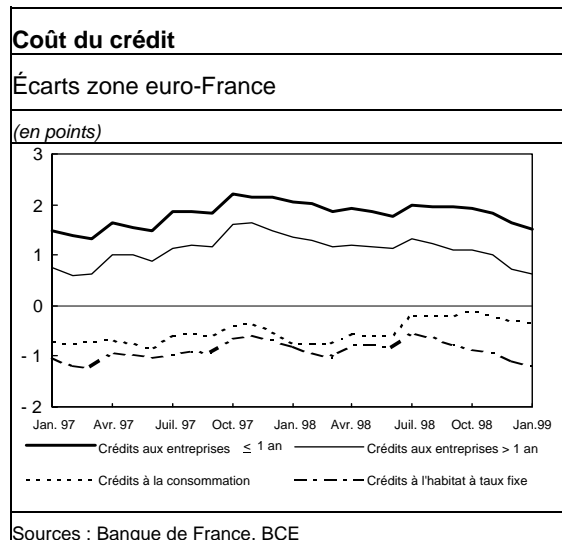
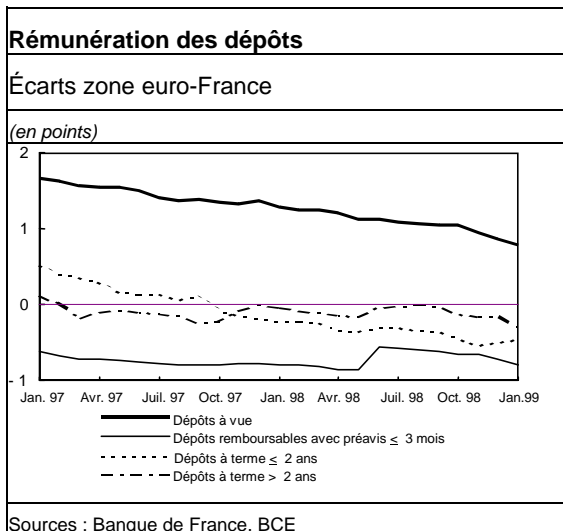
Dans ce contexte, la rémunération du livret A a dépassé en janvier, comme en décembre, son taux plafond déterminé par la moyenne des taux courts de marché minorée de 0,5 point.



Les écarts de rémunération des dépôts entre la France et la zone euro sont restés à peu près stables.

Le net écart de rémunération des dépôts à vue (en faveur de la zone euro) et des dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois (en faveur de la France) reflète l'impact de la réglementation française ; l'écart concernant les dépôts avec préavis inférieur à 3 mois a ainsi retrouvé son niveau de juin 1998, date de la dernière révision des taux administrés.

En revanche, pour les dépôts à terme, la rémunération en France est restée très proche de la moyenne observée dans la zone euro.



Les écarts de coût du crédit entre la France et la zone euro se sont resserrés, sauf pour le crédit à l'habitat à taux fixe.

L'écart a continué de se réduire pour le coût du crédit aux entreprises. Pour le crédit à la consommation, l'écart de taux avec la zone euro est resté stable de janvier à décembre. En revanche, le taux des crédits à l'habitat à taux fixe français est resté supérieur à la moyenne de la zone euro, l'écart tendant à s'accroître.

3. Les marchés de capitaux

3.1. Vue d'ensemble

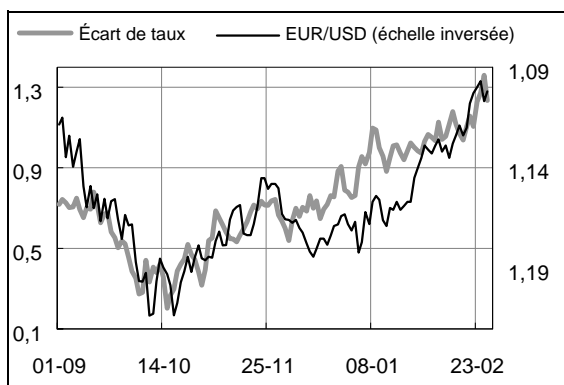
3.1.1. Les marchés financiers internationaux en février 1999

Les principaux développements de marché au cours du mois de février ont été : l'appréciation du dollar contre euro et contre yen dans un contexte de remontée des taux obligataires ; la détente monétaire britannique et la dépréciation de la livre sterling contre dollar ; enfin la rechute du real brésilien.

L'euro a poursuivi son mouvement de baisse contre dollar entamé en janvier, sous l'effet de la perception d'un renforcement du décalage conjoncturel entre les États-Unis et la zone euro qui a provoqué une évolution différenciée sur les marchés de taux d'intérêt.

Le dollar a sensiblement progressé contre euro, notamment à partir de la mi-février, l'EUR/USD revenant de 1,13 à moins de 1,10 en fin de période (1,0925 au plus bas). Cette évolution a ramené l'euro à un niveau comparable à celui de « l'euro virtuel » (panier des monnaies participantes, pondérées par les PIB) à fin août 1998.

Euro/Dollar et écart de rendement US Treasuries-OAT



NB : Euro virtuel jusqu'au 31 décembre 1998

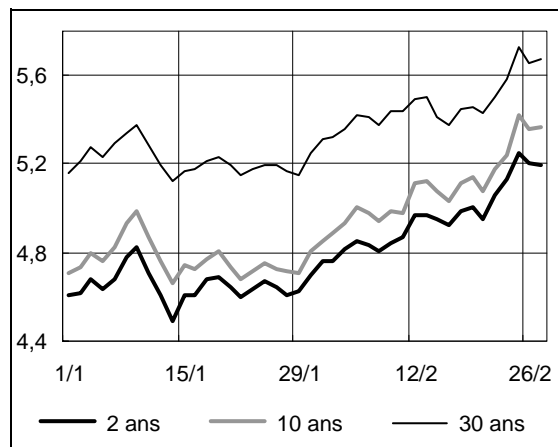
Source : Bloomberg

Le mouvement s'explique essentiellement par le sentiment des opérateurs d'assister à un décalage du rythme d'activité entre les États-Unis, qui ont enregistré une croissance annualisée de 6,1 % au quatrième trimestre, et la zone euro.

L'Allemagne a, en effet, connu une contraction de l'activité à la fin 1998 ; mais, parallèlement, la croissance française est ressortie plus robuste qu'attendu. Ces données conjoncturelles ont alimenté des anticipations divergentes de politique monétaire se traduisant par une tension sur les contrats de taux courts en dollars, tandis que persistaient encore quelques attentes de baisse des taux dans la zone euro.

Le marché obligataire américain s'est ainsi davantage dégradé que celui des titres en euros, notamment après les propos de M. Greenspan devant le Congrès le 26 février. Sur les titres d'État à long terme, l'écart de rendement États-Unis/France a sensiblement augmenté, de moins de 100 points de base à la fin janvier à plus de 125 points de base à la fin février, après avoir atteint un maximum de 136 points de base ; le supplément de rémunération a donc constitué un facteur de soutien du dollar, tandis que s'élargissait l'écart entre les conditions monétaires aux États-Unis et en Europe.

Taux américains à 2 ans, 10 ans et 30 ans



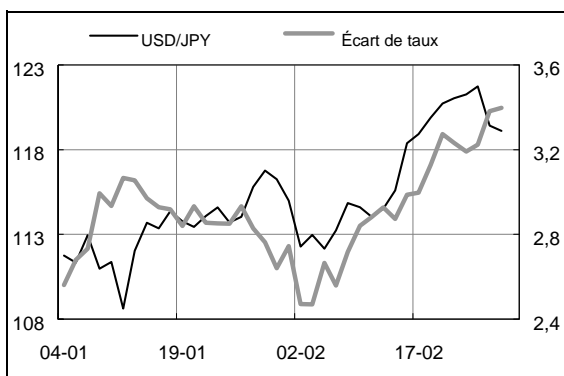
Source : Bloomberg

La tension constatée sur les taux longs explique que la bourse américaine n'ait guère bénéficié de la fermeté du dollar. En particulier, le Nasdaq a enregistré une baisse sensible courant février (environ 10 %), en raison de craintes de surévaluation des valeurs informatiques.

Le yen s'est fortement déprécié courant février en raison d'une politique monétaire devenue extrêmement accommodante, tandis que les tensions sur l'offre et la demande d'obligations japonaises suscitaient une volatilité importante sur les taux d'intérêt à long terme.

Après s'être traité sur un plus bas niveau à JPY 112 dans les premiers jours du mois, le dollar/yen a rapidement progressé, pour atteindre un plus haut niveau de JPY 122 le 22 février, avant de perdre un peu de terrain en fin de période. Cette vive dépréciation du yen s'explique, notamment, par la décision de la Banque du Japon, le 15 février, d'abaisser une nouvelle fois son objectif pour le taux interbancaire au jour le jour, à 0,15 %. Parallèlement, les officiels japonais se sont exprimés à plusieurs reprises pour juger normal le mouvement de baisse du yen, qui a pesé sur certaines devises d'Asie du Sud-Est. La détente des taux longs japonais, liée en particulier à des attentes d'achats de titres d'État par la Banque centrale, a également contribué à rendre la devise japonaise moins attractive.

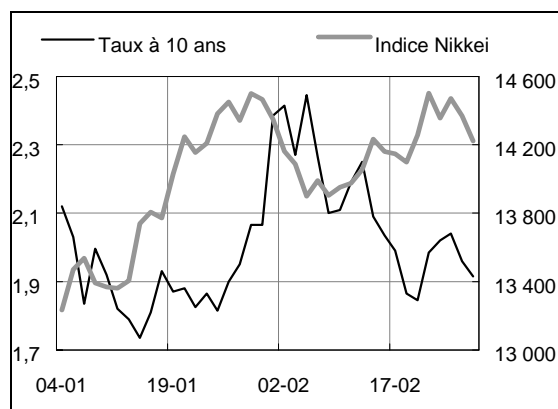
Dollar/Yen et écart de rendement US Treasuries-JGB



Source : Bloomberg

Mais le marché obligataire s'est surtout caractérisé par sa volatilité, entretenue par les annonces concernant l'ampleur des émissions, la reprise des achats de titres par le Trust Fund Bureau, et le débat sur la question d'une monétisation de la dette publique. Les fluctuations de taux longs se sont, pour partie, reflétées sur le marché boursier, les plus bas niveaux du Nikkei (en dessous de 14 000 points) correspondant aux pics sur les rendements à 10 ans.

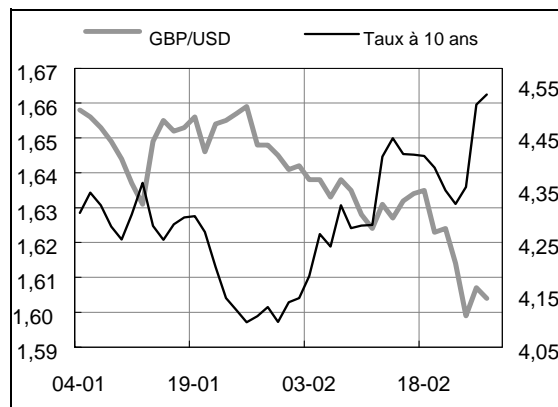
Taux à 10 ans japonais et indice Nikkei



Source : Bloomberg

Après la baisse du taux de base britannique en début de mois, la livre sterling a connu un mouvement fortement baissier contre dollar, en raison d'inquiétudes sur les perspectives de croissance et les conditions d'une participation à l'euro.

Livre sterling/dollar et taux à 10 ans britanniques



Source : Bloomberg

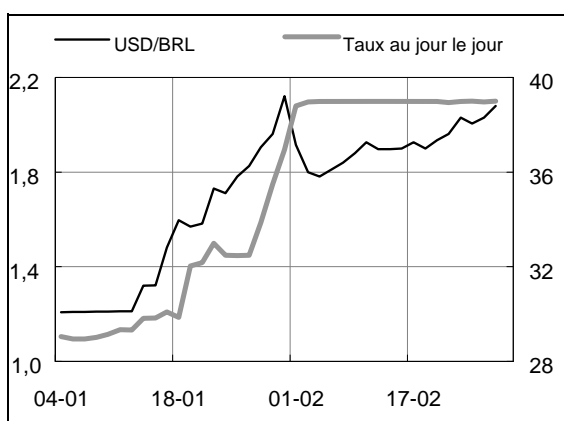
Le Conseil de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a décidé, le 4 février, une détente de 50 points de base de son taux directeur, ainsi ramené à 5,50 %. Après cette cinquième baisse de taux depuis octobre dernier et compte tenu de l'écart de taux subsistant, la livre sterling a fait preuve de fermeté contre l'euro pendant la plus grande partie du mois, les opérateurs estimant, en outre, que la détente monétaire était suffisante pour assurer une reprise de l'activité au Royaume-Uni. En outre, la publication d'un indice des prix de détail de janvier au-dessus de l'objectif officiel a accredité le scénario d'une interruption de la baisse des taux.

De fait, au cours du mois, les rendements obligataires britanniques se sont tendus autant que ceux de la zone euro. La livre sterling a néanmoins poursuivi sa baisse contre dollar, la devise britannique chutant en dessous de USD 1,60 pour la première fois depuis octobre 1997. L'annonce par le Premier ministre, le 24 février, du plan d'entrée dans la monnaie unique a également fait baisser temporairement la livre sterling contre l'euro : les cambistes anticipent généralement que la devise britannique rejoindrait l'euro à un cours nettement inférieur à son niveau actuel.

Enfin, le real a reperdu au cours du mois tout le terrain gagné dans les premiers jours de février, dans un contexte d'incertitudes sur la nomination du nouveau gouverneur de la Banque centrale, et en l'absence d'ancrage monétaire de substitution.

En début de mois, la devise brésilienne s'est réappréciée jusqu'à BRL 1,75 pour USD 1, à la faveur de la hausse des taux d'intérêt au jour le jour orchestrée par la Banque centrale. Mais, en l'absence de cadre de référence pour la politique monétaire et en raison d'incertitudes concernant la nomination de M. Fraga comme gouverneur de la Banque centrale, les sorties de capitaux se sont poursuivies. Malgré des interventions officielles, le real a, dès lors, repris une tendance fortement baissière, le dollar s'établissant à plus de BRL 2,05 en fin de période. En revanche, l'indice de la bourse brésilienne est demeuré quasiment inchangé sur la période, à un niveau nettement supérieur à celui enregistré à la veille de la dévaluation (+ 76 %).

Dollar/real brésilien et taux d'intérêt au jour le jour



Source : Bloomberg

3.1.2. L'activité financière de la place de Paris

Au cours du mois de février, l'activité de la place de Paris est restée soutenue, dans des volumes proches de ceux de janvier sur la plupart des marchés.

Sur le marché interbancaire, les volumes des opérations en blanc ont continué d'être élevés sur les échéances inférieures à un mois : ils s'établissent en moyenne quotidienne autour de 25 milliards d'euros sur le jour le jour. Les opérations de pension livrée se sont inscrites en léger recul (- 6 %) par rapport au mois de janvier. Les taux d'intérêt sur ce compartiment se sont quelque peu repliés, restant inférieurs de quelques points de base au taux de l'Eonia.

Sur le marché primaire des bons du Trésor, les titres de l'État français ont été très demandés, compte tenu de volumes d'émission inférieurs au montant des tombées et d'un intérêt fort de la part des investisseurs institutionnels. Sur le marché secondaire, la pente de la courbe des rendements s'est sensiblement accentuée, les taux des échéances les plus longues étant soutenus par la consolidation du marché obligataire. Grâce à leur forte liquidité, les titres français à 5 ans ont continué d'être très recherchés au sein de la zone euro, affichant un écart de taux négatif avec tous leurs homologues européens.

Sur le contrat Euribor du Matif, les volumes traités ont progressé d'environ 20 % sur le mois, pour s'établir à 26 000 contrats par jour. La même tendance est observée sur le contrat notionnel, avec 36 000 contrats échangés quotidiennement.

Sur le marché des titres de créance négociables, l'encours global des titres s'est élevé à 221,7 milliards d'euros à la fin du mois de février, contre 220,4 milliards à fin janvier. Cet accroissement est commun à l'ensemble des titres, l'encours des certificats de dépôt progressant de 900 millions d'euros, celui des bons à moyen terme négociables de 1,7 milliard et celui des billets de trésorerie de 700 millions. Par ailleurs, l'extinction progressive de l'encours des BISF se traduit par des tombées de 2 milliards d'euros en février.

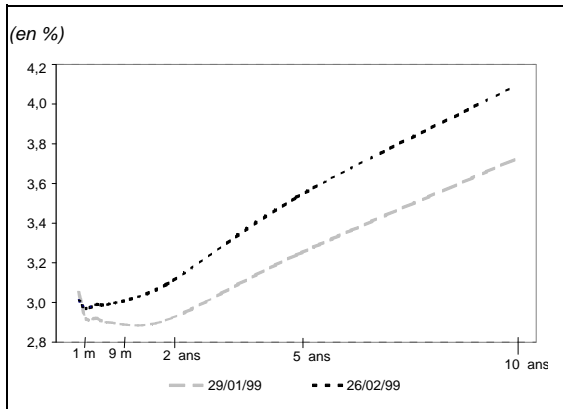
Sur le marché primaire obligataire, les émissions brutes réglées au cours du mois de février ont atteint près de 10,6 milliards d'euros en février, après 7,1 milliards en janvier, tandis que les émissions nettes n'ont été que de 3,9 milliards. La totalité des titres réglés en février ont été émis en euros. La part de l'État représente près de 42 % de la collecte des résidents sur la place de Paris, soit 52 % des encours émis à fin février.

Dans le même temps, les émetteurs de la place ont poursuivi leurs programmes de conversion en euros. L'encours nominal de la dette en euros représente près de 61 % du total émis par les résidents sur la place de Paris.

Activité financière sur la place de Paris Vue d'ensemble

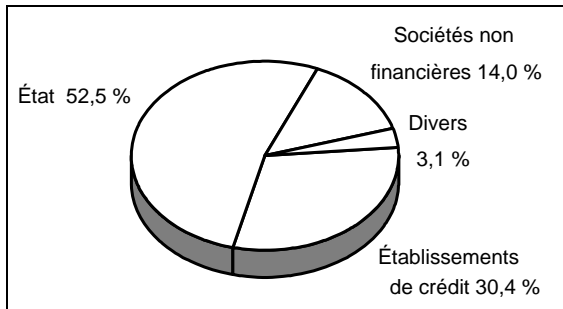
Titres d'État

Courbe des taux de rendement



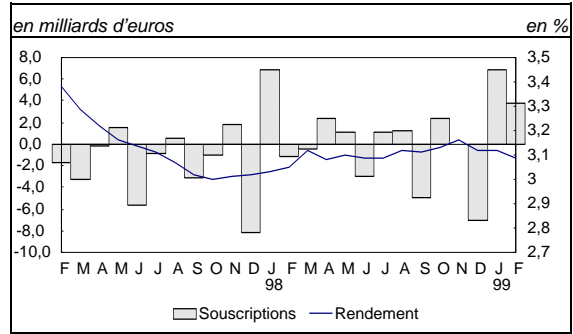
Obligations – Encours nominaux détenus par les résidents

Ventilation par secteurs émetteurs –
Février 1999



Sicav monétaires

Souscriptions nettes et rendement



Source : Fininfo

Obligations

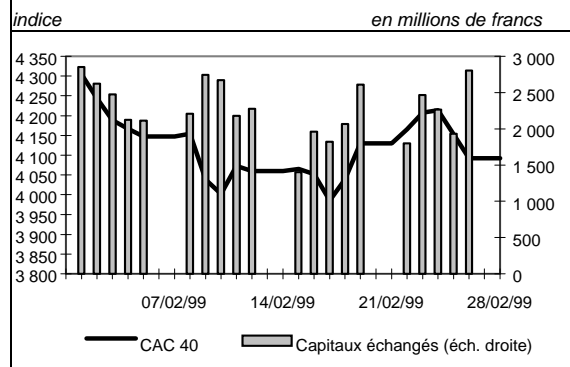
et titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en février 1999		Encours au 28 février 1999
	brutes	nettes	
BTF ET BTAN	–	–	157,9
Certificats de dépôt négociables	81,6	–	113,2
BMTN	3,5	–	65,8
Billets de trésorerie	25,3	–	41,6
Obligations	10,58	3,87	701,59
– État	4,44	3,51	368,03
– Établissements de crédit et assimilés	1,32	- 2,19	213,36
dont : Devises			0,16
– Sociétés non financières	2,79	0,53	98,37
– Autres émetteurs résidents	2,03	2,02	21,83

Bourse de Paris (RM)

Cours et volume traité



Source : SBF-Bourse de Paris

Sur le marché secondaire, les rendements obligataires ont enregistré une vive tension, le taux de l'emprunt phare français à 10 ans ressortant à 4,08 % le 26 février, contre 3,72 % le 29 janvier. Cette dégradation du marché a été induite essentiellement par la hausse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis, après la publication de nombreux indicateurs témoignant d'une croissance toujours soutenue. Ces tensions ont été également entretenues par des craintes de rapatriement de capitaux japonais, en raison de la hausse des rendements longs au Japon. Néanmoins, la progression des rendements a été plus faible en Europe qu'aux États-Unis. Il en est résulté un élargissement de l'écart de taux entre la France et les États-Unis (123 points de base le 28 février sur les taux à 10 ans).

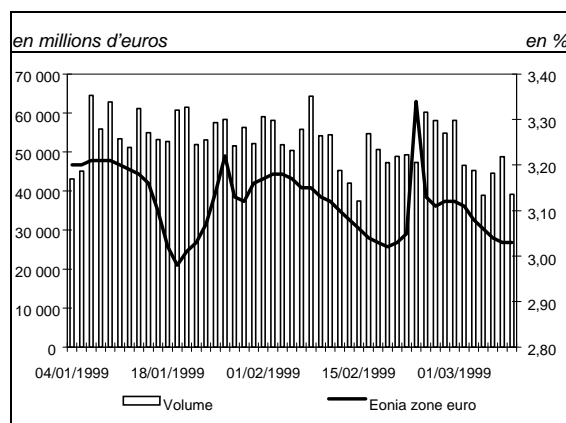
Cette hausse des taux à long terme a affecté la Bourse de Paris, où le CAC 40 a cédé 3,7 % d'une liquidation à l'autre. Les valeurs cycliques ont néanmoins connu un regain de faveur et, d'une manière générale, les annonces de résultats par les valeurs phares de la cote ont évité des fortes variations de cours. L'activité observée sur le marché primaire confirme le renforcement régulier de la profondeur et de la liquidité du marché actions (mise sur le marché des titres Air France, annonces des opérations SG-Paribas et Matra-Aerospatiale).

Sur le marché des OPCVM, on note une confirmation de la reprise des produits monétaires. L'effet performance s'est sensiblement atténué pour les OPCVM risqués.

3.2. Le marché interbancaire

L'activité sur ce marché est restée soutenue au cours du mois de février ; elle s'est concentrée sur les maturités les plus courtes dans un contexte de courbe monétaire initialement inversée. Les établissements français ont continué de jouer un rôle de premier plan dans l'animation du compartiment du jour le jour à l'échelle de la zone euro. Comme le mois précédent, ce dernier est demeuré très actif, le volume quotidien des prêts au jour le jour recensé au travers de l'Eonia (Tempe) s'établissant à plus de 50 milliards d'euros.

Marché interbancaire au jour le jour



Sur le marché de la pension livrée, l'activité s'est inscrite en léger repli par rapport aux niveaux atteints au lendemain de la mise en place de la monnaie unique. Contre valeurs du Trésor, le volume d'activité s'est ainsi établi à 590,7 milliards d'euros, en repli de 6 % environ par rapport au mois précédent.

Activité sur le marché de la pension livrée

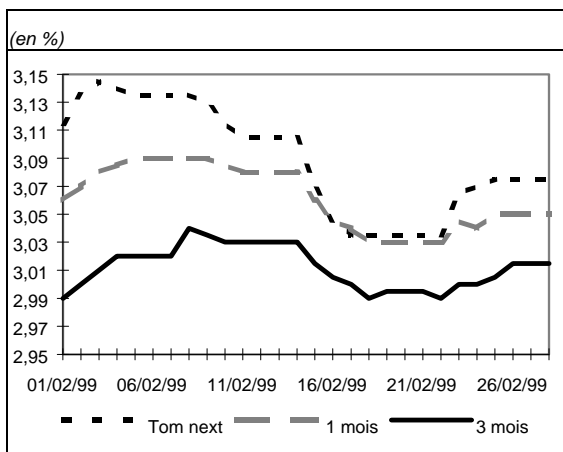
	Janvier 1999		Février 1999	
	Volume en milliards d'euros	Part en %	Volume en milliards d'euros	Part en %
OAT	339,7	54,1	311,6	52,8
BTAN	185,2	29,5	193,3	32,7
BTF	102,9	16,4	85,6	14,5
Total	627,8	100,0	590,7	100,0

Source : Sicovam SA

L'importance relative des échanges sur les maturités les plus courtes reste l'une des caractéristiques du marché français de la pension livrée : près de 50 % des transactions en valeur ont ainsi été réalisées sur le jour le jour. L'importance des opérations à taux variable est une autre spécificité de ce marché, le recours à ce type de transactions dans les autres pays de la zone euro apparaissant, à ce stade, peu développé.

En moyenne, au cours du mois de février, les taux sur le marché de la pension livrée se sont inscrits, selon les échéances considérées, de 3 à 6 points de base au-dessous des taux interbancaires, l'écart entre les deux marchés se repliant avec la baisse de l'Eonia, pour remonter quelque peu en fin de période.

Taux de la pension livrée



3.3. Les titres d'État

Toujours très recherchés à l'émission, les titres d'État français ont enregistré une hausse sensible des rendements en février.

3.3.1. Le marché primaire

Adjudications des bons du Trésor à taux fixe				
Date d'adjudication	Catégorie	Durée	Montants	Taux actuariel annuel moyen
	(a)		(b)	
1 ^{er} février 1999	BTF	13 sem.	815	2,93
1 ^{er} février 1999	BTF	25 sem.	902	2,94
8 février 1999	BTF	13 sem.	1 005	2,96
8 février 1999	BTF	41 sem.	1 156	2,99
15 février 1999	BTF	13 sem.	1 010	2,99
15 février 1999	BTF	52 sem.	1 142	2,99
18 février 1999	BTAN 3,50 %	2 ans	812	2,99
18 février 1999	BTAN 3,50 %	5 ans	3 158	3,43
22 février 1999	BTF	13 sem.	874	2,96
22 février 1999	BTF	28 sem.	1 227	2,95

(a) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés ;
BTAN : Bons du Trésor à intérêts annuels
(b) En millions d'euros

Les adjudications de BTF réalisées au cours du mois de janvier ont de nouveau rencontré un fort intérêt de la part des investisseurs. En témoignent les ratios de couverture élevés, supérieurs à 3,5 pour cinq des six lignes émises, constatés à l'occasion de ces émissions. Cette bonne tenue est à rapprocher de la faiblesse des montants adjugés au regard des tombées intervenues sur la période (respectivement 7,8 milliards d'euros et plus de 12 milliards) dans un contexte où la demande de papier d'État à court terme émanant des investisseurs institutionnels est restée soutenue. L'émission de BTF 6 mai 1999, en début de mois, est ainsi ressortie avec un taux moyen pondéré de 2,86 % (taux *in fine*), soit 17 points de base en dessous du *swap* à la date d'émission, le ratio de couverture s'inscrivant à 6,4.

Le Trésor a également procédé, au cours de cette période, à l'abondement de deux lignes de BTAN, à 2 ans (4 % juillet 2000) et 5 ans (3,5 % juillet 2004, ligne ouverte en janvier et abondée pour atteindre 7,3 milliards d'euros). Ces deux titres ont reçu un accueil favorable de la part du marché, le second, en particulier avec un ratio de 2,5 à l'adjudication et une très forte demande sur le marché de la pension livrée, à l'occasion de l'adjudication comme sur le marché secondaire. Ce résultat a conforté le statut privilégié dont jouissent les titres du Trésor français sur ce compartiment de la courbe euro. Avec un encours de près de 45 milliards d'euros concentrés sur cinq lignes, les titres d'État français constituent sur l'échéance 5 ans (maturité 2004) et autour de cette maturité la référence, sur le marché obligataire de l'euro, par rapport à laquelle les titres des autres émetteurs souverains de la zone affichent des écarts de rendement positifs.

Échéance 2004	Encours global en milliards d'euros	Nombre de lignes
France (OAT + BTAN)	44,90	5
Allemagne (<i>Bund + Treuhand</i>)	23,50	4
Italie	30,40	4
Espagne	11,42	2
Belgique	15,70	2
Autriche	4,40	5
Pays-Bas	14,70	2
Finlande	8,60	1

Émissions d'obligations (État)				
(en millions d'euros)				
Date de règlement	Déc. 1998	Janv. 1999	Fév. 1999	Total
<i>OAT émises par voie d'adjudication</i>				
OAT 4 % Avril 2009				
Valeur nominale	2 837	3 427	3 065	9 329
Prix d'émission	99,79	101,55	101,25	
Émission brute	2 830	3 480	3 103	9 413
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale			675	675
Prix d'émission			99,91	
Émission brute			674	674
OAT 5,50 % Avril 2029				
Valeur nominale	537	370	502	1 409
Prix d'émission	110,21	113,98	112,26	
Émission brute	591	422	564	1 577
<i>OAT destinées aux particuliers</i>				
OAT 4 % Avril 2009				
Valeur nominale	101	78	85	264
Prix d'émission	101,83	103,57	103,27	
Émission brute	103	81	88	272
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale		24	14	38
Prix d'émission		101,29	101,75	
Émission brute		24	14	38
TOTAL				
Valeur nominale	3 474	3 899	4 341	11 714
Émissions brutes	3 524	4 007	4 443	11 974
Amortissement		3 647	933	4 580
Émissions nettes	3 524	360	3 510	7 394
TOTAL cumulé 1998				
Valeur nominale				50 514
Émissions brutes				52 314
Amortissement				21 337
Émissions nettes				30 977

Au cours du mois sous revue, les émissions brutes de l'État se sont élevées à 4,4 milliards d'euros, contre 4 milliards en janvier. Les fonds ont été levés sur l'OAT 4 % avril 2009, sur l'OAT 5,50 % avril 2029 et sur l'OATi 3 % juillet 2009. Lors de l'adjudication du 4 février 1999, qui portait sur les trois lignes, le montant nominal total des soumissions compétitives retenues a atteint 4,2 milliards d'euros, auxquels il faut ajouter 49 millions de soumissions non compétitives au titre de l'OATi 3 % juillet 2009. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 3,85 %, en hausse de 4 points de base par rapport à l'adjudication du 7 janvier 1999. Celui de l'OAT à 30 ans s'est établi à 4,73 %, en hausse de 10 points par rapport à l'adjudication du 7 janvier 1999. Les souscriptions auprès des personnes physiques ont porté sur les OAT 4 % avril 2009 et les OATi 3 % juillet 2009. Le règlement de ces deux lignes s'est élevé à près de 102 millions d'euros. Les rendements actuariels ont été fixés à 2,78 % pour l'OATi 3 % juillet 2009 et 3,61 % pour l'OAT 4 % avril 2009.

À fin février, l'État avait réalisé près de 10 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 45 milliards d'euros.

Matif

En février, l'activité et la position ouverte sur les principaux contrats de taux du Matif ont évolué favorablement. Sur le contrat Euribor, les volumes traités ont progressé de près de 20 %, pour s'établir à plus de 26 000 contrats en moyenne quotidienne, au premier rang des marchés de futures continentaux sur ce contrat. Dans le même temps, la position ouverte (119 000 lots en fin de mois) progressait de 26,3 %. L'activité a bénéficié des premiers effets de la stratégie d'alliances développée par Matif SA : les membres du Meff espagnol étant, depuis le 5 février, en mesure d'accéder directement au contrat Euribor du Matif, leur contribution à l'activité globale s'est élevée, en février, à plus de 13 %.

Dans le cadre de cette stratégie de développement, le marché parisien, le CME américain et le SIMEX, à Singapour, ont annoncé, le 8 février, la conclusion d'une alliance (Globex®) prévoyant l'adoption d'une plate-forme de trading commune (NSC) et un accès réciproque privilégié aux produits traités sur chacun de ces trois marchés.

Sur le contrat Euronotionnel, l'activité a progressé dans des proportions similaires, 36 000 contrats étant en moyenne échangés quotidiennement. La position ouverte a gagné 4,8 %, pour s'établir à 98 800 contrats.

3.3.2. Le marché secondaire

Bons du Trésor

La courbe des bons du Trésor a enregistré au cours du mois de février un mouvement de repentification marqué. Les rendements se sont ainsi tendus de 3 points de base, 5 points de base et 8 points de base sur les échéances de, respectivement, 3 mois, 6 mois et 12 mois. La correction s'est avérée plus marquée au-delà : le secteur 2 ans, sur lequel les rendements s'inscrivaient en début de période au-dessous du taux des appels d'offres (2,94 %), s'est ainsi tendu de 13 points de base, alors que sur le compartiment 5 ans, la progression atteignait 26 points de base.

De la part des investisseurs domestiques comme non résidents, ce sont les segments 2002 à 2004 du marché des bons du Trésor qui ont été le plus sollicités, l'inversion de la courbe des taux en début de période pesant globalement sur l'activité du marché secondaire.

Activité sur valeurs du Trésor

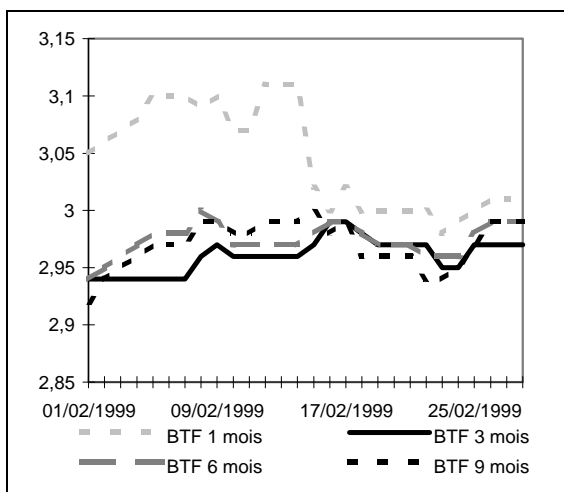
Achats/ventes

(en milliards d'euros)

	Janvier 1999	Février 1999
BTF	39,2	38,5
BTAN	103,4	108,3
Total	142,6	146,8

Source : Sicovam SA

Évolution des taux des BTF

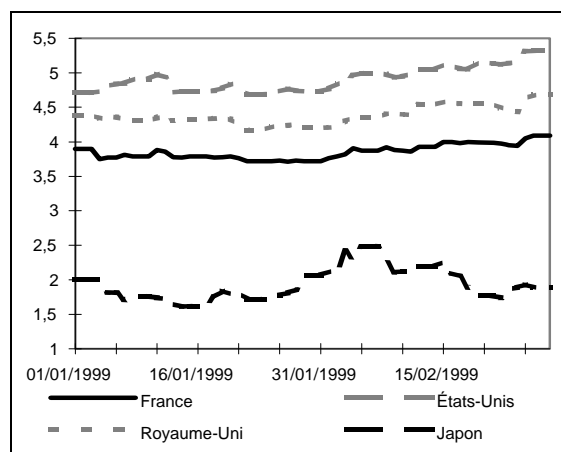


Obligations

En février, les rendements obligataires français se sont nettement tendus, le taux de l'emprunt phare à 10 ans passant de 3,72 % le 31 janvier à 4,09 % le 28 février, principalement sous l'influence du marché obligataire américain. Ce dernier s'est, en effet, fortement dégradé, les opérateurs révisant à la hausse leurs anticipations de taux, en raison de statistiques confirmant la vigueur de l'économie américaine et suscitant la réapparition de craintes d'un resserrement de la politique monétaire du Système fédéral de réserve.

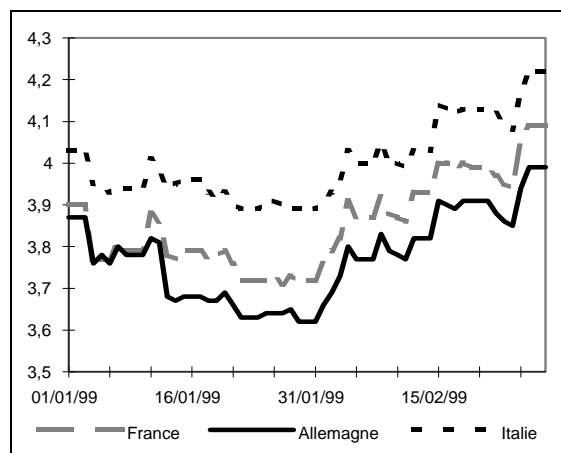
Toutefois, la hausse des rendements aux États-Unis ne s'est que partiellement transmise aux taux français, eu égard aux perspectives de ralentissement de la croissance économique au sein de la zone euro et à la persistance du dynamisme de la croissance aux États-Unis. Il en a résulté un élargissement de l'écart de taux à 10 ans entre la France et les États-Unis, celui-ci passant de 101 points de base le 31 janvier à 123 points de base le 28 février.

Taux des principaux emprunts phares à 10 ans



Les écarts de taux à 10 ans entre la France et les autres pays de la zone euro ont été relativement stables. En particulier, l'écart OAT-Bund est demeuré pratiquement inchangé, ressortant le 28 février à - 10 points de base.

Taux des emprunts phares à 10 ans en Europe



Au total, la courbe française des rendements s'est nettement pentifiée. Le taux à 2 ans sur emprunt d'État a progressé de 17 points de base, les taux à 5 ans et 10 ans gagnant, respectivement, 31 points de base et 33 points de base.

Enfin, dans un marché comparativement beaucoup plus étroit, les OAT indexées sur l'inflation ont fait preuve, comme à l'accoutumée, d'une grande stabilité en regard des OAT classiques. Le taux de l'OATi à 10 ans est ressorti à 3,01 % le 28 février, contre 2,99 % le 31 janvier. La différence entre le taux de rendement nominal et le taux de rendement réel de cette obligation (« point mort d'inflation ») s'est accrue de 35 points de base.

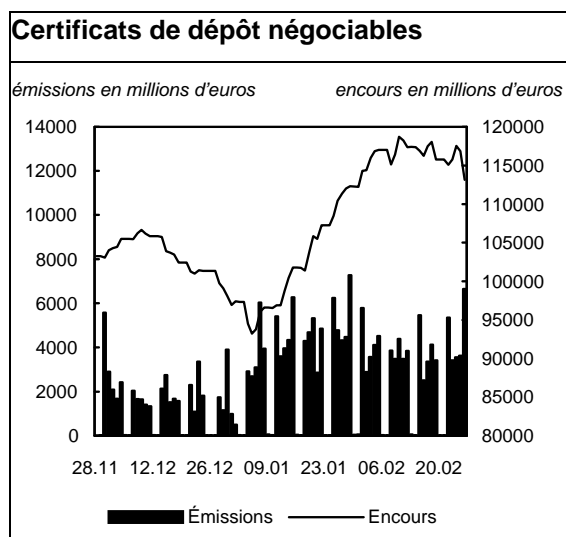
3.4. Les titres des entreprises financières et non financières

Les émissions de titres de créances négociables et d'obligations par le secteur financier se sont repliées, tandis que celles des entreprises non financières ont augmenté en février.

3.4.1. Les entreprises financières

Le volume des émissions de certificats de dépôt s'est inscrit en hausse, les grandes banques assurant la liquidité de ce marché, tant comme émetteurs que comme souscripteurs. En revanche, l'endettement obligataire a continué de se réduire.

Les émissions de certificats de dépôt négociables



Émissions de CDN en février 1999

Durée initiale	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	26,8	32,8
De 10 jours à moins de 1 mois	26,6	32,6
De 1 mois à moins de 3 mois	19,1	23,4
De 3 mois à moins de 6 mois	7,1	8,7
De 6 mois à 1 an	2,0	2,5
Total	81,6	100,0

Taux de rendement à l'émission des CDN				
(en pourcentage)				
	1 au 5 fév.	8 au 12 fév.	15 au 19 fév.	22 au 26 fév.
Certificats à 5 jours	3,22	3,19	3,11	3,15
Certificats à 10 jours	3,11	3,11	3,06	3,10
Certificats à 30 jours	3,16	3,18	3,15	3,13
Certificats à 90 jours	3,14	3,17	3,14	3,14

L'encours des certificats de dépôt s'établissait à 113,2 milliards d'euros le 26 février, contre 112,3 milliards le 29 janvier.

Le nombre d'émetteurs correspondant était de 308 le 26 février. À cette date, quatre d'entre eux, représentant 22,2 % de l'encours global, disposaient d'un encours supérieur à 5 milliards d'euros : la Banque fédérative du crédit mutuel (7,1 milliards), la Caisse des dépôts et consignations (7 milliards), le Crédit Lyonnais (5,8 milliards) et la Société générale (5,2 milliards).

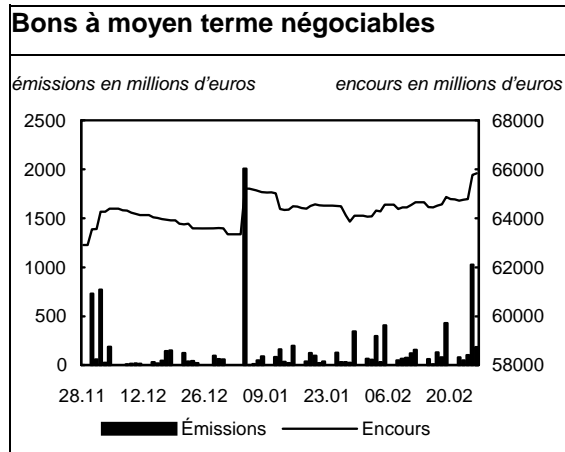
Les émissions réalisées au cours du mois de février sont en recul par rapport au mois précédent. Elles ont atteint 81,6 milliards d'euros, contre 92,1 milliards en janvier. Face à ces montants, les tombées s'élèvent à 80,8 milliards, contre 76,7 milliards précédemment.

La répartition des émissions du mois, selon les types de souscripteurs, a été caractérisée par une présence plus marquée des sociétés et entreprises individuelles (32,2 % du montant des souscriptions). Les établissements de crédit ont souscrit 25,5 % du total, les OPCVM 24 % et les entreprises d'assurances, caisses de retraite et mutuelles 12,9 %. La part des investisseurs non résidents, dont les trois quarts sont installés dans la zone euro, s'est élevée à 3,5 % du total.

La ventilation des opérations selon les durées à l'émission traduit une augmentation très nette des émissions inférieures à 10 jours (32,8 % du total, contre 17,0 % le mois précédent) avec une part importante pour les titres d'une durée de 1 jour (19,3 %). Cette progression se retrouve également pour les titres d'une durée comprise entre 10 jours et 1 mois, qui représentent 32,6 % des émissions, contre 19,7 % en janvier.

Quasiment stables durant la première quinzaine, les *taux à l'émission* ont marqué, au cours de la troisième semaine, une détente comprise entre 2 points de base et 4 points de base, en liaison avec la baisse de l'Eonia, de 3,08 % à 3,02 %, et de l'Euribor 1 mois, de 3,12 % à 3,09 %. Ils se sont ensuite maintenus pratiquement à ce niveau.

Les émissions de bons à moyen terme négociables



Les BMTN ont atteint un encours de 65,8 milliards d'euros le 26 février, contre 64,1 milliards au 29 janvier.

L'encours total, émis à hauteur de 99 % par des entreprises financières, se répartit entre 214 émetteurs, dont 2 non résidents : Peugeot Finance International NV, appartenant à la zone euro, et Morgan Stanley Dean Witter, résidant hors de la zone. Les 3 principaux, disposant d'un encours supérieur à 3 milliards d'euros et représentant 22,2 % de l'encours global, sont la Société générale (7,6 milliards), la Caisse des dépôts et consignations et Paribas (3,5 milliards chacun).

Les *émissions* réalisées au cours du mois de février se sont élevées à 3,5 milliards d'euros, contre 3,6 milliards en janvier. Dans le même temps, le montant des *tombées* a atteint 1,7 milliard, contre 2,8 milliards le mois précédent.

La répartition par catégories de *souscripteurs* montre une présence très massive des établissements de crédit, avec 79,2 % du total, les OPCVM représentant 11,5 % et les sociétés et entreprises individuelles 8,2 %. Les autres catégories de souscripteurs sont pratiquement restées à l'écart du marché primaire des BMTN.

Émissions de BMTN en février 1999

Durée initiale	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	0,3	9,8
De 2 ans à moins de 3 ans	1,2	34,5
De 3 ans à moins de 5 ans	1,3	37,1
De 5 ans à moins de 7 ans	0,2	3,9
De 7 ans et plus	0,5	14,7
Total	3,5	100,0

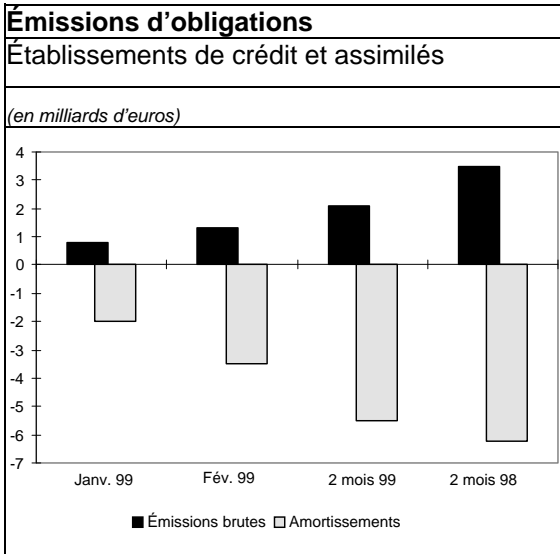
La ventilation du montant global des émissions selon leurs *durées initiales*, traduit un allongement des titres émis. Les opérations réalisées sur les échéances comprises entre 3 ans et 5 ans ont représenté 37,1 % des émissions, contre 5,6 % en janvier ; celles se rapportant aux maturités supérieures à 7 ans ont atteint 14,7 %, contre 0,7 % en janvier. À l'inverse, la part des émissions de bons d'une durée comprise entre 2 ans et 3 ans a régressé de 81,5 % à 34,5 %.

Taux de rendement à l'émission des BMTN

(en pourcentage)	1 au 5 fév.	8 au 12 fév.	15 au 19 fév.	22 au 26 fév.
Bons à 1 an 1 jour	–	3,16	3,13	3,14
Bons à 2 ans	3,11	3,20	3,26	3,20
Bons à 3 ans	3,31	3,25	3,36	3,33
Bons à 5 ans	3,58	3,50	–	–
Bons à 7 ans	–	–	–	–
Bons à 10 ans	–	–	–	–

Les émissions de bons à moyen terme négociables se sont réparties entre opérations à *taux fixes* (24,7 %), à *taux variables* (37,9 %) et indexées sous forme de *produits structurés* (37,4 %). La part de ces derniers, exceptionnellement importante ce mois-ci, est due à 20 émissions effectuées par 2 établissements, la Caisse centrale des caisses d'épargne et la Banque de réescompte et de placement. Au cours de la dernière semaine, les indexations ont essentiellement porté sur des cours de change.

Le marché obligataire (primaire et secondaire)



En raison des remboursements effectués (3,5 milliards d'euros) et du faible volume des émissions (1,3 milliard d'euros), l'endettement obligataire des établissements de crédit a continué de se contracter au cours du mois de février, les encours revenant de 215,5 milliards d'euros en janvier à 213,4 milliards. Sur l'ensemble du bimestre, les émissions brutes se sont élevées à 2,1 milliards d'euros, en baisse de 40 % par rapport aux deux premiers mois de 1998.

Au cours du mois de février, l'euro a été choisi par tous les émetteurs sur le marché parisien ; de plus, la BNP et la Société générale ont converti en euros la fraction de leur dette dont l'échéance est postérieure à janvier 2001.

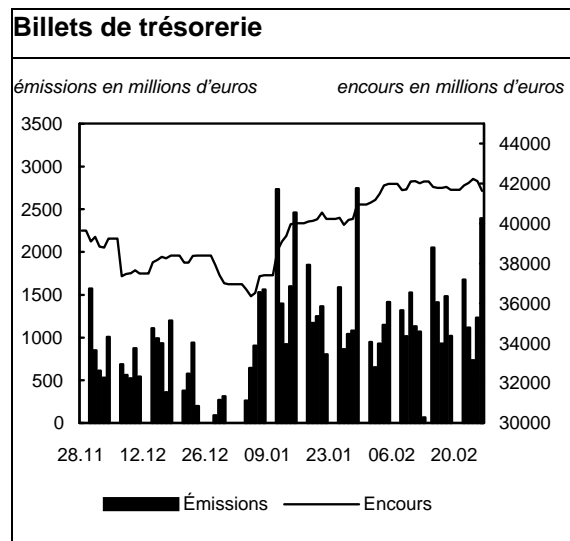
Décisions des instances de place

Le règlement général du Conseil des marchés financiers (CMF) a été mené à son terme par la publication, au *Journal officiel* du 3 février 1999, de l'arrêté d'homologation du Titre 6 relatif à la tenue de compte conservation d'instruments financiers. Ce titre contient les dispositions relatives à l'accès et aux conditions d'exercice de l'activité de tenue de compte conservation, aux principes de fonctionnement des dépositaires centraux et aux systèmes de règlement-livraison d'instruments financiers.

3.4.2. Les entreprises non financières

Le volume des émissions de billets de trésorerie a quelque peu progressé, ce mouvement s'accompagnant d'un allongement des durées des papiers émis, dans un contexte marqué par la légère inversion de la courbe des taux à court terme. Le volume des émissions obligataires s'est lui aussi accru, se concentrant sur des titres convertibles. Les écarts de rendement avec les titres d'État n'ont guère varié.

Les émissions de billets de trésorerie



Émissions de billets de trésorerie en février 1999

Durée initiale	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	0,9	3,6
De 10 jours à moins de 1 mois	12,8	50,5
De 1 mois à moins de 3 mois	9,5	37,6
De 3 mois à moins de 6 mois	2,0	7,9
De 6 mois à un an	0,1	0,4
Total	25,3	100,0

Taux de rendement à l'émission des BT

(en pourcentage)

	1 au 5 fév.	8 au 12 fév.	15 au 19 fév.	22 au 26 fév.
Billets à 5 jours	3,23	3,23	3,12	3,20
Billets à 10 jours	-	3,23	3,17	3,19
Billets à 30 jours	3,21	3,23	3,20	3,17
Billets à 90 jours	3,16	3,20	3,17	3,15

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 41,6 milliards d'euros le 26 février, contre 40,9 milliards le 29 janvier. Le montant des émissions a atteint 25,3 milliards d'euros, contre 27,8 milliards en janvier (respectivement 24,6 milliards d'euros, et 23,8 milliards, pour les tombées).

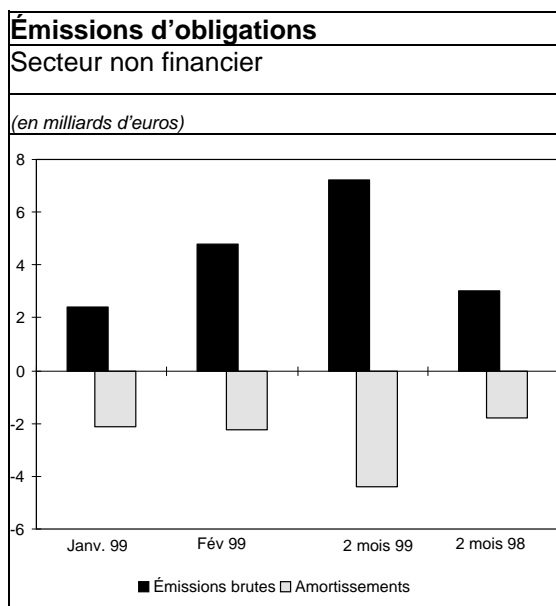
Le 26 février, le nombre d'émetteurs hors France s'est établi à 94, dont 2 résidant dans la zone euro (Eridania Beghin Say et Volkswagen Coordination Center) et 13 en dehors de cette zone (dont 9 enregistrés à Jersey). À cette date, les 4 principaux émetteurs du marché, disposant d'un encours égal ou supérieur à 1,5 milliard d'euros, étaient General Electric Capital (1,8 milliard), LVMH et Carrefour (1,6 milliard chacun) et la SNCF (1,5 milliard).

La ventilation du volume d'émission selon les types de *souscripteurs* demeure proche de celle du mois précédent. La part des établissements de crédit reste prépondérante, avec 71,8 % du total, suivie par celle des OPCVM, qui ont représenté 19 % du total. Les sociétés et entreprises individuelles ont souscrit 4,8 %. Les assurances, caisses de retraite et mutuelles, avec 2,6 % du total, ont été quasiment absentes du marché.

La répartition des *émissions* selon les échéances révèle une accentuation de l'activité sur les durées comprises entre 1 mois et 3 mois (37,6 %, contre 5,6 % le mois précédent). La part des émissions entre 10 jours et 1 mois recule de 31 points, à 50,5 % du total, et celle se rapportant aux échéances comprises entre 3 mois et 1 an est quasiment inchangée (8,3 %, contre 8,5 % en janvier). Contrairement à celles des certificats de dépôt, les émissions de titres inférieurs à 10 jours ne progressent que faiblement (3,6 %) et n'ont concerné que 3 émetteurs (essentiellement General Electric Capital).

L'examen des *taux hebdomadaires de rendement à l'émission* fait ressortir une très légère tension au cours de la deuxième semaine pour les maturités de 30 jours et de 90 jours, les taux moyens gagnant de 2 à 4 points. Les deux dernières semaines montrent une tendance baissière sur l'ensemble des maturités supérieures à 10 jours, avec une amplitude comprise entre 2 points de base et 6 points de base. Les taux du papier à très court terme ont évolué parallèlement à celui de l'Eonia.

Les émissions obligataires



Au cours du mois sous revue, les *sociétés non financières* et les *autres émetteurs* ont levé 4,8 milliards d'euros (2,4 milliards en janvier), essentiellement en titres convertibles. Ce type d'opérations, qui représente plus de 60 % des émissions brutes des deux premiers mois de l'année permet d'attirer, sur ce compartiment du marché à la liquidité élargie, de nouvelles catégories d'investisseurs tels que des assureurs ou des gestionnaires de fonds spécialisés.

Pour les obligations classiques, les émissions nettes ont été multipliées par 8 d'un mois à l'autre. Cette évolution est principalement due à une forte intervention de la Cades, qui, dans le cadre du programme de refinancement de la dette de la Sécurité sociale, a émis son premier emprunt en euros, pour un montant de près de 2 milliards.

3.5. Les actions

3.5.1. Le marché primaire

Émissions d'actions et de certificats d'investissement				
(en milliards d'euros)				
	Année 1998	Nov. 1998	Déc. 1998	Janv. 1999
Sociétés non financières	47,4	1,4	3,4	3,5
Établissements de crédit	1,4	0,5	—	—
Compagnies d'assurance	0,2	—	—	—
Administrations publiques	—	—	—	—
Total émis (a)	49,0	1,9	3,4	3,5
dont : Titres cotés (b)	10,4	0,5	1,6	0,4
Appel public à l'épargne (b)	7,2	0,6	1,6	—

(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale
(b) Cote officielle, Second marché

Sources : SBF-Bourse de Paris, Banque de France

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à près de 3,5 milliards d'euros en janvier, après 3,4 milliards en décembre 1998 et 1,9 milliard en novembre. Au terme de l'année 1998, le montant des titres émis (49 milliards d'euros) progresse d'environ 10 % par rapport à celui de 1997.

Au mois de janvier, les émissions de titres cotés à la Bourse de Paris ont représenté plus de 10 % de l'ensemble des opérations du mois.

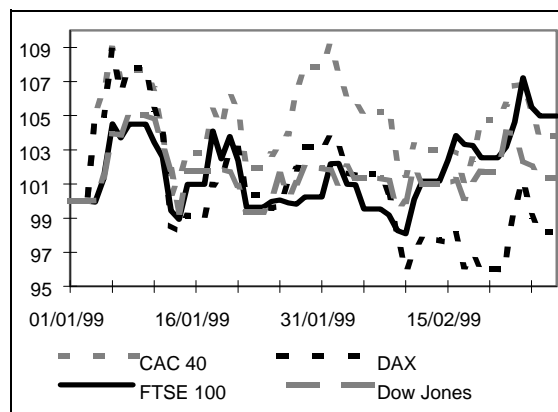
Le mois de février n'a pas enregistré d'évolution notable par rapport au début de l'année, le marché s'appêtant à absorber un certain nombre d'opérations importantes sur des entreprises à capitaux publics (Air France, Eramet, Aérospatiale, notamment). Parallèlement, des introductions en bourse ou des augmentations de capital concernant des entreprises de petite taille ont contribué à animer la cote. Enfin, les annonces de programmes de rachat d'actions se sont poursuivies. Les objectifs invoqués sont généralement mixtes (régularisation des cours, hausse du bénéfice par action) et le seuil de 10 % du capital a été rarement dépassé, sauf dans le cas de l'opération annoncée par Cerus (rachat de 33 % du capital en vue d'une réduction de celui-ci).

3.5.2. Le marché secondaire

Dans ce contexte, le repli de la Bourse de Paris au mois de février (l'indice CAC 40 cédant 3,7 %, pour clôturer à 4 087 points le 28 février) ne semble pas avoir perturbé l'activité du marché primaire. La hausse des taux d'intérêt à long terme et la préférence des investisseurs pour la liquidité ont pesé sur la cote, dans des proportions encore plus importantes qu'aux États-Unis où

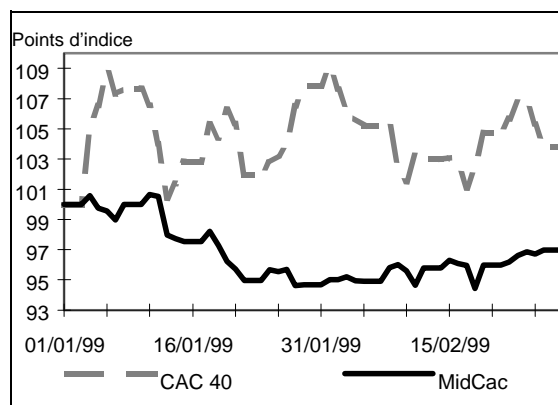
l'indice Dow Jones gagnait 1 % sur la même période.

Évolution des principaux indices boursiers



L'évolution des valeurs françaises a toutefois été différenciée selon la taille et le secteur d'activité des entreprises. En effet, l'indice MidCac — qui repose sur la cotation d'une centaine d'entreprises de taille moyenne — a progressé de 2,5 % au cours du mois, cette hausse pouvant être considérée comme une normalisation, après le net repli du mois précédent. Les valeurs des secteurs du bâtiment et de la distribution ont continué de s'apprécier, tandis que les valeurs financières s'effritaient malgré l'annonce de plusieurs fusions.

Évolution des indices



Les grandes valeurs cycliques ont bénéficié d'un effet de rattrapage, certains analystes jugeant, en outre, que le prix de certains produits de base était peu susceptible, désormais, de continuer à baisser. L'opération Société générale-Paribas, sans impact significatif sur les indices boursiers, s'est accompagnée d'un regain des discussions autour du « juste prix » des valeurs bancaires dans l'ensemble de la zone euro. Enfin, les publications de résultats des grandes valeurs ont fait l'objet, dans l'ensemble, d'une communication financière très maîtrisée et n'ont pas déclenché de forts mouvements des cours, tout en favorisant des prises de position de moyen terme. Dans ce contexte, la diminution des

Comportement des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au troisième trimestre 1998 ¹				
Transactions sur titres français				
<i>Les transactions sur les actions françaises cotées ont été principalement le fait de non-résidents clients des dépositaires français. Les investisseurs institutionnels détiennent plus des deux tiers des titres d'OPCVM monétaires (entreprises d'assurance et caisses de retraite, établissements de crédit, OPCVM) ont été à l'origine de la quasi-totalité des opérations sur obligations françaises. Les sociétés ont réalisé près de la moitié des échanges sur les titres d'OPCVM monétaires et les investisseurs institutionnels sont intervenus dans près de 60 % des transactions sur les titres d'OPCVM non monétaires.</i>				
Part des transactions (%)				
	Actions cotées	Obligations	Titres d'OPCVM monétaires	Titres d'OPCVM non monétaires
Ménages	2,1	0,1	2,5	13,1
Sociétés	2,0	2,0	49,0	14,1
Autres agents non financiers	0,1	-	15,2	14,8
Investisseurs institutionnels	10,3	97,0	32,8	56,9
Non-résidents	85,5	0,9	0,5	1,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Pour mémoire : Transactions Sicovam ² Transactions COB ²	4 682,4	36 046,3	3 217,5	601,7
Détenition des titres français				
<i>La part des investisseurs institutionnels dans la capitalisation actions de la Bourse de Paris représente un peu plus du quart des encours recensés. Les non-résidents clients des dépositaires français détiennent plus du tiers du capital des entreprises françaises cotées.</i>				
<i>Plus des trois quarts des obligations françaises sont détenues par les investisseurs institutionnels.</i>				
<i>Les sociétés et les investisseurs institutionnels détiennent également près de 44 % des titres d'OPCVM non monétaires. La part des ménages, deuxième détenteur de ces valeurs, avoisine 37 %.</i>				
Part de détention (%)				
	Actions cotées	Obligations	Titres d'OPCVM monétaires	Titres d'OPCVM non monétaires
Ménages	11,3	8,9	16,9	36,9
Sociétés	17,1	4,1	34,7	9,9
Autres agents non financiers	9,6	1,7	14,1	7,4
Investisseurs institutionnels	27,0	76,4	33,3	43,9
Non-résidents	35,0	8,9	1,0	1,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Pour mémoire : Capitalisation boursière Sicovam ² Actif net COB ²	4 621,2	4 887,5	1 110,5	2 287,3
Investissements nets en titres français				
<i>Les comportements des agents économiques ont été nettement différenciés et ont varié en fonction des catégories de valeurs. Pour les actions françaises cotées, tous les secteurs présentent une position d'acheteurs nets. Les sociétés et les ménages ont allégé leurs portefeuilles d'obligations françaises, alors que les investisseurs institutionnels et les non-résidents clients des dépositaires français ont renforcé leur position sur ce type de valeurs. Tous les secteurs résidents, à l'exception des sociétés, apparaissent vendeurs nets de titres d'OPCVM monétaires. En revanche, tous les agents économiques ont été acquéreurs nets de titres d'OPCVM non monétaires.</i>				
Investissements nets en titres français Montant du flux net rapporté à l'encours de début de trimestre (%)				
	Actions cotées	Obligations	Titres d'OPCVM monétaires	Titres d'OPCVM non monétaires
Ménages	1,4	- 0,5	- 3,3	0,4
Sociétés	2,3	- 9,3	3,2	7,3
Autres agents non financiers	- 0,1	- 0,6	- 4,9	7,8
Investisseurs institutionnels	0,4	1,4	- 3,8	3,3
Non-résidents	2,8	4,9	0,9	2,6
Total	1,7	1,1	- 1,6	2,9
¹ Les résultats détaillés sont disponibles sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr).				
² Montants en milliards de francs				

volumes de transactions en février (- 15 % environ par rapport à ceux du mois de janvier) apparaît peu significative, janvier ayant été caractérisé par une activité exceptionnelle en début de mois dans le sillage du passage à l'euro, tandis que nombre d'opérations initiées en février sont de nature à conforter la profondeur et la liquidité des divers compartiments du marché parisien des actions.

3.6. Les titres d'OPCVM

En février, l'encours total des titres d'OPCVM s'est établi à 563,3 milliards d'euros. Sa progression, bien qu'en décroissance depuis décembre 1998, est restée soutenue (+ 16,4 %).

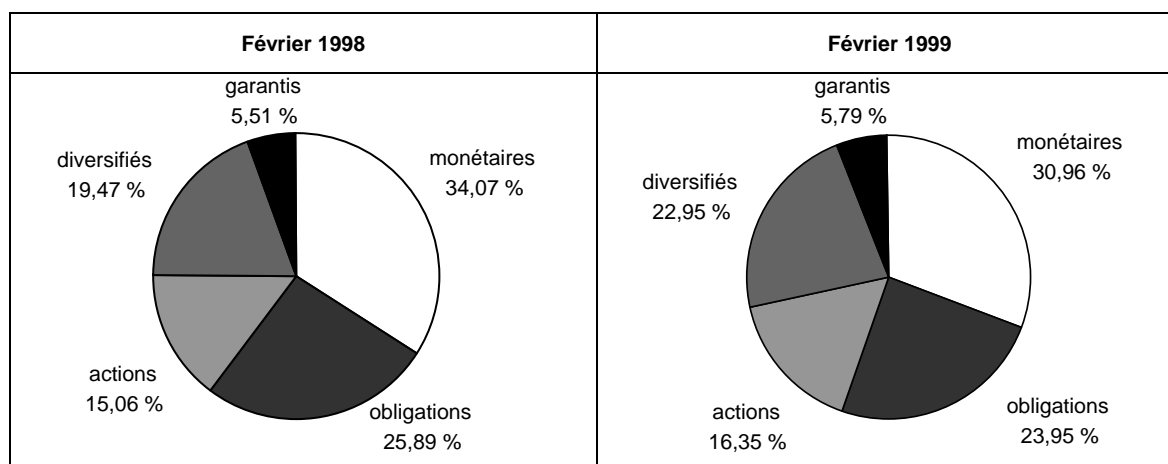
La progression annuelle d'encours des OPCVM monétaires, qui représentent près de 30 % du total, s'est établie à 9,5 milliards d'euros en février, après 2 milliards en janvier. Ce résultat

confirme le regain d'intérêt des investisseurs pour cette forme de placement.

L'encours des OPCVM obligataires s'est établi à 134,9 milliards d'euros. Son augmentation sur un an a été de 7,7 %, identique à celle du mois précédent, malgré un ralentissement des souscriptions et un effet performance négatif.

Les encours des OPCVM « actions » et « diversifiés » ont conservé sur le mois une forte progression annuelle (respectivement 19,2 milliards d'euros et + 35,1 milliards). Même s'ils sont restés élevés, les rendements annuels de ces deux catégories de placement ont fortement baissé au cours du mois, régressant, respectivement, de 22,8 % à 12,8 % et de 16,9 % à 11,1 %. L'encours des OPCVM « garantis » s'est accru de 5,9 milliards d'euros sur un an, ce qui reflète le succès persistant des produits d'épargne contractuelle.

Répartition de l'encours de titres par catégories d'OPCVM



Source : Commission des opérations de bourse

4. Chronologie

2 février

En 1998, le déficit budgétaire s'est établi à FRF 247,5 milliards, contre 257,9 milliards prévus par la loi de finances initiale et 254,6 milliards dans le collectif budgétaire. Les dépenses ont progressé de 0,8 % par rapport à 1997 et les recettes de 2,5 %.

Publication au Journal officiel du décret relatif à la procédure de traitement des situations de surendettement des particuliers.

3 février

Installation du Comité national pour le passage à l'an 2000.

9 février

Le prix de l'action Air France pour les particuliers est fixé à EUR 14 (FRF 91,83).

L'Assemblée nationale adopte, en première lecture, le projet de loi d'orientation sur l'aménagement et le développement durable du territoire.

10 février

Publication du rapport Roché sur la durée du travail dans la Fonction publique.

11 février

Le gouvernement annonce la privatisation d'Éramet. À terme, la part de l'État reviendra de 54,5 % à 30,0 % et sera gérée par la Cogéma.

12 février

Publication au Journal officiel d'une circulaire du Premier ministre, datée du 28 décembre 1998, sur le rôle du nouveau Conseil national de l'évaluation des politiques publiques.

13 février

Publication du décret relatif au transfert de la majorité du capital d'Aérospatiale au secteur privé.

15 février

Le gouvernement annonce la fusion d'Aérospatiale et de Matra. Le groupe Lagardère aura 33 % du nouvel ensemble qui sera prochainement introduit en bourse et dans lequel l'État détiendra une action spécifique.

La pente des taux contient-elle de l'information sur l'activité économique future ?

Selon la théorie économique, le prix des actifs, comme les taux d'intérêt ou les cours boursiers, reflète les anticipations des intervenants sur les marchés financiers. Dans cet article¹, on s'intéresse plus spécialement aux anticipations sur l'activité future contenues dans la pente des taux, qui est la différence entre le taux à long terme et le taux à court terme². L'analyse porte sur trois pays : la France, l'Allemagne et les États-Unis. Les conclusions principales sont de deux ordres : la prévision du taux de croissance du PIB, réalisée dans le cadre d'un modèle quantitatif, n'est pas significativement améliorée par l'inclusion de la pente des taux parmi les variables explicatives ; en revanche, si l'on cherche, à l'aide d'un modèle qualitatif, à prévoir l'occurrence d'une récession plutôt que le taux de croissance, l'apport de l'écart de taux est loin d'être négligeable. La pente des taux apparaît ainsi assez pertinente pour prévoir les retournements de conjoncture.

Franck SÉDILLOT

Direction des Études économiques et de la Recherche

Centre de recherche

La corrélation entre la pente des taux et la croissance permet de mesurer simplement l'ampleur du lien qui les unit³. En Allemagne, aux États-Unis et en France, les trois pays étudiés dans cet article, elle est de l'ordre de 0,45 lorsqu'est introduit un retard de trois trimestres entre ces deux variables. Ce résultat est conforme à ceux mis en avant par la plupart des travaux menés sur ce thème. Sur données américaines, la conclusion est sans équivoque : la pente des taux apporte de l'information sur l'activité économique future (Estrella et Hardouvelis, 1991). Plus encore, Estrella et Mishkin [1998] montrent que l'écart de taux a un pouvoir prédictif à un horizon d'un an supérieur non seulement à celui d'autres variables financières mais aussi à celui d'indicateurs dits « avancés ». Les comparaisons internationales sont tout aussi convaincantes : elles concluent que cette relation est aussi valide dans la plupart des pays industrialisés (Estrella et Mishkin, 1997).

Toutefois, l'évolution des corrélations au cours du temps (graphiques 1a et 1b) met en évidence de sensibles disparités. Plus la taille de l'échantillon augmente, plus la corrélation diminue aux États-Unis où il semble que la corrélation se soit affaiblie au cours des dix dernières années. En revanche, en Allemagne, cette grandeur est très stable, autour de 0,45 depuis 1980. En France, le profil est légèrement plus contrasté : le retournement à la baisse de la conjoncture en 1992 a bien été capté, contrairement à

¹ On trouvera une version complète de cette étude dans la *Note d'étude et de recherche (NER)* à paraître sous le même titre et disponible sur le site Internet de la Banque (www.banque-france.fr).

² On trouvera dans Jondeau et Ricart [1998] une étude détaillée relative au contenu en information de la courbe des taux concernant les taux courts futurs et l'inflation anticipée.

³ Les données (PIB et taux) proviennent respectivement de la base de données du secteur des entreprises de l'OCDE (*Business Sector Data Base – BSDB*) et de Datastream. Pour l'Allemagne, le PIB de la partie Ouest a été utilisé après 1991. La pente des taux est définie comme le taux à 10 ans moins le taux à 3 mois.

la phase de reprise qui a suivi. L'analyse des résultats sur une période glissante de 10 ans est un peu moins claire mais confirme le diagnostic précédent.

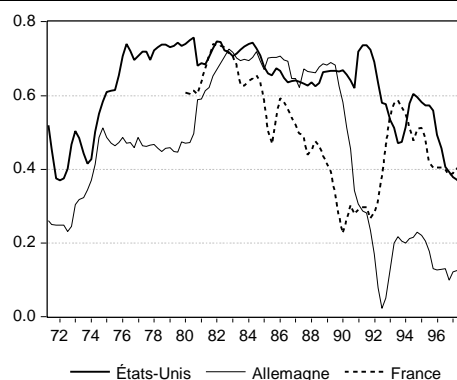
Pour les deux pays européens, la relation apparaît donc plus stable qu'aux États-Unis, excepté au début des années quatre-vingt-dix. Ces différentes constatations amènent donc à s'interroger sur le caractère prédictif de la pente des taux sur l'activité économique. Pour juger du caractère prédictif d'une relation, et en conformité avec le sens commun, les estimations économétriques doivent être limitées à une période ne comprenant pas les événements à prévoir, dénommée « hors échantillon » dans la suite de cette étude, par opposition à la période d'estimation, dite « en échantillon ».

Graphique 1
Corrélations
entre taux de croissance du PIB et pente des taux

Graphique 1a
Récursif



Graphique 1b
Glissant



Dans les trois pays étudiés⁴, la pente des taux contient de l'information sur l'activité économique future. Toutefois, elle ne présente un contenu informationnel relativement stable qu'en Allemagne. L'analyse hors échantillon souligne que le gain prédictif apporté par la pente des taux est très faible. En outre, il apparaît que l'écart de taux semble plus pertinent pour prévoir les phases de récession que les périodes de croissance. Une asymétrie existerait donc entre les différents états de l'économie, ce qui a conduit à estimer, dans la lignée d'Estrella et Mishkin [1998], un « modèle qualitatif » (modèle *probit*) qui fournit une probabilité d'apparition de récession et non une prévision quantitative du taux de croissance au cours des prochains trimestres. Les résultats apparaissent alors sensiblement plus convaincants.

Cette étude s'articule de la façon suivante : tout d'abord, on rappelle les principales raisons théoriques à l'origine du lien entre pente des taux et activité économique. Ensuite, on applique différentes méthodes d'estimation aux trois pays étudiés et on compare leur efficacité prévisionnelle.

⁴ Dans chacun des trois pays, on calcule des corrélations récursives et des corrélations glissantes. Dans le premier cas, on démarre avec une corrélation initiale qui porte sur la période 1960-1970 (1970-1980 pour la France). Puis, on calcule à nouveau cette corrélation avec un trimestre supplémentaire. Dans le second cas, on décale à la fois le début et la fin de l'échantillon. Dix ans glissants sont alors couverts. Ces corrélations sont calculées entre un lissage sur trois trimestres du taux de croissance du PIB et la pente des taux décalée de neuf mois.

1. Éléments de théorie

Théoriquement, trois raisons conduisent à établir un lien entre pente des taux et activité économique : les anticipations de la politique monétaire, les effets de la politique monétaire et, enfin, le lissage intertemporel de la consommation. Le premier cas fait directement appel à la théorie des anticipations de la structure par termes. Selon cette théorie, le taux long, pour une échéance donnée, s'écrit comme une moyenne pondérée des taux courts futurs anticipés, à une prime de risque constante près. Ainsi, une anticipation de faible croissance implique celle d'une détente de la politique monétaire et donc des baisses futures des taux courts qui doivent se traduire, dès maintenant, dans les taux longs. L'amplitude et le sentier de la baisse des taux dépendront de la sévérité et de la durée de la récession anticipée par les agents, si ces derniers pensent que la banque centrale réagit à la croissance et à l'inflation. La causalité va alors de l'anticipation de l'activité vers la pente des taux.

Dans le deuxième cas, l'écart de taux représente le degré de restriction ou de relâchement de la politique monétaire. Ainsi, lorsque les taux à court terme augmentent, les taux à long terme augmentent dans une moindre proportion et le *spread* se réduit. Estrella et Mishkin [1997] observent que la variation des taux à long terme consécutive à une variation des taux à court terme est d'autant moins forte que la politique monétaire est crédible. À la limite, si cette dernière était parfaitement anticipée et parfaitement crédible, les taux courts futurs resteraient à leur niveau actuel et les taux longs ne bougeraient pas. En définitive, selon cette explication, une courbe des taux peu pentue signifie que, en réponse à une politique monétaire restrictive, l'activité et l'inflation déclineraient. Dans ces conditions, l'écart de taux est conditionné par la politique monétaire. C'est pourquoi, dans les tests empiriques, une variable de politique monétaire (taux d'intervention ou taux réel) est introduite. Elle permet de vérifier si le *spread* de taux contient une information autre que celle de la politique monétaire *stricto sensu*. Les effets de la politique monétaire sont aussi à relier au canal du crédit. En effet, une hausse des taux courts se traduisant par un accroissement plus faible des taux longs, la marge d'intermédiation des banques diminue. Ces dernières, pour maintenir leur rentabilité, éliminent de leur portefeuille les emprunteurs les plus risqués, ce qui contraint l'investissement et donc l'activité.

Le dernier cas repose sur un cadre théorique initialement proposé par Harvey [1988]. L'idée intuitive est la suivante. On suppose que les ménages aspirent à la stabilité de leur consommation, c'est-à-dire qu'ils sont averses au risque. Si, par exemple, ils anticipent une perte de leur revenu dans un an (une récession est donc anticipée), ils souhaiteront épargner plus de façon à garantir un certain niveau de consommation pour les mauvais jours. Ainsi, ils achèteront des titres longs qui leur assureront des revenus pendant la récession. Ces achats seront financés par des ventes de titres courts. La demande de titres longs s'accroît, ce qui entraîne une hausse de leur prix et par conséquent une baisse de leur rendement. Dans le même temps, la demande de titres courts décroît, ce qui se traduit par une diminution de leur prix et une augmentation de leur rendement. L'aplatissement de la pente des taux résulte de ces deux mouvements.

2. Méthodes d'estimation

Pour tester économétriquement le lien entre la pente des taux et la croissance, on peut estimer un modèle quantitatif ou un modèle qualitatif.

2.1. Le modèle quantitatif

Une première approche s'intéresse à la relation suivante :

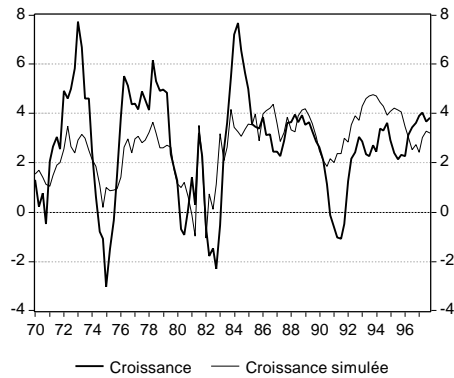
$$(400/k)\ln(y_{t+k}/y_t) = \mathbf{a}_0 + \mathbf{a}_1 s_t + \mathbf{e}_t \quad [1]$$

où k représente l'horizon considéré s_t la pente des taux. Pour chacune des valeurs de k on estime l'équation [1]. L'horizon pour lequel l'écart de taux apporte le plus d'informations est celui où, d'une part, le coefficient de détermination \bar{R}^2 est maximum et où, d'autre part, \mathbf{a}_1 est significatif. Dans les études sur ce thème, le retard maximal est compris entre un et deux ans et reste significatif jusqu'à trois ans. En outre, \mathbf{a}_1 a une interprétation simple : il mesure la variation de la croissance correspondant à une hausse de 100 points de base de la pente des taux. Comme on s'attend à ce que \mathbf{a}_1 soit positif, plus la pente des taux est importante, plus l'activité sera forte à l'horizon k . On peut noter que l'équation [1] mesure un taux de croissance cumulé annualisé.

Les graphiques 2a à 2b combinent, pour chacun des trois pays, la croissance cumulée et la croissance cumulée simulée pour le meilleur horizon. Concernant les États-Unis, on peut faire deux observations : tout d'abord, le lien entre pente des taux et croissance apparaît plutôt non linéaire. En effet, la pente des taux permet d'anticiper correctement les creux d'activité et non les pics. Ensuite, ce lien a tendance à devenir plus lâche sur la période récente, comme l'atteste le fait que la récession de 1991 n'est pas anticipée. Si on scinde l'échantillon en deux sous-périodes, c'est encore plus flagrant. De 1970 à 1982, le \bar{R}^2 est deux fois plus élevé et l'ajustement en échantillon bien plus convaincant. En Allemagne, la pente des taux est un bon prédicteur des retournements d'activité, mais la relation semble perdre de sa vigueur, surtout après 1989. La France apparaît, à bien des égards, comparable à l'Allemagne. Cependant, au moment de la reprise de 1994, la relation est devenue moins nette. Sur la période récente, le lien semble à nouveau correctement opérer. Il est intéressant de noter que, dans les deux pays européens, l'asymétrie semble bien moins apparente qu'aux États-Unis. Les retournements d'activité, tant à la hausse qu'à la baisse, sont correctement pris en compte par la pente des taux de 1970 à 1989.

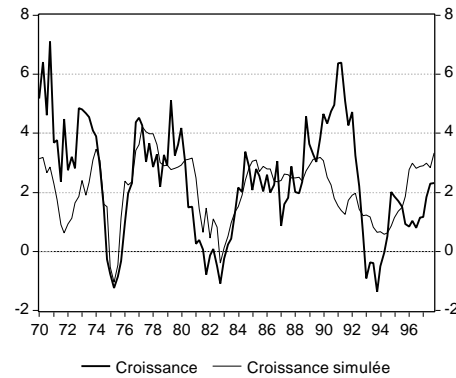
Graphique 2
Croissance et pente des taux

Graphique 2a
États-Unis



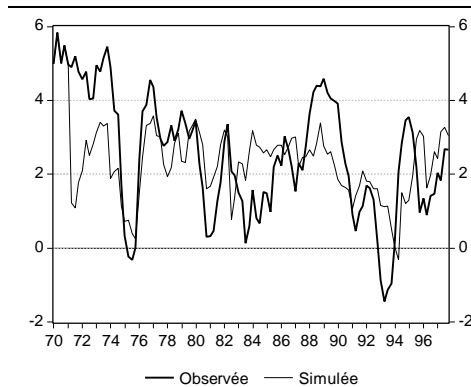
À cinq trimestres, $a_1 = 0,62$ et $\overline{R^2} = 0,17$

Graphique 2b
Allemagne



À sept trimestres, $a_1 = 0,65$ et $\overline{R^2} = 0,29$

Graphique 2c
France



À cinq trimestres, $a_1 = 0,56$ et $\overline{R^2} = 0,31$

NB : a_1 est significatif au seuil de 5 %. L'écart-type du coefficient est corrigé par la méthode de Newey et West [1987].

2.2. Le modèle qualitatif

Dans la méthode précédente, on cherche à estimer simultanément l'ampleur des récessions et des périodes de croissance ainsi que leurs dates d'apparition. Mais, on peut aussi chercher à prévoir l'état de l'économie et plus précisément l'occurrence d'une récession plutôt que le taux de croissance cumulée (ou marginale) du PIB. Cet état, noté R_t , est codé 1 si l'économie est en récession et 0 sinon¹. La probabilité de récession à la date $t+k$ est donnée par la relation suivante :

$$P(R_{t+k} = 1) = \Phi(a_0 + a_1 s_t) \quad [2]$$

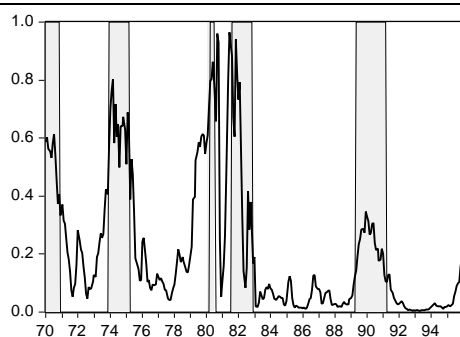
où Φ est la fonction de répartition de la loi normale.

¹ Les dates de récession sont celles publiées par le National Bureau of Economic Research (NBER) pour les États-Unis. Pour l'Allemagne et la France, on a repris celles proposées par Artis et alii [1995]. Ces derniers, en utilisant une méthode proche de celle mise en œuvre par le NBER, proposent une datation des récessions pour les pays du G 7 (la variable n'est pas le PIB mais la production industrielle).

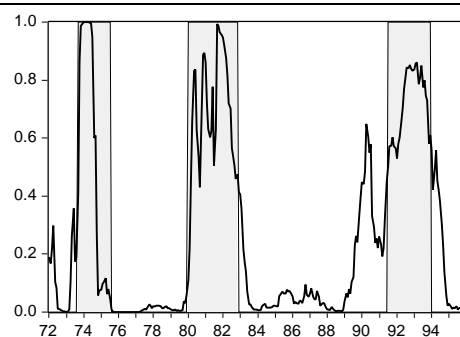
Dans chacun des trois pays, nous avons estimé, en fréquence mensuelle de 1972 à 1995, la relation [2] pour des horizons allant de 1 mois à 24 mois. Le retard optimal pris en compte est celui pour lequel le « pseudo- R^2 » est le plus élevé et la pente des taux significative². Les graphiques 3a à 3c donnent, en échantillon, la probabilité de récession associée à la variable R_t . Ce retard optimal, pour les trois pays, est de six mois. On observe que ce type de modèle fonctionne relativement bien, et particulièrement en Allemagne, pays pour lequel le pseudo- R^2 a une valeur (0,66), plus élevée qu'aux États-Unis (0,33) et en France (0,21).

Graphique 3
Probabilité d'une récession à six mois

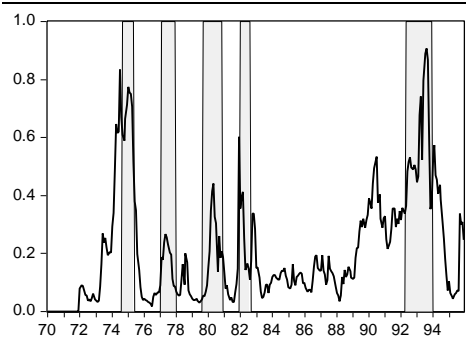
Graphique 3a
États-Unis



Graphique 3b
Allemagne



Graphique 3c
France



NB : La pente des taux est significative au seuil de 5 %. L'écart-type du coefficient est corrigé par la méthode proposée par Estrella et Rodrigues [1998].

² $pseudo R^2 = 1 - \left(\frac{\ln(L_u)}{\ln(L_c)} \right)^{\left(\frac{-2}{n} \right) \ln(L_c)}$ où L_u représente la vraisemblance du modèle [2] et L_c la vraisemblance du modèle [2] dans lequel les éléments du vecteur \mathbf{a}_1 ont été contraints à 0. Estrella [1998] montre que cette mesure s'interprète comme le R^2 du modèle linéaire.

3. Apport prédictif de la pente des taux

Un modèle incluant la pente des taux permet-il de mieux prévoir l'activité qu'un modèle n'incluant que les valeurs passées du PIB ? Les résultats sont assez probants sur la période d'estimation. Quand on les analyse hors échantillon, ils sont plus incertains. La méthodologie consiste à se placer dans les conditions d'un prévisionniste à une date t . Ce dernier va comparer une équation contenant un ou plusieurs retards de la variable expliquée (PIB ou production industrielle) pour prendre en compte le caractère cyclique de l'activité et un indicateur financier (pente des taux, prix des actifs...) à celle ne contenant que les retards de la variable expliquée.

3.1. L'efficacité prévisionnelle de la pente des taux est décevante dans le modèle quantitatif

Méthode de calcul des prévisions hors échantillon

Nous avons retenu la meilleure équation qui combine spread et valeurs retardées du taux de croissance du PIB. Pour chacun des trois pays, elle s'écrit de la façon suivante :

$$(400/k) \ln(y_{t+k}/y_t) = a_0 + a_1 s_t + \sum_{j=0}^t (400/k) b_j \ln(y_{t-jk}/y_{t-(j+1)k}) + e_t \quad [3]$$

Comme modèle comparatif, on utilise l'équation [3] en supprimant le terme de la pente des taux. Le PIB n'est plus alors déterminé que par son seul passé. On estime chacune des deux équations sur une période initiale de 1960 à 1970 pour l'Allemagne et les États-Unis et de 1970 à 1980 pour la France. On fait ensuite une prévision à l'aide des deux équations précédentes. Elle débutera en 1971 T1 aux États-Unis, en 1971 T3 en Allemagne et en 1981 T1 en France. On réestime les deux équations et on les simule à nouveau, ce qui donne une prévision supplémentaire en 1971 T2 pour les États-Unis, 1971 T4 en Allemagne et 1981 T2 en France. Enfin, on itère le processus jusqu'à la fin de l'échantillon (1997 T4). On dispose alors de six séries de PIB simulées hors échantillon que l'on peut comparer aux réalisations. Pour chacun des deux modèles, on calcule alors une erreur quadratique moyenne (Root Mean Square Error ou RMSE). On rapporte la RMSE de l'équation [3] à la RMSE de l'équation sans pente des taux. Si le rapport est inférieur à l'unité, alors la pente des taux apporte de l'information par rapport au seul passé de la variable explicative. Le tableau 1 donne les résultats de cet exercice.

Le gain apporté par la pente des taux est négligeable

On remarque que la différence des RMSE « en échantillon » et « hors échantillon » est relativement importante. Dans les trois pays, les chiffres de la « simulation hors échantillon » sont comparables, alors que l'Allemagne et la France ont les meilleurs résultats, c'est-à-dire les coefficients les plus bas. On peut aussi se demander si les rapports des RMSE du tableau 1 sont égaux à 1 (c'est-à-dire si les RMSE des deux modèles sont égales). Les chiffres entre parenthèses donnent la probabilité de rejeter à tort cette hypothèse³. Comme on pouvait s'y attendre, on ne peut pas rejeter au seuil de 5 % l'égalité des RMSE.

³ Le test proposé par Diebold et Mariano [1995] est utilisé.

Tableau 1
Rapport des RMSE

	En échantillon	Hors échantillon
États-Unis	0,91 (0,13)	0,97 (0,79)
Allemagne	0,83 (0,04)	0,96 (0,62)
France	0,85 (0,08)	0,96 (0,26)

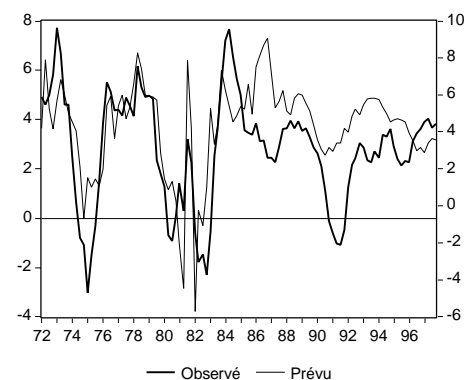
L'apport informationnel des équations cumulées pour les trois pays apparaît, à la lumière des conclusions précédentes, assez mitigé. Ces résultats sont similaires à ceux d'autres travaux, notamment à ceux de Bernanke [1990], qui met en œuvre la méthodologie précédemment exposée et montre qu'aux États-Unis, le pouvoir prédictif de l'écart entre les billets de trésorerie et les bons du Trésor à six mois a diminué. Davis et Fagan [1997] mènent un exercice analogue sur données européennes. Ils concluent que si la pente des taux apporte de l'information sur la « croissance en échantillon », le rapport des RMSE « hors échantillon » est, dans la moitié des pays étudiés, supérieur à 1.

Le contenu informationnel de la pente des taux a changé entre 1970 et 1997

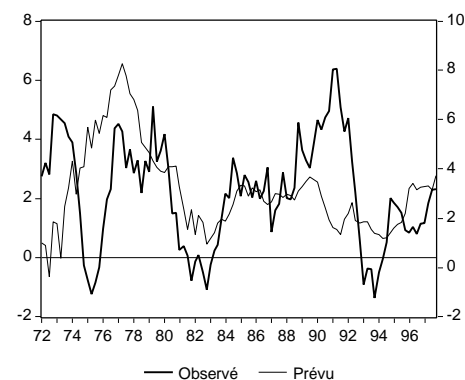
À la suite de la comparaison des erreurs de prévision moyennes depuis 1970 d'une équation avec et sans pente des taux, il apparaît que l'écart de taux n'a pas eu de pouvoir prédictif stable. Les graphiques 4a et 4b, qui présentent les prévisions du PIB qui ont servi pour le calcul des RMSE du tableau 1, illustrent simplement ce point. Aux États-Unis, la relation se détériore sensiblement à partir de 1985. Ce résultat est comparable à celui de Dotsey [1998]. En Allemagne, c'est l'inverse. La relation entre pente des taux et croissance ne joue pas dans les années soixante, ce qui fait que le début de période est mal prévu. En revanche, comme la récession de 1973 est bien prise en compte (en échantillon, graphique 2b), la relation s'améliore par la suite (car le poids des points des années soixante diminue), pour se dégrader à nouveau au début des années quatre-vingt-dix.

Graphique 4
Prévisions hors échantillon du PIB

Graphique 4a
États-Unis
Horizon de cinq trimestres



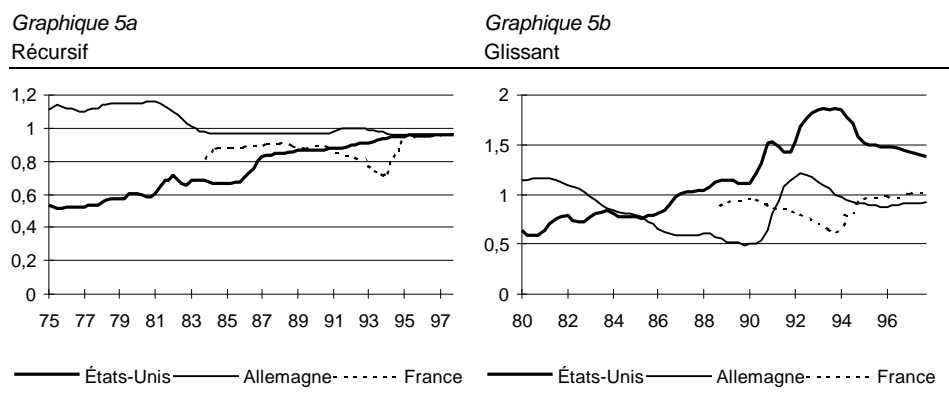
Graphique 4b
Allemagne
Horizon de sept trimestres



Pour étudier comment les RMSE se modifient au cours du temps, nous avons, comme pour l'étude des corrélations, analysé leur évolution récurrente en reprenant la méthodologie proposée par Thoma et Gray [1995]. Pour cela, nous utilisons les prévisions hors échantillon utilisées pour la construction du tableau 1. Dans le cas récurrent, nous calculons, à partir de l'équation [3] avec et sans pente des taux, une première RMSE sur douze trimestres. Ainsi, par exemple, aux États-Unis, la première RMSE récurrente débute en 1973 T4 (1971 T1 pour la première prévision, plus douze prévisions suivantes). Ensuite, on ajoute une prévision pour le calcul de la RMSE. La première RMSE débutera en 1973 T4 aux États-Unis, 1975 T2 en Allemagne et 1983 T4 en France. La dernière RMSE correspondra à celle du tableau 1. Aux États-Unis, la dégradation du contenu prédictif est manifeste depuis le milieu des années quatre-vingt, le rapport des RMSE passant de 0,5 à près de 1. En Allemagne, c'est l'inverse qui se produit. Le rapport des RMSE diminue sensiblement et reste étonnamment stable par la suite, à 0,95. En France, l'évolution est moins régulière. On observe une sensible amélioration en 1993 et 1994 et une dégradation par la suite. La reprise de 1994 n'a pas bien été captée par la pente des taux (graphique 2c).

Le calcul des RMSE glissantes est voisin des RMSE récurrentes. Toutefois, au lieu d'ajouter 1 point à l'erreur de prévision, on prend une fenêtre fixe de trente-deux trimestres (environ la durée d'un cycle), que l'on déplace dans le temps. Aux États-Unis, la première RMSE glissante démarre en 1978 T4 (soit les trente-deux premières erreurs de prévision entre 1971 T1 et 1978 T4), la deuxième prendra les trente-deux erreurs de prévisions entre 1971 T2 et 1979 T1, et ainsi de suite. Le graphique 5b donne un aperçu de cet exercice. On remarque que les résultats observés avec les RMSE récurrentes se trouvent amplifiés. Aux États-Unis, la dégradation du contenu prédictif en échantillon est manifeste, puisque le rapport des RMSE passe de 0,5 à 1,5. En Allemagne, on observe bien que la forte hausse de l'activité en 1990 n'a pas été captée par la pente des taux, mais on note, toutefois, une légère amélioration sur la fin de la période. En France, la dégradation intervient plus tardivement [1994] et se stabilise. Le rapport des RMSE est toutefois supérieur à 1.

Graphique 5
Rapport des RMSE



3.2. L'approche qualitative est nettement plus encourageante

Le gain apporté par la pente des taux paraît satisfaisant

L'utilisation des variables qualitatives semble plus prometteuse. On reprend ici la démarche précédente en l'appliquant aux probabilités de récession hors échantillon à six mois (deux trimestres) calculées avec les trois équations suivantes :

$$P(R_{t+k} = 1) = \Phi(a_0 + a_1 R_t) \quad (E1)$$

$$P(R_{t+k} = 1) = \Phi(a_0 + a_1 s_t) \quad (E2)$$

$$P(R_{t+k} = 1) = \Phi(a_0 + a_1 s_t + a_2 R_t) \quad (E3)$$

Ensuite, pour chacun des trois modèles, on calcule un pseudo-R². Le résultat de cet exercice est donné dans le tableau 2, pour une simulation démarrant mi-1971 en Allemagne et aux États-Unis et mi-1980 en France. On constate que, en échantillon, la qualité des résultats est nettement supérieure en Allemagne et, hors échantillon, que les pseudo-R² ne se dégradent pas. Ils s'améliorent même pour l'Allemagne et c'est encore ce pays qui affiche les meilleurs résultats. On peut, à titre de comparaison avec le modèle quantitatif, faire le rapport $\frac{1 - \text{pseudo } R_{E3}^2}{1 - \text{pseudo } R_{E1}^2}$ ⁴. Pour les trois pays, ce ratio est voisin de 0,7, contre 0,95 pour le modèle quantitatif.

Prévoir une récession est une autre façon de valider ce modèle. La dernière récession débute en juillet 1991 en Allemagne, et en mai 1992 dans le cas français. Pour ces deux pays, nous avons estimé puis simulé le « modèle *probit* » (prévision à six mois, hors échantillon). Pour l'Allemagne, la probabilité pour juillet 1991 est de 0,63. En France, elle s'établit à 0,42. Lorsque cet exercice est répété pour les mois suivants, la probabilité augmente régulièrement dans les deux pays, pour atteindre 0,9 en Allemagne (décembre 1991) et 0,7, en France (décembre 1992).

Tableau 2
Pseudo-R² (prévision à six mois)

	En échantillon			Hors échantillon		
	E1	E2	E3	E1	E2	E3
États-Unis	0,21	0,26	0,45	0,23	0,23	0,36
Allemagne	0,44	0,46	0,63	0,49	0,48	0,66
France	0,13	0,21	0,28	0,15	0,20	0,28

En échantillon, ces résultats sont comparables à ceux de Bernard et Gerlach [1998] pour l'Allemagne et la France et à ceux d'Estrella et Mishkin [1998] pour les États-Unis. Cette dernière étude montre que des spécifications ne comportant qu'un nombre restreint de variables ont une meilleure capacité prédictive hors échantillon que des spécifications introduisant un grand nombre de variables. En fait, la pente des taux a un contenu informatif supérieur aux autres régresseurs en termes de pseudo-R², aussi bien en échantillon que hors échantillon. En outre, le *spread* de taux permet de mieux

⁴ En effet, pour le modèle quantitatif, on a la relation suivante : $\frac{RMSE_{\text{avec pente}}}{RMSE_{\text{sans pente}}} = \frac{1 - R_{\text{avec pente}}^2}{1 - R_{\text{sans pente}}^2}$

anticiper les retournements de conjoncture que les indicateurs avancés de Stock et
Watson ou

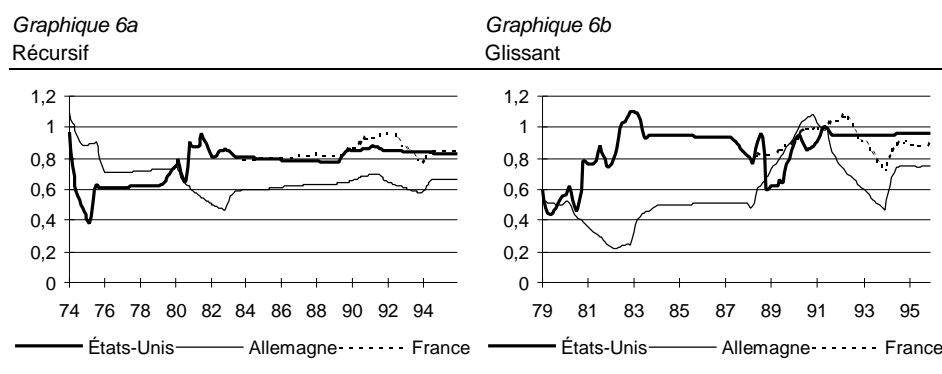
ceux calculés par le département du Commerce pour un horizon supérieur ou égal à trois trimestres. En définitive, il semble que les résultats hors échantillon soient plus satisfaisants avec un modèle qualitatif.

Le contenu en information est aussi plus stable

On peut aussi décrire l'évolution du ratio $\frac{1 - \text{pseudo } R_{E3}^2}{1 - \text{pseudo } R_{E1}^2}$ au cours du temps. La

démarche est identique à celle du modèle quantitatif. Les prévisions à six mois sont tirées de l'estimation récursive des équations (E1) et (E3). On calcule ensuite des pseudo- R^2 récursifs et glissants qui permettront de calculer le ratio précédent. Les graphiques 6a et 6b détaillent les résultats. Dans le cas récursif, ce ratio est étonnamment stable pour les trois pays (autour de 0,8 pour les États-Unis et la France et de 0,7 pour l'Allemagne). Ces résultats sont plus satisfaisants que dans le modèle quantitatif où, d'une part, le rapport des RMSE est proche de 1 et où, d'autre part, le contenu en informations fluctue. Dans le modèle glissant, le rapport des pseudo- R^2 reste proche de 1 depuis 1982 aux États-Unis ; il se dégrade au début des années quatre-vingt-dix dans les pays européens, particulièrement en Allemagne, mais s'améliore toutefois à nouveau depuis 1993.

Graphique 6
Rapport des RMSE (prévision à six mois)



NB : Le RMSE est défini comme $\frac{1 - \text{pseudo } R_{E3}^2}{1 - \text{pseudo } R_{E1}^2}$

On a montré que la relation entre pente des taux et croissance est relativement bien établie sur la période d'estimation du modèle. Toutefois, elle tend à se dégrader lorsqu'elle est utilisée en prévision, hors échantillon. En effet, la pente des taux ne permet pas d'améliorer significativement les prévisions d'activité lorsqu'on met en concurrence un premier modèle faisant intervenir pente des taux et valeurs retardées de la croissance et un second modèle où seules les valeurs retardées de l'activité sont introduites. Par ailleurs, le contenu informationnel de l'écart de taux s'est nettement affaibli aux États-Unis. En revanche, il est relativement stable en Allemagne.

Le « modèle *probit* » apparaît, à plusieurs titres, comme une alternative intéressante au modèle quantitatif traditionnel. Tout d'abord, il permet de saisir un retournement de conjoncture. Ensuite, le gain en prévision hors échantillon semble convaincant, particulièrement en Allemagne, sauf au moment de la réunification, où un faux signal de récession est apparu (graphique 3b). Enfin, son contenu informationnel apparaît nettement plus stable que celui du modèle quantitatif.

Bibliographie

- Artis M.J., Kontolemis Z.G. et D.R. Osborn, 1995 : « Classical Business Cycles for G7 and European Countries » *CEPR Discussion Paper*, n° 1137.
- Bernanke B.S., 1990 : « On the Predictive Power of Interest Rates and Interest Rates Spread », *New England Economic Review of the Federal Reserve Bank of Boston*, septembre-novembre, p. 51-68.
- Bernard H. et S. Gerlach, 1998 : « Does the Term Structure Predict Recession? The International Evidence? », *CEPR Discussion Paper*, n° 1892, mai.
- Davis E.P. et G. Fagan, 1997 : « Are Financial Spreads Useful Indicators of Future Inflation and Output Growth in EU Countries? », *Journal of Applied Econometrics*, 12, p. 701-714.
- Diebold X.F. et R.S. Mariano, 1995 : « Comparing Predictive Accuracy », *Journal of Business & Economics Statistics*, 13 (3), p. 253-263.
- Dotsey M., 1998 : « The Predictive Content of the Interest Rate Term Spread for Future Economic Growth », *The Economic Quarterly of the Federal Reserve Bank of Richmond*, n° 84/3, p. 31-51.
- Dubois E. et D. Janci, 1991 : « Prédiction du PIB et courbe des taux : une constatation empirique en quête de théorie », *Économie et Prévision*, 112, p. 69-85.
- Estrella A., 1998 : « A New Measure of Fit for Equations with Dichotomous Dependent Variables », *Journal of Business & Economics Statistics*, 16 (2), p. 198-205.
- Estrella, A. et G.A. Hardouvelis, 1991 : « The Term Structure as a Predictor of Real Economic Activity », *Journal of Finance*, XLVI (2), p. 555-576.
- Estrella A. et F.S. Mishkin, 1997 : « The Predictive Power of Term Structure of Interest Rates in Europe and United States: Implication for the European Central Bank », *European Economic Review*, 41, p. 1375-1401.
- Estrella A. et F.S. Mishkin, 1998 : « Predicting US Recessions: Financial Variables as Leading Indicators », *The Review of Economics and Statistics*, LXXX (1), p. 45-61.
- Estrella A. et A.P. Rodrigues, 1998 : « Consistent Covariance Matrix Estimation in Probit Models with Autocorrelated Disturbances », *Federal Reserve Bank of New York Research Paper*, avril.
- Harvey C.R., 1988 : « The Real Term Structure and Consumption Growth », *Journal of Financial Economics*, 22, p. 305-333.
- Jondeau E. et R. Ricart, 1998 : « Le contenu en informations de la pente des taux concernant l'évolution future des taux d'intérêt et de l'inflation en France », *Bulletin de la Banque de France*, n° 54, juin.
- Newey W. et K. West, 1987 : « A Simple, Positive Semi-Definite Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix », *Econometrica*, 55, p. 703-708.
- Sédillot F., 1999 : « La pente des taux contient-elle de l'information sur l'activité économique future ? », Banque de France, *NER* à paraître.
- Thoma M.A. et J.A. Gray, 1994 : « On Leading Indicators: Is there a Leading Contender? », University of Oregon, *Mimeo*.

Les statistiques sur l'activité des entreprises sous contrôle étranger en 1995 et 1996 ou *FATS – Foreign Affiliates Trade Statistics*

Les Foreign Affiliates Trade Statistics (FATS) — terme par lequel le concept a été initialement désigné — sont des statistiques qui visent à mesurer l'activité des filiales de firmes étrangères sur le territoire domestique (inward), ainsi que celle des filiales de firmes domestiques situées à l'étranger (outward) à travers divers indicateurs tels que le chiffre d'affaires, l'emploi, la valeur ajoutée, les importations et les exportations.

L'élaboration des FATS à la direction de la Balance des paiements de la Banque de France répond à une demande récente des instances internationales — OCDE¹ — et européennes — Eurostat. Ces statistiques sont intégrées depuis août 1997 dans le Balance of payments Vade Mecum d'Eurostat, document regroupant l'ensemble des statistiques liées aux travaux de balance des paiements requises par la Commission européenne.

Plus généralement, on peut estimer que ce besoin d'information statistique, même s'il couvre l'ensemble des secteurs d'activité, découle des négociations du General Agreement on Trade in Services (GATS) de décembre 1993, accord visant à la libéralisation progressive des transactions internationales de services et à la disparition des discriminations entre les différents fournisseurs de ceux-ci. Pour suivre les accords commerciaux entre les États membres et quantifier le phénomène de globalisation en matière de services, le GATT, puis, à la disparition de ce dernier, l'Organisation mondiale du Commerce (OMC) ont exprimé le besoin de disposer, pour appréhender l'internationalisation des services en dehors de ceux qui sont classiquement fournis par les balances des paiements, d'outils d'observation pertinents.

Les FATS, dont les premiers résultats pour 1995 et 1996 sont présentés dans cette étude, les stocks d'investissements directs calculés et diffusés annuellement par la direction de la Balance des paiements, les résultats de l'enquête « Liaisons financières » de l'INSEE et ceux de l'« enquête mondialisation » du Sessi² traitant du commerce intra-firme dans le secteur industriel, font partie de ces « nouveaux » outils.

On doit préciser que l'élaboration de ces statistiques soulève encore quelques problèmes pratiques (absence de recensement en dehors du chiffre d'affaires pour l'outward) et théoriques, notamment sur le principe de l'allocation géographique du contrôle (pays de contrôle immédiat ou pays de contrôle ultime, c'est-à-dire abritant la tête de groupe) et qu'il n'existe pas à ce jour de base de comparaison relativement cohérente au niveau européen, bien que divers projets soient en cours, ce qui limite l'utilisation de telles données. En tout état de cause, ces résultats, plus complets pour l'inward que pour l'outward, doivent être considérés comme une première estimation et, en ce sens, être interprétés avec prudence.

Sylvie CALVET

¹ Organisation pour la coopération et le développement économique

² Service des statistiques industrielles du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

Direction de la Balance des paiements
Service de Centralisation, d'Études et de Relations extérieures (CEREX)

Notice méthodologique

Définition

Les Foreign Affiliates Trade Statistics (FATS) sont des statistiques qui visent à mesurer l'activité des filiales de firmes étrangères sur le territoire domestique (inward) ainsi que l'activité des filiales de firmes domestiques situées à l'étranger (outward). Ces indicateurs sont apparus nécessaires dès lors qu'une part de plus en plus importante des échanges ou de la production s'effectue à partir d'implantations à l'étranger. En cela, les FATS sont étroitement liées aux investissements directs internationaux dont elles découlent directement ¹.

Les variables significatives retenues dans le cadre des FATS sont :

- le chiffre d'affaires réalisé par les filiales sous contrôle étranger dans une économie ;
- le nombre d'emplois couverts par ces dernières ;
- la valeur ajoutée réalisée par ces entités sur leur lieu d'implantation ;
- leurs exportations de biens et services ;
- leurs importations de biens et services.

Les entreprises qui entrent dans le champ de recensement des FATS

La propriété étrangère est définie comme la détention de plus de 50 % des actions ordinaires du capital d'une entreprise résidente d'une économie par des investisseurs non résidents.

Cette référence objective a pour particularité d'être sans ambiguïté. Elle est, par ailleurs, totalement en harmonie avec les statistiques de stocks d'investissements directs étrangers, dont elle constitue un sous-ensemble. Les enquêtes de stocks d'investissements directs menées à la direction de la Balance des paiements (participations ³ 10 %) sont, en effet, utilisées pour identifier les filiales (entreprises détenues à plus de 50 %), entrant dans le champ des FATS.

Affectation des données recensées

Participation

La détection d'un contrôle majoritaire (> 50 %) entraîne mécaniquement l'allocation des montants recensés au pays d'implantation de la maison mère, quel que soit le niveau de contrôle au-delà du seuil de 50 %.

Affectation géographique

Les FATS sont allouées au pays immédiat de contrôle (inward) et au pays immédiatement contrôlé (outward) et non au pays bénéficiaire ultime (abritant la tête de groupe). Cette dernière approche, difficile à mettre en place rapidement car elle requiert une connaissance précise de la structure des groupes internationaux, n'a pas été, dans un premier temps, privilégiée ². Par ailleurs, le contrôle immédiat, utilisé par un nombre plus large de pays, a l'avantage de permettre une symétrie des analyses et de préserver l'homogénéité du traitement avec les stocks d'investissements directs. Des travaux basés sur la faisabilité du concept de bénéficiaire ultime sont, toutefois, en cours au plan européen.

Avertissement

Les données retenues dans cette enquête ne concernent que les filiales détenues majoritairement par l'étranger (> 50 %) conformément à la méthodologie des FATS. Des différences peuvent donc apparaître avec les statistiques déjà publiées par l'INSEE sur ce thème dans le cadre de l'enquête « Liaisons financières (LIFI) », qui retient, pour sa part, toutes les entreprises contrôlées à plus de 20 %. Par ailleurs, la base FIBEN (Fichier bancaire des entreprises), dont les données ont été utilisées dans cette étude, ne retient que les entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 5 millions de francs et dont l'effectif est supérieur ou égal à 20 personnes, ce qui représente, toutefois, plus de 170 000 bilans.

¹ Les produits fabriqués et vendus sous licence à l'étranger par des sociétés non affiliées ne rentrent pas dans ce recensement.

² L'INSEE, dans le cadre d'une autre *Task force* organisée sous l'égide de la direction D4 d'Eurostat et du Comité sur les statistiques de services, a déjà présenté des données ventilées géographiquement selon le concept du « bénéficiaire ultime ».

Selon les estimations de la Commission des Nations Unies pour le commerce et le développement (Cnuced), la part des sociétés transnationales dans les exportations mondiales de marchandises serait d'environ deux tiers, et près des deux tiers de ces exportations s'effectueraient entre des entreprises d'un même groupe. Au plan national, l'enquête « Mondialisation » du Sessi, en 1994, qui visait à mesurer l'internationalisation du secteur de l'industrie, a montré que les échanges entre les entreprises d'un même groupe industriel localisées dans des pays différents atteignaient 34 % des exportations industrielles de la France et 18 % de ses importations.

Ces quelques chiffres montrent que les implantations à l'étranger jouent un rôle moteur dans l'internationalisation des entreprises. Elles peuvent venir en complément des exportations pour pénétrer les marchés étrangers, ou bien s'y substituer, au gré de la stratégie poursuivie par le groupe. Si les investissements internationaux ont été massivement privilégiés depuis une dizaine d'années c'est, entre autres, parce qu'ils rendent possible l'organisation au plan régional, puis mondial, des activités de production, d'approvisionnement, de distribution et de gestion. Ils permettent ainsi aux entreprises multinationales de réaliser des économies d'échelle en produisant à proximité des débouchés, en segmentant les processus de production (pôles de compétence) ou en spécialisant les sites de production par marchés.

D'autres motivations peuvent expliquer ces stratégies d'internationalisation, comme le souci de trouver de nouveaux débouchés face à un marché intérieur peu dynamique pour disposer d'un relais de croissance immédiat, ou de produire sur place en acquérant des réseaux de distribution pour mieux accéder aux marchés étrangers ; l'implantation sur un marché permet de contourner d'éventuelles barrières protectionnistes, de mieux le connaître, d'accéder directement au consommateur et de répondre plus vite à la demande. D'autres entreprises visent, en s'internationalisant, à atteindre une « taille critique » pour devenir *leader* d'un secteur. Ces opérations de croissance externe touchent dorénavant pratiquement tous les secteurs économiques.

Au total, un nombre croissant de multinationales déclinent dorénavant leur stratégie de manière *globale*, en intégrant et en coordonnant leurs activités à l'échelle de la planète. L'accroissement de leur rôle n'est cependant pas sans conséquences sur les économies nationales. Leur impact en termes d'emploi, de production et de commerce extérieur se renforce au fil des alliances et des fusions/acquisitions. Aussi les pouvoirs publics, comme les organismes internationaux, cherchent-ils à évaluer les effets positifs ou négatifs du processus en cours.

Si les *FATS* ne donnent pas directement la réponse à ces questions, elles fournissent des indicateurs quantitatifs permettant d'apprécier, sous l'angle de la présence commerciale à l'étranger, le processus de mondialisation. Les *FATS* complètent mais ne se substituent aucunement aux statistiques déjà publiées par des organismes tels que le Sessi, sur l'industrie, ou la direction des Relations économiques extérieures (DREE) du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, sur l'activité des filiales françaises à l'étranger. Leur particularité provient du fait qu'elles ne prennent en compte que l'activité des filiales détenues majoritairement par l'étranger. L'existence d'une présence commerciale à l'étranger ne se conçoit, dans les *FATS*, que par la maîtrise de la gestion, de la stratégie et des décisions des entreprises investies. Par

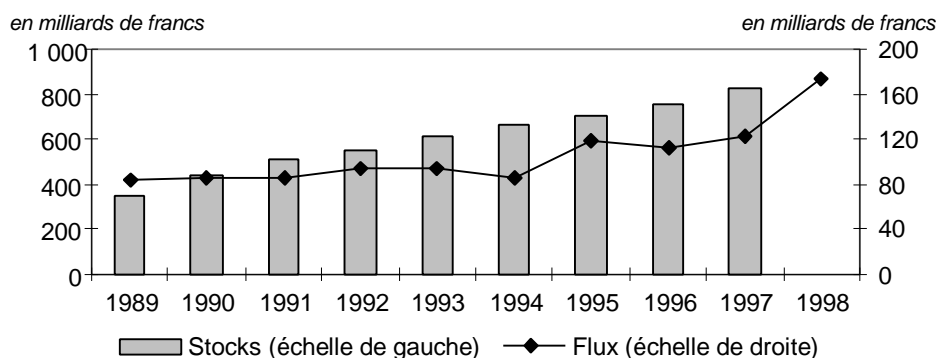
ailleurs, les FATS, bien que portant sur l'ensemble des secteurs économiques, cherchent plus particulièrement à mesurer l'internationalisation dans le secteur des services, où ce phénomène est aujourd'hui moins bien appréhendé que dans l'industrie.

1. L'activité des firmes sous contrôle étranger en France (FATS inward)

Placée géographiquement au cœur de l'Europe, la France dispose d'infrastructures de transports de qualité et d'une main-d'œuvre hautement qualifiée, notamment dans certains créneaux de haute technologie. C'est aussi le pays de l'Union européenne où la productivité apparente du travail (valeurs ajoutée/effectifs) est la plus forte : au plan mondial, elle ne serait dépassée sur ce point que par le Japon³. Si ces critères semblent jouer un rôle non négligeable dans le choix des multinationales étrangères qui cherchent un point d'ancrage en Europe, il convient également de garder à l'esprit que la France offre un marché de grande taille qui peut attirer les investisseurs à la recherche de débouchés : son produit intérieur brut (8 136 milliards de francs en 1997) la place au deuxième rang en Europe devant l'Italie et le Royaume-Uni ; avec 60,5 millions d'habitants⁴ et un PIB par habitant qui dépasse la moyenne européenne, elle constitue la quatrième puissance économique du monde, après les États-Unis, le Japon et l'Allemagne.

Ces raisons peuvent expliquer pourquoi la France est devenue l'un des tout premiers pays d'accueil des investissements directs étrangers, au troisième rang des pays du G 7 en 1997 (ou au quatrième rang mondial si l'on tient compte de la Chine⁵) et à la première place dans la zone euro. De 1989 à 1997, les flux d'investissements directs cumulés en provenance de l'étranger se sont élevés à 881 milliards de francs.

Stocks et flux d'investissements directs étrangers en France (stocks estimés pour 1997 et flux provisoires pour 1998)



NB : Pour la méthodologie sur les flux et les stocks d'investissements directs étrangers, se reporter aux études de la direction de la Balance des paiements parues dans les n° 51 et n° 53 du Bulletin de la Banque de France (mars et mai 1998).

³ Selon le *World Competitiveness Yearbook* de 1997

⁴ Y compris DOM-TOM

⁵ Dont les montants sont estimés

1.1. Chiffre d'affaires

Plus de la moitié du chiffre d'affaires des entreprises détenues par l'étranger est réalisé dans le secteur des industries manufacturières

Chiffre d'affaires des entreprises résidentes sous contrôle étranger ventilation par secteurs d'activité

(montants en millions de francs et parts en pourcentage)

	1995		1996	
	Montant	Part	Montant	Part
Agriculture, chasse et exploitation forestière	2 459	0,17	2 229	0,15
Industries extractives	2 131	0,15	2 191	0,15
Industries manufacturières	800 076	55,48	841 838	55,92
Électricité, gaz et eau	66	0,00	71	0,00
Construction	7 203	0,50	6 854	0,46
Total des services	630 136	43,70	652 216	43,33
Commerce de gros, de détail et réparation de véhicules et biens personnels	442 608	30,69	478 282	31,77
dont : – <i>Commerce et réparation de véhicules</i>	72 554	5,03	99 240	6,59
– <i>Commerce de gros</i>	343 538	23,82	344 127	22,86
– <i>Commerce de détail</i>	26 516	1,84	34 915	2,32
Hôtels et restaurants	7 060	0,49	6 488	0,43
Transports, entrepôts, communications	19 114	1,33	23 870	1,59
Intermédiation financière	47 038	3,26	45 024	2,99
Immobilier et services fournis aux entreprises	111 524	7,73	90 882	6,04
dont : – <i>Recherche et développement</i>	72	0,00	810	0,05
– <i>Autres services aux entreprises (holdings)</i>	84 853	5,88	69 773	4,63
Autres services	2 792	0,19	7 670	0,51
Total général	1 442 071	100,00	1 505 399	100,00

NB : L'indicateur prend en compte les ventes nationales (dans le pays d'établissement de la filiale) et à des pays tiers dont le pays de l'entreprise mère.

Sources : Banque de France (SIPEX, FIBEN, BAFI)
Commission de contrôle des assurances

Le chiffre d'affaires des filiales résidentes sous contrôle étranger s'élève en 1996 à 1 505 milliards de francs (contre 1 442 milliards en 1995).

La présence des entreprises étrangères prédomine dans le secteur des *industries manufacturières*, avec 842 milliards de francs de chiffre d'affaires en 1996, soit 55,9 % du montant total recensé. En tête des secteurs industriels « investis » figurent l'*équipement électrique et électronique*, le *raffinage* et l'*industrie chimique*.

Le secteur des *services* joue un rôle important dans l'internationalisation des échanges puisqu'en 1996 les entreprises de services au sens large ⁶ sont à l'origine de 43,3 % du chiffre d'affaires total réalisé en France par des firmes sous contrôle étranger. Comparativement, leur poids en termes d'actifs immobilisés est nettement plus accentué (57,5 % du stock d'investissements directs étrangers en France en 1996). Les entreprises du secteur du *commerce de gros*, qui comprend les filiales de commercialisation des groupes industriels étrangers (produits chimiques, machines outils, équipement électronique, biens de consommation, etc.), arrivent largement en tête, avec 22,9 % du chiffre d'affaires. Celles du secteur du *commerce et de la réparation automobile*, qui abrite toutes les filiales de commercialisation des groupes automobiles étrangers, en réalisent 6,6 %.

Les *intermédiaires financiers* (établissements de crédit, OPCVM et entreprises d'assurances) recouvrent 3 % du chiffre d'affaires ⁷ sous contrôle étranger en 1996.

⁶ Comprenant le commerce, les services aux entreprises y compris les *holdings*, et les services aux ménages

⁷ Pour les établissements de crédit, il s'agit du produit net bancaire.

L'internationalisation de ce secteur devrait continuer à s'intensifier car il bénéficie de la série de directives qui ont été prises au sein de l'Union européenne pour achever la libéralisation du commerce des services dans le secteur des banques [1993], de l'assurance [1994], et de l'investissement [1996]. Une étude de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) a, par ailleurs, montré que les établissements transfrontière de succursales de banques et d'établissements de crédit s'étaient intensifiés depuis la mise en place du « passeport unique »⁸. En outre, l'accord du GATS sur la libéralisation mondiale des services financiers, signé par 56 pays en décembre 1997, et qui entre en vigueur en mars 1999, devrait leur donner un nouvel élan.

Les secteurs de l'immobilier et des services aux entreprises (location, informatique, publicité et activités juridiques, comptables et de conseil de gestion) représentent 6 % des chiffres d'affaires des firmes sous contrôle étranger (1,7 % de moins qu'en 1995). Les autres services aux entreprises (services informatiques, recherche et développement, administration d'entreprise) en réalisent 4,6 %. L'évolution de ce secteur est, toutefois, extrêmement délicate à expliquer car il recouvre, dans sa partie administration d'entreprises, des entités totalement hétérogènes. Il peut, en effet, concerner des filiales chargées, au sein des groupes, des fonctions de gestion, de coordination ou de contrôle, c'est-à-dire des activités de holding peu génératrices de chiffre d'affaires, mais aussi des entités positionnées sur des créneaux d'activité très diversifiés.

Une forte présence commerciale européenne

Stocks d'investissements directs étrangers en France et chiffre d'affaires des entreprises résidentes sous contrôle étranger

(stocks et chiffres d'affaires en milliards de francs – répartitions en pourcentage)

	1995			1996		
	Stock	Chiffre d'affaires	Part du CA	Stock	Chiffre d'affaires	Part du CA
Union européenne	446,2	810	56,2	480,1	834	55,4
dont : Zone euro	323,1	632	43,8	371,0	669,3	44,5
Autres pays d'Europe	68,6	195	13,5	76,4	183	12,2
Amérique du Nord	154,8	371	25,7	157,6	414	27,5
Amérique du Sud et centrale	3,6	1	0,1	3,0	1	0,1
Pays d'Asie	12,7	52	3,6	17,5	61	4,0
Autres	18,1	13	0,9	19,2	12	0,8
Total	704,0	1 442	100,0	753,8	1 505	100,0
Pays de la zone OCDE	678,3	1 371	95,1	727,4	1 412	93,8
Pays hors zone OCDE	25,7	71	4,9	26,4	93	6,2
Total	704,0	1 442	100,0	753,8	1 505	100,0

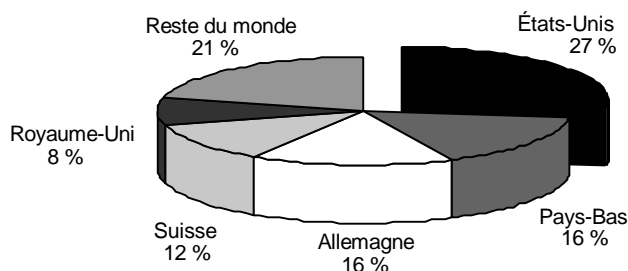
Source : Banque de France (SIPEX, FIBEN, BAFI)
Commission de contrôle des assurances

Les FATS confirment que la France demeure investie, en premier lieu, par des groupes européens. En valeur relative, ceux-ci perdent cependant du terrain entre 1995 (69,7 % des ventes) et 1996 (67,6 %). En 1996, les filiales étrangères sous contrôle nord-américain réalisent 27,5 % du chiffre d'affaires recensé (25,7 % en 1995) et les groupes asiatiques 4,0 % : le Japon arrive en tête (3,7 % du chiffre d'affaires total) suivi, de loin, par la Corée du Sud (0,3 % seulement). Les investissements majoritaires en provenance des autres pays du globe restent extrêmement marginaux (0,8 % du chiffre d'affaires et 2,5 % du stock d'investissements directs). Parmi les pays européens, les Pays-Bas et l'Allemagne figurent au premier rang des pays

⁸ Les entreprises de l'Union européenne (UE) et les filiales étrangères constituées en personnes morales établies dans l'UE ont le droit d'exercer leurs activités dans tous les pays de l'UE même si elles sont inscrites dans un seul pays.

investisseurs, avec respectivement 16,2 % et 15,8 % des ventes. La Suisse arrive en troisième position (11,7 %), devant le Royaume-Uni (8,3 %).

Chiffres d'affaires des entreprises résidentes sous contrôle étranger Ventilation par pays investisseurs en 1996



Sources : Banque de France (SIPEX, FIBEN, BAFI)
Commission de contrôle des assurances

En croisant les secteurs avec les pays, on constate que les filiales américaines sont plus particulièrement implantées dans les secteurs des industries manufacturières (247 milliards de francs de chiffre d'affaires en 1996) et du commerce de gros (72 milliards). L'Allemagne, fortement présente dans l'industrie manufacturière, réalise également une part non négligeable de son chiffre d'affaires dans le commerce de gros et dans le commerce et la réparation de véhicules (40,7 % pour l'ensemble de ces deux secteurs). Les Pays-Bas et la Suisse sont surtout présents dans le secteur des industries manufacturières.

Degré de pénétration⁹ des firmes étrangères dans les secteurs d'activité résidents en 1995¹⁰

Les entreprises sous contrôle étranger participaient pour 9,4 % au chiffre d'affaires réalisé par l'ensemble des entreprises résidentes en 1995 (1 442 milliards de francs sur un total de 15 332 milliards)¹¹.

À cette date, 17,2 % du chiffre d'affaires de l'industrie manufacturière française était contrôlé par des entreprises à capitaux étrangers. Parmi les secteurs les plus concernés, figurent l'industrie de raffinage et cokéfaction, l'industrie chimique et l'équipement électronique. Dans l'industrie des biens d'équipement, seuls les secteurs de l'aéronautique et de l'automobile résistent à la pénétration étrangère, du fait de leur caractère stratégique.

Parmi les services, « investis » à 6,8 % par les entreprises étrangères (en termes de chiffres d'affaires), se détachent ceux qui sont liés aux fonctions d'administration d'entreprises¹² (14,3 %) et aux activités de commerce (9,0 %).

⁹ Part du chiffre d'affaires réalisé par des entreprises sous contrôle étranger par rapport au chiffre d'affaires de l'ensemble des entreprises résidentes

¹⁰ Étude sur l'année 1995 uniquement, les chiffres de l'INSEE, pour l'année 1996, « champ de recensement SIE » n'étaient pas encore disponibles au moment de la rédaction de l'étude. Pour les résultats des entreprises nationales dans leur ensemble (cf. annexe 1)

¹¹ Champ SIE « Système intermédiaire d'entreprises » : système mis en place en 1976 par l'INSEE pour recenser les données comptables des entreprises non financières et les rendre sommables et cohérentes avec les comptes nationaux (cf. annexe 1)

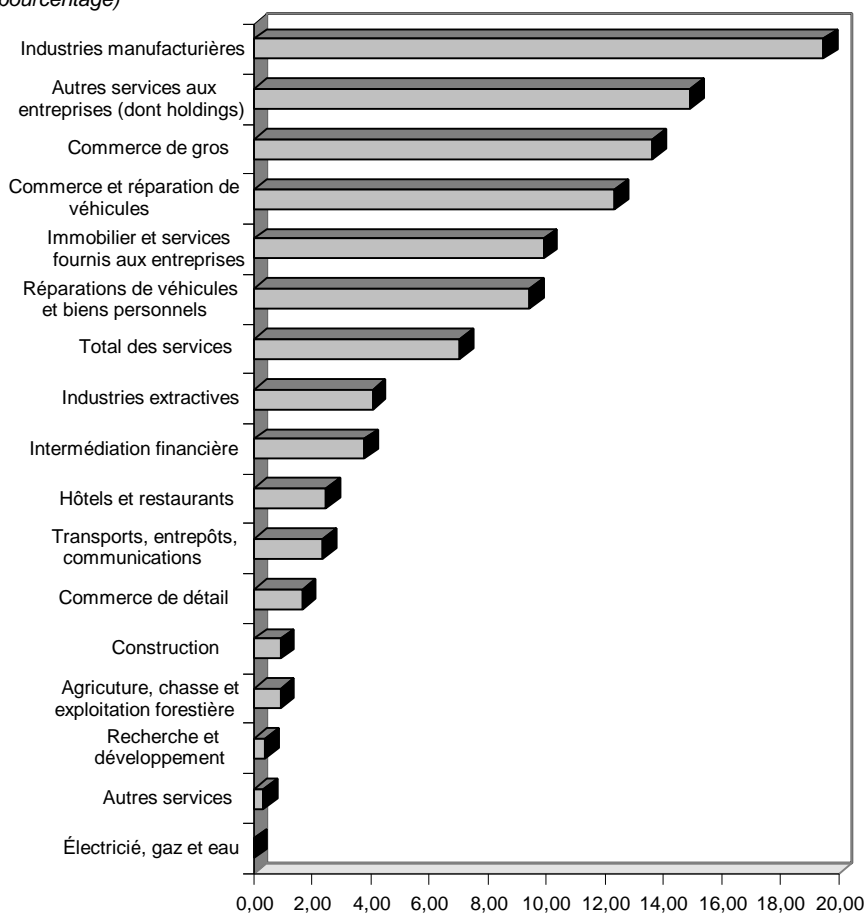
¹² Activités de direction, de tutelle et de représentation y compris des activités auxiliaires de gestion courante

Dans ce dernier domaine, ce sont surtout les filiales du *commerce de gros* (12,9 %) et du *commerce et de la réparation de véhicules* (11,8 %) qui affichent le taux de pénétration le plus important. L'acquisition d'une telle filiale à l'étranger constitue un moyen privilégié pour les investisseurs, notamment les groupes industriels, d'introduire sur le marché des produits finis (électronique, équipement industriel, produits agricoles), de contrôler leur distribution et d'en assurer la maintenance. Le *commerce de détail* (du commerce d'alimentation générale aux hypermarchés) n'attire encore que peu, pour sa part, les capitaux étrangers (1,6 %).

Le poids des firmes étrangères reste faible dans le secteur des *transports, entrepôts, télécommunications* (2,3 % en 1995). Ces dernières bénéficiaient en 1995 d'un monopole qui a pris fin le 1^{er} janvier 1998 avec l'entrée en vigueur du processus de déréglementation. De même, le secteur de la *construction* se trouve-t-il peu « pénétré ». Ce secteur est en effet dual, avec à une extrémité une foule de petits indépendants et à l'autre cinq grandes entreprises. Cette absence des groupes étrangers s'explique, pour partie, par des raisons socio-économiques (besoin de flexibilité, connaissance du marché, sous-traitance en cascade, relations avec les pouvoirs publics). Elle est sans doute particulièrement prononcée en France, comme l'atteste le succès à l'exportation des grandes sociétés françaises de bâtiment et de travaux publics.

Chiffre d'affaires des entreprises sous contrôle étranger Ventilation par secteurs d'activité en 1995

(en pourcentage)



Sources : Banque de France (SIPEX, FIBEN, BAFI)
Commission de contrôle des assurances

Parmi les secteurs les moins « pénétrés » par l'étranger figurent l'électricité, l'eau, le gaz (secteur qui bénéficie pour l'instant d'un monopole national), et les autres services, qui regroupent les services rendus par les administrations publiques. Le secteur de la recherche et développement (RD) est également très peu investi, ce qui ne veut pas dire que les filiales étrangères n'effectuent pas de dépenses de RD : selon l'enquête menée par le ministère de la Recherche en 1994, elles y consacraient 18 milliards de francs et représentaient 16 % des dépenses de RD de l'ensemble des entreprises résidentes. Cette situation provient du fait que les laboratoires de recherche et développement sont le plus souvent rattachés fonctionnellement à une unité de fabrication du groupe sur le sol français.

1.2. Emploi (hors intermédiation financière)

Les entreprises à capitaux étrangers emploient un peu plus de 812 000 personnes en France en 1996¹³

Les effectifs des entreprises sous contrôle majoritaire étranger et hors intermédiation financière atteignent 812 300 postes en 1996. En 1995, ils représentaient 6,2 % du total des effectifs recensés dans l'ensemble des secteurs d'activité (hors intermédiation financière) et, de 1995 à 1996, leur nombre a progressé de 2,7 %, soit de près de 22 000 emplois. Du fait que les opérations de fusion/acquisition l'ont largement emporté sur les créations *ex nihilo* de filiales dans les opérations d'investissements directs en 1996, ces 22 000 postes recouvrent pour partie des emplois existants. Cependant, il peut également s'agir d'emplois créés par des filiales sous contrôle étranger déjà présentes sur le territoire.

Répartition sectorielle des emplois sous contrôle étranger (hors intermédiation financière)

(effectifs en unités et répartitions en pourcentage)

	1995		1996	
	Effectifs	Part	Effectifs	Part
Agriculture, chasse et exploitation forestière	1 993	0,3	1 795	0,2
Industries extractives	1 941	0,2	1 905	0,2
Industries manufacturières	462 086	58,5	469 676	57,8
Électricité, gaz et eau	116	0,0	121	0,0
Construction	7 496	0,9	7 260	0,9
Total des services	316 924	40,1	331 520	40,8
Commerce de gros, de détail et réparation de véhicules et biens personnels	154 661	19,6	155 204	19,1
dont : – Commerce et réparations de véhicules	8 085	1,0	11 589	1,4
– Commerce de gros	117 460	14,9	113 809	14,0
– Commerce de détail	29 116	3,7	29 806	3,7
Hôtels et restaurants	18 728	2,4	16 500	2,0
Transports, entrepôts, communications	18 674	2,4	19 512	2,4
Intermédiation financière	nd	nd	nd	nd
Immobilier et services fournis aux entreprises	121 995	15,4	127 425	15,7
dont : – Recherche et développement	1 024	0,1	2 023	0,2
– Autres services aux entreprises (holdings)	102 784	13,0	109 222	13,4
Autres services	2 866	0,4	12 879	1,6
Total général	790 556	100,0	812 277	100,0

nd : non disponible

¹³ Les emplois sous contrôle étranger recensés par le SGCB (Secrétariat général de la Commission bancaire) et la Commission de contrôle des assurances n'ont pu être intégrés dans cette présente étude comme l'aurait souhaité ces deux organismes. Ils le seront ultérieurement.

En 1996, près de 58 % des emplois sous contrôle étranger sont localisés dans le secteur de l'*industrie manufacturière*, contre 40,8 % dans les services. La part de ces derniers s'est cependant légèrement renforcée d'une année à l'autre (40,1 % en 1995) : le secteur du *commerce* vient largement en tête (19,1 %, soit 155 200 emplois contrôlés, dont 113 800 dans le seul secteur du commerce de gros) devant le secteur de l'*immobilier et des services aux entreprises* (15,7 %). La chute des effectifs dans le secteur des *hôtels et restaurants* s'explique par la cession, en 1996, d'une filiale par un groupe étranger spécialisé dans la restauration collective.

Une polarisation européenne légèrement moins marquée que pour les chiffres d'affaires

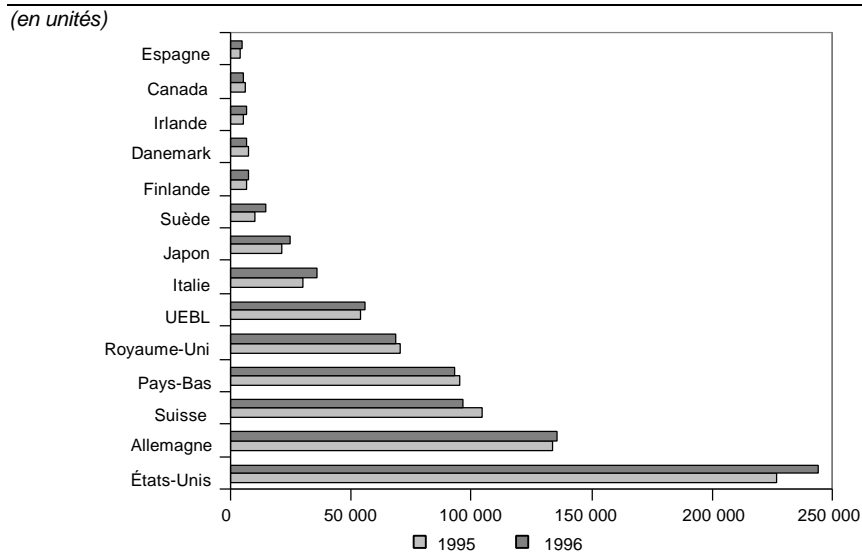
La polarisation régionale observée en matière de chiffre d'affaires est légèrement moins marquée pour les effectifs, même si l'Europe reste, également pour cet indicateur, largement prépondérante. Les firmes européennes¹⁴ contrôlent 65,1 % des effectifs en 1996 (contre 66,4 % en 1995), alors qu'elles sont à l'origine de 67,6 % du chiffre d'affaires (69,7 % en 1995). À l'inverse, les groupes nord-américains contrôlent en valeur relative plus de salariés qu'ils ne génèrent de chiffre d'affaires (respectivement 30,7 % et 27,5 % en 1996). La comparaison entre la répartition des chiffres d'affaires et celle des effectifs mériterait toutefois une étude sectorielle beaucoup plus poussée. Le rapport chiffre d'affaires/effectifs évolue fortement en fonction des caractéristiques propres des secteurs : capitalistiques, à faible ou à forte valeur ajoutée, à faible ou à forte intensité de main-d'œuvre.

Par pays, les *États-Unis* arrivent largement en tête des emplois contrôlés, avec 243 800 emplois, et se situent également à la première place des investisseurs étrangers en France. Les groupes *allemands* arrivent en deuxième position, avec 135 800 emplois. Viennent ensuite les groupes *suisses* (96 400 emplois), *néerlandais* (93 200 emplois) et *britanniques* (68 300 emplois).

Sur les 22 000 emplois passés sous contrôle étranger en 1996, les deux tiers (16 600 emplois) sont dus aux groupes *nord-américains*. Principalement dans les secteurs des autres services aux entreprises et des télécommunications, les effectifs employés par les groupes asiatiques ont également très fortement augmenté (27 700 personnes en 1996, contre 23 600 en 1995), essentiellement dans les industries manufacturières. Si le *Japon* est largement à l'origine de cette évolution (+ 3 300 emplois), il convient de souligner la percée de la *Corée du Sud* qui augmente ses effectifs de plus de 50 % en valeur relative. En Europe, les situations sont beaucoup plus contrastées, l'*Italie* et la *Suède* prennent respectivement le contrôle de 6 000 emplois et 4 300 emplois, tandis que le *Royaume-Uni*, la *Suisse* et les *Pays-Bas* en perdent 12 700 à eux trois.

¹⁴ Europe des Quinze + autres pays d'Europe

Effectifs des filiales sous contrôle étranger



1.3. Valeur ajoutée (hors intermédiation financière)

La valeur ajoutée créée par une entreprise correspond à la différence entre ses ventes totales (chiffre d'affaires) et les variations de stocks¹⁵, d'une part, et le coût d'acquisition de ses matières premières et biens et services intermédiaires, d'autre part.

Les filiales industrielles sont à l'origine de près de 70 % de la valeur ajoutée de l'ensemble des filiales sous contrôle étranger

La valeur ajoutée brute des entreprises sous contrôle étranger s'élève en 1996 à 353 milliards de francs, contre 343 milliards en 1995 (+ 2,9 %). En 1995, les filiales françaises détenues par des groupes étrangers réalisent 7,9 % de la valeur ajoutée comptabilisée pour l'ensemble des entreprises résidentes en France (hors intermédiation financière)¹⁶.

En 1995, la part des filiales industrielles dans la valeur ajoutée atteint 234,7 milliards de francs, soit 68,4 % de la valeur ajoutée totale produite par des entreprises sous contrôle étranger (241,4 milliards et également 68,4 % en 1996). La part des entreprises de services se stabilise, d'un exercice à l'autre, à 30,5 %. Cette répartition est inverse de celle que l'on observe au plan national où les activités de services génèrent la plus grande part de valeur ajoutée (respectivement 53,7 % pour les services et 32,8 % pour l'industrie). Le fait que les filiales étrangères du secteur des services génèrent proportionnellement moins de valeur ajoutée dans l'économie d'accueil s'explique par le poids des filiales commerciales. En effet, certains produits commercialisés par ces entreprises demandent peu de transformation (automobiles, biens d'équipement). Dans ce dernier cas, la valeur ajoutée produite se limite

¹⁵ + variations de stocks de produits – variations de stocks de matières premières

¹⁶ Champ de recensement SIE

pratiquement à la différence entre le prix du bien à la sortie de l'usine et le prix auquel il est revendu par le détaillant (marge commerciale).

Les entreprises sous contrôle étranger sont moins bien intégrées à l'économie nationale dans les services que dans l'industrie

L'intégration verticale des filiales étrangères à l'économie nationale peut être mesurée par la part de la valeur ajoutée dans le chiffre d'affaires. Plus le ratio est élevé, moins la part des consommations intermédiaires dans la production est importante. En 1996, la valeur ajoutée produite par l'ensemble des secteurs rapportée à l'ensemble des ventes (VA/CA) des filiales sous contrôle étranger s'élève à 23,5 %. Dans l'*industrie*, la part de la valeur ajoutée dans les ventes atteint 28,7 %. Dans les *services*, elle est beaucoup plus faible (16,5 % en 1996, après 16,6 % en 1995), ce qui traduit une consommation élevée de biens et services intermédiaires dans la production. À titre de comparaison, les taux observés en 1995 (seule année pour laquelle on dispose actuellement de statistiques) pour l'ensemble des entreprises résidentes (filiales étrangères comprises) se situaient à 30,5 %¹⁷ pour le secteur de l'industrie manufacturière et à 25,1 % pour le secteur des services.

Sur l'ensemble de la période étudiée, la part de la valeur ajoutée dans les ventes demeure très faible dans les secteurs du commerce et réparation de véhicules (8,7 % en 1996, contre 8,2 % en 1995). Elle est également réduite dans le secteur du commerce de gros, pour les mêmes raisons. Les secteurs des services qui présentent le meilleur taux d'intégration verticale sont ceux des *hôtels et restaurants* et de la *recherche et développement*. Pour ce dernier secteur, il convient de rester extrêmement prudent vu le petit nombre d'entreprises concernées.

Chiffre d'affaires et valeur ajoutée des entreprises sous contrôle étranger

(chiffres d'affaires en millions de francs et variation en pourcentage)

	1995			1996		
	CA	VA	VA/CA	CA	VA	VA/CA
Agriculture, chasse et exploitation forestière	2 459	619	25,17	2 229	614	27,55
Industries extractives	2 131	928	43,55	2 191	1 038	47,38
Industries manufacturières	800 076	234 704	29,34	841 838	241 351	28,67
Électricité, gaz et eau	66	33	50,00	71	30	42,25
Construction	7 203	2 181	30,28	6 854	2 162	31,54
Total des services	630 136	104 548	16,59	652 216	107 771	16,52
Commerce de gros, de détail et réparation de véhicules et biens personnels	442 608	61 474	13,89	478 282	61 951	12,95
dont : - Commerce et réparation de véhicules	72 554	5 930	8,17	99 240	8 600	8,67
- Commerce de gros	343 538	50 360	14,66	344 127	47 369	13,76
- Commerce de détail	26 516	5 184	19,55	34 915	5 982	17,13
Hôtels et restaurants	7 060	3 259	46,16	6 488	2 967	45,73
Transports, entrepôts, communications	19 114	4 998	26,15	23 870	5 560	23,29
Intermédiation financière (a)	47 038	nd	ns	45 024	nd	ns
Immobilier et services fournis aux entreprises	111 524	33 722	29,68	90 882	34 568	37,07
dont : - Recherche et développement	720	427	59,31	810	515	63,58
- Autres services aux entreprises (holdings)	84 853	20 707	24,40	69 773	23 121	33,14
Autres services	2 792	1 095	39,22	7 670	2 725	35,53
Total général	1 442 071	343 013	23,79	1 505 399	352 966	23,45

(a) La valeur ajoutée n'est pas encore collectée par le SGCB ni la Commission de contrôle des assurances.

Ces premiers résultats semblent indiquer que l'intégration des investisseurs étrangers est beaucoup plus forte dans l'industrie que dans les services (plus de valeur ajoutée produite par rapport au chiffre d'affaires). Pour mesurer l'engagement réel des investisseurs étrangers dans l'économie nationale, il conviendrait, cependant, de calculer par secteurs le contenu domestique de la production, défini comme la différence entre les consommations intermédiaires et les importations de biens et

¹⁷ Selon une étude réalisée dans ce pays, en 1994, le taux d'intégration des filiales industrielles étrangères implantées aux États-Unis était de 29,7 % et s'établissait à 37,3 % pour les seules maisons mères américaines (étude publiée dans le *Survey of Current Business* d'avril 1998).

services. Plus la part des importations est élevée, moins ce contenu domestique est important.

Le secteur des industries manufacturières affiche un ratio (part des importations dans les consommations intermédiaires) de 20,7 % pour l'ensemble des entreprises nationales et de 40,2 % pour les filiales industrielles étrangères. En 1995, dans les services, ces parts s'établissent à, respectivement, 12,1 % et 45,1 %.

1.4. Les importations et exportations de biens et services

Les données présentées ci-après correspondent aux règlements de marchandises déclarés directement à la direction de la Balance des paiements par les banques et les déclarants directs entreprises, et non aux transactions douanières recensées par la direction générale des Douanes et Droits indirects (DGDDI).

Un déficit commercial (biens et services) de 138,6 milliards de francs en 1996

Les filiales sous contrôle étranger sont globalement plus importatrices (497,2 milliards de francs en 1996) qu'exportatrices (358,6 milliards) de biens et services, et dégagent donc un solde déficitaire en règlements de 138,6 milliards. À titre de comparaison, l'ensemble des entreprises résidentes (filiales étrangères comprises) était, cette même année, à l'origine d'un excédent de 122 milliards de francs en règlements.

L'analyse par secteurs montre des résultats extrêmement hétérogènes. Les industries manufacturières présentent un solde excédentaire de 15,8 milliards de francs, en progression de 2,8 milliards d'une année à l'autre, tandis que les services affichent un déficit de 154,8 milliards, qui se creuse par rapport à celui de 1995 (148,4 milliards). Les filiales commerciales sont principalement à l'origine de cette situation (143,9 milliards de francs en 1996, contre 136,9 milliards en 1995) : elles présentent un déficit structurel lié au rôle direct et prépondérant joué par de nombreuses entreprises productrices dans la réalisation de leurs propres exportations à travers leurs réseaux de distribution ou avec l'intervention d'entreprises commerciales étrangères. Les échanges de biens intermédiaires et de biens d'équipement font, pour leur part, plus fréquemment l'objet d'échanges directs entre entreprises. Les autres services aux entreprises contribuent également au déficit des échanges, mais dans de bien moindres proportions. Ce dernier point est délicat à interpréter dans la mesure où ce secteur recouvre des firmes dont l'activité ne se cantonne pas nécessairement à celle de *holding*. Dans les services, seuls les échanges des secteurs de l'intermédiation financière et de la recherche et développement génèrent un léger excédent.

Au total, l'activité des filiales étrangères semble peser négativement sur les échanges courants de la France. On ne peut toutefois pas en conclure que les investissements directs étrangers sont défavorables à l'économie d'accueil : les implantations étrangères, favorables en termes d'emplois et de transferts de technologie et de déversement technologique et de connaissance, peuvent stimuler le revenu et la croissance en rendant les entreprises françaises plus concurrentielles et donc plus efficaces.

**Exportations et importations de biens et services
des entreprises sous contrôle étranger**

(montants en millions de francs)

	1995			1996		
	Exports	Imports	Solde	Exports	Imports	Solde
Agriculture, chasse et exploitation forestière	454	251	203	426	276	150
Industries extractives	793	258	535	549	214	335
Industries manufacturières	240 551	227 550	13 001	260 240	244 480	15 760
Électricité, gaz et eau	1	4	- 3	2	113	- 111
Construction	394	400	- 6	525	469	56
Total des services	88 462	236 816	- 148 354	96 843	251 635	- 154 792
Commerce de gros, de détail et réparation de véhicules et biens personnels	53 210	190 119	- 136 909	55 414	199 334	- 143 920
dont : - Commerce et réparation de véhicules	2 638	42 552	- 39 914	2 878	47 650	- 44 772
- Commerce de gros	49 447	143 253	- 93 806	51 693	143 960	- 92 267
- Commerce de détail	1 125	4 314	- 3 189	843	7 724	- 6 881
Hôtels et restaurants	131	151	- 20	146	112	34
Transports, entrepôts, communications	2 763	2 706	57	4 403	5 037	- 634
Intermédiation financière	11 572	7 126	4 446	11 864	7 857	4 007
Immobilier et services fournis aux entreprises	20 660	36 427	- 15 767	24 633	38 647	- 14 014
dont : - Recherche et développement	322	110	212	365	84	281
- Autres services aux entreprises (holdings)	16 325	32 797	- 16 472	20 232	34 216	- 13 984
Autres services	126	287	- 161	383	648	- 265
Total général	330 655	465 279	- 134 624	358 585	497 187	- 138 602

L'Allemagne en tête des déficits bilatéraux

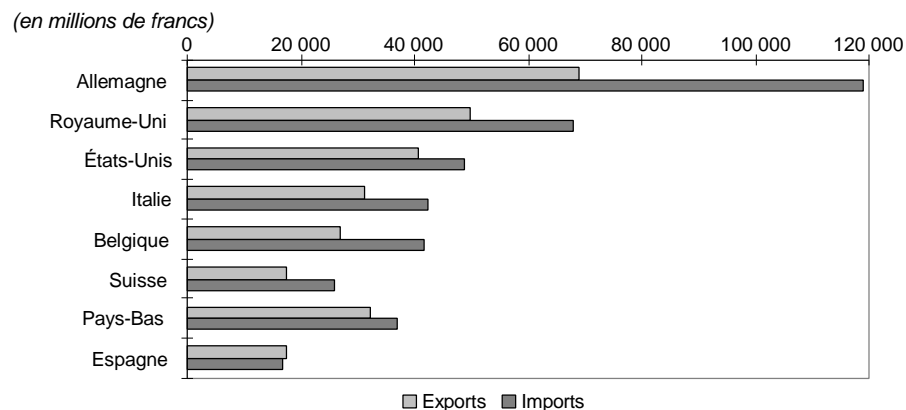
Dans la continuité de ce qui vient d'être exposé, on s'aperçoit que le croisement secteurs/pays fait apparaître un fort déficit commercial quand l'économie étrangère est fortement impliquée dans le commerce et un excédent si elle l'est dans l'industrie.

En 1996, l'Allemagne présente un fort déséquilibre entre importations et exportations (50,1 milliards de francs), qui trouve son origine dans les filiales de commerce (57,2 milliards, dont 29,1 milliards pour le commerce et la réparation de véhicules et 25,6 milliards pour le commerce de gros). Le montant infime des exportations du secteur de commerce et de la réparation de véhicules (315 millions de francs) indique que les véhicules importés sont essentiellement destinés au marché français. Le secteur industriel affiche, quant à lui, un excédent de 13,4 milliards de francs.

Le deuxième déficit bilatéral provient du Royaume-Uni (18,1 milliards de francs en 1996). Ce sont les filiales commerciales qui en sont à l'origine, le solde du secteur industriel étant pratiquement équilibré. L'Italie présente une configuration analogue, avec un déficit bilatéral de 11,2 milliards de francs, dû au commerce de gros et aux autres services aux entreprises.

Les échanges des filiales sous contrôle étranger sont excédentaires, en revanche, avec la Péninsule ibérique. Entre 1995 et 1996, le taux de couverture s'améliore avec l'Espagne (105,9 % en 1996, contre 101,9 % en 1995) et le Portugal (226,9 % en 1996, après 181,5 %), grâce au secteur industriel dont les exportations ont progressé.

Importations et exportations de filiales sous contrôle étranger
Ventilation par pays d'origine en 1996



En 1996, 20,4 % des exportations françaises de biens et services et 30,5 % des importations¹⁸ sont imputables à la présence étrangère en France

Ces chiffres s'inscrivent en légère progression par rapport à ceux de 1995 (respectivement 20,2 % et 30,2 %).

En 1996, les entreprises manufacturières sous contrôle étranger sont à l'origine de 35,8 % des importations et de 25,4 % des exportations françaises, contre, respectivement, 27,6 % et 14,2 % pour les entreprises de services et 31,2 % et 15,2 % pour les filiales commerciales.

Par contre, l'enquête sur les FATS ne traite pas du commerce *intra-firme*, autre élément essentiel de la mesure de la mondialisation. Le commerce de marchandises *intra-firme* dans le secteur industriel, selon le Sessi du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, représente globalement un tiers des exportations et des importations françaises de biens en 1994, les groupes étrangers implantés en France réalisant 84 % des importations et 40 % des exportations *intra-groupe*.

L'existence d'un déficit commercial tend à montrer que la production de biens et services des implantations d'entreprises étrangères en France se déverse beaucoup plus sur le marché hôte plutôt que d'être exportée vers l'économie à l'origine de l'investissement direct ou vers d'autres destinations extérieures. Si la France, de par sa situation géographique au centre de l'Europe, peut effectivement être choisie comme base de production, elle n'abrite pas pour autant ce que l'on peut appeler une « usine tournevis » à l'image des entreprises américaines implantées au Mexique, qui importent des biens intermédiaires sur le lieu d'implantation, y fabriquent les produits finis pour bénéficier de coûts de production moindres, et réexportent l'ensemble de leur production vers les États-Unis.

¹⁸ Cf. également annexe 2

Poids des industries manufacturières et des services en 1996

(chiffres d'affaires en millions de francs, parts en pourcentage et effectifs en unités)

	Chiffre d'affaires		Effectifs		Valeur ajoutée		Exportations		Importations	
	Montant	Part	Nombre	Part	Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part
Industries manufacturières	841 838	55,9	469 676	57,8	241 351	68,4	260 240	72,6	244 480	49,2
Autres secteurs industriels	11 345	0,8	11 081	1,4	3 844	1,1	1 502	0,4	1 072	0,2
Total des services	652 216	43,3	331 520	40,8	107 771	30,5	96 843	27,0	251 635	50,6
Total général	1 505 399	100,0	812 277	100,0	352 966	100,0	358 585	100,0	497 187	100,0

2. L'activité des firmes sous contrôle français à l'étranger (FATS outward)

On ne dispose actuellement de chiffres d'affaires que pour les *FATS outward* (mesure de l'activité des firmes françaises implantées à l'étranger).

Par ailleurs, le questionnaire proposé par l'OCDE et Eurostat est beaucoup moins riche pour les *outward* que pour les *inward* sur le plan des répartitions géographiques et sectorielles. La répartition géographique demandée pour les *outward* se cantonne aux pays de la zone OCDE et à quelques pays de la zone hors OCDE, alors qu'elle est extrêmement détaillée pour les *inward*. De plus, les croisements secteurs/pays se limitent aux grands secteurs des services, ce qui n'est pas le cas des *inward*. En concevant ce questionnaire « allégé », les institutions européennes (OCDE et Eurostat) ont sans doute anticipé les difficultés que rencontreraient les pays membres pour recenser les *outward*.

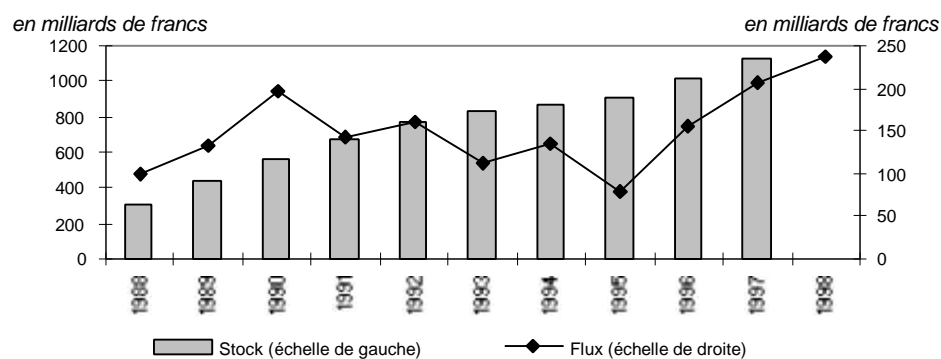
L'internationalisation des entreprises françaises

Après s'être progressivement tournées vers l'exportation, les entreprises françaises ont effectué, à partir des années quatre-vingt, un rattrapage exceptionnel en matière d'investissement à l'étranger, en créant des filiales ou en rachetant des entreprises existantes. Elles ont en priorité investi en Europe, afin de prendre pied dans la future structure du marché unique, anticipant la libéralisation des échanges et la déréglementation financière. Leurs investissements se sont ensuite largement portés vers les États-Unis, marché attractif par sa taille, bénéficiant d'une croissance forte et continue et constituant pour elles une plate-forme pour écouler leurs produits sur les marchés de proximité en Amérique centrale *via* l'Alena. Elles se sont, enfin, tournées vers les économies émergentes d'Amérique du Sud, les pays d'Asie à développement rapide et les pays de l'Est. Leurs investissements se sont notablement développés au Brésil et en Argentine, sous l'impulsion des secteurs de l'industrie et de la grande distribution ; les vagues de privatisations engagées à l'Est par les économies dites « en transition » dans le secteur de l'énergie (eau, électricité, gaz) ont constitué autant d'opportunités pour « pénétrer » ces marchés ; leurs investissements dans les pays d'Asie à développement rapide se sont également accélérés, notamment en 1996, tout en restant modestes comparés au potentiel de croissance que pouvaient offrir ces pays jusqu'en 1997.

Globalement, les délocalisations des activités de production vers des zones à bas coût de main-d'œuvre restent relativement marginales. Si ces opérations entraînent une baisse des coûts de production, elles peuvent, en revanche, alourdir les coûts de transport et allonger les délais d'acheminement et les temps de fabrication. De plus, l'attrait d'une main-d'œuvre bon marché peut s'estomper face à l'instabilité politique et financière des économies émergentes.

Entre 1988 et 1996, le stock d'investissements directs français à l'étranger a presque triplé, passant de 312 milliards de francs à 1 010,6 milliards. En 1996, il représenterait 6,1 % des stocks d'investissements mondiaux¹⁹, plaçant la France au cinquième rang des investisseurs mondiaux derrière les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon et l'Allemagne. La France se situe dorénavant très près de ce dernier pays (à 1 010,6 milliards de francs, contre 1 149,4 milliards en 1996), alors que dans les années quatre-vingt, le stock de l'Allemagne représentait deux fois celui de la France²⁰. Cet impressionnant rattrapage est loin d'être terminé, comme le prouve l'augmentation sans précédent des flux d'investissements directs français à l'étranger en 1998, qui s'annonce comme une année record, après les pics de 1990 et 1997.

Stocks et flux d'investissements directs français (stocks estimés pour 1997 et flux provisoires pour 1998)



Le chiffre d'affaires des filiales des groupes industriels français en forte progression de 1995 à 1996 dans le secteur des services

Contrairement à la méthodologie recommandée, on traite ci-après les secteurs d'activité des maisons mères françaises et non ceux des filiales implantées à l'étranger. Si les secteurs des filiales sont recensés dans les enquêtes de stocks sur les investissements directs français à l'étranger, les résultats semblent encore trop fragiles pour pouvoir être utilisés en l'état. La ventilation géographique des FATS se fait sur le premier pays de destination, dit pays à « contrôle immédiat » de l'investissement, et non sur celui du « bénéficiaire ultime » : ne sont donc prises en compte que les filiales de premier rang, ce qui minimise le montant des chiffres d'affaires réalisés à l'étranger. La raison pour laquelle la *task force FATS balance des paiements d'Eurostat*, à laquelle a participé la direction de la Balance des paiements, a fait choix de ce concept retenu dans un premier temps, est que le bénéficiaire ultime est souvent difficile à identifier à moins de disposer d'outils non encore totalement opérationnels

¹⁹ Selon le *World Investment Report* publié par la Cnuccd en 1997

²⁰ Mucchielli : *Les firmes internationales*

(base de données internationale sur la structure des groupes ou mise en place de nouvelles enquêtes ²¹).

²¹ Cf. notice méthodologique

Sous ces réserves, les entreprises françaises implantées à l'étranger ont été à l'origine de 1 235 milliards de francs de chiffres d'affaires en 1996, contre 992 milliards en 1995 (+ 24,5 %). Ce mouvement est étroitement lié aux investissements directs français à l'étranger dont le stock est passé, parallèlement, de 903,5 milliards de francs à 1 010,6 milliards.

Chiffres d'affaires des filiales de groupes français implantées à l'étranger
Ventilation par secteurs d'activité des maisons mères

(CA en millions de francs, parts en pourcentage)

	1995		1996	
	Chiffre d'affaires	Part	Chiffre d'affaires	Part
Agriculture, chasse et exploitation forestière	495	-	402	-
Industries extractives	97 422	9,8	146 014	11,8
Industries manufacturières	422 748	42,6	551 048	44,6
Électricité, gaz et eau	6 332	0,6	13 796	1,1
Construction	10 436	1,1	10 126	0,8
Total des services	454 481	45,8	513 207	41,6
Commerce de gros, de détail et réparation de véhicules et biens personnels	185 276	18,7	208 234	16,9
dont : - <i>Commerce et réparation de véhicules</i>	137	0,0	545	0,0
- <i>Commerce de gros</i>	106 042	10,7	122 557	9,9
- <i>Commerce de détail</i>	79 097	8,0	85 132	6,9
Hôtels et restaurants	13 037	1,3	15 182	1,2
Transports, entrepôts, communications	9 134	0,9	11 391	0,9
Intermédiation financière	126 324	12,7	125 450	10,2
Immobilier et services fournis aux entreprises	119 727	12,1	151 675	12,3
dont : - <i>Recherche et développement</i>	279	0,0	200	0,0
- <i>Autres services aux entreprises (holdings)</i>	85 218	8,6	111 925	9,1
Autres services	983	0,1	1 275	0,1
Total général	991 914	100,0	1 234 593	100,0

En 1996, les *industries manufacturières* participent à hauteur de 44,6 % à la réalisation du montant total des chiffres d'affaires. Entre 1995 et 1996, leur chiffre d'affaires progresse de 30,3 % (551 milliards de francs en 1996, contre 422,7 milliards). Ce résultat s'explique par les investissements nouveaux effectués par des firmes appartenant aux secteurs de l'*industrie agro-alimentaire*, de la *chimie* et de l'*électronique*, mais aussi par l'amélioration des performances des entreprises investies à l'étranger. La forte progression du secteur de l'*électricité, gaz et eau* est à rapprocher des investissements effectués en Amérique du Sud (Argentine, Brésil) et dans les économies en transition (Hongrie), dans le cadre des appels d'offres de privatisation du secteur de l'*énergie*. Les maisons mères appartenant au secteur *extraction des hydrocarbures* ont, pour leur part, bénéficié, *via* leurs filiales, de la hausse des cours du pétrole brut, dont le prix moyen s'est accru de 33 % entre 1995 et 1996.

Le chiffre d'affaires des *services* augmente également d'une année à l'autre, mais de manière moins soutenue (+ 12,9 %, à 513,2 milliards de francs, après 454,5 milliards en 1995). La hausse a surtout concerné les *services fournis aux entreprises* (151,7 milliards de francs, contre 119,7 milliards en 1995).

Parmi les entreprises commerciales investissant à l'étranger figurent essentiellement les firmes spécialisées dans le commerce de gros et de détail, avec respectivement 9,9 % et 6,9 % du chiffre d'affaires global réalisé à l'étranger. En revanche, celles du *commerce et de la réparation de véhicules*, dont l'activité est essentiellement axée vers la commercialisation de produits finis, n'investissent que très faiblement à l'étranger.

Il apparaît que ce type de secteur est surtout investi²², dans la mesure où il recouvre des entreprises qui se situent d'ores et déjà à la fin du processus de production. Les entreprises françaises du secteur automobile, par contre, implantent des filiales à l'étranger pour écouler leurs véhicules et leurs équipements automobiles, à l'image de leurs concurrents extérieurs.

En 1996, 18,7 % du chiffre d'affaires des filiales françaises à l'étranger ont été réalisés aux États-Unis

Stocks d'investissements français à l'étranger et chiffre d'affaires réalisé par les filiales

(montants en milliards de francs et parts en pourcentage)

	1995			1996		
	Stock	Chiffre d'affaires	Part du CA	Stock	Chiffre d'affaires	Part du CA
États-Unis	176,5	196,5	19,8	202,9	230,7	18,7
Pays-Bas	135,6	42,6	4,3	131,1	69,6	5,6
Belgique/Luxembourg	107,8	73,5	7,4	115,6	70,4	5,7
Royaume-Uni	85,9	78,3	7,9	94,8	97,9	7,9
Allemagne	49,7	104,8	10,6	54,5	119,1	9,6
Espagne	51,7	126,1	12,7	51,9	154,4	12,5
Italie	40,1	80,4	8,1	44,7	125,4	10,2
Suisse	53,3	26,5	2,7	39,9	25,3	2,0
Brésil	18,7	23,5	2,4	25,8	23,4	1,9
Autres	184,2	239,7	24,2	249,4	318,4	25,8
Total	903,5	991,9	100	1010,6	1234,6	100
Zones géo-économiques						
Pays de l'UE à 15	494,7	534,8	—	526	705,7	—
Pays de la zone OCDE	764,5	739,5	—	819,8	908,9	—
Pays de la zone hors OCDE (y compris non alloué)	139	252,4	—	190,8	325,7	—

Les chiffres d'affaires réalisés à l'étranger par les filiales françaises restent largement concentrés sur la zone OCDE, avec 73,6 % du total en 1996, contre 74,6 % en 1995. La part de cette zone tend, toutefois, à s'effriter en valeur relative au profit des pays de la zone hors OCDE, dont la part progresse de près de 1 point. Les investissements directs français à destination de l'Argentine — où le secteur de l'électricité a fait l'objet d'acquisitions françaises en 1996, à la suite de sa privatisation — et des pays d'Asie à développement rapide (Taiwan, Singapour, Chine) contribuent à ces résultats.

Le chiffre d'affaires des filiales françaises dans les pays de l'UE s'établit à 705,7 milliards de francs en 1996, contre 534,8 milliards en 1995. Si l'on considère les principaux pays investis de l'UE (sur la base des stocks), il progresse sur tous les lieux d'implantation à l'exception de l'UEBL²³.

Les filiales de groupes français implantées à l'étranger réalisent 18,7 % de leur chiffre d'affaires aux États-Unis en 1996, contre 19,8 % en 1995. Ce pays figure également en tête des pays « investis » avec 20,1 % du stock d'investissement français à l'étranger en 1996. L'augmentation du chiffre d'affaires (230,7 milliards de francs en 1996, contre 196,5 milliards en 1995) s'explique en premier lieu par les prises de participation majoritaire qui ont eu lieu en 1996. Elle traduit l'appréciation de la devise américaine par rapport au franc (+ 6,9 % entre 1995 et 1996).

²² Cf. commentaire sur les *inwards*

²³ Union économique belgo-luxembourgeoise

Au sein de l'UE, c'est l'*Espagne* qui abrite la plus forte présence commerciale française, avec 12,5 % du montant total des chiffres d'affaires réalisés à l'étranger, contre 12,7 % en 1995. Un très grand nombre de firmes françaises opèrent dans ce pays, notamment dans les secteurs de l'automobile, du raffinage et de la distribution de produits pétroliers, et du commerce de détail. Leur attirance pour l'Espagne peut s'expliquer par une proximité géographique et culturelle, mais aussi par le fait que ce pays s'est largement appuyé sur l'investissement direct étranger pour dynamiser et moderniser son secteur industriel à la suite de son entrée dans l'UE. Des entreprises à capitaux étrangers ont pu ainsi bénéficier des aides européennes reçues par le gouvernement espagnol²⁴.

L'augmentation de la part du chiffre d'affaires réalisé en *Italie* (10,2 % en 1996, contre 8,1 % en 1995) reflète celle de l'activité des filiales détenues par des groupes du secteur de l'automobile, de l'assurance et de la grande distribution, secteurs très implantés en Italie. De nouvelles prises de participations de la part d'entreprises du secteur de l'agro-alimentaire ont également contribué à ces résultats.

Le chiffre d'affaires des filiales implantées en *Allemagne* a progressé de 13,6 % entre 1995 et 1996. Ce pays représente 9,6 % des chiffres d'affaires réalisés à l'étranger en 1996 (contre 10,6 % en 1995), ce qui le situe au quatrième rang des pays pour la présence commerciale avec 5,4 % du stock d'investissement français à l'étranger. L'Allemagne n'en demeure pas moins le premier partenaire commercial de la France (15,6 % des exportations totales de biens et services en 1996 et 15,8 % des importations) : elle abrite des filiales de production automobile, de fabrication d'équipement industriel, de commerce de gros et de combustible. Elle attire les firmes spécialisées dans les activités de haute technologie mais, aussi, de manière plus marquée dans sa partie orientale depuis la réunification, dans les secteurs de l'énergie et des biens intermédiaires (verre, ciment, etc.) et du bâtiment.

Le chiffre d'affaires réalisé à l'étranger n'est pas systématiquement corrélé aux montants des actifs immobilisés. Ainsi, les *Pays-Bas*, et dans une moindre mesure l'*UEBL*, arrivent aux deuxième et troisième rangs des pays investis par la France, alors qu'en termes de chiffres d'affaires, ils se situent aux sixième (*UEBL*) et septième (*Pays-Bas*). Ces pays abritent, en effet, de nombreux « centres de coordination » ou « quartiers généraux de *holdings* » qui n'exercent pas directement d'activité productive mais qui détiennent pour le groupe auquel ils appartiennent des filiales à l'étranger chargées de cette fonction. Cette situation n'est cependant pas généralisée, certaines *holdings* remplissant les deux rôles à la fois.

Le *Brésil* est le premier pays émergent « investi » par la France. Les filiales des entreprises françaises y réalisent 23,4 milliards de francs de chiffres d'affaires en 1996, contre 23,5 milliards en 1995. Des firmes du secteur de la chimie et du verre, notamment, y exercent une activité depuis plusieurs années. Plus récemment, le Brésil a attiré des investissements dans les secteurs de l'électricité et du gaz, à la suite de la privatisation du secteur de l'énergie. Les entreprises du commerce de détail et les banques y sont également bien implantées.

Bien qu'en augmentation tendancielle, la part des filiales françaises dans les pays d'Asie à développement rapide et en Europe centrale et orientale reste peu importante, avec moins de 2 % des chiffres d'affaires réalisés.

²⁴ Pour réduire les écarts de développement entre l'Espagne et les autres pays de l'UE

Les entreprises françaises, comme leurs homologues américaines et européennes, intègrent de plus en plus leurs activités au plan mondial. Le processus de globalisation est cependant bien loin d'atteindre son terme, de nouveaux marchés, grâce aux accords de libre échange, s'ouvrant de plus en plus à la concurrence internationale. Selon les résultats de l'enquête « l'investissement international à l'horizon 2002 »²⁵, l'investissement international devrait susciter un accroissement massif de la production et des réseaux commerciaux à l'étranger ; les opérations d'acquisition, de concentration et de restructuration autour des filiales les plus performantes devraient continuer de se développer. Les groupes multinationaux interrogés prévoient d'étendre leurs investissements à l'étranger dans de nouveaux domaines, comme la recherche, la logistique et les fonctions administratives (*holdings*), et de les poursuivre en Asie, notamment en Chine et en Inde mais aussi au Japon, pays traditionnellement assez fermé aux firmes étrangères.

Sources utilisées pour chacune des variables retenues dans les FATS			
	Ensemble des entreprises résidentes	Inward	Outward
Taux de participation		Enquête sur les stocks d'IDEF(b)	Enquête sur les stocks d'IDFE(c)
Chiffre d'affaires (a)	INSEE /Bafi (f)/ Commission de contrôle des assurances	FIBEN /Bafi/ Commission de contrôle des assurances	Enquête sur les stocks d'IDFE
Emploi (hors intermédiation financière)	INSEE champ SIE	FIBEN (e)	nd
Valeur ajoutée (hors intermédiation financière)	INSEE champ SIE	FIBEN	nd
Exportations	BDP (d)	BDP	nd
Importations	BDP	BDP	nd
(a) Produit net bancaire pour les banques			
(b) Investissements directs étrangers en France – Direction de la Balance des paiements			
(c) Investissements directs français à l'étranger – Direction de la Balance des paiements			
(d) Base de la balance des paiements – Direction de la Balance des paiements			
(e) Fichier bancaire des entreprises – Direction des Entreprises			
(f) Base des agents financiers – Secrétariat général de la Commission bancaire			
nd : non disponible			

²⁵ Menée conjointement par la Délégation aux investissements internationaux du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie et le cabinet Arthur Andersen

ANNEXE 1

Statistiques relatives aux et entreprises résidentes – 1995

(montants en millions de francs, effectifs en unités)

	Chiffre d'affaires	Effectifs	Valeur ajoutée
Agriculture, chasse et exploitation forestière	216 150	121 954	75 824
Industries extractives	50 317	59 512	20 234
Industries manufacturières	4 659 623	3 967 736	1 422 967
Électricité, gaz et eau	328 570	201 212	183 767
Construction	783 034	1 300 281	305 790
Total des services	9 294 456	7 073 855	2 333 180
Commerce de gros, de détail et réparation de véhicules et biens personnels	4 929 796	2 545 141	781 756
dont : – <i>Commerce et réparation de véhicules</i>	613 924	379 387	92 864
– <i>Commerce de gros</i>	2 672 409	936 994	386 480
– <i>Commerce de détail</i>	1 643 463	1 228 760	302 412
Hôtels et restaurants	288 482	541 101	131 934
Transports, entrepôts, communications	833 547	1 316 851	408 978
Intermédiation financière (a)	1 237 344	nd	nd
Immobilier et services fournis aux entreprises	1 159 268	1 101 296	513 120
dont : – <i>Recherche et développement</i>	19 580	18 689	7 104
– <i>Autres services aux entreprises (holdings)</i>	591 921	690 674	253 359
Autres services	846 019	1 569 466	497 392
Total général	15 332 150	12 724 550	4 341 762

(a) Source : SGCB pour les établissements de crédit, Commission de contrôle des assurances pour les compagnies d'assurances, INSEE champ recensement SIE (système intermédiaire d'entreprises) pour les autres entreprises. Le SIE est un système mis en place en 1976 par l'INSEE pour recenser les données comptables des entreprises non financières et les rendre sommables et cohérentes avec les comptes nationaux.

ANNEXE 2

Importations de biens et services des entreprises résidentes

(montants en millions de francs et parts en pourcentage)

	1995			1996		
	Total	Entrep. sous contrôle étranger	Part	Total	Entrep. sous contrôle étranger	Part
Agriculture, chasse et exploitation forestière	1 907	251	13,2	1 953	276	14,1
Industries extractives	2 592	258	10,0	3 895	214	5,5
Industries manufacturières	669 872	227 550	34,0	682 423	244 480	35,8
Électricité, gaz et eau	18 648	4	-	21 855	113	0,5
Construction	8 370	400	4,8	9 051	469	5,2
Total des services	840 576	236 816	28,2	912 712	251 635	27,6
Commerce de gros, de détail et réparation de véhicules et biens personnels	591 902	190 119	32,1	638 356	199 334	31,2
dont : - Commerce et réparation de véhicules	72 196	42 552	58,9	81 070	47 650	58,8
- Commerce de gros	481 466	143 253	29,8	517 238	143 960	27,8
- Commerce de détail	38 240	4 314	11,3	40 048	7 724	19,3
Hôtels et restaurants	710	151	21,3	799	112	14,0
Transports, entrepôts, communications	83 431	2 706	3,2	81 682	5 037	6,2
Intermédiation financière (a)	63 359	7 126	11,2	77 303	7 857	10,2
Immobilier et services fournis aux entreprises	76 302	36 427	47,7	84 830	38 647	45,6
dont : - Recherche et développement	8 037	110	1,4	7 917	84	1,1
- Autres services aux entreprises (holdings)	57 359	32 797	57,2	63 260	34 216	54,1
Autres services	24 872	287	1,2	29 742	648	2,2
Total général	1 541 965	465 279	30,2	1 631 889	497 187	30,5

(a) Source : SGCB pour les établissements de crédit, Commission de contrôle des assurances pour les compagnies d'assurances, INSEE champ recensement SIE (système intermédiaire d'entreprises) pour les autres entreprises. Le SIE est un système mis en place en 1976 par l'INSEE pour recenser les données comptables des entreprises non financières et les rendre sommables et cohérentes avec les comptes nationaux.

Exportations de biens et services des entreprises résidentes

(montants en millions de francs et parts en pourcentage)

	1995			1996		
	Total.	Entrep. sous contrôle étranger	Part	Total	Entrep. sous contrôle étranger	Part
Agriculture, chasse et exploitation forestière	3 891	454	11,7	3 698	426	11,5
Industries extractives	8 681	793	9,1	9 392	549	5,8
Industries manufacturières	989 579	240 551	24,3	1 022 871	260 240	25,4
Électricité, gaz et eau	21 891	1	-	20 466	2	0,0
Construction	16 466	394	2,4	17 456	525	3,0
Total des services	598 432	88 462	14,8	679 954	96 843	14,2
Commerce de gros, de détail et réparation de véhicules et biens personnels	316 968	53 210	16,8	364 863	55 414	15,2
dont : - Commerce et réparation de véhicules	9 687	26 38	27,2	11 355	2 878	25,3
- Commerce de gros	298 470	49 447	16,6	343 597	51 693	15,0
- Commerce de détail	8 811	1 125	12,8	9 911	843	8,5
Hôtels et restaurants	1 157	131	11,3	1 365	146	10,7
Transports, entrepôts, communications	82 249	2 763	3,4	80 082	4 403	5,5
Intermédiation financière (a)	86 554	11 572	13,4	102 695	11 864	11,6
Immobilier et services fournis aux entreprises	90 841	20 660	22,7	107 954	24 633	22,8
dont : - Recherche et développement	3 697	322	8,7	4 453	365	8,2
- Autres services aux entreprises (holdings)	71 814	16 325	22,7	83 833	20 232	24,1
Autres services	20 663	126	0,6	22 995	383	1,7
Total général	1 638 940	330 655	20,2	1 753 837	358 585	20,4

(a) Source : SGCB pour les établissements de crédit, Commission de contrôle des assurances pour les compagnies d'assurances, INSEE champ recensement SIE (système intermédiaire d'entreprises) pour les autres entreprises. Le SIE est un système mis en place en 1976 par l'INSEE pour recenser les données comptables des entreprises non financières et les rendre sommables et cohérentes avec les comptes nationaux.

L'activité des commissions de surendettement en 1998

Frédéric FERRIÈRE

Direction du Réseau

Service d'Information sur les opérations et pratiques bancaires

En 1998, le nombre de dossiers traités par les commissions a continué à progresser. Le dispositif sur le traitement du surendettement a été modifié par la loi du 29 juillet 1998 relative à la lutte contre les exclusions.

Depuis le 1^{er} mars 1990, la Banque de France assure le Secrétariat des commissions de surendettement instituées par la loi du 31 décembre 1989, dite loi Neiertz et dont le dispositif a fait l'objet de modifications successives en 1995 et 1998. Leur mission principale consiste en la recherche de solutions amiables aux difficultés des particuliers qui se trouvent dans une situation d'endettement excessif. Pour ce faire, elles tentent, dans un premier temps, de négocier un plan conventionnel de redressement avec le débiteur et ses principaux créanciers. En cas d'échec de cette tentative amiable, la commission a pour mission d'élaborer des recommandations qui, en l'absence de contestation et après contrôle de leur régularité par le juge de l'exécution, reçoivent force exécutoire.

Au cours de l'année écoulée, les commissions ont été saisies de 117 854 demandes d'ouverture de la phase amiable de la procédure, chiffre en augmentation d'environ 24 % par rapport à l'année précédente.

En données cumulées au 31 décembre 1998, ce sont ainsi 730 271 dossiers dont les commissions auront été saisies depuis 1990. En phase amiable, le nombre de dossiers qui ont été examinés cette année s'élève à 104 954 (687 784 en données cumulées depuis le début de la procédure). Le taux de traitement se situe à 89 %. Enfin, le nombre de dossiers en cours d'examen demeurerait non négligeable à la fin du dernier exercice : 49 430 dossiers en phase amiable et 2 703 en phase de recommandation.

Par ailleurs, depuis la mise en œuvre de la loi Neiertz, les commissions ont élaboré 350 633 plans conventionnels de redressement (62 677 pour l'année 1998). Cela signifie que, pour 66 % des dossiers soumis aux commissions, celles-ci sont parvenues à trouver une solution amiable. En revanche, 183 317 dossiers se sont soldés par un constat de non-accord (20 697 en 1998).

En ce qui concerne la procédure dite de recommandation, les commissions ont été saisies, depuis la réforme de 1995, de 58 240 demandes de mise en œuvre. Sur ce total, 34 760 recommandations ont d'ores et déjà fait l'objet d'un contrôle juridictionnel au terme duquel le juge de l'exécution leur a conféré force exécutoire. Pour la seule année 1998, 15 921 recommandations ont été élaborées et 11 321 ont reçu force exécutoire.

Enfin, le dispositif sur le surendettement a fait l'objet d'une réforme introduite par plusieurs dispositions issues de la loi n° 98-657 du 29 juillet 1998 d'orientation relative à la lutte contre les exclusions. Ce nouveau dispositif est entré en vigueur avec la publication du décret d'application n° 99-65 du 1^{er} février 1999.

La loi modifie certains aspects concernant l'organisation et le fonctionnement des commissions : présence du directeur départemental des services fiscaux à la commission, uniformisation du calcul du « reste à vivre » calé sur le barème des quotités saisissables du *Code du travail*, étoffement de la procédure d'établissement de l'état du passif du débiteur, etc. Par ailleurs et surtout, la réforme s'attache à dessiner des solutions pour permettre aux commissions de traiter les dossiers difficiles grâce à un système s'articulant autour d'un moratoire d'une durée maximale de trois ans et, le cas échéant, d'un effacement de tout ou partie des créances. Enfin, la loi prévoit désormais l'inscription des débiteurs au FICP dès que la commission a déclaré leur dossier recevable.

Bilan national de l'activité des commissions de surendettement par année civile

		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Cumul depuis le 1.03.1990 à fin 1998
Dossiers déposés en phase amiable	A	63 830	68 863	68 608	70 112	86 999	95 756	117 854	730 271
Ouvertures de procédures de conciliation à la demande du juge	B	1 411	1 197	1 366	753	2	0	0	6 943
Dossiers estimés irrecevables	C	6 311	6 603	5 690	4 780	5 727	6 610	7 514	60 100
Dossiers recevables		55 067	57 003	59 000	56 400	71 588	80 161	94 349	598 128
Taux de recevabilité		90	90	91	92	93	92	93	91
Plans conventionnels	D	35 755	32 934	37 280	32 131	43 357	55 971	62 677	350 633
Constats de non-accord	E	22 051	19 618	22 065	16 549	19 606	19 350	20 697	183 317
Taux de réussite (a)		62	63	63	66	69	74	75	66
Dossiers clos	F	10 470	9 317	8 895	6 847	10 865	12 859	14 118	93 734
Dossiers traités en phase amiable		74 587	68 472	73 930	60 307	79 555	94 842	104 954	687 784
Taux de traitement en phase amiable (b)		114	98	106	85	91	99	89	93
Stock restant à traiter en phase amiable à la fin de l'année		19 980	21 568	17 612	28 170	35 616	36 550	49 430	49 430
Demandes de recommandation					9 381	16 262	15 798	16 799	58 240
Recommandations élaborées					4 135	17 064	16 408	15 921	53 528
Recommandations homologuées					1 062	11 246	11 131	11 321	34 760
Recommandations restant à traiter à la fin de l'année					5 125	3 488	2 244	2 703	2 703

(a) $D/(D + E)$

(b) $(C + D + E + F)/(A + B)$

OPERATIONS INTERNATIONALES DES BANQUES RESIDENTES AU TROISIEME TRIMESTRE 1998

Contribution ¹ de la France aux statistiques « euromonnaies » de la Banque des règlements internationaux

L'activité internationale des banques résidentes, qui situe celles-ci à la cinquième place dans le monde pour l'encours des créances (834,1 milliards de dollars), a enregistré une progression sensible au cours du troisième trimestre 1998. L'augmentation concerne non seulement les créances internationales (5,9 %), mais aussi les engagements internationaux (7,0 %).

Cette tendance a également été observée au niveau des systèmes bancaires des principaux autres pays déclarants à la BRI, avec une progression des encours de 4,3 % pour les créances (total de 9 504,5 milliards de dollars) et de 5 % pour les engagements (total de 9 390,6 milliards).

La croissance des encours des banques résidentes en France, aussi bien pour les créances que pour les engagements internationaux, a été réalisée exclusivement avec les autres pays industrialisés et notamment l'Union européenne.

FRANÇOISE SAVAJOL
Direction de la Balance des paiements
Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)

¹ Chiffres collectés par la direction de la Balance des paiements dans le cadre de l'élaboration mensuelle de la position et des flux extérieurs des banques résidentes, à l'aide des états d'encours balance des paiements ventilés par monnaies et pays (pour mémoire : les données recensées dans Bafi via le SGCB ne sont pas ventilées de façon détaillée par monnaies et pays).

La présente analyse commente l'évolution des concours des encours des créances et engagements internationaux des banques résidentes en France, tels qu'ils sont communiqués par la direction de la Balance des paiements de la Banque de France à la Banque des règlements internationaux (BRI), selon la méthodologie retenue par cette dernière.

Les chiffres agrégés pour l'ensemble des pays déclarants font, quant à eux, l'objet du rapport trimestriel de la BRI sur l'activité bancaire et financière internationale.

Après la stagnation enregistrée au cours du deuxième trimestre, l'activité internationale des banques résidentes a connu un rebond sensible au troisième trimestre.

La progression des encours s'est effectuée en dépit d'un contexte financier international agité, caractérisé par la forte baisse du dollar face au franc français (- 7,3 %) et aux devises européennes et une nette correction des principales places boursières sous l'effet des inquiétudes quant à l'aggravation de la crise dans les pays émergents. Parallèlement, les taux longs ont poursuivi leur mouvement de baisse, atteignant de nouveaux plus bas niveaux historiques en valeur nominale, en France comme en Allemagne.

1. Évolution générale des créances internationales des banques résidentes

À fin septembre 1998, l'encours des créances internationales des banques résidentes s'établissait à 834,1 milliards de dollars, en progression de 5,9 % par rapport à fin juin 1998 et une progression de 16,9 % sur un an.

CREANCES INTERNATIONALES DES BANQUES RESIDENTES VIS-A-VIS DES NON-RESIDENTS ET DES RESIDENTS						
<i>(montants en milliards de dollars – variations en pourcentage)</i>						
	Septembre 1997	Décembre 1997	Mars 1998	Juin 1998	Septembre 1998	Variations sur 1 an
Portefeuille de titres.....	144,0	153,3	179,6	188,1	194,6	35,1
<i>Titres de dettes.....</i>	<i>125,1</i>	<i>135,6</i>	<i>156,1</i>	<i>164,5</i>	<i>177,4</i>	<i>41,8</i>
<i>Actions et titres d'OPCVM.....</i>	<i>18,9</i>	<i>17,7</i>	<i>23,5</i>	<i>23,6</i>	<i>17,2</i>	<i>- 9,0</i>
Prêts bancaires.....	569,5	602,7	617,6	599,7	639,5	12,3
dont : <i>Titres reçus en pension livrée.....</i>	<i>94,8</i>	<i>108,1</i>	<i>128,9</i>	<i>125,5</i>	<i>127,8</i>	<i>34,8</i>
Total.....	713,5	756,0	797,2	787,8	834,1	16,9
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 17						

Cette hausse est liée tout à la fois à l'augmentation de l'encours des titres de dettes (+ 7,8 %) et à celle des prêts bancaires (+ 6,6 %). Seul l'encours des actions et titres d'OPCVM s'inscrit à l'inverse de cette tendance, diminuant de plus de 27 % à fin septembre 1998 ; cette chute est imputable, pour partie, aux baisses des principales bourses étrangères, notamment sur le DAX où l'indice s'est replié de plus de 24 %.

VENTILATION DES CREANCES INTERNATIONALES DES BANQUES RESIDENTES VIS-A-VIS DES NON-RESIDENTS ET DES RESIDENTS										
<i>(montants en milliards de dollars)</i>										
	Créances externes vis-à-vis des non-résidents FRF et devises					Créances en devises sur résidents (a)				
	Sept. 1997	Déc. 1997	Mars 1998	Juin 1998	Sept. 1998	Sept. 1997	Déc. 1997	Mars 1998	Juin 1998	Sept. 1998
Portefeuille de titres.....	138,6	147,0	172,2	180,5	186,1	5,4	6,3	7,4	7,6	8,5
Prêts bancaires.....	469,3	498,8	502,4	488,1	519,2	100,2	103,9	115,2	111,6	120,3
Total.....	607,9	645,8	674,6	668,6	705,3	105,6	110,2	122,6	119,2	128,8
(a) Seuls sont repris les titres libellés en devises et émis par des résidents sur les marchés internationaux.										
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 17										

Les créances externes vis-à-vis des non-résidents (francs et devises), qui représentent plus de 84 % du total des créances internationales, n'ont progressé que de 5,5 % au cours du troisième trimestre, alors que les créances en devises sur les résidents se sont accrues de plus de 8 %.

2. Évolution générale des engagements internationaux des banques résidentes

Au cours du troisième trimestre, l'encours des engagements internationaux des banques résidentes s'est élevé à 847,6 milliards de dollars, contre 792 milliards à fin juin 1998 (+7,0 %, +7,9 % pour les emprunts bancaires et +4,5 % pour les dettes à long terme).

ENGAGEMENTS INTERNATIONAUX DES BANQUES RESIDENTES VIS-A-VIS DES NON-RESIDENTS ET DES RESIDENTS						
<i>(montants en milliards de dollars – variations en pourcentage)</i>						
	Septembre 1997	Décembre 1997	Mars 1998	Juin 1998	Septembre 1998	Variations sur 1 an
Dettes représentées par un titre.....	175,2	179,8	193,8	187,2	194,9	11,2
dont : <i>Titres de transaction</i>	40,4	47,6	59,9	50,7	54,7	35,4
– Dettes à long terme et autres titres	141,0	146,2	157,9	148,1	154,7	9,7
– Instruments du marché monétaire	34,2	33,6	35,9	39,1	40,2	17,5
Emprunts bancaires.....	567,4	576,2	610,7	604,8	652,7	15,0
dont : <i>Titres donnés en pension livrée</i>	111,6	105,8	117,3	124,7	138,4	24,0
Total.....	742,6	756,0	804,5	792,0	847,6	14,1
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 17						

VENTILATION DES ENGAGEMENTS INTERNATIONAUX DES BANQUES RESIDENTES VIS-A-VIS DES NON-RESIDENTS ET DES RESIDENTS <i>(montants en milliards de dollars)</i>										
	Engagements externes vis-à-vis des non-résidents FRF et devises					Engagements en devises sur résidents				
	Sept. 1997	Déc. 1997	Mars 1998	Juin 1998	Sept. 1998	Sept. 1997	Déc. 1997	Mars 1998	Juin 1998	Sept. 1998
Dettes représentées par un titre	160,1	163,3	178,3	171,4	177,8	15,1	16,5	15,5	15,8	17,1
Emprunts bancaires	467,8	471,7	498,9	495,1	534,2	99,6	104,5	111,8	109,7	118,5
Total.....	627,9	635,0	677,2	666,5	712,0	114,7	121,0	127,3	125,5	135,6
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 17										

La part des engagements externes vis-à-vis des non-résidents (francs et devises) a très légèrement progressé par rapport à fin juin 1998, pour s'établir à 84 % du total des engagements internationaux.

L'encours des engagements en devises sur résidents s'est accru de plus de 8 % par rapport au deuxième trimestre 1998.

3. Comparaison avec les principaux autres systèmes bancaires déclarants à la BRI (créances et engagements sur non-résidents)

D'après les statistiques euromonnaies publiées par la BRI à fin septembre 1998, et sous réserve des différences méthodologiques qui peuvent subsister entre les pays déclarants à la BRI, la France se situe au cinquième rang pour les créances des banques résidentes comme au deuxième trimestre, avec un encours de 705,3 milliards de dollars.

Du côté des engagements extérieurs, la France se place toujours au quatrième rang, avec 712 milliards de dollars à fin septembre 1998.

Comme le trimestre précédent, la part de la France — créances et engagements externes — représente plus de 7 % des encours déclarés par les dix-huit banques centrales et un peu plus de 12 % de ceux qui concernent les banques centrales européennes.

En annexe, figure une série de tableaux et graphiques retraçant l'évolution des encours des créances et engagements internationaux ventilés par devises et par pays ainsi qu'un rappel méthodologique.

CRÉANCES ET ENGAGEMENTS TRANSFRONTIÈRE DES PRINCIPAUX SYSTÈMES BANCAIRES

(montants en milliards de dollars)

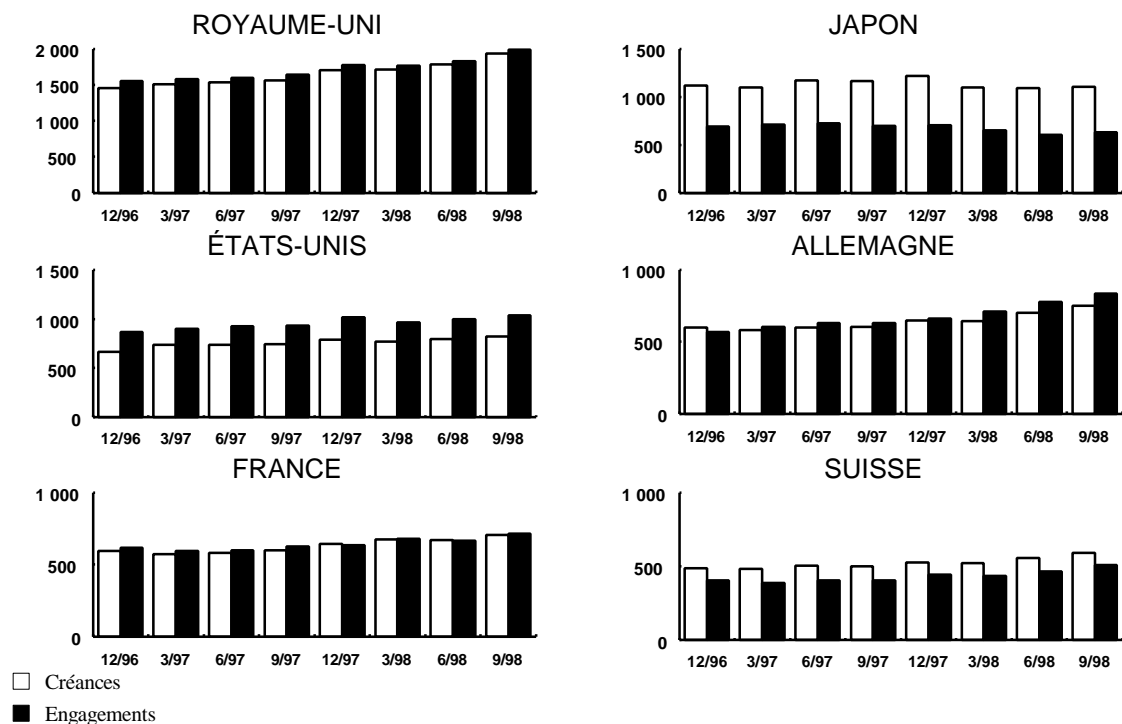
	Décembre 1996		Décembre 1997		Mars 1998		Juin 1998		Septembre 1998	
	Créances	Engagements	Créances	Engagements	Créances	Engagements	Créances	Engagements	Créances	Engagements
Total	8 326,9	8 100,1	9 036,8	8 830,1	8 880,6	8 780,5	9 112,5	8 943,8	9 504,5	9 390,6
dont :										
Royaume-Uni	1 459,7	1 555,8	1 703,9	1 774,6	1 711,8	1 764,5	1 788,4	1 833,9	1 939,5	1 984,5
Japon.....	1 123,5	695,8	1 217,9	705,1	1 100,0	654,2	1 089,9	608,9	1 106,7	629,9
États-Unis	667,1	870,9	791,0	1 016,0	769,7	966,4	796,0	996,1	825,2	1 036,9
Allemagne.....	597,1	570,6	647,6	662,3	644,8	707,5	704,2	774,4	753,3	836,6
France	595,2	617,0	645,9	635,0	674,6	677,2	668,5	666,4	705,3	712,0
Suisse.....	485,6	404,0	530,3	443,9	523,2	432,6	558,4	466,1	593,1	509,2

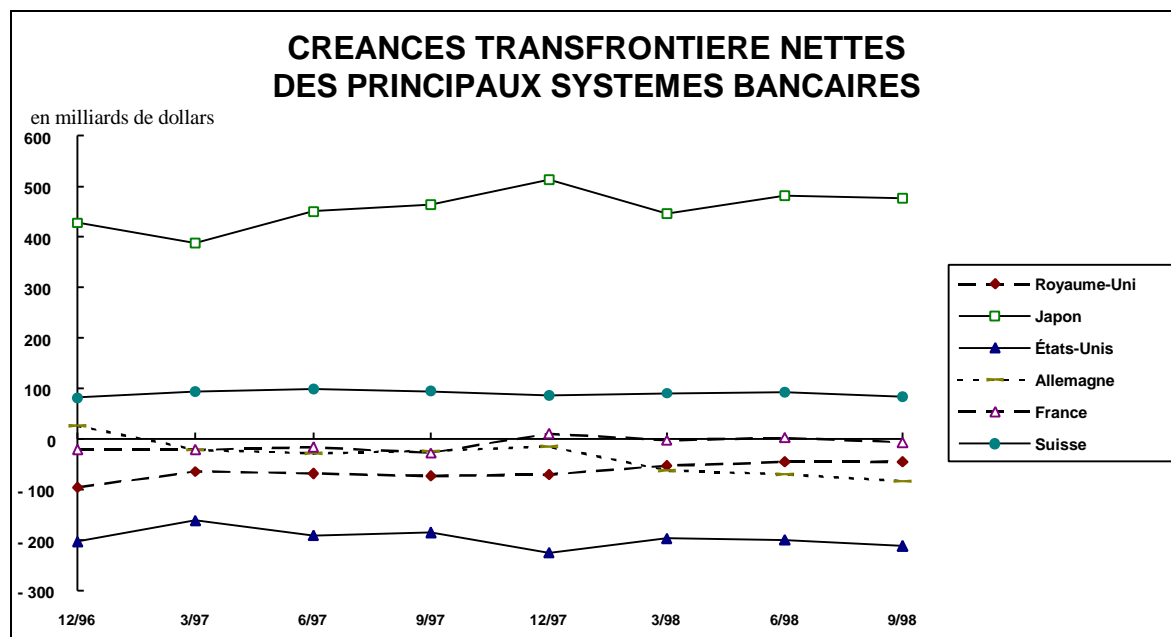
NB : Hors créances et engagements libellés en devises vis-à-vis de résidents

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 17

CREANCES ET ENGAGEMENTS TRANSFRONTIERE DES PRINCIPAUX SYSTEMES BANCAIRES

en milliards de dollars





PRÊTS BANCAIRES INTERNATIONAUX RÉPARTIS PAR MONNAIES

(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)

	Fin décembre 1997		Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin septembre 1998	
	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition
Opérations libellées en :								
<i>Franc français</i>	144,0	23,9	139,8	22,6	143,5	23,9	149,9	23,4
Dollar.....	259,2	43,0	252,2	40,8	236,9	39,5	238,3	37,3
Deutschemark.....	47,6	7,9	53,4	8,7	51,3	8,6	62,3	9,7
Yen	35,6	5,9	29,4	4,8	26,1	4,3	32,7	5,1
Écu.....	22,3	3,7	27,2	4,4	26,8	4,5	28,5	4,5
Livre sterling	19,3	3,2	24,6	4,0	28,9	4,8	32,3	5,1
Franc suisse	13,9	2,3	13,8	2,2	11,9	2,0	14,5	2,3
Lire	24,7	4,1	31,4	5,1	32,7	5,5	31,0	4,8
Autres devises.....	36,1	6,0	45,8	7,4	41,6	6,9	50,0	7,8
Total.....	602,7	100,0	617,6	100,0	599,7	100,0	639,5	100,0

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 17

VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES PRÊTS BANCAIRES À DES NON-RÉSIDENTS

(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)

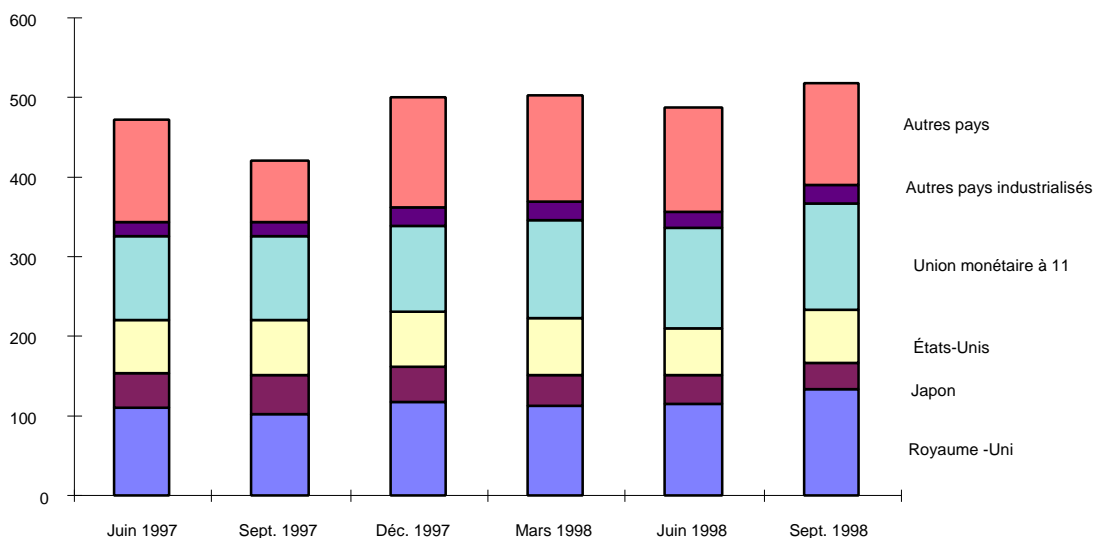
	Fin décembre 1997		Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin septembre 1998	
	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition
Pays industrialisés	361,4	72,5	368,2	73,3	356,2	73,0	388,8	74,9
dont : Royaume-Uni	118,8	23,8	114,1	22,7	116,3	23,8	133,9	25,8
Japon.....	42,7	8,6	37,8	7,5	34,0	7,0	33,5	6,5
États-Unis	68,8	13,8	70,7	14,1	61,0	12,5	65,7	12,7
Belgique	17,8	3,6	19,8	3,9	18,2	3,7	19,7	3,8
Italie.....	21,6	4,3	25,9	5,2	22,9	4,7	24,4	4,7
Allemagne	17,6	3,5	19,1	3,8	21,6	4,4	22,7	4,4
Luxembourg.....	12,1	2,4	12,7	2,5	15,1	3,1	16,7	3,1
Espagne	15,7	3,1	19,9	4,0	18,0	3,7	18,3	3,5
Suisse.....	13,5	2,7	14,1	2,8	16,6	3,4	18,4	3,5
Autres pays	137,4	27,5	134,2	26,7	131,9	27,0	130,4	25,1
dont : Singapour	15,5	3,1	12,2	2,4	10,9	2,2	10,6	2,0
Hong-Kong.....	19,1	3,8	16,3	3,2	15,5	3,2	11,0	2,1
Îles Caïmanes	13,6	2,7	15,4	3,1	15,8	3,2	19,5	3,8
Russie	5,6	1,1	6,2	1,2	5,9	1,2	4,2	0,8
Brésil	3,7	0,7	4,1	0,8	4,0	0,8	3,3	0,6
Total (non-résidents).....	498,8	100,0	502,4	100,0	488,1	100,0	519,2	100,0
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Total Union européenne...</i>	233,3	46,8	249,3	49,6	248,2	50,9	276,6	53,3
<i>Total Union monétaire à 11</i>	107,3	21,5	124,4	24,8	123,9	25,4	134,7	25,9
dont : <i>FRF</i>	35,8	33,4	37,2	29,9	40,1	32,4	34,4	25,5

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 17

VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES PRÊTS BANCAIRES À DES NON-RÉSIDENTS

encours en milliards de dollars



Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 14

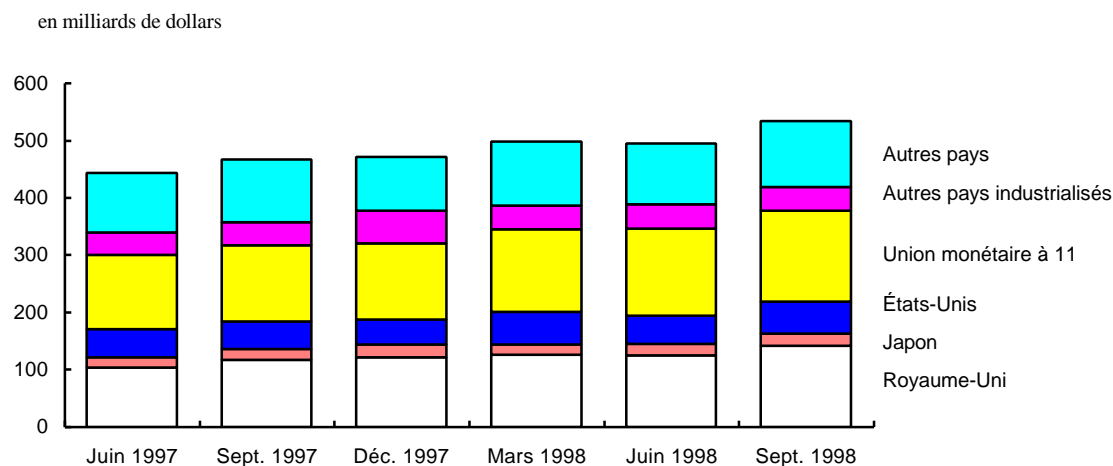
EMPRUNTS BANCAIRES INTERNATIONAUX RÉPARTIS PAR MONNAIES								
<i>(en milliards de dollars – répartition en pourcentage)</i>								
	Fin décembre 1997		Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin septembre 1998	
	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition
Opérations libellées en :								
<i>Franc français</i>	107,3	18,6	103,2	16,9	113,8	18,8	122,1	18,7
Dollar.....	208,0	36,1	231,1	37,8	211,3	34,9	223,6	34,3
Deutschemark.....	69,1	12,0	65,8	10,8	67,3	11,1	74,4	11,4
Yen	40,9	7,1	31,1	5,1	28,1	4,7	30,9	4,7
Écu.....	24,2	4,2	27,3	4,5	27,0	4,5	29,9	4,6
Livre sterling	31,7	5,6	40,9	6,7	42,8	7,1	32,3	4,9
Franc suisse	13,8	2,4	14,2	2,3	14,0	2,3	15,4	2,4
Lire	30,5	5,3	36,4	6,0	40,7	6,7	37,9	5,8
Autres devises.....	50,7	8,8	60,7	9,9	59,8	9,9	86,2	13,2
Total.....	576,2	100,0	610,7	100,0	604,8	100,0	652,7	100,0

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 17

VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES EMPRUNTS BANCAIRES À DES NON-RÉSIDENTS								
<i>(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)</i>								
	Fin décembre 1997		Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin septembre 1998	
	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition
Pays industrialisés.....	377,5	80,0	386,5	77,5	388,1	78,4	418,6	78,4
dont : Royaume-Uni	121,5	25,8	126,5	25,4	125,6	25,4	141,9	26,6
Japon.....	22,3	4,7	17,2	3,4	18,8	3,8	21,4	4,0
États-Unis	44,5	9,4	56,5	11,3	49,8	10,1	56,0	10,5
Belgique.....	16,4	3,5	21,7	4,3	18,6	3,8	19,1	3,6
Italie.....	27,2	5,8	27,9	5,6	30,5	6,2	27,7	5,2
Allemagne.....	23,9	5,1	22,5	4,5	24,2	4,9	27,8	5,2
Luxembourg	22,8	4,8	25,4	5,1	29,7	6,0	29,6	5,5
Espagne	20,4	4,3	23,3	4,7	22,9	4,6	25,6	4,8
Suisse.....	48,7	10,3	42,5	8,5	42,8	8,6	47,3	8,9
Autres pays	94,2	20,0	112,4	22,5	107,0	21,6	115,6	21,6
dont : Singapour	5,4	1,1	5,6	1,1	5,2	1,1	6,5	1,2
Hong-Kong	8,6	1,8	8,6	1,7	7,4	1,5	8,9	1,7
Îles Caïmanes	9,2	2,0	12,8	2,6	15,9	3,2	17,2	3,2
Russie	0,8	0,2	0,9	0,2	0,9	0,2	0,7	0,1
Brésil.....	3,0	0,6	2,8	0,6	2,8	0,6	1,3	0,2
Total (non-résidents)	471,7	100,0	498,9	100,0	495,1	100,0	534,2	100,0
<i>Pour mémoire :</i>								
Total Union européenne ..	261,6	55,5	281,4	56,4	286,0	57,8	308,3	57,7
Total Union monétaire à 11	132,1	28,0	145,1	29,1	152,2	30,7	158,7	29,7
dont : FRF.....	21,5	16,3	23,0	15,9	25,9	17,0	28,4	17,9

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 17

VENTILATION GEOGRAPHIQUE DES EMPRUNTS BANCAIRES A DES NON-RESIDENTS



Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 14

RÉPARTITION PAR MONNAIES DU NOMINAL DES TITRES DÉTENUS ÉMIS PAR DES NON-RÉSIDENTS ET PAR DES RÉSIDENTS EN DEVISES

(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)

	Décembre 1997		Mars 1998		Juin 1998		Septembre 1998	
	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition
<i>Franc français</i>	19,1	12,4	24,4	13,6	27,2	14,5	31,2	16,0
<i>Deutschemark</i>	30,9	20,1	28,2	15,7	30,2	16,1	31,9	16,4
<i>Dollar</i>	33,2	21,6	43,1	24,0	40,1	21,3	38,8	19,9
<i>Yen</i>	18,2	11,9	17,5	9,7	16,8	8,9	17,3	8,9
<i>Écu</i>	4,7	3,1	5,6	3,1	7,6	4,0	8,5	4,4
<i>Lire</i>	14,3	9,3	18,7	10,4	23,9	12,7	27,5	14,1
<i>Peseta</i>	6,6	4,3	6,7	3,7	8,3	4,4	7,8	4,0
<i>Livre sterling</i>	7,3	4,8	7,1	4,0	6,6	3,5	7,6	3,9
<i>Franc suisse</i>	4,4	2,9	5,1	2,8	4,5	2,4	3,4	1,8
<i>Florin</i>	2,1	1,4	4,6	2,6	5,8	3,1	5,0	2,6
<i>Franc belge</i>	2,9	1,9	6,4	3,6	5,9	3,1	3,5	1,8
<i>Autres devises</i>	9,6	6,3	12,2	6,8	11,2	6,0	12,1	6,2
Total	153,3	100,0	179,6	100,0	188,1	100,0	194,6	100,0

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 17

RÉPARTITION PAR PAYS DES TITRES DÉTENUS ÉMIS PAR DES NON-RÉSIDENTS								
<i>(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)</i>								
	Décembre 1997		Mars 1998		Juin 1998		Septembre 1998	
	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition
Pays industrialisés.....	123,7	84,1	144,1	83,7	152,1	84,3	156,0	83,8
dont :								
États-Unis.....	17,4	11,8	25,4	14,7	23,0	12,7	23,7	12,7
Japon.....	15,1	10,3	14,3	8,3	12,2	6,8	13,4	7,2
Allemagne.....	29,2	19,9	27,8	16,1	30,8	17,1	31,4	16,9
Italie.....	15,6	10,6	20,1	11,6	25,5	14,1	28,1	15,1
Espagne.....	8,3	5,6	8,5	4,9	10,6	5,9	10,1	5,4
Royaume-Uni.....	11,1	7,6	11,5	6,7	12,1	6,7	13,4	7,2
Luxembourg.....	1,6	1,1	1,7	1,0	2,2	1,2	2,5	1,3
Suisse.....	3,7	2,5	4,6	2,7	4,0	2,2	2,9	1,6
Autres pays.....	23,3	15,9	28,1	16,3	28,4	15,7	30,1	16,2
dont :								
Argentine (a).....	1,1	0,7	1,2	0,7	0,7	0,4	0,8	0,4
Brésil (b).....	1,6	1,1	2,0	1,2	1,9	1,1	1,6	0,9
Mexique (c).....	2,0	1,4	2,2	1,3	2,2	1,2	2,2	1,2
Îles Caïmanes.....	3,7	2,5	4,5	2,6	5,9	3,3	5,8	3,1
Antilles néerlandaises	3,6	2,4	3,6	2,1	3,7	2,0	4,6	2,5
Hong-Kong.....	0,6	0,4	0,6	0,3	0,4	0,2	0,4	0,2
Russie.....	0,7	0,5	0,8	0,5	0,6	0,3	0,5	2,7
Total.....	147,0	100,0	172,2	100,0	180,5	100,0	186,1	100,0
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Total Union européenne.....</i>	<i>84,3</i>	<i>57,3</i>	<i>98,8</i>	<i>57,1</i>	<i>110,9</i>	<i>61,4</i>	<i>113,3</i>	<i>60,9</i>
<i>Total Union monétaire.....</i>	<i>67,6</i>	<i>46,0</i>	<i>79,9</i>	<i>46,2</i>	<i>92,9</i>	<i>51,5</i>	<i>94,8</i>	<i>50,9</i>
(a) Titrisation de la dette en mars 1993								
(b) Titrisation de la dette en janvier 1991 et avril 1994								
(c) Titrisation de la dette en mars 1990								
Source et réalisation : Banque de France								
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 17								

RAPPEL METHODOLOGIQUE

Le concept de créances et engagements internationaux repris dans l'analyse regroupe :

- *les encours des prêts et emprunts libellés en francs et en devises accordés aux non-résidents et ceux libellés en devises aux résidents par les banques résidentes. L'analyse est effectuée à partir des documents établis par les banques résidentes sur une base « sociale » ou géographique, les filiales des banques françaises installées à l'étranger ne sont pas prises en compte ;*
- *la fraction « internationale » des portefeuilles-titres et du passif-titres composée par :*
 - *les créances détenues sous forme de titres sur des non-résidents, en francs ou en devises (titres émis par des non-résidents). Cette rubrique correspond donc à des éléments de la position extérieure du secteur bancaire,*
 - *les créances détenues sous forme de titres sur des résidents, en devises (titres émis par des résidents sur les marchés internationaux) à l'exclusion des titres libellés en écus et émis sur le marché intérieur français (OAT libellée en écus),*
 - *les dettes libellées en devises avec une première contrepartie connue résidente ou non résidente et celles libellées en francs avec des non-résidents. Elles comprennent comptablement :*
 - *les titres de transaction (y compris les ventes à découvert et les dettes sur titres empruntés),*
 - *les titres du marché interbancaire,*
 - *les titres de créances négociables,*
 - *les obligations,*
 - *les autres dettes constituées par les titres,*
 - *les dettes subordonnées.*

SOURCES UTILISEES

Les données permettant l'analyse de la part de l'activité internationale dans le bilan des banques résidentes proviennent des situations périodiques Bafi-4000.

S'agissant des autres tableaux, les données reposent sur des informations fournies par la direction de la Balance des paiements à la Banque des règlements internationaux.

PUBLICATIONS

Le Département monétaire et économique de la Banque des règlements internationaux publie chaque trimestre un document intitulé « Activité bancaire et financière internationale » qui analyse l'activité des marchés bancaires et financiers internationaux et présente en annexe différents tableaux statistiques exprimés en dollars sur des séries longues et dont les chiffres ont été collectés auprès de dix-huit banques centrales et de sept centres extraterritoriaux (offshore).

Les demandes de publication sont à adresser à la Banque des règlements internationaux, Services extérieurs, Centralbahnplatz 2, CH-4002 BÂLE. Le document est également disponible en anglais sur le site Internet de la BRI (adresse : <http://www.bis.org>).

Comportements des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au troisième trimestre 1998

La Bourse de Paris a connu un repli sensible au cours du troisième trimestre 1998, à l'instar des autres grandes places boursières, principalement en raison des inquiétudes suscitées par la répercussion des crises asiatique et russe sur les économies occidentales.

Ces inquiétudes ont conduit les investisseurs à concentrer leurs achats sur les meilleures signatures, ce qui a été bénéfique au marché obligataire français.

Malgré l'évolution défavorable des cours, toutes les grandes catégories d'agents économiques sont restées en position d'acheteurs nets d'actions cotées. Sur le marché obligataire français, les secteurs non financiers ont allégé une partie de leur portefeuille. Les sociétés, les investisseurs institutionnels et les non-résidents ont renforcé leur position en obligations étrangères.

Par ailleurs, les secteurs résidents, à l'exception des sociétés, ont été vendeurs nets de titres d'OPCVM monétaires ; en revanche, tous les secteurs ont été acquéreurs de titres d'OPCVM non monétaires. Dans des proportions voisines de celles des deux trimestres précédents, 86 % des transactions réalisées par l'ensemble des détenteurs du champ de l'enquête ont porté sur des obligations, contre 8 % pour les actions et 6 % pour les titres d'OPCVM. La majorité des transactions sur les actions françaises cotées de l'enquête, qui dépassent le cadre de celles recensées en balance des paiements, ont été le fait des non-résidents clients des dépositaires français. Les investisseurs institutionnels ont été à l'origine de la quasi-totalité des opérations sur les obligations françaises et étrangères. Les sociétés ont réalisé près de la moitié des interventions sur les titres d'OPCVM monétaires. Les durées moyennes de détention des titres par les acteurs les plus actifs sur les marchés sont relativement courtes (de 9 mois pour les non-résidents clients des dépositaires français, sur les actions françaises cotées, à 1 mois pour les investisseurs institutionnels sur les obligations françaises).

Monique CHOCRON
Hervé GRANDJEAN
Lydie MARCHAND

*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études sur les valeurs mobilières*

Les résultats de cette enquête-titres, qui figurent sous une forme résumée dans le Bulletin de la Banque, feront l'objet d'une double diffusion : l'une sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr), l'autre, présentant des informations plus détaillées, sera transmise à titre gracieux à toute personne qui en fera la demande, de préférence par télécopie : 01 42 92 27 52.

Rappel méthodologique

1. Objectifs généraux de l'enquête

La présente enquête-titres permet de mesurer de façon précise les évolutions des patrimoines en valeurs mobilières des agents économiques en décomposant les variations d'encours au prix du marché d'une fin de période à l'autre selon les trois facteurs suivants :

Les flux financiers : ce sont les opérations qui ont une contrepartie monétaire pour les intervenants :

- en bourse : actions et obligations
- marché primaire : émissions, remboursements (émetteur) ; souscriptions, recouvrements (détenteur),
- marché secondaire : achats, ventes,
- hors bourse :
 - opérations de gré à gré (achats et ventes ferme) – prêts et emprunts de titres,
 - cessions temporaires de titres (pensions livrées, rémérés),
 - souscriptions et rachats de titres d'OPCVM.

Les informations fournies par les informateurs de l'enquête à partir des deux filières de règlement livraison SBI (Sociétés de bourse intermédiaires) et SLAB (Service de livraison par accord bilatéral) ne correspondent pas exactement à celles observées, respectivement, en bourse et hors bourse, dans la mesure où il n'est pas possible actuellement d'isoler les transactions liées aux « suites de marché » dénouées dans la filière SLAB pour les reclasser avec celles recensées sur le marché. Aussi est-il apparu souhaitable d'abandonner la terminologie marché-hors marché, utilisée dans l'enquête-titres du premier trimestre 1998 publiée dans le Bulletin de la Banque de France n° 57 de septembre 1998, pour n'évoquer à partir de maintenant que les filières SBI et SLAB.

Les gains et pertes de détention : il s'agit des gains et pertes découlant des variations de cours (cours de bourse et taux de change) entre le début et la fin du trimestre. Ils peuvent concerner aussi bien les titres détenus en fin de période (gains et pertes latents) que les titres cédés au cours de la période (gains et pertes réalisés).

Les mouvements sans contrepartie monétaire : ce sont les opérations qui n'ont pas de contrepartie monétaire pour les intervenants.

Quelques exemples :

- virement de compte à compte (le client change de banque) ;
- virement franco (livraison de titres sans espèces).

La mise en place de ce cadre d'analyse plus complet, d'une part sur les placements investis en valeurs mobilières par marchés et par agents économiques et d'autre part sur l'information inhérente aux interventions en bourse et hors bourse des opérations, permet d'aboutir à une analyse conjoncturelle des comportements.

2. Caractéristiques de l'enquête

L'approche de l'enquête-titres, qui résulte d'une démarche participative entre les établissements de crédit et la Banque de France, se différencie de facto du champ statistique servant de base à d'autres travaux quantitatifs comparables publiés par celle-ci, notamment ceux de la direction de la Balance des paiements sur la détention des valeurs françaises par les non-résidents et des titres étrangers par les résidents. Les émissions obligataires des résidents à l'international conservées chez les dépositaires étrangers échappent, en effet, au recensement de l'enquête-titres. À l'inverse, les valeurs étrangères détenues en France par des non-résidents ont logiquement leur place dans l'enquête-titres, alors qu'elles n'ont pas lieu d'être couvertes par la balance des paiements. Il convient de rappeler que sont définies comme valeurs étrangères celles qui sont émises par les non-résidents.

Par ailleurs, une différence de méthode réside dans le fait que l'enquête-titres comptabilise les valeurs mobilières faisant l'objet de cessions temporaires dans le portefeuille des cessionnaires, alors que, dans la balance des paiements et les comptes nationaux financiers, elles demeurent à l'actif du cédant.

3. Sources d'information

Les informations de base de l'enquête proviennent des principales conservations titres en France des établissements de crédit (environ 30 conservations représentant 70 établissements de crédit). L'enquête bénéficie, pour l'année 1998, du label d'intérêt général n° 98T723BF délivré par le Conseil national de l'information statistique (CNIS).

4. Secteurs

Les investisseurs institutionnels regroupent les entreprises d'assurance et caisses de retraite, les OPCVM et les établissements de crédit ; les administrations publiques et les associations et groupements divers représentent les autres agents non financiers.

¹ *L'inclusion des cessions temporaires de titres dans les flux (qui va de pair avec l'inclusion des encours correspondants dans le portefeuille du cessionnaire) correspond au traitement retenu dans les conservations de titres, d'où sont tirées les données des enquêtes-titres.*

1. Les marchés de valeurs mobilières ¹

1.1. Évolution

La capitalisation boursière des actions françaises cotées, qui a progressé de 21,4 % entre septembre 1997 et septembre 1998, représentait, à la fin de l'année 1997, 50 % du PIB. Aux États-Unis, le niveau de ce même ratio s'élevait à plus de 150 % fin 1997.

Après une hausse de l'indice SBF 250 de 38,0 % entre septembre 1997 et juin 1998, la Bourse de Paris s'est nettement repliée au troisième trimestre 1998 (- 23,2 %), dans un contexte de crise en Asie du Sud-Est et en Russie.

La dégradation des économies de ces pays et les craintes qu'elle suscitait sur la poursuite de la croissance des pays occidentaux ont profité aux marchés obligataires.

Au cours du troisième trimestre 1998, l'indice CNO (Comité de normalisation obligataire) a progressé de 4,2 %, contre, respectivement, 2,8 % et 1,7 % aux premier et deuxième trimestres et 6,0 % sur l'ensemble de l'année 1997.

La faible évolution de l'actif net des OPCVM français au cours du trimestre sous revue (+ 0,4 %, contre + 13,6 % au premier semestre) est à imputer à la dégradation des marchés des actions (l'actif net des OPCVM actions a diminué de 15,3 %, après des hausses successives de 28,8 % et 10,8 % au cours des deux premiers trimestres de l'année 1998).

Les encours des titres d'OPCVM non monétaires ont progressé de manière significative, tous les secteurs ayant été acheteurs nets, principalement de titres d'OPCVM actions et diversifiés. En revanche, les secteurs ont été, globalement, vendeurs nets de titres d'OPCVM monétaires.

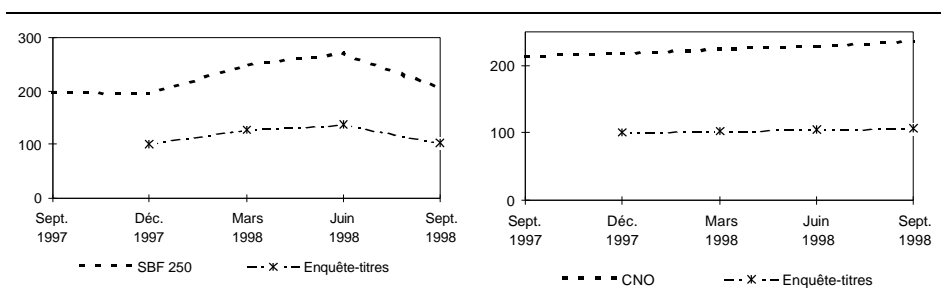
Enfin, il convient de rappeler que la France occupe la deuxième place, derrière les États-Unis, dans le classement des OPCVM pour le montant des actifs gérés, ces derniers étant en hausse de 14 % depuis le début de l'année 1998.

Indices boursiers et indices de valorisation des portefeuilles de l'enquête-titres

Actions françaises cotées

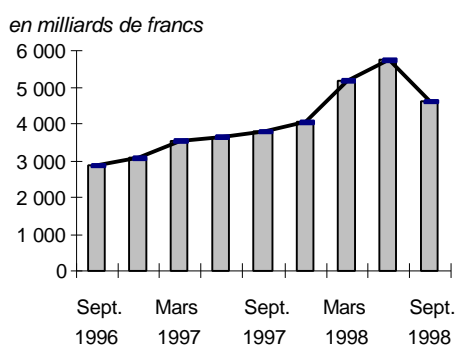
Obligations françaises

¹ Cf. annexe

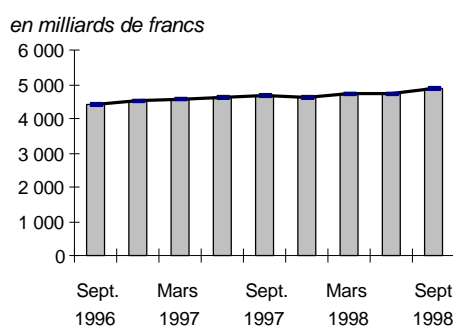


Marchés de valeurs mobilières françaises (encours globaux en valeur de marché)

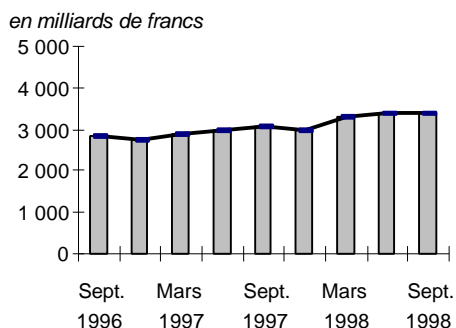
Actions cotées



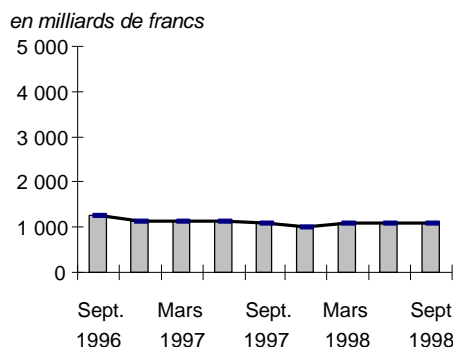
Obligations



Titres d'OPCVM



dont titres d'OPCVM monétaires



1.2. Performances

Les performances des secteurs détenteurs d'actions françaises cotées et d'obligations françaises, qui sont évaluées à partir d'indices tenant compte des encours valorisés au prix du marché au début et en fin de période, des flux nets, et des mouvements sans contrepartie monétaire, appellent les commentaires suivants au troisième trimestre de l'année 1998² :

– tous les secteurs détenteurs d'actions françaises cotées enregistrent une performance négative proche de celle de l'indice de référence du marché (indice SBF 250). Les

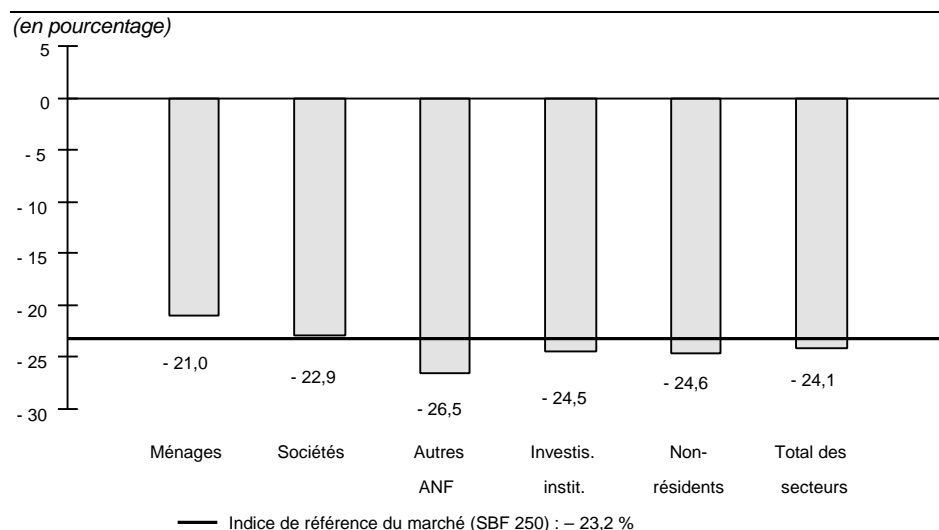
² Les résultats présentés sont perfectibles dans la mesure où les informations sur les mouvements sans contrepartie monétaire ne sont pas encore transmises de façon exhaustive par toutes les conservations-titres participant à l'enquête.

ménages et les sociétés affichent des résultats meilleurs que ceux de l'indice (respectivement - 21,0 % et - 22,9 %, contre - 23,2 %) ;

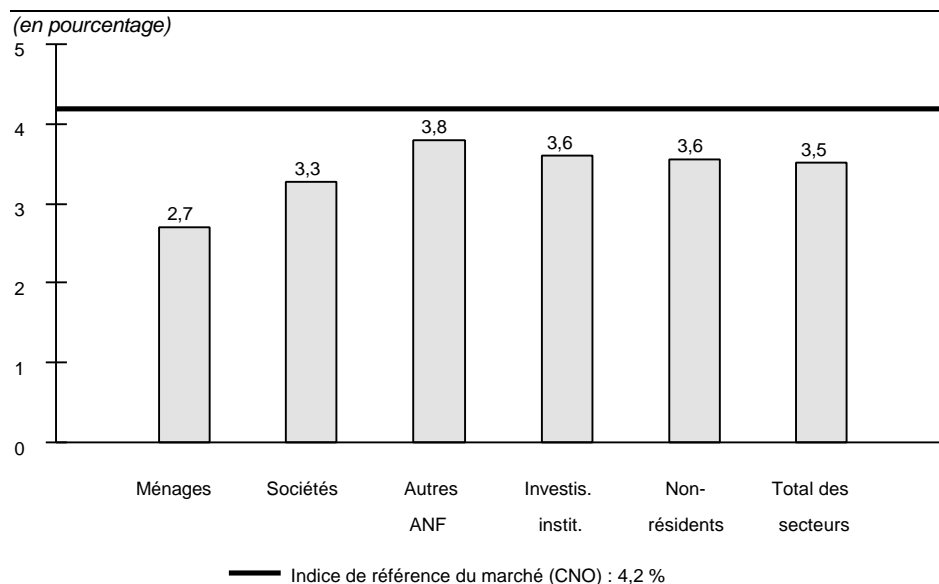
– tous les secteurs détenteurs d'obligations françaises cotées enregistrent une performance inférieure à celle de l'indice — respectivement de 2,7 % à 3,8 % pour les ménages et les non-résidents clients des dépositaires français, contre + 4,2 % pour l'indice de référence du marché obligataire (indice CNO).

Performances par secteurs détenteurs au troisième trimestre 1998

Actions françaises cotées



Obligations françaises



1.3. Volume d'activité

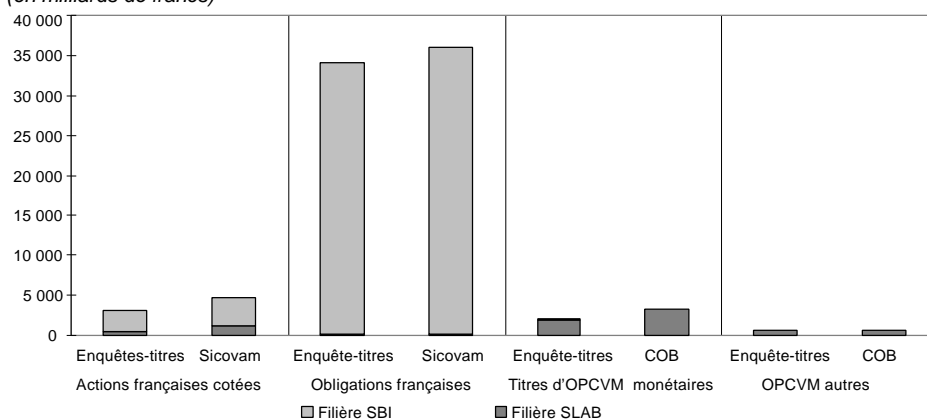
Au troisième trimestre 1998, comme précédemment, l'analyse du volume des transactions sur les différents marchés de titres français met en évidence une situation très contrastée. En effet, le volume d'activité du marché des obligations françaises

représente les quatre cinquièmes du total des transactions tous marchés confondus. Le marché des actions françaises cotées correspond à 7 % des transactions et les titres d'OPCVM français et les valeurs étrangères se partagent le solde en deux parts équivalentes de 6 %.

Par ailleurs, selon l'enquête, plus de 85 % des transactions sur les actions françaises cotées et 99 % des transactions sur les obligations françaises sont dénouées à partir de la filière SLAB (gré à gré et « suites de marché »). En effet, cette filière permet aux intervenants de conclure plus facilement des opérations correspondant à leurs besoins en termes de montant ou d'échéance. Le montant de ce type de transaction réalisé essentiellement par les investisseurs institutionnels sur des obligations françaises, dans le cadre des transferts temporaires de titres, a atteint près de 36 000 milliards de francs pour le trimestre.

Transactions au troisième trimestre 1998

(en milliards de francs)



NB : L'enquête-titres collecte l'ensemble des transactions, y compris celles dénouées par les organismes de compensation internationaux, qui, par définition, ne sont pas recensées par la Sicovam.

1.4. Structure de détention et composition des portefeuilles

La structure de détention des valeurs mobilières et leur poids respectif dans le portefeuille des secteurs sont caractérisés par les critères suivants.

La faiblesse relative de l'investissement domestique en actions françaises cotées

– La part des investisseurs institutionnels dans la capitalisation actions de la Bourse de Paris est restée pratiquement stable au cours des trois dernières années (27 % à fin septembre 1998).

– Les parts d'actions françaises cotées détenues directement par les ménages et les sociétés non financières s'établissent à, respectivement, 11 % et 17 % à fin septembre 1998, contre 21 % et 14 % en décembre 1996.

– Les non-résidents clients des dépositaires français détiennent, selon cette étude, la part la plus importante du capital des entreprises françaises. Leur part relative de détention des actions françaises cotées a progressé de plus de 20 % entre décembre 1996 et septembre 1998, pour atteindre 35 % à fin septembre 1998³.

³ Selon les statistiques de la balance des paiements, le taux de détention par les non-résidents des actions françaises cotées était de 28,9 % de la capitalisation boursière à la même date.

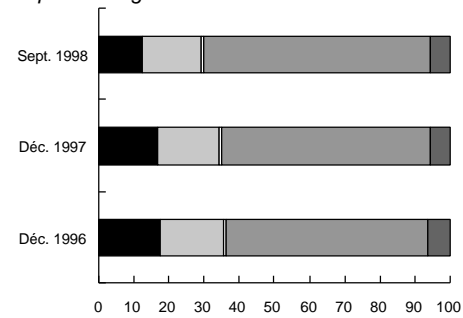
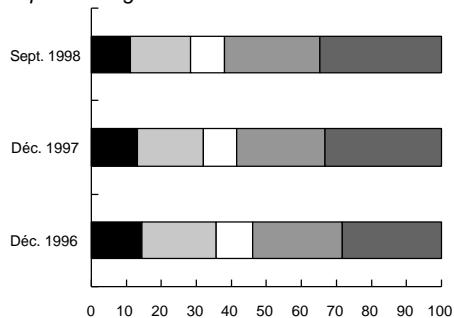
Structure de détention des valeurs mobilières

Actions françaises cotées

Actions étrangères

en pourcentage

en pourcentage

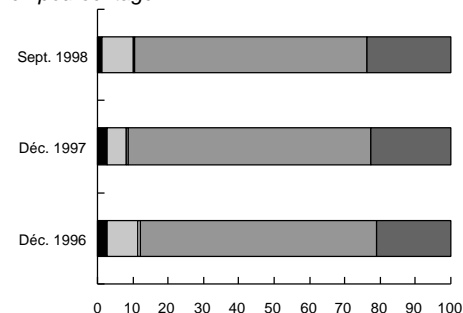
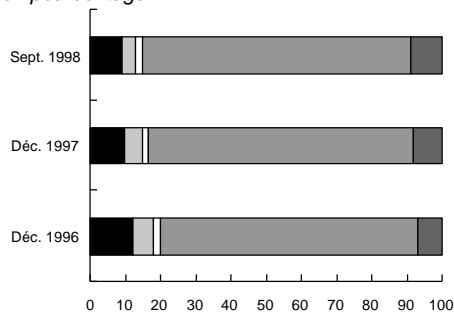


Obligations françaises

Obligations étrangères

en pourcentage

en pourcentage

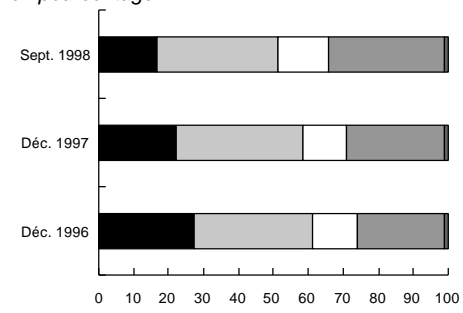
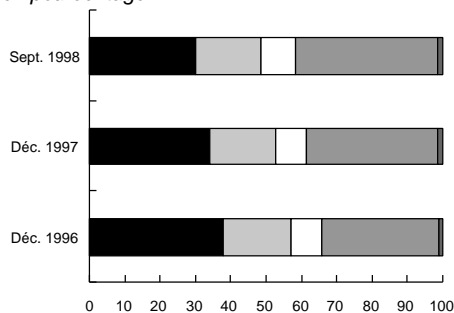


Titres d'OPCVM français

dont titres d'OPCVM monétaires

en pourcentage

en pourcentage



■ Ménages □ Sociétés □ Autres A N F ■ Invest. instit. ■ Non-résidents

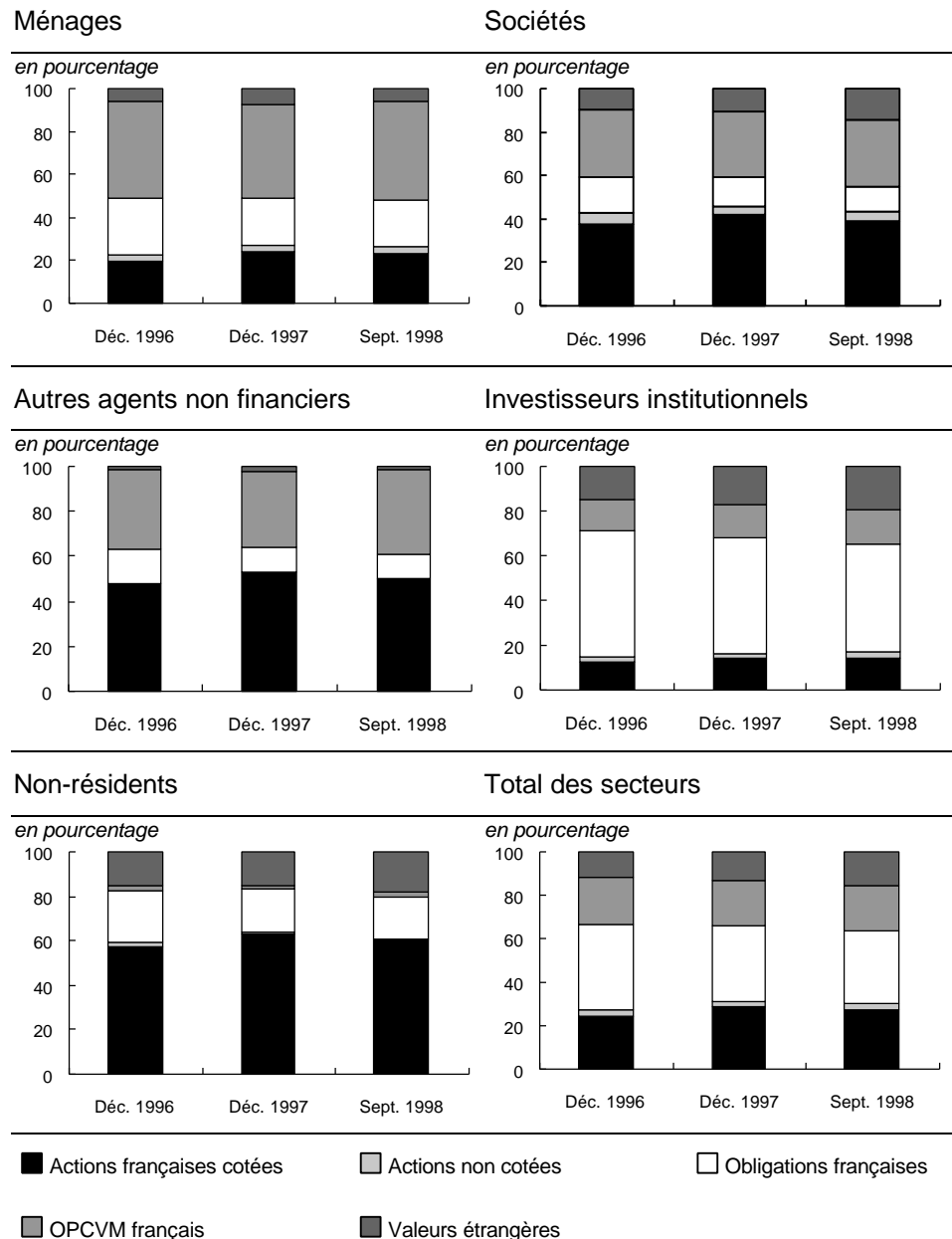
Une prépondérance des produits de taux et une ouverture internationale encore limitée des portefeuilles de valeurs mobilières des résidents

– Les instruments de taux dominent les valeurs recensées dans les portefeuilles des résidents. À fin septembre 1998, le poids de cette catégorie de titres varie entre 45 % et 75 % des portefeuilles des résidents. Malgré l'évolution des conditions de marché caractérisée, notamment, par une diminution des rendements obligataires due à la baisse des taux, les investissements en valeurs mobilières des résidents restent principalement orientés vers ce type de produit.

– De décembre 1996 à septembre 1998, la part peu élevée des valeurs étrangères dans les portefeuilles des porteurs résidents reflète une ouverture internationale encore faible. Néanmoins, les parts relatives des valeurs étrangères ont progressé au cours de la période susvisée de 44 % pour les sociétés non financières et de 29 % pour les investisseurs institutionnels.

– L'ouverture croissante de la place de Paris aux capitaux étrangers se traduit par un poids d'actions françaises cotées qui s'élève à 60 % du portefeuille des non-résidents clients des dépositaires français à fin septembre 1998. Cette part a, toutefois, diminué de 3 points par rapport à décembre 1997, au bénéfice des valeurs étrangères. Le poids de ces dernières dans le portefeuille des non-résidents clients des dépositaires français atteignait 18,3 % à fin septembre 1998.

Poids respectif des différentes valeurs dans le portefeuille des secteurs



2. La détention des valeurs mobilières par secteurs

2.1. Les actions

2.1.1. Analyse de la variation d'encours

Actions

Analyse de la variation d'encours

(montant en milliards de francs – variation et structure en pourcentage)

	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre		
	Jun 1998	Septembre 1998	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
Françaises cotées	4 344,6	3 410,0	- 21,5	1,7	- 24,3	1,1
Ménages	474,8	384,4	- 19,0	1,4	- 21,2	0,7
Sociétés	723,2	584,6	- 19,2	2,3	- 23,2	1,7
Autres agents non financiers	443,6	328,5	- 25,9	0,1	- 26,5	0,5
Investisseurs institutionnels	1 147,8	920,2	- 19,8	0,4	- 24,6	4,3
Non-résidents	1 555,3	1 192,3	- 23,3	2,8	- 24,9	- 1,2
Étrangères	575,4	510,6	- 11,3	1,8	- 22,1	9,0
Ménages	79,1	63,7	- 19,5	- 0,8	- 17,9	- 0,8
Sociétés	106,2	85,2	- 19,8	- 2,0	- 23,6	5,8
Autres agents non financiers	4,4	3,6	- 17,9	3,7	- 18,3	- 3,3
Investisseurs institutionnels	359,7	329,4	- 8,4	2,0	- 22,8	12,4
Non-résidents	26,0	28,6	10,0	22,0	- 20,2	8,2
<i>Pour mémoire en balance des paiements (investissements de portefeuille)</i>						
- Non-résidents						
sur actions françaises cotées	1 479,2	1 129,2	- 23,7	- 0,5	- 23,2	
- Résidents sur actions étrangères	740,5	606,1	- 18,1	2,7	- 20,3	

(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période

(b) Montant de la variation rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période en pourcentage

Au troisième trimestre 1998, les portefeuilles d'actions françaises cotées ont diminué de 21,5 % (+ 26,0 % et + 9,3 % aux premier et deuxième trimestres), alors que la capitalisation boursière enregistrait une baisse de 19,5 %, contre une progression de 41,0 % au cours des six premiers mois de l'année. Après la progression très importante des cours observée au premier semestre (+ 38,8 % pour l'indice SBF 250), le marché des actions a chuté de manière spectaculaire (- 23,2 %). La variation des encours d'actions françaises cotées dans l'étude (- 21,5 %) est due principalement à la valorisation négative relevée sur cette ligne de titres (- 24,3 %).

La valorisation des actions étrangères (- 22,1 % en moyenne, contre + 19,9 % au premier trimestre et + 1,4 % au deuxième), qui dépend de la plus ou moins grande exposition aux risques des investissements, apparaît, pour ce trimestre, homogène avec celle qui est observée pour les actions françaises cotées.

Dans le contexte de forte baisse des cours, il est intéressant de constater que tous les secteurs résidents et les non-résidents sont restés en position d'acheteurs nets de valeurs françaises. Cependant, les sociétés et les ménages ont cédé une partie de leur portefeuille en valeurs étrangères.

2.1.2. Transactions sur les actions

Actions

Volume des transactions au troisième trimestre 1998

(montant en milliards de francs – rotation et structure en pourcentage)

	Souscrip- tions	Achats	Ventes	Transactions (a)		Taux de rotation des encours (b)
				Montant	Structure	
Françaises cotées	12,7	1 600,0	1 539,2	3 151,8	100,0	0,81
dont : <i>Filière SBI</i>	12,7	236,2	203,9	452,8	14,4	
<i>Filière SLAB</i>		1 363,8	1 335,2	2 699,0	85,6	
Ménages	0,4	36,5	30,2	67,0	2,1	0,16
Sociétés	0,5	39,9	23,6	64,1	2,0	0,10
Autres agents non financiers	0,0	1,7	1,4	3,1	0,1	0,01
Investisseurs institutionnels	3,7	159,6	158,9	322,2	10,2	0,31
Non-résidents	8,0	1 362,3	1 325,1	2 695,4	85,5	1,96
Étrangères	0,2	172,5	162,4	335,1	100,0	0,62
dont : <i>Filière SBI</i>	0,2	142,2	136,8	279,2	83,3	
<i>Filière SLAB</i>		30,3	25,6	55,9	16,7	
Ménages	0,0	4,1	4,7	8,8	2,6	0,12
Sociétés	0,0	5,0	7,1	12,1	3,6	0,13
Autres agents non financiers	-0,0	0,4	0,2	0,6	0,2	0,16
Investisseurs institutionnels	0,2	127,4	120,4	248,0	74,0	0,72
Non-résidents	0,0	35,6	29,9	65,5	19,5	2,40
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>						
<i>(investissements de portefeuille)</i>						
- Non-résidents						
sur actions françaises cotées	1,3	383,6	392,2	777,1		
- Résidents sur actions étrangères	-0,3	253,7	233,7	487,1		

(a) Transactions : souscriptions + achats + ventes

(b) Montant des transactions rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période en pourcentage

Les opérations sur actions françaises cotées sont dénouées, comme précédemment, dans la filière SLAB, à hauteur de 85,6 % ; en revanche, plus des quatre cinquièmes (83,3 %) de l'activité du marché des actions étrangères passent par la filière SBI.

Au troisième trimestre 1998, comme au cours des deux premiers trimestres, les principaux intervenants sur les marchés d'actions sont les non-résidents clients des dépositaires français, qui réalisent 85 % des transactions sur les actions françaises cotées, et les investisseurs institutionnels, dont l'activité atteint presque les trois quarts des transactions sur les actions étrangères (de l'ordre de 19 % pour les non-résidents clients des dépositaires français).

De ce fait, les taux de rotation des portefeuilles des non-résidents clients des dépositaires français en actions françaises cotées et ceux des investisseurs institutionnels et des sociétés en actions étrangères sont sensiblement plus élevés que ceux des autres secteurs.

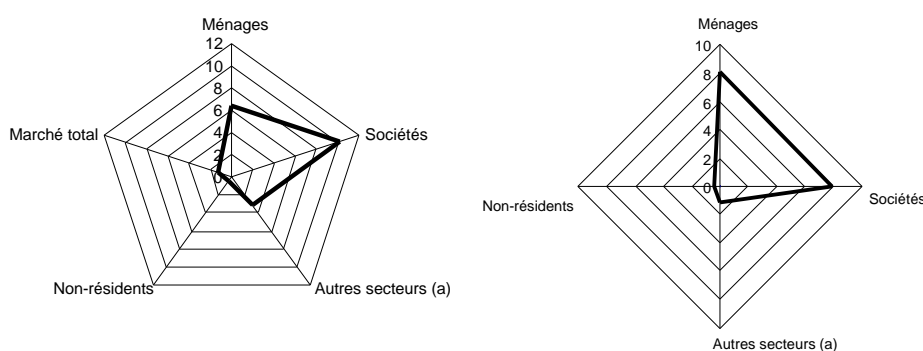
Par ailleurs, l'écart observé entre le montant des transactions sur actions françaises cotées réalisées par les non-résidents dans la balance des paiements et celui relevé dans l'enquête-titres provient pour partie de la différence de méthode de traitement des cessions temporaires de titres (cf. *supra* : rappel méthodologique). Les montants de transactions relevés dans l'enquête de septembre 1998 apparaissent élevés (comme pour les deux premiers trimestres) par rapport à ceux de la balance des paiements, dans la mesure où une transaction réalisée en bourse par un non-résident met en jeu plusieurs intervenants au sein de la filière SLAB et nécessite, par conséquent, des transferts successifs des titres concernés impliquant à chaque fois un changement de propriété qui justifie son inscription dans l'enquête.

2.1.3. Durée de détention des actions

Durée de détention apparente sur un trimestre (en années)

Actions françaises cotées

Actions étrangères



(a) Associations et groupements divers, administrations publiques, entreprises d'assurance, caisses de retraite, établissements de crédit et OPCVM

Au troisième trimestre 1998, la durée de détention moyenne apparente des actions françaises cotées est de 1 an 3 mois⁴, résultat très proche de celui qui ressort des données du marché (1 an 1 mois).

– La durée de détention moyenne des actions par les ménages est de 6 ans 5 mois pour les actions françaises cotées et de 8 ans 1 mois pour les actions étrangères, ce qui traduit une stabilité de l'actionnariat individuel.

– Les sociétés, dans une logique de participation, conservent en moyenne plus longtemps les actions françaises cotées qu'elles détiennent (10 ans 2 mois).

– La durée de détention des actions françaises par les non-résidents clients des dépositaires français, ne dépasse pas 6 mois (5 mois pour les actions étrangères).

On observe des écarts parfois importants d'un trimestre à l'autre dans les durées de détention. Ces écarts seront lissés quand les calculs de durée apparente pourront être effectués sur l'année entière et non sur le trimestre comme c'est le cas actuellement.

⁴ Le marché total des actions étrangères dépassant le cadre de l'enquête, la durée de détention moyenne apparente des actions étrangères n'a pas fait l'objet d'une évaluation.

2.2. Les obligations

2.2.1. Analyse de la variation d'encours

Obligations

Analyse de la variation d'encours

(montant en milliards de francs – variation et structure en pourcentage)

	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre		
	Juin 1998	Septembre 1998	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements
						sans contrepartie monétaire
Françaises	4 009,9	4 162,7	3,8	1,1	3,5	- 0,8
Ménages	367,1	369,9	0,8	- 0,5	2,7	- 1,4
Sociétés	172,4	172,3	- 0,0	- 9,3	3,1	6,2
Autres agents non financiers	69,6	71,8	3,1	- 0,6	3,8	- 0,0
Investisseurs institutionnels	3 030,6	3 178,9	4,9	1,4	3,6	- 0,2
Non-résidents	370,2	369,8	- 0,1	4,9	3,7	- 8,7
Étrangères	1 262,4	1 378,9	9,2	10,5	- 2,4	1,1
Ménages	21,2	15,3	- 27,8	- 0,4	- 1,1	- 26,4
Sociétés	116,2	124,5	7,1	12,7	- 2,5	- 3,1
Autres agents non financiers	4,1	5,0	21,9	7,9	- 2,7	16,7
Investisseurs institutionnels	817,5	905,5	10,8	8,3	- 2,3	4,8
Non-résidents	303,5	328,6	8,3	16,3	- 2,4	- 5,6
<i>Pour mémoire en balance des paiements (investissements de portefeuille)</i>						
– Non-résidents						
sur actions françaises cotées	1 181,4	1 239,0	4,9	3,5	1,3	
– Résidents						
sur actions étrangères	1 098,7	1 176,3	7,1	7,3	- 0,3	

(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période

(b) Montant de la variation rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période en pourcentage

Au troisième trimestre 1998, la progression globale des portefeuilles d'obligations françaises dans l'enquête atteint 3,8 % (+ 2,2 % au trimestre précédent), contre + 3,5 % pour la capitalisation boursière. Par ailleurs, l'augmentation des cours des obligations françaises retracée dans les résultats de l'enquête (+ 3,5 %) se situe à un niveau de performance inférieur à celui observé sur le marché obligataire (variation de l'indice CNO : + 4,2 %).

On observe, au niveau des secteurs, une relative homogénéité de la valorisation positive des obligations françaises et de la valorisation négative des obligations étrangères, celle-ci atteignant – 2,4 % des encours globaux.

Dans un contexte boursier en forte progression par rapport aux deux premiers trimestres de l'année 1998, les agents non financiers se sont désengagés en obligations françaises. Les principaux détenteurs d'obligations étrangères ont été acheteurs nets entre juin et septembre 1998 — phénomène qui s'inscrit dans la continuité des deux trimestres précédents pour les secteurs non-résidents clients des dépositaires français et les investisseurs institutionnels. La différence entre les encours d'obligations françaises détenues par les non-résidents en balance des paiements et dans l'enquête s'explique par le fait que les émissions obligataires des résidents à l'international conservées chez les dépositaires étrangers échappent au recensement de l'enquête (cf. *supra* : rappel méthodologique).

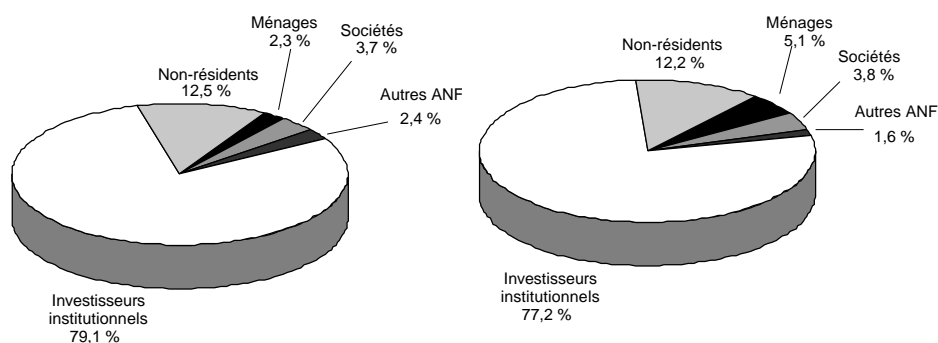
Les obligations d'État sont détenues essentiellement par les investisseurs institutionnels, notamment les entreprises d'assurance et caisses de retraite et les OPCVM, à hauteur de 77 % (79 % à fin juin 1998). Le degré d'internationalisation de la dette obligataire de l'État est peu élevé (12 % à fin septembre 1998)⁵.

Obligations d'État

Répartition par groupes de porteurs

Juin 1998

Septembre 1998



2.2.2. Transactions sur les obligations

Obligations

Volume des transactions au troisième trimestre 1998

(montant en milliards de francs – rotation et structure en pourcentage)

	Souscriptions	Achats	Ventes	Remboursements	Transactions (a)		Taux de rotation des encours (b)
					Montant	Structure	
Françaises	10,5	17 053,3	16 960,2	61,1	34 085,1	100,0	8,34
dont : Filière SBI	10,5	42,7	41,0	61,1	155,3	0,5	
Filière SLAB		17 010,6	16 919,2		33 929,8	99,5	
Ménages	6,3	3,7	7,2	4,6	21,8	0,1	0,06
Sociétés	0,6	330,5	334,3	12,9	678,2	2,0	3,94
Autres agents non financiers	0,5	9,5	9,0	1,4	20,3	0,1	0,29
Investisseurs institutionnels	2,8	16 553,0	16 474,1	39,1	33 069,1	97,0	10,65
Non-résidents	0,2	156,7	135,6	3,1	295,6	0,9	0,80
Étrangères	1,0	1 179,6	1 032,0	16,1	2 228,7	100,0	1,69
dont : Filière SBI	1,0	1 111,6	1 013,0	16,1	2 141,7	96,1	
Filière SLAB		68,0	19,0		87,0	3,9	
Ménages	0,0	0,2	0,2	0,1	0,4	0,0	0,02
Sociétés	0,2	57,9	42,4	1,1	101,6	4,6	0,84
Autres agents non financiers	0,0	0,6	0,2	0,1	0,9	0,0	0,19
Investisseurs institutionnels	0,8	1 063,9	984,7	11,7	2 061,1	92,5	2,39
Non-résidents	0,0	57,1	4,5	3,1	64,7	2,9	0,20
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>							
- Non-résidents sur obligations françaises	28,5	635,5	599,3	23,1	1 286,4		
- Résidents sur obligations étrangères	24,2	2 539,6	2 439,5	43,5	5 046,8		

(a) Transactions : souscriptions + achats + ventes + remboursements

(b) Montant des transactions rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période en pourcentage

⁵ Le taux de détention, par les non-résidents, des emprunts d'État élaboré par la direction de la Balance des paiements est de 12,4 % (contre 10,8 % à fin juin 1998).

La totalité des opérations sur obligations françaises (99 %) est traitée de gré à gré et dénouée dans la filière SLAB ; à l'inverse, 96 % des achats et des ventes sur obligations étrangères passent sur les marchés organisés (filiale SBI).

Au troisième trimestre 1998, les principaux intervenants sur les marchés d'obligations sont, comme précédemment, les investisseurs institutionnels, qui réalisent respectivement 97 % et 92 % des transactions sur les obligations françaises et étrangères, contre 97 % et 77 % au deuxième trimestre.

L'écart observé entre le montant des transactions sur obligations françaises réalisées par les non-résidents en balance des paiements et dans l'enquête-titres est dû à la différence de méthode de traitement des cessions temporaires de titres (cf. *supra* : rappel méthodologique).

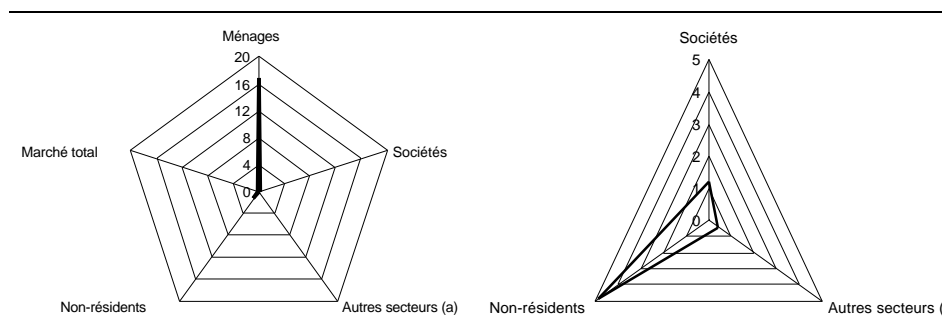
En revanche, l'origine de l'écart constaté entre les montants des transactions sur obligations étrangères présents en balance des paiements et dans l'enquête-titres n'a pas encore été identifiée.

2.2.3. Durée de détention des obligations

Durée de détention apparente sur un trimestre (en années)

Obligations françaises

Obligations étrangères



(a) Associations et groupements divers, administrations publiques, entreprises d'assurance, caisses de retraite, établissements de crédit et OPCVM

La durée de détention apparente des obligations françaises est très courte : un mois et demi pour le marché et pour l'enquête-titres.

La durée de détention est de 3 mois pour les sociétés et de 1 mois seulement pour les « autres secteurs ». Elle atteint 15 mois pour les non-résidents clients des dépositaires français.

Dans cette étude, la durée de détention des obligations françaises par les ménages apparaît exceptionnellement longue (16 ans 11 mois, contre 8 ans au trimestre précédent). Le calcul de la durée moyenne élaboré à partir des flux de l'année et non de ceux du trimestre sera plus fiable et permettra d'atténuer dans l'avenir les écarts apparaissant d'un trimestre à l'autre.

La durée de détention des obligations étrangères est de 7 mois en moyenne. Elle apparaît plus longue que celle des obligations françaises pour les sociétés

(1 an 2 mois), les « autres secteurs » (5 mois) et les non-résidents clients des dépositaires français (4 ans 11 mois).

2.3. Les titres d'OPCVM

2.3.1. Analyse de la variation d'encours

Titres d'OPCVM

Analyse de la variation d'encours

(montant en milliards de francs – variation et structure en pourcentage)

	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre		
	Juin 1998	Septembre 1998	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
Monétaires	838,8	843,5	0,6	- 1,6	0,4	1,7
Ménages	143,9	142,1	- 1,2	- 3,3	0,7	1,3
Sociétés	270,5	292,7	8,2	3,2	0,9	4,1
Autres agents non financiers	124,7	118,6	- 4,9	- 4,9	- 0,7	0,7
Investisseurs institutionnels	290,2	281,6	- 3,0	- 3,8	0,8	- 0,0
Non-résidents	9,4	8,4	- 11,1	0,9	- 13,6	1,5
Non monétaires	1 740,0	1 688,3	- 3,0	2,9	- 7,2	1,3
Ménages	689,5	623,7	- 9,6	0,4	- 8,4	- 1,6
Sociétés	169,0	167,9	- 0,7	7,3	- 5,7	- 2,2
Autres agents non financiers	125,1	124,5	- 0,5	7,8	- 6,2	- 2,1
Investisseurs institutionnels	723,7	740,3	2,3	3,3	- 6,4	5,3
Non-résidents	32,6	31,9	- 2,1	2,6	- 10,2	5,6
Étrangers	88,5	86,0	- 2,8	3,8	- 5,7	- 1,0
Ménages	26,1	23,7	- 9,0	- 0,4	- 6,2	- 2,5
Sociétés	6,8	6,7	- 2,0	5,5	- 19,3	11,8
Autres agents non financiers	1,7	1,7	0,0	- 0,7	- 3,4	4,1
Investisseurs institutionnels	47,5	47,8	0,5	6,5	- 3,1	- 2,9
Non-résidents	6,3	6,0	- 3,9	0,5	- 9,0	4,6
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>						
– Non-résidents						
sur titres d'OPCVM français	65,7	63,7	- 3,0	4,0	- 6,5	
– Résidents						
sur titres d'OPCVM étrangers	75,9	69,9	- 8,3	- 0,9	- 7,1	

(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période

(b) Montant de la variation rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période en pourcentage

Les portefeuilles en titres d'OPCVM français recensés dans l'enquête ont diminué de 1,8 %, alors que l'actif net des OPCVM publié par la Commission des opérations de bourse (COB) s'est accru de 0,4 % au cours du troisième trimestre de l'année 1998 (+ 3,0 % de mars à juin).

Pour les titres monétaires, les évolutions sont identiques dans l'enquête-titres et selon les données de la COB (0,6 %).

Pour les titres d'OPCVM non monétaires, les évolutions divergent quelque peu entre les deux sources (respectivement – 3,0 % et + 0,3 %).

Les encours des titres d'OPCVM non monétaires ont diminué au troisième trimestre, contrairement aux deux périodes analysées précédemment, en raison des évolutions de cours négatives comparables à celles observées à partir des indices d'Europreference sur les Sicav françaises.

Au niveau sectoriel, on constate que :

- les ménages réalisent des désinvestissements sur les titres monétaires dans la continuité du trimestre précédent. Il en est de même pour les autres agents non financiers et les investisseurs institutionnels ;
- les sociétés ont investi sur les deux catégories de titres (+ 7,3 milliards de francs en titres d'OPCVM non monétaires, après + 7,5 milliards au deuxième trimestre) ;
- tous les secteurs ont été acheteurs nets de titres d'OPCVM non monétaires (obligataires à hauteur de 35 % environ), dans le prolongement du deuxième trimestre ;
- les sociétés, les investisseurs institutionnels et les non-résidents ont accru leurs investissements en titres d'OPCVM étrangers.

2.3.2. Transactions sur les titres d'OPCVM

Titres d'OPCVM

Volume des transactions au troisième trimestre 1998

(montant en milliards de francs – rotation et structure en pourcentage)

	Souscriptions	Rachats	Transactions (a)		Taux de rotation des encours (b)
	Montant	Montant	Montant	Structure	
Monétaires	1 001,0	1 013,3	2 014,4	100,0	2,39
dont : <i>Filière SBI</i>	985,5	999,3	1 984,8	98,5	
<i>Filière SLAB</i>	15,5	14,1	29,6	1,5	
Ménages	22,9	27,6	50,5	2,5	0,35
Sociétés	497,8	489,2	987,0	49,0	3,50
Autres agents non financiers	149,3	155,3	304,6	15,1	2,50
Investisseurs institutionnels	326,2	336,5	662,6	32,9	2,32
Non-résidents	4,9	4,8	9,7	0,5	1,09
Non monétaires	311,9	261,9	573,8	100,0	0,33
dont : <i>Filière SBI</i>	310,5	261,0	571,5	99,6	
<i>Filière SLAB</i>	1,4	0,9	2,3	0,4	
Ménages	39,2	36,2	75,4	13,1	0,11
Sociétés	46,6	34,3	80,9	14,1	0,48
Autres agents non financiers	47,5	37,7	85,3	14,9	0,68
Investisseurs institutionnels	175,1	151,0	326,0	56,8	0,45
Non-résidents	3,5	2,7	6,2	1,1	0,19
Étrangers	11,5	7,7	19,2	100,0	0,22
dont : <i>Filière SBI</i>	11,5	7,7	19,2	99,7	
<i>Filière SLAB</i>	0,0	0,0	0,1	0,3	
Ménages	2,5	2,4	4,9	25,7	0,20
Sociétés	2,6	2,2	4,9	25,4	0,72
Autres agents non financiers	0,2	0,2	0,5	2,5	0,28
Investisseurs institutionnels	5,7	2,5	8,2	42,5	0,17
Non-résidents	0,4	0,4	0,8	3,9	0,12
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>					
– Non résidents					
sur titres d'OPCVM français	20,2	17,8	38,0		
– Résidents					
sur titres d'OPCVM étrangers	27,2	28,1	55,3		

(a) Transactions : souscriptions (1) + rachats (2)

(b) Montant des transactions rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période en pourcentage

Les titres d'OPCVM ne servent que très rarement de support à des opérations hors marché.

Près de la moitié des transactions sur les titres d'OPCVM monétaires (49 %) ont été réalisées par les sociétés, alors que ces dernières ne détiennent que 34,7 % des encours analysés dans l'étude ; les sociétés utilisent ces valeurs comme instrument de trésorerie plutôt que de placement. À l'inverse, les ménages, avec 17,0 % des encours, n'ont participé qu'à 2,5 % des transactions. Les investisseurs institutionnels et les autres agents non financiers ont réalisé un volume de transactions conforme au niveau de leur encours, de l'ordre de 48 %.

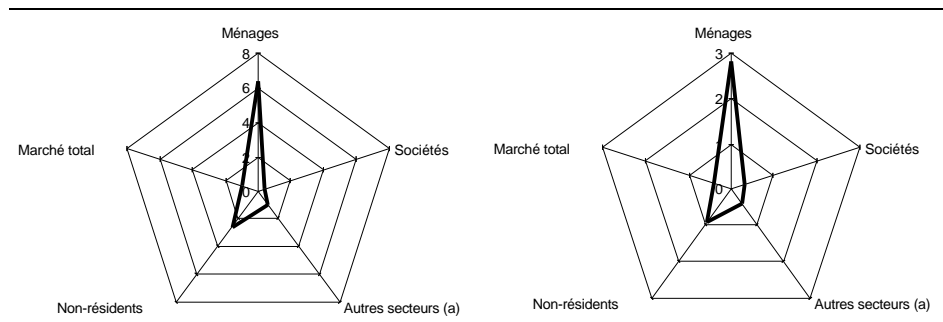
Des différences sensibles de comportement s'observent également pour les titres d'OPCVM non monétaires. En effet, les ménages détiennent 37 % des encours et interviennent dans seulement 13 % des transactions sur ces valeurs. À l'inverse, les sociétés et les autres agents non financiers réalisent respectivement 14 % et 15 % des transactions, en ne détenant que 10 % et 7 % des encours.

2.3.3. Durée de détention des titres d'OPCVM

Durée de détention apparente (en années)

Total des titres d'OPCVM français

Titres d'OPCVM français monétaires



(a) Associations et groupements divers, administrations publiques, entreprises d'assurance, caisses de retraite, établissements de crédit et OPCVM

Les durées de détention moyennes observées dans l'étude sont relativement proches de celles de la COB pour les titres d'OPCVM monétaires (respectivement 5 mois et 4 mois). Elles diffèrent sensiblement pour les titres d'OPCVM non monétaires (3 ans, contre 3 ans et 10 mois).

Les ménages conservent leurs titres d'OPCVM français de 2 ans 10 mois pour les titres monétaires à 8 ans 9 mois pour les titres d'OPCVM non monétaires ; ils utilisent ces valeurs comme un instrument de placement intermédiaire entre le court terme et le long terme.

Le comportement des sociétés apparaît très différent ; le taux de rotation des titres d'OPCVM français est très élevé, puisqu'ils ne sont conservés en moyenne que 5 mois (3 mois et demi pour les titres d'OPCVM monétaires, 2 ans 1 mois pour les autres titres). Les « autres secteurs » ont un comportement voisin de celui des sociétés pour les titres d'OPCVM monétaires, puisque leur durée de conservation moyenne est de 5 mois.

Les non-résidents clients des dépositaires français conservent en moyenne les titres d'OPCVM français 2 ans 7 mois (11 mois pour les titres d'OPCVM monétaires).

ANNEXE

COUVERTURE DE L'ENQUÊTE-TITRES		
<i>(en pourcentage)</i>		
	juin 98	septembre 98
PAR RAPPORT À LA CAPITALISATION BOURSIÈRE (PARIS)		
Actions françaises cotées	75,7	73,8
Obligations françaises	84,9	85,2
PAR RAPPORT À L'ACTIF NET DES OPCVM		
Titres d'OPCVM français	76,2	74,5
– OPCVM monétaires	76,0	76,0
– OPCVM non monétaires	76,3	73,8
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		
Mise à jour le 4 mars 1999		

COMPARAISON DES STATISTIQUES BOURSIÈRES ET DES RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE-TITRES						
<i>(capitalisation en milliards de francs)</i>						
	Capitalisation boursière (a)		Variation (en pourcentage)	Indices (en pourcentage) (b)	Enquête-titres (en pourcentage)	
	juin 1998	septembre 1998	septembre 98 / juin 98	septembre 98 / juin 98	septembre 98 / juin 98	septembre 98 / juin 98
Actions françaises cotées	5 742,2	4 621,2	- 19,5	- 23,2	-	21,5
Obligations françaises	4 722,9	4 887,5	3,5	4,2	-	3,8
Titres d'OPCVM français (c)	3 385,4	3 398,5	0,4	-	-	1,8
– OPCVM monétaires	1 104,0	1 110,5	0,6	-	-	0,6
– OPCVM non monétaires	2 281,4	2 287,3	0,3	-	-	3,0
	Transactions SICOVAM / COB au 3ème trimestre 98		Transactions Enquête-titres au 3ème trimestre 98			
			filière SBI	filière SLAB	filière SBI	filière SLAB
Actions françaises cotées (d)		1 210,0	3 472,4	452,8		2 699,0
Obligations françaises (d)		199,6	35 846,7	155,3		33 929,8
Titres d'OPCVM français (e)		3 819,2	-	2 556,3		31,9
– OPCVM monétaires		3 217,5	-	1 984,8		29,6
– OPCVM non monétaires		601,7	-	571,5		2,3
(a) Sources : COB - Sicovam						
(b) Indice SBF 250 pour les actions françaises et indice CNO pour les obligations françaises						
(c) Actif net des OPCVM						
(d) Transactions Sicovam						
(e) Transactions COB						
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82						
Mise à jour le 4 mars 1999						