

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 64

AVRIL 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

Une évaluation des tendances de l'inflation dans la zone euro

La dynamique des crises financières internationales : quelques enseignements

Le coût du crédit aux entreprises

Enquête sur le comportement des entreprises en 1998

Achevé de rédiger le 14 avril 1999

Éditorial

La compétitivité d'une économie s'apprécie au travers d'une batterie d'indicateurs dont les plus significatifs sont le taux de change, le taux d'intérêt et le coût de la main-d'œuvre. Depuis l'entrée en Union monétaire, les signaux fournis par les marchés de change et de taux ne sont plus pertinents pour évaluer la situation propre à chaque pays de la zone euro.

Néanmoins, les règles du marché continuent de s'appliquer à chaque pays et toute perte de compétitivité finit par être sanctionnée en termes de croissance et d'emplois. Les responsables de la politique économique doivent donc être d'autant plus vigilants à l'égard des indicateurs qui restent disponibles en ce domaine, en particulier des coûts salariaux unitaires.

Les coûts salariaux unitaires rapportent la masse salariale totale versée par les employeurs — y compris donc les cotisations patronales — à la valeur ajoutée dégagée par le secteur productif. Compte tenu du rôle essentiel de la rémunération du travail dans le processus de production — elle représente en France environ 60 % de la valeur ajoutée —, les coûts unitaires salariaux sont devenus un indicateur essentiel de l'état des pressions à l'œuvre sur les coûts des entreprises.

L'évolution des coûts salariaux unitaires dépend de deux déterminants : le salaire nominal par tête et la productivité par tête (il ne s'agit en fait que d'un simple réaménagement de la définition donnée plus haut). Traditionnellement, en phase de reprise rapide de la croissance, les gains de productivité sont transitoirement élevés, puisque l'emploi ne répond qu'avec un certain délai à la progression de l'activité. Cette amélioration de la productivité du travail permet de compenser un éventuel redémarrage des salaires nominaux — donc de limiter les pressions sur les coûts des entreprises et de modérer les tensions inflationnistes — en même temps qu'elle entraîne une amélioration de la rentabilité du système productif. Inversement, dès lors que l'emploi s'est ajusté au niveau de l'activité, les gains de productivité reviennent à leur niveau tendanciel et ne compensent plus la progression des salaires, qui est d'autant plus vive que le taux de chômage recule. Or, les caractéristiques de la reprise française, entamée depuis 1997, sont inhabituelles au regard du fonctionnement traditionnel du cycle de productivité, puisqu'elle est marquée par un ralentissement des gains de productivité apparente du travail et par une progression substantielle des salaires nominaux eu égard au fort ralentissement des prix.

Le ralentissement des gains de productivité du travail n'est que le miroir de l'enrichissement de la croissance en emplois observé en France en 1997 et 1998. Près de 200 000 emplois salariés ont été créés dans le secteur marchand entre décembre 1996 et décembre 1997. Ce mouvement s'est nettement accentué au cours de l'année 1998, avec 300 000 nouveaux postes créés au cours de la période. L'emploi s'est révélé relativement plus dynamique que ne le permettait de prévoir l'évolution tendancielle de la productivité : la productivité apparente du travail n'a progressé en rythme annuel que de 1 % au troisième trimestre 1998 (dernière donnée disponible), alors que son rythme tendanciel est vraisemblablement compris entre 1,5 % et 2,0 % par an. Ceci résulte de deux phénomènes distincts. En premier lieu, une plus grande souplesse du marché du travail, liée aux réformes entreprises depuis la seconde moitié des années quatre-vingt, qui permet une réaction plus rapide de l'emploi à l'activité, ce qui se traduit par de moindres gains de productivité pendant la phase ascendante du cycle. En second lieu, un enrichissement de la croissance en emplois permettant d'abaisser le seuil de croissance à partir duquel l'économie française crée des emplois en liaison avec la baisse du coût du travail au voisinage du SMIC et du coût du travail à temps partiel. Ce dernier processus reste, toutefois, neutre sur les coûts unitaires puisque la baisse du coût nominal par tête est compensée par celle de la productivité apparente.

Le second déterminant des coûts salariaux unitaires, les salaires nominaux, ont eux aussi fait preuve de dynamisme en 1998 : le taux de salaire horaire ouvrier, qui constitue la référence de base dans ce domaine, a progressé à un rythme annuel de 2 % en décembre 1998, l'accélération étant particulièrement accusée au printemps 1998. Cette hausse des salaires nominaux contraste avec le rythme très modéré de croissance des prix à la consommation (0,3 % sur la même période). Les salaires réels ont donc progressé de 1,7 % en 1998, marquant une légère accélération par rapport à 1997 (1,5 %). Cette évolution est sans doute imputable au caractère non anticipé de la décélération des prix en 1997 et 1998, liée essentiellement à l'effet favorable des prix d'importation, tout particulièrement de la baisse des prix de l'énergie et des matières premières. Les négociations salariales se sont donc probablement déroulées sur la base d'un rythme d'inflation plus substantiel pour 1997, puis à nouveau pour 1998.

La conjonction de ces effets s'est traduite par une reprise assez nette des coûts unitaires salariaux : alors que ces derniers étaient encore orientés négativement au premier semestre 1997, ils ont progressé sur un an de 0,4 % à la fin de 1997, puis de 1,1 % au troisième trimestre 1998. Cette accélération des coûts

salariaux unitaires a été, en 1998, compensée par la baisse du coût des consommations intermédiaires (– 2 % en 1998 en glissement annuel), essentiellement due au recul du prix du pétrole (– 33 % pour le baril de *Brent* d'une fin d'année à l'autre) et à celui du coût des autres matières premières (– 18,8 % pour l'indice Banque de France du coût des matières premières importées hors énergie). De ce fait, le taux de marge des entreprises a pu se maintenir à un niveau élevé et le ratio excédent brut d'exploitation/valeur ajoutée des entreprises non financières s'est situé à 40,7 % au troisième trimestre 1998. Cependant, les facteurs de modération du coût des consommations intermédiaires tendent à s'atténuer depuis le début de l'année 1999. Le cours du pétrole s'est raffermi après l'accord intervenu entre les pays exportateurs sur la réduction de leur production. En outre, l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque comme l'indice Banque de France du coût des matières premières font état d'un arrêt de la dégradation, voire d'une reprise, du prix des matières premières. Enfin, le raffermissement du dollar par rapport à l'euro conduit à un renchérissement du coût des produits importés.

Au total, les entreprises ne pourront, sans doute, bénéficier en 1999, comme ce fut le cas en 1998, d'une désinflation importée et donc d'une baisse exogène du coût des consommations intermédiaires ; la modération de l'évolution des coûts salariaux demeurera donc nécessaire pour préserver la compétitivité de l'économie française.

Tour d'horizon

L'économie mondiale enregistre quelques signes d'amélioration et les nouvelles prévisions des institutions internationales confirment cette évolution plus favorable.

Ainsi, la Commission européenne table désormais sur un environnement légèrement plus porteur que lors des prévisions de l'hiver dernier, la révision à la baisse des projections sur l'Asie (Japon compris), l'Amérique latine et la Russie, étant contrebalancée par les perspectives concernant les États-Unis et certains pays de l'Europe de l'Est. Le scénario est celui d'un ralentissement temporaire de l'activité en Europe suivi d'une reprise qui se raffermirait en 2000.

Aux États-Unis, l'activité reste vigoureuse et les indices boursiers ont atteint des maxima historiques.

Après révision, l'accroissement du PIB au quatrième trimestre de 1998 s'établit à 6 % 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, un endettement privé élevé et un déséquilibre croissant des transactions courantes. La forte augmentation de la productivité qui compense celle, soutenue, des salaires constitue un facteur de modération des prix, mais aussi de soutien à la croissance des profits des entreprises américaines, dont les prévisions sont en hausse pour 1999.

La reprise de la consommation au Japon reste fragile face à la remontée du chômage et à la paralysie du crédit.

L'économie nipponne demeure déprimée. Le redressement de la consommation qui paraissait se dessiner, soutenu par une baisse du taux d'épargne, risque d'être compromis par la remontée du taux de chômage due aux restructurations industrielles. Celle-ci est d'autant plus importante que l'investissement privé, malgré un regain de confiance des producteurs en avril, n'évolue pas favorablement en raison du ralentissement de la dépense publique.

L'accroissement du surplus des échanges extérieurs a évité une récession plus sévère en 1998, mais ce facteur de soutien a tendu à s'affaiblir au début de cette année. La relance du crédit resterait un élément essentiel de reprise. Certes, la recapitalisation du secteur bancaire va permettre d'accélérer l'assainissement des bilans, mais les banques demeureront sans doute prudentes dans l'accroissement de leur exposition aux risques. Néanmoins, un mouvement de confiance se dessine et la hausse des valeurs bancaires explique pour une part importante le redressement du Nikkei.

Au Royaume-Uni, l'activité reste atone.

Le PIB n'a crû que de 0,1 % au quatrième trimestre et les signes de reprise sont fragiles, même si les indicateurs portant sur la confiance des ménages et des industriels montrent un léger redressement. La faiblesse de l'activité a contribué à la diminution des tensions inflationnistes. En février, la hausse des prix à la consommation s'est établie à 1,5 % en indice harmonisé européen, le double de celle de la zone euro.

L'activité dans l'Union monétaire connaît un essoufflement, mais la baisse des taux d'intérêt devrait favoriser un redémarrage.

Les indicateurs conjoncturels laissent penser que le ralentissement de l'activité observé au quatrième trimestre de 1998, sauf en France, en Espagne et aux Pays-Bas, pourrait se confirmer au premier trimestre. La modération de l'activité est plus prononcée en Italie, où elle paraît également plus durable. L'Allemagne affiche des perspectives peu porteuses, en raison de problèmes de compétitivité sur les marchés extérieurs, de l'importance des stocks et de l'incertitude sur les salaires et les taxes.

C'est dans ce contexte que le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé, le 8 avril, d'abaisser ses taux directeurs, le taux des opérations principales de refinancement étant ramené de 3,0 % à 2,5 %. Cette décision contribue à la création d'un environnement économique permettant d'exploiter le fort potentiel de croissance de la zone euro, dans un contexte de faibles tensions inflationnistes.

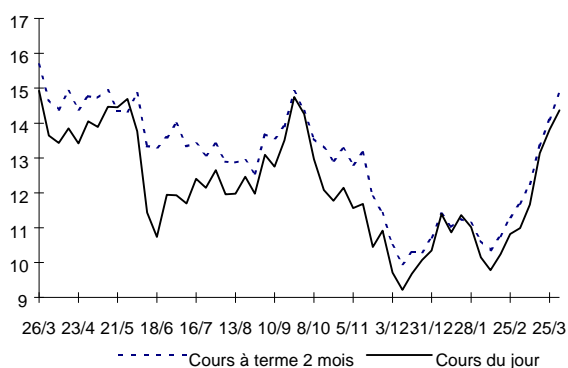
L'évolution des prix reste modérée.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro a progressé de 0,8 % en février, soit un rythme analogue à celui des trois mois précédents. La modération de l'évolution de l'indice global en 1998 est largement imputable à la baisse des prix de l'énergie. Toutefois, selon les évaluations réalisées à la Banque de France¹, l'indice sous-jacent pour la zone euro — qui exclut les postes les plus volatils, notamment l'énergie, et gomme l'impact de la fiscalité indirecte — a connu, lui aussi, une inflexion depuis les derniers mois de 1998, revenant de 1,2 % en glissement annuel à fin octobre à 0,9 % à fin janvier 1999. Cette décélération a coïncidé avec un sensible recul de la croissance de la production dans la plupart des pays européens, entraînant une moindre sollicitation des équipements. Toutefois, une reprise des salaires et des coûts salariaux unitaires pourrait intervenir.

La remontée du prix du pétrole est susceptible de faire apparaître quelques tensions sur les prix à la consommation dans les mois à venir.

Le renchérissement du pétrole en mars est principalement imputable à l'accord sur la réduction de la production, qui s'est traduit par une remontée du cours du *Brent* autour de 15 dollars le baril.

Prix du pétrole (Brent)



Pour les prochains mois, les cours à terme à deux mois indiquent une nouvelle progression, quoique modérée. Celle-ci peut faire craindre quelques tensions sur les prix dans les pays où la demande interne est dynamique et la progression des salaires vive.

En France, certains indicateurs donnent des signes de pause conjoncturelle au début de 1999. Mais la dernière enquête de la Banque de France témoigne d'une meilleure orientation de l'activité industrielle.

Plusieurs indicateurs reflètent un ralentissement de l'activité et, notamment, une faible progression de l'indice de la production industrielle (hors bâtiment), une modération du développement des services marchands et, au mois de janvier, une diminution des exportations.

En revanche, d'autres indicateurs tendent à montrer que des facteurs soutiennent la croissance de l'ensemble de l'économie : le secteur du bâtiment enregistre de bons résultats et la consommation est toujours bien orientée au premier trimestre malgré un repli en février (+ 3,4 % en glissement pour les produits manufacturés), alors que l'indicateur synthétique de confiance des ménages, issu de l'enquête de l'INSEE, se situe à un maximum historique depuis trois mois.

Après plusieurs mois de ralentissement de l'activité industrielle, l'enquête de conjoncture de la Banque de France, portant sur le mois de mars, met en évidence une meilleure orientation de la production et de la demande, principalement étrangère, dans l'ensemble des secteurs de l'industrie. Le redressement significatif des carnets de commandes domestiques et surtout étrangères devrait favoriser un rebond de l'activité industrielle au deuxième trimestre. L'arrêt de la dégradation des prix des produits finis, après plusieurs mois de baisse, qui se dessine dans cette même enquête, constitue un autre signe précurseur d'un raffermissement de la conjoncture.

¹ Cf. l'article sur ce thème dans la partie « Études » du présent *Bulletin*

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

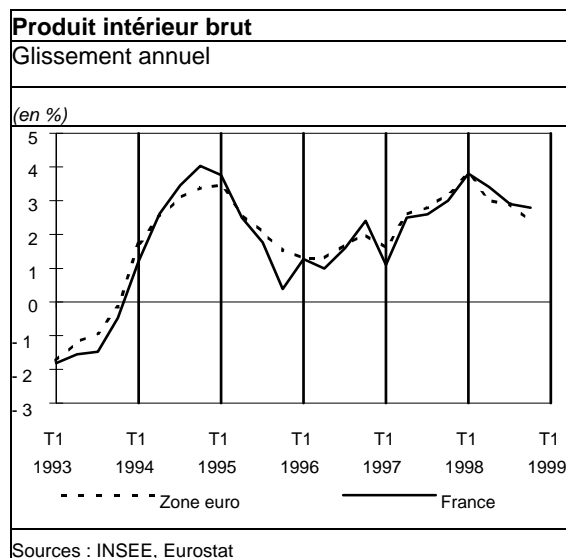
Soutenue par la demande interne, la croissance a sensiblement progressé en France et dans la zone euro en 1998

Après un premier semestre dynamique et un ralentissement assez marqué au troisième trimestre, la croissance française a été plus soutenue au dernier trimestre, grâce, principalement, à la bonne orientation de la demande interne. En fin d'année, le glissement sur douze mois du PIB s'établissait à 2,8 %, au lieu de 3,8 % en début d'année (2,9 % au troisième trimestre).

En moyenne sur l'année 1998, la croissance du PIB s'est établie à 3,2 %, après 2,3 % en 1997, soit le meilleur résultat depuis 1989.

Dans la zone euro, le glissement sur douze mois du PIB a atteint 2,4 % à la fin de 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

trimestre précédent. En moyenne sur l'année, il a progressé de 3,0 %, après 2,5 % en 1997.



Produit intérieur brut et ses composantes en 1998						
Données en francs constants – Base 1980						
(variations trimestrielles en pourcentage)						
	T1	T2	T3	T4	1998 Moyenne 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 :						
FBCF des SQS et EI	2,2	1,9	0,8	1,2	6,0	1,8
FBCF des ménages	- 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)

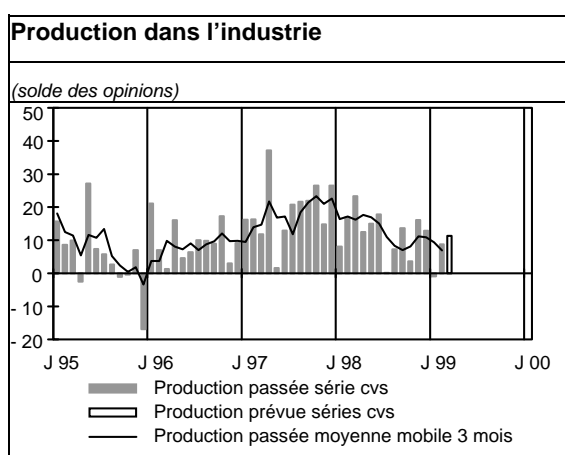
L'analyse des composantes du PIB confirme que la croissance française a principalement été soutenue par la vigueur de la consommation des ménages (+ 3,8 % en moyenne sur l'année) et de l'investissement (+ 4,1 %).

Les échanges extérieurs ont, quant à eux, contribué négativement à la croissance (– 0,4 point).

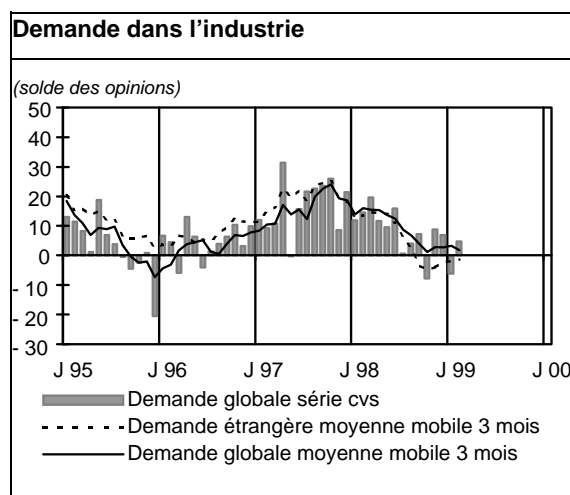
Au début de l'année 1999, le ralentissement du secteur industriel se confirme

En baisse de 1,2 % en décembre 1998, l'indice de la production industrielle, hors bâtiment (base 100 en 1990), a augmenté de 0,6 % en janvier ; sur un an, la progression de l'indice (+ 2,3 %) demeure ainsi sensiblement inférieure à celle enregistrée à la fin du premier semestre 1998 (+ 6,0 %). Il en est de même pour la production industrielle, hors énergie et IAA, en hausse mensuelle de 1,4 %, en janvier, après deux mois de baisse ; sur un an, elle a crû de 3,3 %, au lieu de + 7,3 % en juin 1998.

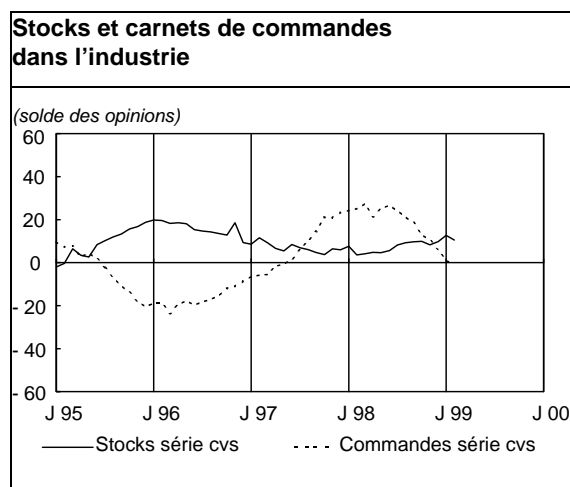
En février, selon l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, l'activité industrielle en France s'est, dans l'ensemble, légèrement renforcée, avec, cependant, d'importants contrastes sectoriels : forte augmentation dans l'automobile, progression modérée dans les biens de consommation et les industries agro-alimentaires, quasi-stabilisation dans les biens d'équipement, tassement dans les biens intermédiaires.



La demande globale n'a guère varié. Sa composante intérieure demeure un peu mieux orientée que celle d'origine étrangère. À l'exportation, de bons résultats sont enregistrés aux États-Unis, dont le marché reste dynamique ; en Europe, les performances sont inégales : des progrès sont signalés vers les pays du Sud, alors que les ventes pâtissent du ralentissement enregistré en Allemagne et au Royaume-Uni ; par ailleurs, les effets restrictifs des crises asiatique et russe, toujours présents, tendent à s'atténuer.



Les carnets de commandes ont peu varié d'un mois à l'autre ; jugés normalement garnis dans les biens d'équipement et les biens de consommation, ils apparaissent insuffisants dans les biens intermédiaires et les industries agro-alimentaires. Les stocks sont toujours considérés comme un peu supérieurs à la normale, sauf dans le secteur de l'automobile.



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

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

En mars, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a progressé dans l'ensemble des secteurs, à l'exception de l'industrie automobile où elle s'est repliée. La demande globale s'est redressée, tant sur le marché interne qu'à l'exportation. Les carnets de commandes se sont étoffés dans l'ensemble : ils sont jugés correctement garnis dans la plupart des secteurs, sauf dans les biens intermédiaires où, malgré une amélioration, ils apparaissent insuffisants. Les stocks, qui ont globalement peu varié, excèdent quelque peu le niveau désiré, sauf dans l'automobile où ils sont considérés comme inférieurs à la normale. Au cours des prochains mois, l'activité progresserait modérément dans la plupart des secteurs ; elle évoluerait peu dans l'automobile.

L'activité, toujours bien orientée dans le bâtiment, fléchit dans les services marchands

Dans le bâtiment, selon les résultats du ministère de l'Équipement, le nombre de logements commencés au cours des trois derniers mois (décembre 1998 à février 1999) a progressé de 34,6 % par rapport à la même période un an plus tôt. La hausse est de nouveau plus marquée dans le logement individuel (+ 43,1 %) que dans l'habitat collectif (+ 23,7 %). Cette forte progression s'explique en partie par l'expiration, à la fin de 1998, de certains avantages liés au dispositif Périissol. Le nombre de logements autorisés sur cette période a progressé, pour les mêmes raisons, de 65,1 % par rapport à celle de décembre 1997-janvier 1998. L'édification de locaux à usage non résidentiel a continué de croître à un rythme rapide (+ 19,6 %).

Dans les services marchands, selon l'enquête de la Banque de France, après un quatrième trimestre très bien orienté, l'activité en janvier-février 1999 aurait fléchi par rapport au bimestre précédent ; elle demeurerait néanmoins en hausse à un an d'intervalle. La contraction observée au cours des deux premiers mois de 1999 a concerné la plupart des secteurs, hormis l'ingénierie informatique où l'activité est restée stable. Elle serait principalement imputable à une moins bonne orientation de la demande dans les services aux entreprises industrielles, en particulier dans les transports routiers de marchandises.

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

Un repli de la consommation en produits manufacturés en février

La consommation des ménages en produits manufacturés a diminué de 3,4 % en février 1999, après une forte hausse en janvier (4,8 %) ; sur un an, elle demeure soutenue, en progression de 4,6 %. La baisse observée en février est essentiellement imputable à la contraction des dépenses des ménages en textile-cuir. Toutefois, à la fin de ce même mois, l'acquis de croissance de la consommation des ménages en produits manufacturés est nettement positif (+ 2 % par rapport au trimestre précédent). Limitée au champ du commerce, la consommation des ménages s'est repliée de 3,2 % en février, après + 4,4 % en janvier ; sur un an, elle a progressé de 4,1 %.

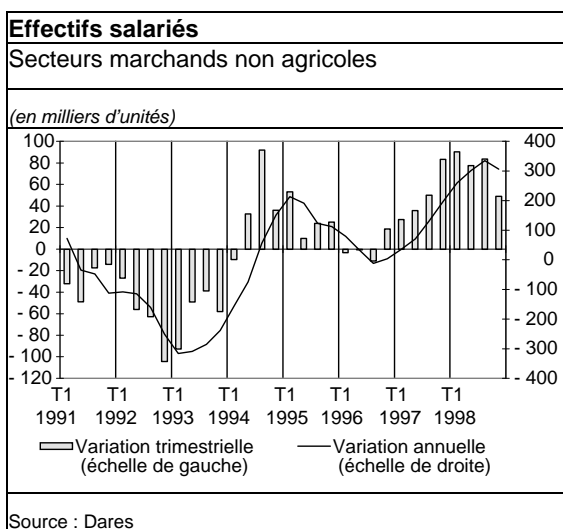
Les immatriculations de voitures neuves apparaissent comme l'une des composantes les plus dynamiques de la consommation des ménages. Stables en mars, elles ont augmenté de 13,1 % au premier trimestre de 1999 par rapport au premier trimestre de 1998.

L'indicateur résumé des opinions des ménages, inchangé en mars, se situe toujours à un maximum historique.

Des créations d'emplois dynamiques, mais moins nombreuses en fin d'année

La consommation des ménages est, en effet, soutenue par des créations d'emplois plus nombreuses du fait de la bonne tenue de l'activité économique. Ainsi, au quatrième trimestre 1998, selon des chiffres définitifs, 49 100 emplois nets ont été créés, après 83 700 au troisième trimestre. Sur l'ensemble du second semestre 1998, 132 800 créations nettes d'emplois salariés ont eu lieu, contre 167 800 au cours du semestre précédent.

Entre le quatrième trimestre 1997 et le quatrième trimestre 1998, 300 600 emplois salariés marchands ont été créés, ce qui correspond à une progression annuelle de 2,2 % (+ 196 500 emplois en 1997, soit + 1,5 %).

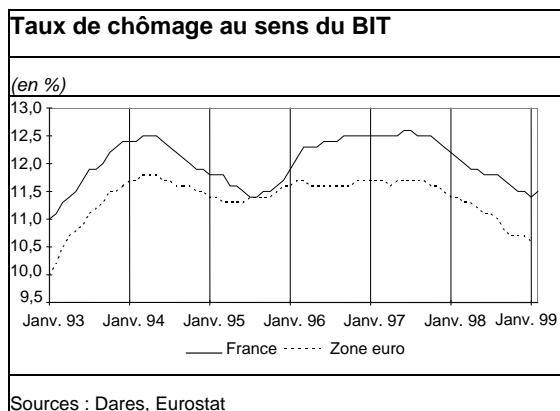


Pour l'ensemble de l'année 1998, compte tenu des créations d'emplois jeunes, la croissance de l'emploi total s'établit à 400 000 postes environ, après 227 000 en 1997.

Par ailleurs, en février 1999, le nombre de demandeurs d'emplois ayant travaillé moins de 78 heures dans le mois (catégorie 1), malgré une légère progression (+ 0,3 % par rapport à janvier), a diminué sur un an de 4,2 %.

En France, le taux de chômage, s'est élevé à 11,5 % de la population active en février, en hausse de 0,1 point d'un mois à l'autre, mais en baisse de 0,6 point sur un an. Dans la zone euro, il est revenu à 10,6 %, en janvier, en baisse de 0,1 point d'un mois à l'autre et de 0,7 point sur un an.

Le nombre de demandeurs d'emploi inscrits depuis plus d'un an à l'ANPE s'est replié de 0,6 % en février et représente 38,3 % des demandeurs de catégorie 1. Sur un an, il a décliné de 3,4 %.



Une progression un peu moins soutenue du revenu des ménages

Le dynamisme de l'emploi a très largement soutenu le revenu des ménages en 1998, année durant laquelle, selon les estimations de l'INSEE, le revenu disponible brut des ménages aurait progressé de 3,9 % en moyenne annuelle et en termes nominaux, après 3,4 % en 1997.

Le pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages a, parallèlement, enregistré en 1998 une accélération encore plus marquée (3,5 % en moyenne annuelle, au lieu de 2,5 % en 1997), grâce au net ralentissement des prix des biens importés.

Au cours des premiers mois de 1999, le fléchissement de l'activité industrielle et l'arrêt de la désinflation importée devraient entraîner une croissance moins vive du pouvoir d'achat du revenu des ménages, à un rythme annuel d'environ + 2,5 % selon l'INSEE.

La situation financière des entreprises et des ménages demeure satisfaisante

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

Par ailleurs, selon les résultats de l'enquête annuelle de la Banque sur le comportement des entreprises, les résultats bruts d'exploitation se sont, de nouveau, inscrits en hausse sensible en 1998 dans l'industrie (+ 11 %, comme en 1997) et dans le bâtiment-génie civil (+ 23 %, après + 19 % en 1997).

Cette bonne situation financière des entreprises s'est traduite par une progression plus soutenue des crédits bancaires destinés à l'investissement : en janvier 1999, ceux-ci ont ainsi augmenté à un rythme annuel de 5,3 % (+ 7,3 % en décembre) ; 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 % sur la période correspondante de l'année précédente.

De plus, selon la dernière enquête mensuelle de conjoncture de l'INSEE auprès des ménages, la situation financière des personnes interrogées apparaissait toujours très favorable, à un niveau historiquement élevé en février 1999.

À court terme, la décélération de la croissance serait limitée, grâce à la bonne tenue de la consommation des ménages

Les dernières enquêtes de conjoncture de la Banque et de l'INSEE, portant sur le mois de février, confirment que l'activité industrielle progresse moins rapidement et que le niveau des carnets de commandes a sensiblement diminué au cours des derniers mois. Dans ce contexte, les perspectives personnelles de production des industriels sont stables et les perspectives générales baissent nettement.

Dans les autres secteurs, la situation est plus favorable. Selon la dernière enquête trimestrielle de la Banque dans le bâtiment et les travaux publics, l'activité progresserait au premier trimestre 1999, tant dans la construction neuve de logements que dans l'amélioration-entretien et dans la construction de bâtiments non résidentiels. Dans les services marchands, les prévisions sont un peu moins optimistes que précédemment : les professionnels interrogés par la Banque tablent sur un maintien du niveau de leur activité au cours du bimestre mars-avril ; dans l'ingénierie informatique et les transports routiers de marchandises, une hausse du courant d'affaires est cependant attendue.

La consommation des ménages devrait rester bien orientée au cours des prochains mois, malgré une progression sans doute un peu moins soutenue qu'en 1998 des revenus d'activité. Ainsi, à la fin du mois de février 1999, l'acquis de croissance de la consommation des ménages en produits manufacturés s'établit déjà à un niveau élevé (+ 2 %), grâce à une forte augmentation des achats des ménages durant la période des soldes.

Selon la dernière enquête financière trimestrielle de la Banque, les anticipations d'investissement pour le début de 1999 apparaissent assez contrastées selon les secteurs concernés et la taille des entreprises. 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 sur l'investissement des entreprises industrielles, les chefs d'entreprise interrogés en janvier ont revu en forte hausse leurs prévisions pour 1999. Alors qu'ils anticipaient, en octobre 1998, une hausse de 1 % seulement de leurs investissements pour l'industrie manufacturière pour 1999, ils prévoient, à présent, une progression de 6 % pour cette période. Cette estimation est confirmée par les résultats de l'enquête de la Banque sur le comportement des entreprises, qui retient pour 1999 une prévision de croissance en valeur de 6 % pour l'investissement physique et de 15 % pour l'investissement immatériel en informatique. Selon les chefs d'entreprise interrogés, le niveau particulièrement attractif des taux d'intérêt devrait, en effet, soutenir l'investissement en 1999.

Au total, selon les prévisions contenues dans la *Note de conjoncture de l'INSEE* de mars 1999, le produit intérieur brut devrait augmenter de 0,9 % en volume au premier semestre de 1999, après + 1,2 % au second semestre de 1998 et + 1,6 % au premier semestre de 1998. La consommation des ménages continuerait d'être le principal moteur de la croissance au premier semestre de 1999, tandis que la contribution des échanges extérieurs serait nulle et celle des stocks négative.

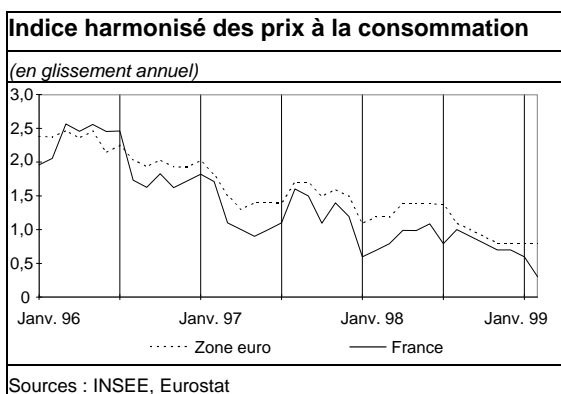
Sur ces bases, l'acquis de croissance à la fin du premier semestre de 1999 s'établirait à 1,7 point et sur l'ensemble de l'année 1999, le PIB progresserait entre + 2,2 % et + 2,5 %, selon les dernières prévisions du gouvernement, au lieu d'une première estimation de 2,7 %.

1.2. L'évolution des prix

Une faible hausse des prix de détail

Selon l'INSEE, en février, l'indice des prix de détail (base 100 en 1998) a augmenté de 0,3 % en données brutes et est resté stable en données cvs. Son glissement sur douze mois s'établit à 0,2 %, en données brutes comme en données désaisonnalisées, après 0,2 % (cvs) en janvier 1999 et 0,7 % (cvs) en février 1998.

La France se situait ainsi, en février 1999, parmi les pays européens enregistrant les meilleures performances en termes d'inflation. Elle a enregistré au cours de ce même mois une hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), en moyenne annuelle glissante, de 0,6 %, contre 1,0 % pour l'ensemble de la zone euro, elle était de 1,0 %.



Les *prix alimentaires* ont diminué de 0,1 % en février (+ 1,2 % sur un an), sous l'effet d'un repli de 1,0 % du prix des produits frais (+ 6,2 % sur un an). Les prix de l'alimentation hors produits frais ont, quant à eux, été stables sur le mois (+ 0,5 % sur douze mois).

Les *prix des produits manufacturés y compris énergie* se sont accrus de 0,6 % en février. Sur un an, ils baissent de 1,6 %.

Les *prix des produits manufacturés* ont enregistré un rebond de 0,7 % (– 0,5 % sur un an), sous l'effet d'une progression de 3,6 % des prix de l'habillement-chaussures due à la fin des soldes (– 0,3 % sur un an). Les prix des autres produits manufacturés ont augmenté de 0,2 % (– 0,6 % sur un an).

Les *prix de l'énergie* ont décliné légèrement, de 0,1 % sur le mois (– 5,6 % sur douze mois), les prix des produits pétroliers restant stables (– 6,2 % sur un an).

Les *prix des services* ont enregistré une hausse de 0,3 % en février (+ 1,1 % sur un an). Ceux de l'ensemble loyer et eau ont augmenté de 0,1 % (+ 2,0 % sur un an), tout comme ceux des services de santé (+ 0,4 % sur un an), et des transports et télécommunications (+ 0,2 % en glissement annuel). Les prix des autres services ont augmenté de 0,3 % (+ 1,1 % sur un an).

En février 1999, la hausse de l'indice des prix à la consommation reflète principalement celle des produits manufacturés (+ 0,23 point), imputable à l'habillement-chaussures (+ 0,22 point à lui seul), en liaison avec la fin de la période des soldes. Le secteur de l'énergie a contribué négativement à cette évolution (– 0,01 point), de même que celui de l'alimentation hors tabac (– 0,02 point), en raison de l'évolution des prix des produits frais. Le secteur des services, enfin, y a contribué positivement (+ 0,13 point).

La tendance de fond de la progression des prix, mesurée par les indicateurs d'inflation sous-jacente, apparaît, toutefois, plus élevée. Selon l'INSEE, en février, elle est en hausse de 0,1 % sur le mois et de 0,8 % sur un an. Par construction, en effet, de tels indices ne sont 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.

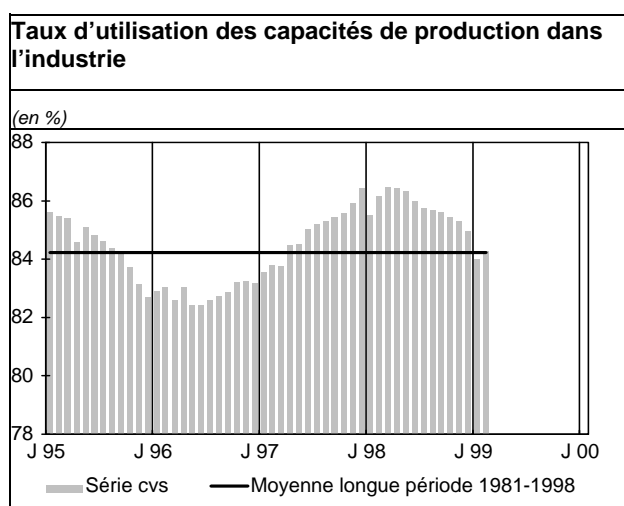
En février, ils ont ainsi baissé de 0,3 %, après un recul de 0,2 % le mois précédent. En glissement annuel, les prix de vente industriels des biens intermédiaires se replient de 3,0 %, contre 2,7 % le mois précédent et une hausse de 0,5 % en février 1998.

Dans la zone euro, un mouvement identique a été observé. Ainsi, en glissement annuel, les prix à la production industrielle se sont contractés de 2,7 % en janvier 1999. Tous les pays membres, à l'exception du Luxembourg, ont enregistré une tendance à la baisse au cours des derniers mois.

Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie

Il s'est légèrement redressé, retrouvant son niveau moyen de longue période.

En février 1999, selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, le taux d'utilisation des capacités de production s'est quelque peu redressé, à 84,3 %, contre 84,0 % en janvier, et dépasse ainsi très légèrement sa moyenne de 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'établissait, 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.

À court terme, la progression des prix resterait très mesurée, mais l'impact de la désinflation importée devrait se réduire du fait du redressement des prix des matières premières et du pétrole.

1.3. La compétitivité

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

Évolution récente

En mars, en moyenne mensuelle, le dollar et la livre sterling ont continué de s'apprécier, tandis que le yen a eu tendance à se stabiliser. La hausse du bloc des devises de l'Asie émergente s'est légèrement modérée. Les monnaies d'Amérique latine ont globalement augmenté, en liaison avec la remontée du real brésilien.

Au total, l'indicateur calculé vis-à-vis d'un ensemble de 42 partenaires² fait ressortir en mars une nouvelle amélioration de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros, mesurée par les prix à la consommation.

Ce mouvement a concerné à des degrés divers tous les groupes de pays, à l'exception de ceux de l'Union monétaire, vis-à-vis desquels la compétitivité de la France est demeurée stable, les écarts de prix, désormais seuls éléments influant sur la compétitivité interne à la zone, n'ayant pas connu d'évolution sensible.

Évolution de long terme

Par rapport au niveau moyen de l'année 1987, la situation compétitive reste, en mars 1999, favorable à la France vis-à-vis de l'ensemble de ses partenaires.

Les gains de compétitivité enregistrés 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.

Vis-à-vis du Japon et des pays émergents d'Asie, la position compétitive de la France n'a cessé de s'améliorer au cours des six derniers mois. En fin de période, elle s'établit à un niveau voisin de celui qu'elle atteint vis-à-vis de l'ensemble des 42 pays.

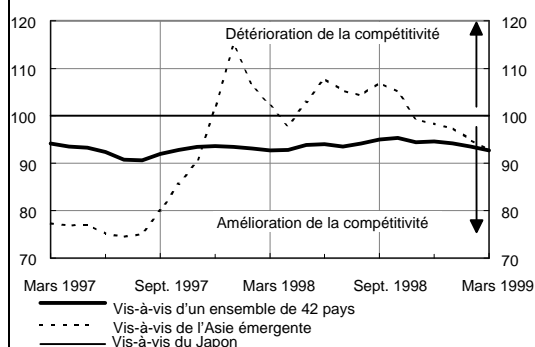
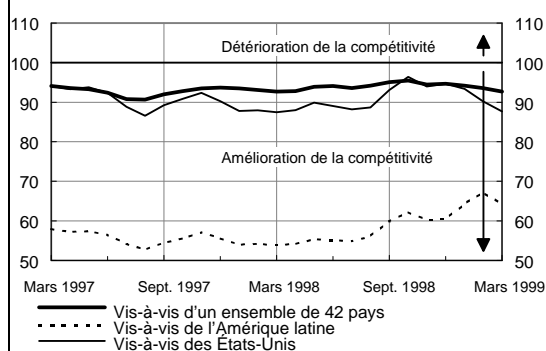
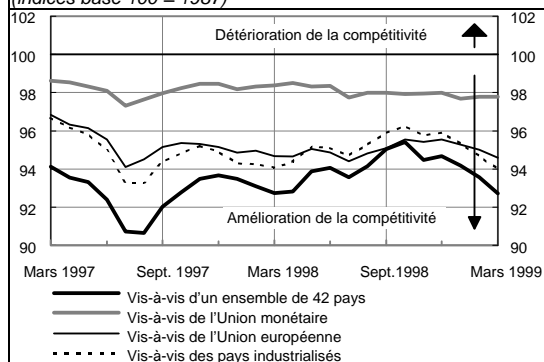
Enfin, les produits français restent nettement plus compétitifs que ceux de l'Amérique latine.

² 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)



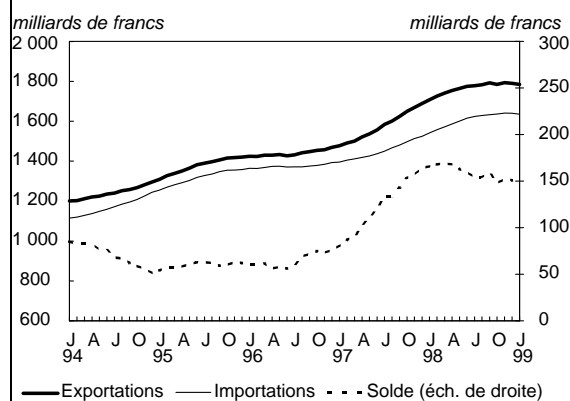
Sources : Banque de France, BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Bloomberg

1.4. Le commerce extérieur en janvier 1999

Évolution globale (données douanières FAB-
FAB cvs)

Commerce extérieur

Cumuls sur douze mois (cvs)



Source : Douanes

L'excédent commercial s'établit en janvier à 9,5 milliards de francs en données cvs, soit 1,4 milliard d'euros, s'inscrivant en recul sensible par rapport au chiffre du mois de décembre 1998 (15 milliards de francs) et à la moyenne observée au cours des douze derniers mois (12,4 milliards). Ce résultat provient d'une contraction des exportations (141,4 milliards de francs, soit - 4,3 %) et de la poursuite de l'effritement des importations (131,9 milliards, soit - 0,7 %).

La baisse de l'excédent industriel (4,4 milliards de francs, contre 9,5 milliards en décembre) s'explique par le recul conjugué des performances des biens d'équipement professionnels (secteur aéronautique) et du matériel militaire.

Au plan géographique, le déficit se creuse avec les États-Unis et l'Asie.

– L'excédent avec les *pays de l'Union européenne* atteint un niveau élevé (8,1 milliards de francs, contre 5,2 milliards en décembre), en raison d'une stabilisation du montant global des exportations et de la poursuite du recul des importations (– 3,4 %). Les ventes se maintiennent grâce aux résultats très favorables enregistrés avec le Royaume-Uni et la Grèce.

En revanche, le solde avec les pays de la zone euro baisse légèrement par rapport au mois précédent (+ 0,8 milliard de francs, après + 1,9 milliard), sous l'effet d'une diminution plus accentuée des exportations (– 4,2 %), en particulier vers l'Allemagne et l'Espagne, que des importations (– 2,8 %), notamment en provenance d'Italie et d'Allemagne.

– Limité pendant les neuf derniers mois, le déficit des échanges avec les *États-Unis* se creuse sensiblement en janvier, sous l'effet d'une augmentation de 11,6 % des importations, liée à l'achat de deux Boeing.

– Le déficit avec le *Japon* diminue fortement grâce à une stabilisation des achats et à une augmentation des ventes due à de fortes exportations d'uranium au mois de janvier.

– La faiblesse des ventes aéronautiques vers le *continent asiatique* en janvier se traduit par une aggravation du déficit avec cette zone, touchant principalement la Chine (2,4 milliards de francs) et les pays de l'ASEAN.

Le solde des échanges avec l'*Afrique* baisse légèrement en raison d'une contraction plus importante des exportations (absence de fortes opérations) que des importations (réduction des achats énergétiques).

Par ailleurs, il convient de signaler que la direction générale des Douanes a procédé à des modifications dans l'élaboration et la présentation des statistiques du commerce extérieur. Les chiffres de janvier 1999 tiennent compte, notamment, des nouvelles règles de comptabilisation des envois de satellites à partir de Kourou.

En nouvelle comptabilisation, l'excédent cumulé de 1998 s'élève ainsi à 151,9 milliards de francs et celui de 1997 à 164 milliards, au lieu de 160 milliards pour le premier et 166,5 milliards pour le second, selon la méthodologie antérieure.

1.5. La balance des paiements en janvier 1999

La balance des paiements de la France au cours du mois de janvier s'inscrit dans la continuité de la période précédente pour les transactions courantes et les investissements directs, mais reflète le passage en union monétaire pour les autres flux du compte financier : investissements de portefeuille, opérations de dépôts/crédits du secteur bancaire et transfert d'une partie des avoirs de réserve à la Banque centrale européenne.

L'excédent des transactions courantes s'est élevé à 28 milliards de francs en janvier 1999, en retrait de 3 milliards par rapport à janvier 1998. Le niveau saisonnièrement très élevé de ce solde est imputable aux recettes nettes en provenance de la Commission européenne et recensées en « transferts courants », structurellement déficitaires les autres mois. Il convient de noter, en outre, un certain repli de l'excédent des échanges de marchandises et de services, à l'exclusion des voyages.

En ce qui concerne les flux financiers, le nouveau contexte créé par l'euro a exercé des effets perceptibles à trois niveaux :

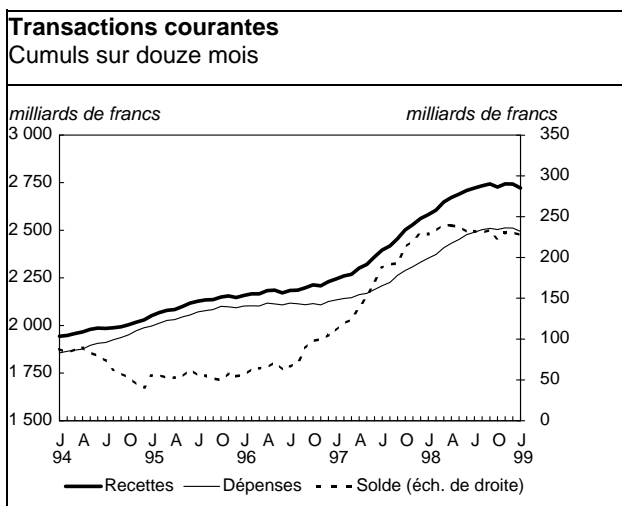
– une accélération des achats nets de titres étrangers par les résidents, qui s'élèvent à 154 milliards de francs. Les 85,7 milliards de francs relatifs aux seules obligations ont porté pour la quasi-totalité sur des titres émis par des pays de la zone euro. Parallèlement, les non-résidents ont acquis d'importants volumes de titres français, à hauteur de 58 milliards de francs, dont 70 % en valeurs du Trésor ;

– un accroissement substantiel, tant des créances que des engagements, du secteur bancaire au titre des dépôts/crédits — recensés dans les « Autres investissements » —, aussi bien avec les pays de la zone euro qu'avec les autres pays, même si ces flux se sont soldés globalement par des sorties nettes limitées à 29 milliards de francs ;

– enfin, la réduction apparente des réserves pour 42,7 milliards de francs en janvier correspond, en fait, à un transfert vers la Banque centrale européenne, effectué également de manière simultanée par les dix autres pays de l'Union.

1.5.1. Les transactions courantes

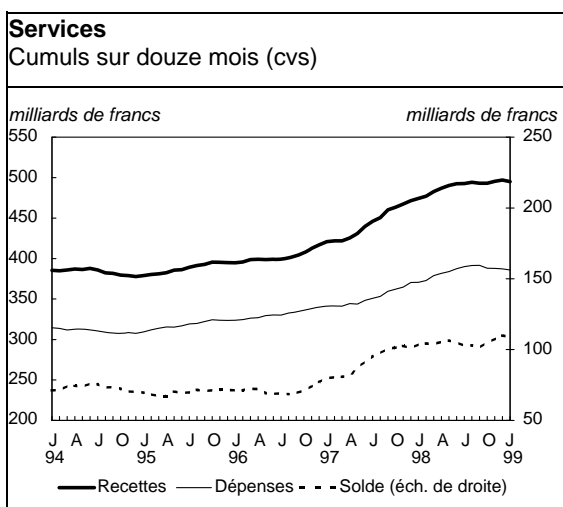
L'excédent des transactions courantes en janvier recule sensiblement, pour s'établir à 15,4 milliards de francs, en données cvs, contre 18,8 milliards en décembre (respectivement 28 milliards, après 23,7 milliards en données brutes). Sont essentiellement à l'origine de cette contraction les échanges extérieurs de biens. À l'inverse, l'excédent des services se consolide et le solde des revenus redevient positif.



Les biens (données cvs)

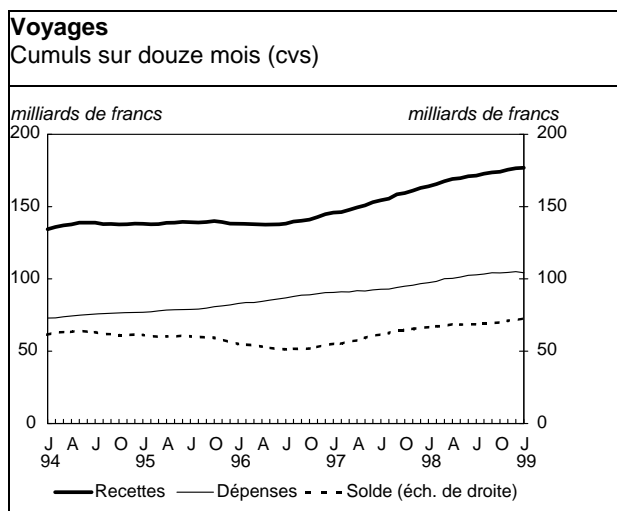
Le repli du commerce extérieur observé en janvier est principalement à l'origine de la contraction du solde excédentaire des biens. Avec 10,8 milliards de francs, au lieu de 15,2 milliards en décembre, le solde s'inscrit en dessous de la moyenne de l'année 1998 (+ 12,7 milliards) et du résultat de janvier 1998 (15 milliards).

Les services (données cvs)



Après 8,2 milliards de francs en décembre, l'excédent des services se redresse en janvier, pour atteindre 8,9 milliards. Il reste cependant inférieur à celui de janvier 1998 (11 milliards de francs) et à la moyenne de l'année 1998 (9,2 milliards).

Premier poste excédentaire des services, le *tourisme* enregistre en janvier un résultat proche de celui de décembre (+ 6,6 milliards de francs, contre + 6,5 milliards) et en très nette hausse par rapport à celui de janvier 1998 (+ 5,6 milliards). Ce mouvement reflète le fléchissement des dépenses des Français à l'étranger (7,3 % par rapport à janvier 1998) et une hausse des recettes (+ 3,3 %), confirmant l'attrait du territoire français.



Les soldes des autres postes affichent des comportements contrastés, dans un contexte de diminution des flux d'échanges.

Le solde excédentaire des *services de construction* s'est raffermi (0,6 milliard de francs, après 0,5 milliard en décembre), mais se situe toutefois à un niveau largement inférieur à la moyenne de 1998, du fait du dénouement de certains grands chantiers en Asie.

Celui des *autres services aux entreprises* (2,3 milliards de francs, après 3,4 milliards en décembre) s'est contracté en raison du fléchissement des recettes de négoce international et des gains réalisés sur des marchandises échangées directement à l'étranger par des filiales de groupes français. Ces dernières transactions concernent essentiellement les secteurs de l'automobile et de l'aéronautique.

Les revenus nets, composés des revenus d'investissements et des revenus des salariés, redeviennent excédentaires en janvier (0,6 milliard de francs, contre un déficit exceptionnel de 1,3 milliard le mois précédent), sous l'effet d'une diminution des recettes moins forte que celle des dépenses (respectivement – 8,0 % et – 14,7 %).

- ## Revenus
- Cumuls sur douze mois (cvs)
-
- The graph displays three data series over a period from July 1994 to July 1999. The left y-axis, labeled 'milliards de francs', ranges from 100 to 400. The right y-axis, also labeled 'milliards de francs', ranges from -50 to 100. The x-axis shows months from J 94 to J 99. The 'Recettes' series (thick solid line) starts at approximately 230 in 1994 and rises to about 360 by mid-1999. The 'Dépenses' series (thin solid line) starts at approximately 245 in 1994 and rises to about 330 by mid-1999. The 'Solde' series (dashed line) starts at approximately 175 in 1994 and rises to about 25 by mid-1999.
- | Month | Recettes (left axis) | Dépenses (left axis) | Solde (right axis) |
|-------|----------------------|----------------------|--------------------|
| J 94 | 230 | 245 | 175 |
| J 95 | 230 | 260 | 130 |
| J 96 | 235 | 265 | 110 |
| J 97 | 250 | 255 | 210 |
| J 98 | 310 | 300 | 250 |
| J 99 | 360 | 330 | 250 |
- milliards de francs
- milliards de francs
- 400
- 350
- 300
- 250
- 200
- 100
- 100
- 75
- 50
- 25
- 0
- 25
- 50
- J 94
- J 95
- J 96
- J 97
- J 98
- J 99
- Recettes — Dépenses - - - Solde (éch. de droite)

Le solde des transferts courants est nettement excédentaire en janvier (11,1 milliards de francs, contre - 6,6 milliards en décembre). Ce mouvement est dû aux transferts des administrations publiques, et plus précisément aux versements effectués par les institutions européennes au titre du Feoga-garantie, le mois de janvier concentrant une part importante des transferts de l'année (30,8 milliards de francs). Les contributions de la France à ces mêmes institutions se sont avérées globalement moins élevées que l'an dernier en ce début d'exercice (17,8 milliards de francs, contre 19,6 milliards en janvier 1998), grâce à une contribution PNB moins conséquente.

Transferts courants

Cumuls sur douze mois

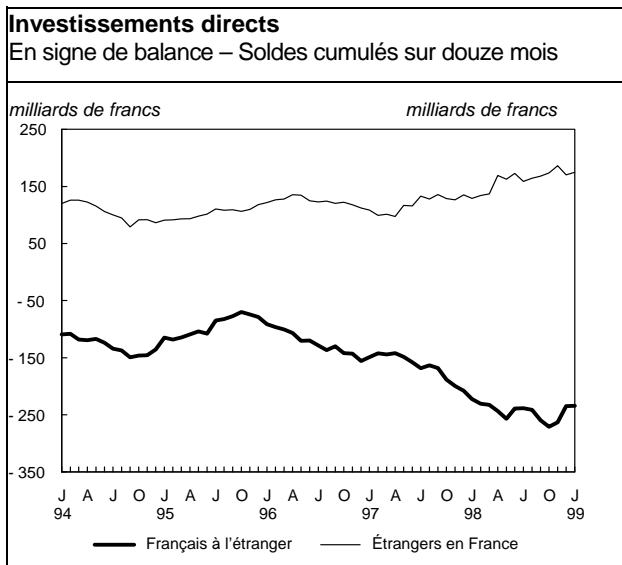
Month	Recettes (left axis)	Dépenses (left axis)	Solde (right axis)
J 94	115	160	-45
A 94	112	158	-46
M 94	110	158	-48
J 94	108	158	-50
A 94	105	158	-52
M 94	102	158	-54
J 94	100	158	-56
A 94	102	158	-54
M 94	105	158	-52
J 94	108	158	-50
A 94	110	158	-48
M 94	112	158	-46
J 94	115	158	-45
A 94	118	158	-42
M 94	120	158	-40
J 94	122	158	-38
A 94	125	158	-35
M 94	128	158	-32
J 94	130	158	-30
A 94	132	158	-28
M 94	135	158	-25
J 94	138	158	-22
A 94	140	158	-20
M 94	142	158	-18
J 94	145	158	-15
A 94	148	158	-12
M 94	150	158	-10
J 94	152	158	-8
A 94	155	158	-5
M 94	158	158	-2
J 94	160	158	2
A 94	162	158	6
M 94	165	158	7
J 94	168	158	10
A 94	170	158	12
M 94	172	158	14
J 94	175	158	17
A 94	178	158	20
M 94	180	158	22
J 94	182	158	24
A 94	185	158	27
M 94	188	158	30
J 94	190	158	32
A 94	192	158	34
M 94	195	158	37
J 94	198	158	40
A 94	200	158	42
M 94	202	158	44
J 94	205	158	47
A 94	208	158	50
M 94	210	158	52
J 94	212	158	54
A 94	215	158	57
M 94	218	158	60
J 94	220	158	62
A 94	222	158	64
M 94	225	158	67
J 94	228	158	70
A 94	230	158	72
M 94	232	158	74
J 94	235	158	77
A 94	238	158	80
M 94	240	158	82
J 94	242	158	84
A 94	245	158	87
M 94	248	158	90
J 94	250	158	92
A 94	252	158	94
M 94	255	158	97
J 94	258	158	100
A 94	260	158	102
M 94	262	158	104
J 94	265	158	107
A 94	268	158	110
M 94	270	158	112
J 94	272	158	114
A 94	275	158	117
M 94	278	158	120
J 94	280	158	122
A 94	282	158	124
M 94	285	158	127
J 94	288	158	130
A 94	290	158	132
M 94	292	158	134
J 94	295	158	137
A 94	298	158	140
M 94	300	158	142
J 94	302	158	144
A 94	305	158	147
M 94	308	158	150
J 94	310	158	152
A 94	312	158	154
M 94	315	158	157
J 94	318	158	160
A 94	320	158	162
M 94	322	158	164
J 94	325	158	167
A 94	328	158	170
M 94	330	158	172
J 94	332	158	174
A 94	335	158	177
M 94	338	158	180
J 94	340	158	182
A 94	342	158	184
M 94	345	158	187
J 94	348	158	190
A 94	350	158	192
M 94	352	158	194
J 94	355	158	197
A 94	358	158	

Le solde des transferts en capital devient négatif en janvier (– 35 millions de francs, alors qu'il était excédentaire de 2,1 milliards un an auparavant), en raison de la quasi-absence de concours européens versés au titre du Feder et du Feoga-orientation. La comptabilisation au compte de capital de ces deux fonds provient du fait qu'ils influent sur le stock d'actifs productifs de l'économie bénéficiaire.

1.5.3. Le compte financier

Les flux financiers, hors avoirs de réserve, ont enregistré des sorties nettes importantes (91,8 milliards de francs), qui font suite aux sorties nettes déjà substantielles de décembre (55,1 milliards). Les entrées nettes liées aux autres investissements (9,5 milliards de francs) ne compensent que très faiblement les sorties nettes liées aux investissements de portefeuille (95,9 milliards).

Investissements directs

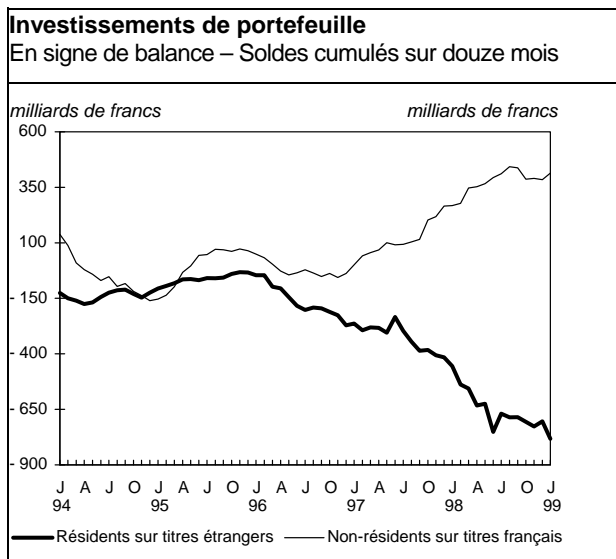


Les investissements directs (y compris les bénéfices réinvestis) ont dégagé, en janvier, un solde négatif de 5,3 milliards de francs, après un solde positif de 2,7 milliards en décembre.

Les flux nets d'*investissements directs français à l'étranger* ont légèrement progressé (13,2 milliards de francs, contre 10,2 milliards en décembre). Les opérations en capital social ont été un peu plus actives qu'en décembre (4,7 milliards de francs, contre 2,6 milliards), les autres opérations marquant une relative stabilité (7,3 milliards de francs, contre 6,5 milliards).

Les flux nets d'*investissements directs étrangers en France* ont diminué, avec des entrées de 7,9 milliards de francs, contre 12,9 milliards en décembre. Les opérations en capital social ont enregistré un recul (0,3 milliard de francs d'entrées nettes, après 6,9 milliards en décembre), que ne compense pas la progression des flux nets au titre des « Autres opérations » (7,9 milliards, contre 5,6 milliards).

Investissements de portefeuille



Les investissements de portefeuille (produits financiers dérivés inclus) ont été à l'origine de sorties nettes en janvier, pour 95,9 milliards de francs, après des entrées nettes de 31,7 milliards en décembre.

Les résidents ont intensifié leurs achats nets de titres étrangers qui ont ainsi dépassé 154,2 milliards de francs, alors qu'ils s'élevaient à 12,3 milliards en décembre. L'évolution constatée est imputable essentiellement aux achats effectués sur obligations (- 85,6 milliards de francs, contre - 3,2 milliards en décembre) et sur instruments du marché monétaire (- 42 milliards, après des ventes nettes de 9,3 milliards).

Les non-résidents ont renforcé leur présence sur le marché des titres français par des achats nets de 58,3 milliards de francs, contre 43,9 milliards en décembre. Les achats ont porté tout particulièrement sur les obligations (38,7 milliards de francs, dont 36,6 milliards au titre des obligations du Trésor), sur les actions (9,4 milliards) et sur les instruments du marché monétaire (7,3 milliards).

Autres investissements

Les flux nets des « Autres investissements » se sont traduits par des entrées de 9,6 milliards de francs, après des sorties nettes de 89,5 milliards en décembre. Ce montant recouvre cependant des mouvements très importants, tant au niveau des créances que des engagements, au titre des opérations du secteur bancaire et des autorités monétaires.

S'agissant du secteur bancaire, on observe une hausse d'ampleur exceptionnelle des avoirs (434,9 milliards de francs), ainsi que des engagements (405,8 milliards), ayant conduit à des sorties nettes de capitaux pour 29,1 milliards.

Les opérations libellées en euros expliquent la plus grande partie de ce mouvement, avec une progression de 489,6 milliards de francs des avoirs et de 300,3 milliards des engagements, soit un flux négatif de 189,3 milliards. L'introduction de la monnaie unique a fait disparaître les barrières entre les marchés monétaires nationaux et contribué de ce fait à une multiplication des opérations interbancaires transfrontière au sein de la zone euro.

En sens inverse, les opérations en devises se sont soldées par un flux positif de 160,1 milliards de francs, lié à une diminution de 54,7 milliards des avoirs et à une progression de 105,4 milliards des engagements. Cet accroissement de l'endettement extérieur net en devises des banques résidentes traduit, notamment, la poursuite de leurs investissements en titres étrangers.

En ce qui concerne les autorités monétaires, on enregistre un flux net positif de 58,4 milliards de francs. Les flux en avoirs et engagements reflètent les opérations transitant par le système de règlement *Target* et également, en avoirs, la contrepartie des avoirs de réserve transférés à la Banque centrale européenne.

Les flux financiers des autres secteurs ont été à l'origine de sorties nettes de 19,7 milliards de francs, sous l'effet d'un accroissement des avoirs à l'étranger (27,2 milliards) sensiblement plus important que celui des engagements (7,5 milliards).

Avoirs de réserve

En janvier 1999, les avoirs de réserve bruts ont diminué de 42,7 milliards de francs ; ce mouvement est essentiellement imputable au transfert de réserves à la Banque centrale européenne.

2. Comportements monétaires et financiers

Dans la zone euro, M3 a progressé de 5,2 % sur un an en février 1999, après + 5,6 % en janvier. Cet infléchissement traduit essentiellement le ralentissement des dépôts à vue (+ 15,1 % sur un an, après + 17,6 % en janvier). En France, le mouvement est analogue quoique plus mesuré. La progression des dépôts à vue s'est établie à 6,5 %, après + 7,2 % en janvier. Cette évolution est encore largement attribuable aux dépôts à vue des sociétés, dont la progression annuelle s'est accentuée en février (+ 15,0 %, après + 13,2 % en janvier). Les dépôts à vue des ménages ont légèrement ralenti (+ 5,1 %, après + 5,4 %), de même que les comptes sur livrets (+ 3,6 %, après + 3,7 %), ce qui confirme le comportement d'arbitrage des ménages français en faveur des produits plus longs au cours de la période récente.

Dans la zone euro, les crédits ont progressé à un rythme annuel encore soutenu, quoique plus mesuré qu'en janvier (+ 8,3 %, après + 8,6 %). En

France, les crédits ont augmenté de 3,4 % sur un an, après + 4,7 % en janvier : l'endettement des ménages auprès des banques a été un peu plus soutenu (+ 6,6 %, après + 6,0 % en janvier) ; le taux de croissance annuel des crédits des banques aux sociétés a décéléré, après le rebond de janvier (+ 3,8 %, après + 5,4 %). Les émissions de titres des sociétés ont compensé ce mouvement, avec un rythme de progression sur douze mois renforcé (+ 12,6 %, après + 11,2 % en janvier). Le glissement annuel de l'endettement intérieur total (EIT) s'est établi à + 4,2 % en février. La composante privée de l'EIT (ménages + sociétés non financières) a progressé à un rythme annuel de 4,8 %, après + 4,5 % en janvier, prolongeant le mouvement d'accélération régulière observé depuis deux ans.

Principaux indicateurs monétaires et financiers – Zone euro et France				
(encours en milliards d'euros, variations et parts en pourcentage)				
	Encours	Glissement annuel		Part dans la zone euro
	Février 1999	Janvier 1999	Février 1999	Février 1999
Zone euro (a)				
M1	1 751,0	14,3	12,0	
M2	3 868,0	7,3	6,0	
M3	4 483,0	5,6	5,2	
Crédits	5 953,0	8,6	8,3	
dont : Secteur privé	5 112,0	9,7	9,3	
France				
Dépôts à vue	272,4	7,2	6,5	18,9
Comptes sur livrets	275,8	3,7	3,6	22,1
Dépôts à terme	330,8	1,8	1,6	17,6
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	227,0	6,6	10,7	61,2
Crédits	1 017,3	4,7	3,4	17,1
dont : Secteur privé	899,6	5,3	3,7	17,6
Endettement intérieur total	1 818,6	4,1	4,2	
dont : État	613,0	4,9	4,1	
Sociétés	628,8	5,6	5,4	
Ménages	423,0	3,0	4,0	

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

Sources : Banque de France, BCE

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 m ¹ : *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 intermédiaires

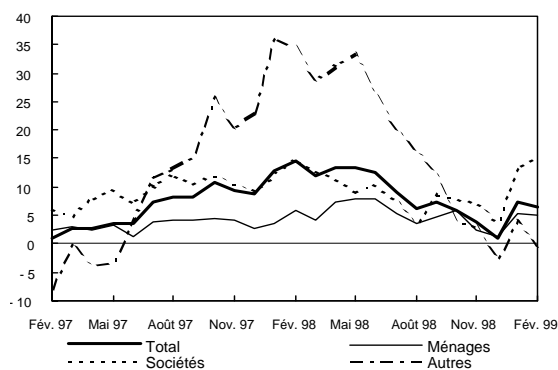
Léger ralentissement de la croissance des dépôts à vue

Le glissement annuel des dépôts à vue des résidents en France, toutes devises confondues, s'est établi à + 6,5 % en février, après + 7,2 % en janvier :

- la progression est restée très soutenue pour les sociétés (+ 15,0 % sur un an, après + 13,2 %). Celles-ci paraissent adopter une attitude prudente pour la gestion de leur trésorerie dans un environnement financier marqué par l'entrée en phase III de l'Union économique et monétaire et la faiblesse du coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction. Les dépôts à vue des ménages ont conservé un rythme annuel de croissance moins dynamique (+ 5,1 %, après + 5,4 %), les ménages continuant d'arbitrer en faveur des placements à plus long terme. Pour les autres agents (organismes publics, administrations privées, OPCVM non monétaires, etc.), le glissement annuel a été négatif (– 0,5 %, contre + 3,9 % en janvier) ;

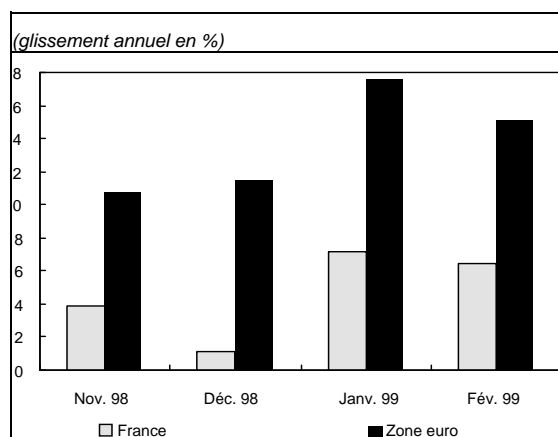
Dépôts à vue par agents

(glissement annuel en %)



- le rythme de progression en France des dépôts à vue est demeuré encore très inférieur à celui observé dans la zone euro, où ils ont progressé en février de 15,1 % sur un an dans un contexte de faible niveau des taux d'intérêt.

Dépôts à vue France/zone euro



Sources : Banque de France, BCE

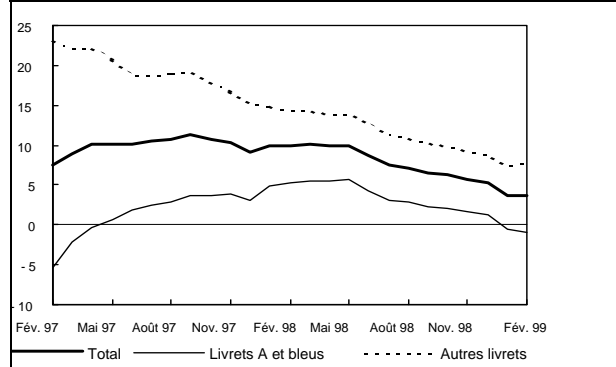
Poursuite de la décélération des comptes sur livrets

La croissance annuelle des comptes sur livrets s'est établie à 3,6 % en février, après 3,7 % en janvier :

- le ralentissement, amorcé en juin 1998 avec la baisse des taux administrés sur les livrets, s'est poursuivi. Il affecte particulièrement les livrets A et bleus, qui ont diminué en février de 1,0 % sur un an, après – 0,6 % en janvier ;

Comptes sur livrets

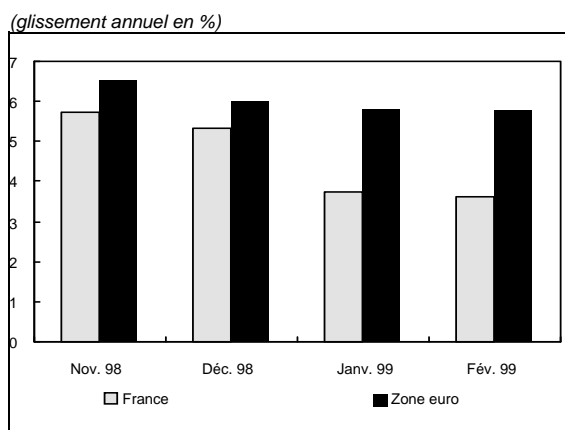
(glissement annuel en %)



- la progression annuelle des autres livrets a été soutenue, mais stable (+ 7,7 %, après + 7,5 %). L'intérêt des épargnants pour les livrets imposables semble se maintenir, avec un taux de croissance annuel de 8,9 %, après + 7,8 % en janvier, bien que ces produits aient perdu leur avantage de rendement vis-à-vis des titres d'OPCVM monétaires. Ce mouvement devrait cependant s'estomper, puisque la rémunération de ces livrets, désormais libre, a été récemment abaissée dans certains établissements.

Dans la zone euro, les comptes sur livrets, qui entrent dans la catégorie des *dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois*, ont enregistré une progression annuelle en février voisine de celle de janvier (+ 5,9 %, après + 5,8 %) ; elle y est demeurée plus forte qu'en France.

Dépôts remboursables avec préavis inférieur ou égal à 3 mois



Sources : Banque de France, BCE

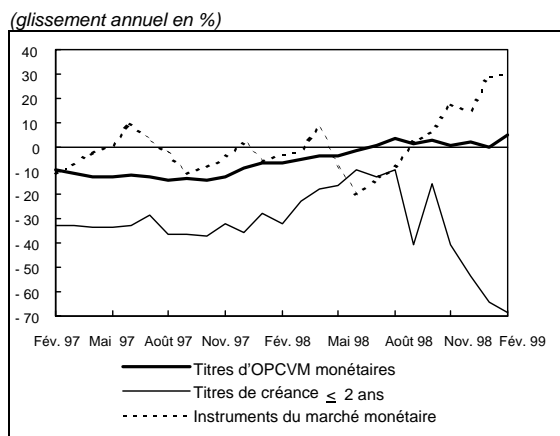
Renforcement de la progression des placements monétaires à terme ou négociables¹

Pour l'essentiel, ce mouvement reflète les évolutions suivantes :

- le glissement annuel des *titres d'OPCVM monétaires* a atteint + 5,0 % en février, après 0 % en janvier ;
- le repli des *dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans* s'est accentué : – 9,8 % en rythme annuel, après – 5,7 % en janvier ;
- le recul des *pensions* s'est atténué (– 1,3 % sur un an, après – 6,0 %) ;
- la progression des placements en certificats de dépôt des banques (*instruments du marché monétaire*) s'est poursuivie (30,1 %, après 29,0 % en janvier), traduisant l'intérêt des entreprises pour ce produit, qui offre depuis le début de 1999 des possibilités de placement à très court terme.

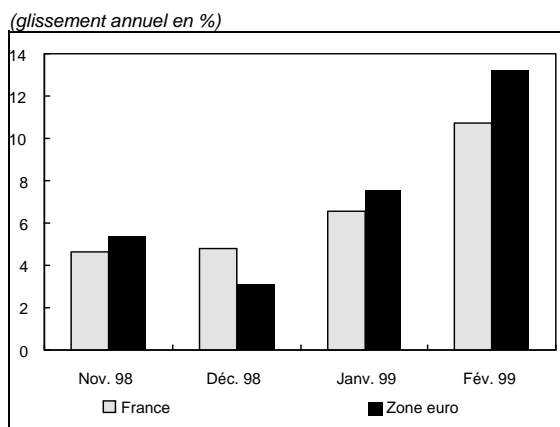
¹ Les placements en titres monétaires (titres d'OPCVM monétaires, titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans, instruments du marché monétaire) sont estimés comme le solde des encours émis et détenus par les institutions financières monétaires.

Placements en titres monétaires



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 de 13,2 %, supérieur à celui de janvier (+ 7,5 %), et aussi à celui observé en France en février (+ 10,7 %).

Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire (net)



Sources : Banque de France, BCE

Accélération modérée de la croissance des dépôts non monétaires

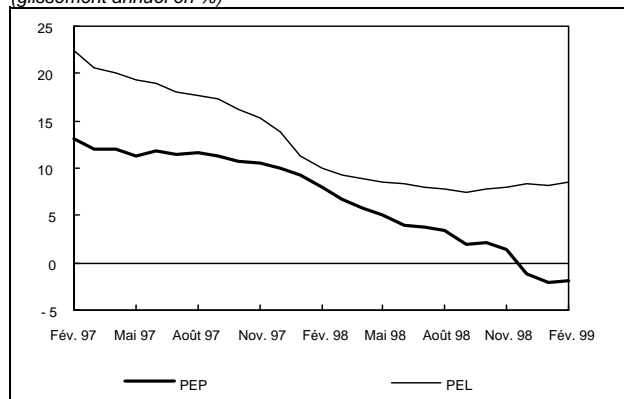
Les dépôts non monétaires des résidents ont progressé de 3,3 % en février, après + 3,0 % en janvier :

- le glissement annuel des PEL est demeuré soutenu : + 8,6 %, après + 8,1 % en décembre. Ces produits sont parmi les placements mobilisables les mieux rémunérés, compte tenu, en particulier, du rendement attractif des plans les plus anciens ;

- la contraction des PEP s'est poursuivie à un rythme légèrement atténué : – 1,9 %, après – 2,1 %. Ce mouvement s'explique par le non-renouvellement de plans arrivés à échéance et la faiblesse des taux longs.

Principaux dépôts non monétaires

(glissement annuel en %)



2.2. Endettement

Repli de la distribution de crédit

La progression annuelle des crédits obtenus en France par les résidents auprès des IFM s'est ralentie, passant de + 4,7 % en janvier à + 3,4 % en février.

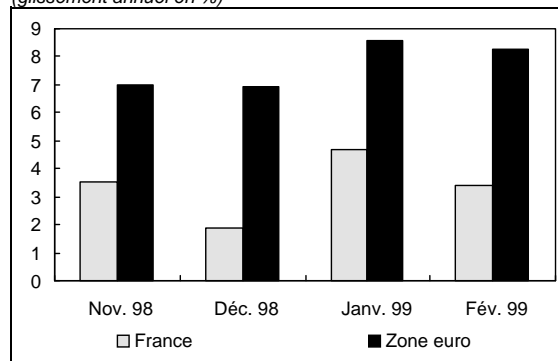
L'écart de croissance du crédit entre la France et la zone euro a augmenté en février, le ralentissement de la progression des crédits ayant été plus marqué en France qu'au niveau de la zone euro (+ 8,3 %, après + 8,6 % en janvier). La croissance des crédits aux administrations publiques s'est renforcée en France (+ 1,1 % sur douze mois en février, contre + 0,2 % le mois précédent), mais elle est restée moins rapide que dans la zone euro (+ 2,5 %). La progression annuelle des crédits au secteur privé s'est plus fortement ralentie en France (+ 3,7 %, après + 5,3 % en janvier) que dans la zone euro (+ 9,3 %, après + 9,7 % en janvier).

En France, l'évolution des crédits est apparue, en février, en phase avec le ralentissement de l'activité. Le décalage entre les rythmes de crédit en France et dans la zone euro demeure cependant largement inexpliqué. Une hypothèse peut néanmoins être avancée : les mouvements de fusions et acquisitions sont importants dans la zone et, dans les pays où le marché financier est assez peu développé, de telles opérations pourraient davantage faire appel à des financements bancaires.

À l'inverse, en France, de telles opérations seraient essentiellement financées par recours au marché financier.

Crédits

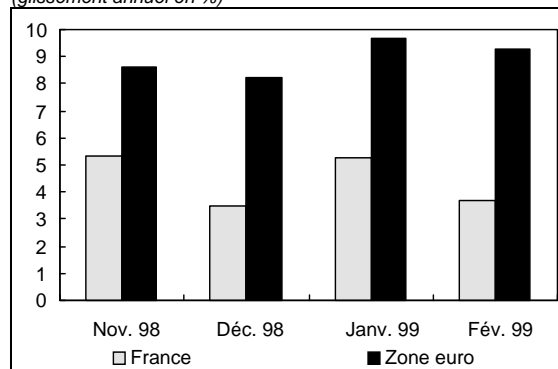
(glissement annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Crédits au secteur privé

(glissement annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

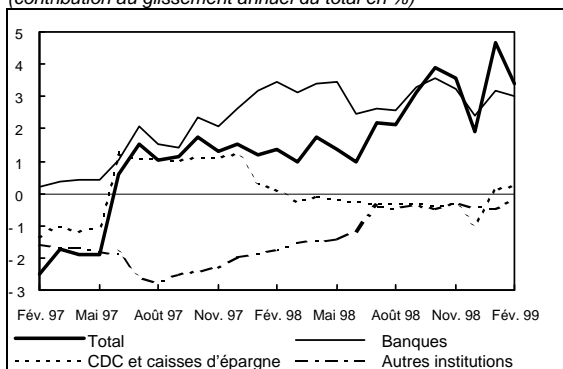
Dynamisme persistant des crédits bancaires

La décélération de la distribution de crédit n'a pas touché les réseaux distributeurs selon la même ampleur :

- la progression sur douze mois des crédits obtenus auprès de la Caisse des dépôts et consignations et des caisses d'épargne s'est légèrement accélérée (+ 1,7 % en février, après + 0,7 % en janvier) ;
- le glissement annuel des crédits distribués par les banques *stricto sensu*, s'est établi à + 5,1 % en février, après + 5,5 % en janvier ;
- la baisse de l'activité de crédit des autres institutions financières monétaires s'est atténuée : – 0,9 % en février, après – 2,1 % en janvier.

Crédits par réseaux distributeurs

(contribution au glissement annuel du total en %)



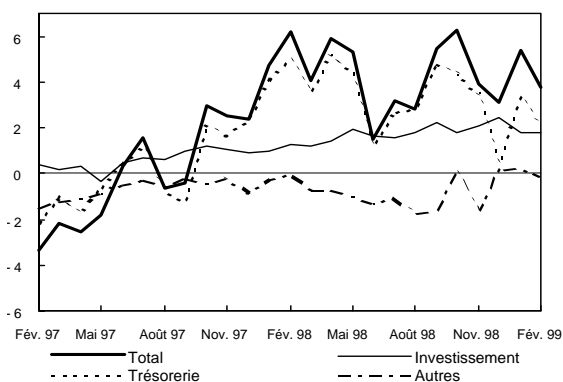
Ralentissement des crédits des banques aux sociétés

Le léger ralentissement du taux de croissance des crédits bancaires *stricto sensu*, qui sont les plus significatifs pour le financement du secteur privé, est le résultat d'une diminution marquée du rythme de croissance des crédits aux sociétés, alors que celui des crédits aux ménages s'est accru :

- le glissement annuel des crédits aux sociétés non financières est revenu de + 5,4 % en janvier à + 3,8 % en février. Cette décélération reflète celle des crédits de trésorerie (de + 7,5 % à + 4,7 % en février), alors que le taux de croissance annuel des crédits à l'investissement s'est établi à + 5,7 %, après + 5,6 % en janvier ;

Crédits des banques aux sociétés non financières

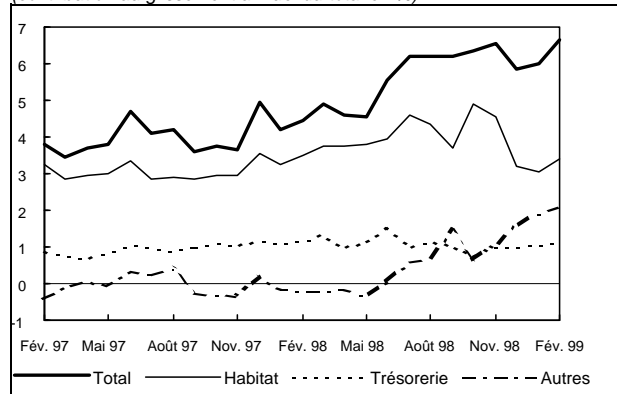
(contribution au glissement annuel du total en %)



- les crédits aux ménages ont progressé de + 6,6 % sur un an en février, après + 6,0 % en janvier. Cette accélération a affecté tant les crédits à l'habitat (+ 5,6 %, après + 5,1 % en janvier) que les crédits de trésorerie (+ 6,5 %, après + 6,0 % en janvier).

Crédits des banques aux ménages

(contribution au glissement annuel du total en %)



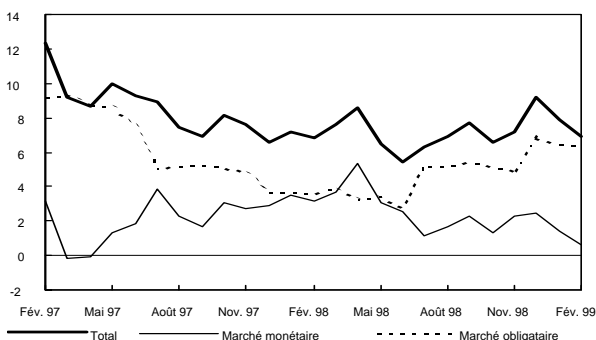
Moindre croissance de l'endettement via les marchés internes

Le glissement annuel de l'endettement des agents non financiers *via* les marchés internes s'est ralenti (+ 7,0 % en février, après + 7,9 % en janvier). Cette décélération a eu un impact plus important sur le marché monétaire que sur le marché obligataire :

- la progression annuelle de l'endettement monétaire a atteint + 1,8 % seulement, après + 4,0 % le mois précédent ; toutefois, l'accroissement de l'encours des billets de trésorerie est demeuré élevé (+ 16,7 % 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 + 9,9 % en janvier).

Endettement des agents non financiers via les marchés internes

(contribution au glissement annuel du total en points)

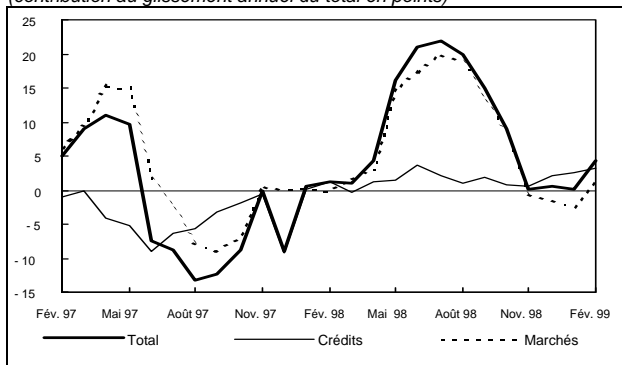


Accélération de l'endettement à l'étranger

La progression annuelle de l'endettement à l'étranger s'est accélérée (+ 4,4 %, après + 0,1 % en janvier).

Endettement des agents non financiers à l'étranger

(contribution au glissement annuel du total en points)



- Les crédits obtenus auprès des non-résidents ont progressé de + 7,1 % sur un an, après + 5,9 % en janvier .
- Le glissement annuel de l'encours des obligations émises à l'étranger s'est renforcé, s'établissant à + 2,0 %, après - 4,7 % en janvier.

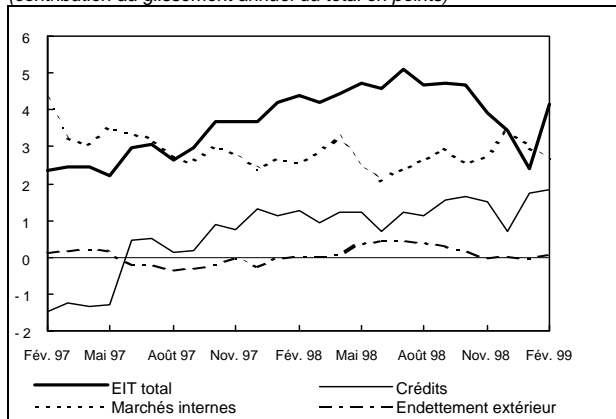
Stabilisation de la croissance de l'endettement intérieur total

En définitive, le glissement annuel de l'endettement intérieur total s'est maintenu, atteignant + 4,2 % en février, après + 4,1 % le mois précédent. L'analyse des comportements d'endettement par agents économiques fait notamment ressortir que :

- la progression annuelle de l'endettement de l'État s'est affaiblie (+ 4,1 %, après + 4,9 % en janvier), ainsi que celle des sociétés non financières (+ 5,4 %, après + 5,6 % en janvier) ;
- à l'inverse, le rythme de croissance annuel de l'endettement des ménages s'est accru (+ 4,0 %, après + 3,0 % en janvier).

Endettement intérieur total

(contribution au glissement annuel du total en points)



2.3. Taux d'intérêt bancaires

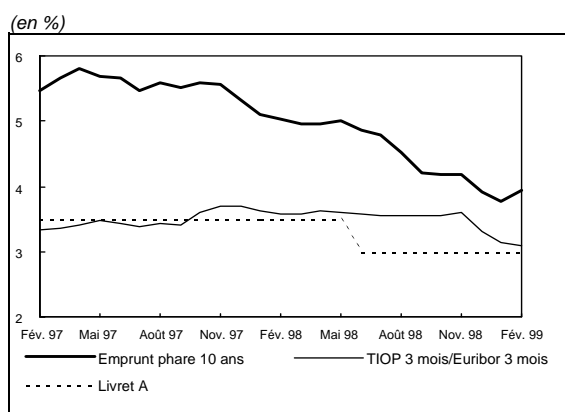
Faiblesse persistante des taux de marché

La modération des taux de marché en février n'a pas affecté les taux réglementés.

Les taux de marché à court terme ont continué de diminuer. Les taux à long terme se sont légèrement redressés, interrompant la décrue 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 février, comme en janvier, son taux plafond déterminé par la moyenne des taux courts de marché minorée de 0,5 point, mais est demeurée inchangée.

Taux de marché et taux réglementés

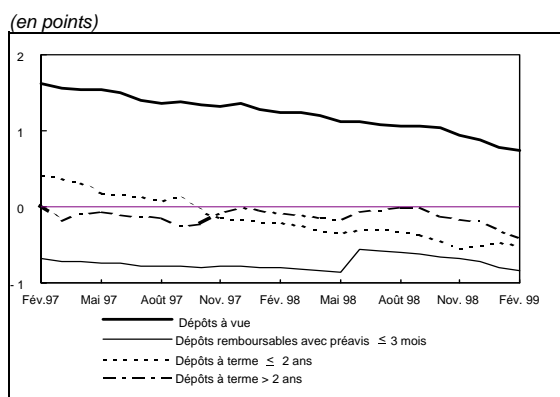


Réduction de la rémunération des dépôts moins rapide en France que dans la zone euro

Le net écart de rémunération sur les dépôts à vue (en faveur de la zone euro) et sur les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois (en faveur de la France) reflète l'impact de la réglementation française ; l'écart concernant les dépôts avec préavis inférieur à trois mois a ainsi retrouvé son niveau de mai 1998, à la veille 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.

Rémunération des dépôts Écarts zone euro-France

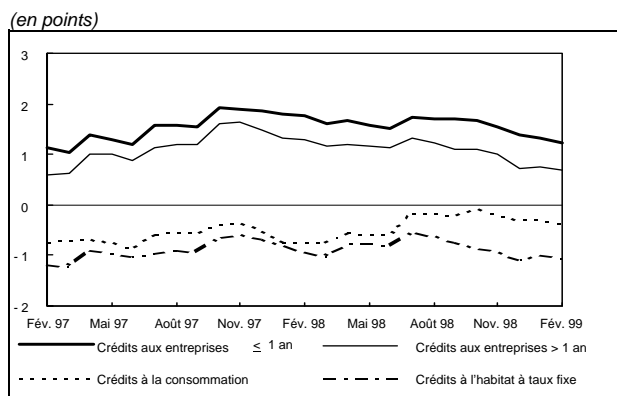


Sources : Banque de France, BCE

Diminution du coût du crédit moins rapide en France que dans la zone euro

L'écart a continué de se réduire pour le coût du crédit aux entreprises, qui est resté plus élevé dans la zone euro qu'en France. Pour le crédit à la consommation, l'écart de taux avec la zone euro est resté quasiment stable de janvier à février. En revanche, le taux des crédits à l'habitat à taux fixe français est demeuré sensiblement supérieur à la moyenne de la zone euro, l'écart tendant à s'accroître.

Coût du crédit Écarts zone euro-France



Sources : Banque de France, BCE

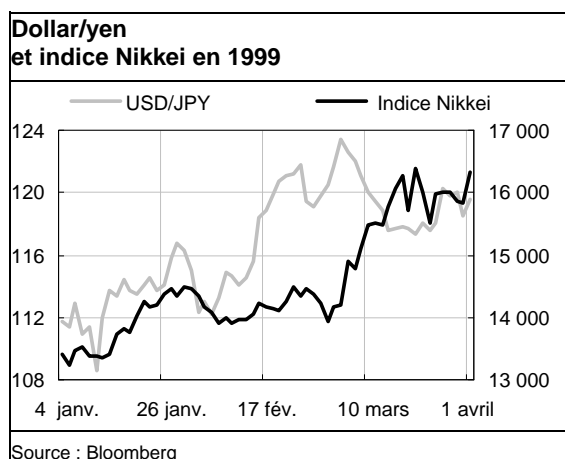
3. Les marchés de capitaux

3.1. Vue d'ensemble

3.1.1. Les marchés financiers internationaux en mars 1999

Les cinq principaux développements sur les marchés internationaux de capitaux au cours du mois de mars 1999 ont été : la progression sensible de la bourse japonaise, la poursuite du repli de l'euro, le net mouvement de pentification de la courbe des rendements aux États-Unis, le redressement des marchés financiers brésiliens et les évolutions contrastées du prix de l'or et du pétrole.

Progression sensible de la bourse japonaise



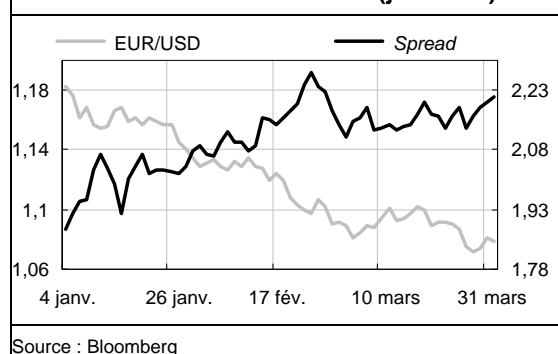
L'indice Nikkei a progressé au cours de la période sous revue de plus de 11 %, renouant avec son plus haut niveau depuis sept mois (au-dessus de 16 000 points), grâce à la bonne tenue des valeurs bancaires. Les rapatriements de fonds des investisseurs nippons au cours du dernier mois de l'année fiscale ont contribué à cette amélioration. Mais ce sont surtout les achats massifs de la part des non-résidents qui ont soutenu les cours. Ils sont révélateurs d'anticipations plus favorables pour l'économie japonaise, en liaison avec certains progrès en matière de restructuration bancaire ; ils traduisent également une amorce de rééquilibrage des portefeuilles, les actifs boursiers japonais étant notoirement sous-pondérés. Les rapatriements de fonds ont été en outre à l'origine d'une appréciation du yen jusqu'en milieu de mois.

Par la suite, les propos répétés de dirigeants gouvernementaux japonais sur les inconvénients d'un yen trop fort ont contribué à limiter ce mouvement. Parallèlement, le marché obligataire s'est stabilisé, dans un contexte d'injections abondantes de liquidités de la part de la Banque du Japon, d'une poursuite des achats de titres gouvernementaux par le Trust Fund Bureau et de l'annonce d'émissions obligataires pour un montant inhabituellement faible au cours des deux prochains mois.

La poursuite du repli de l'euro

Le décalage conjoncturel entre les États-Unis et la zone euro perçu par les participants de marché, et chiffré par la Commission européenne, qui a revu à la baisse ses prévisions de croissance en 1999 pour la zone à 2,2 %, contre 2,6 %, ainsi que la persistance d'anticipations de baisse des taux, ont été les principaux facteurs expliquant l'évolution de la devise européenne. Elle a, par ailleurs, été affectée par l'augmentation des incertitudes qui a suivi la démission de la Commission. En fin de mois, les frappes de l'OTAN en Yougoslavie ont provoqué un affaiblissement de l'euro en deçà de 1,07 contre dollar. Les rendements des titres obligataires en euros se sont également tendus ponctuellement. Mais les marchés d'actifs de la zone ont néanmoins bénéficié du renforcement des anticipations de desserrement monétaire formulées par les opérateurs de marché et qui ont été confirmées par la décision de la BCE, le 8 avril, de baisser de 0,5 point de pourcentage le taux des opérations principales de refinancement, de 1 point de pourcentage celui de la facilité de prêt marginal et de 0,5 point de pourcentage celui de la facilité de dépôt.

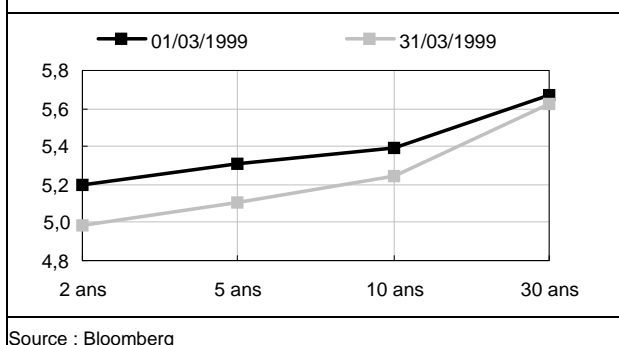
Euro/dollar et spread de taux implicites des contrats eurodollar/Euribor (juin 1999)



Une nette accentuation de la pente de la courbe des rendements aux États-Unis

Ce mouvement reflète essentiellement la redéfinition des anticipations de politique monétaire du Système fédéral de réserve dans le sens d'un *statu quo* attendu à un horizon rapproché. Ces attentes ont été confirmées par l'annonce du maintien des taux à l'issue de la réunion du Comité fédéral de l'*Open market* (FOMC) du 30 mars. En effet, le rapport sur l'emploi publié au début du mois de mars a montré une progression plus faible qu'attendu du salaire horaire pour février, et M. Greenspan a tenu des propos rassurants quant aux perspectives de résurgence de l'inflation. Dès lors, les opérateurs ont révisé leurs prévisions de taux directeurs provoquant une détente des rendements obligataires, particulièrement marquée sur la partie courte de la courbe. Bénéficiant notamment de cette décrue des taux, l'indice Dow Jones a progressé de près de 6 %, franchissant pour la première fois en clôture le seuil des 10 000 points.

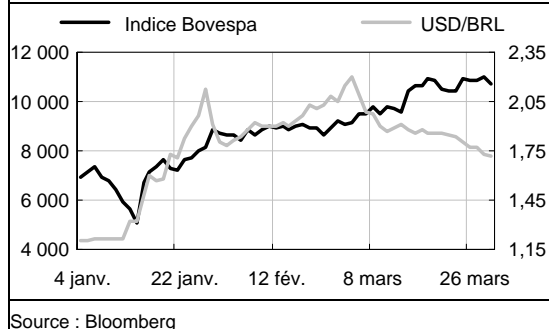
Courbe de rendements obligataires aux États-Unis



Progression des marchés d'actifs brésiliens

L'accord intervenu en début de mois entre le gouvernement brésilien et le FMI sur un nouveau programme économique a permis une appréciation du real (le USD/BRL passant de 2 à 1,74) et des marchés boursier (hausse de 20 % de l'indice Bovespa) et obligataire ainsi qu'un repli du taux au jour le jour orchestré par la Banque centrale (de 45 % à 42 %). La signature du Brésil est, par ailleurs, revenue sur les marchés internationaux de capitaux avec la première émission depuis fin juin 1998 ; bien accueillie par les investisseurs, cette opération a porté sur des titres d'État courts à taux fixe libellés en dollars.

Indice boursier et taux de change du Brésil depuis le début de l'année 1999

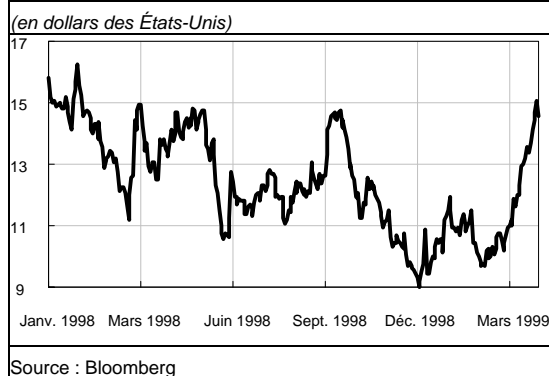


Un fort repli du prix de l'or et une nette progression du prix du pétrole

Au milieu du mois de mars, l'or s'est replié en deçà de 285 dollars l'once, atteignant son plus bas niveau depuis dix-neuf ans, à la suite de commentaires de plusieurs dirigeants politiques favorables à des ventes d'or de la part du FMI pour réduire la dette des pays les plus pauvres.

L'accord intervenu au sein de l'OPEP pour réduire la production de pétrole a provoqué une remontée du prix du baril au-dessus de 15 dollars, tout en favorisant une bonne tenue des devises liées à cette matière première. En particulier, la couronne norvégienne a renoué avec son plus haut niveau contre euro depuis août 1998.

Prix du baril de pétrole



3.1.2. L'activité financière de la place de Paris

La plupart des tendances à l'œuvre en janvier et février sur les marchés primaire et secondaire se sont poursuivies au cours du mois de mars 1999. Ainsi, un rapide bilan du trimestre écoulé depuis l'avènement de l'euro sur la place de Paris conduit à dégager les traits suivants.

Le marché interbancaire

– Ce marché a été actif, notamment sur le compartiment du jour le jour, avec d'importants flux intra-zone euro. Concernant les opérations en blanc, les volumes sont restés élevés : dans un contexte marqué par une baisse notable de l'Eonia, qui est passé en dessous du taux des opérations principales de refinancement du SEBC, l'activité sur le jour le jour a légèrement diminué au profit des échéances plus longues. Sur le marché de la pension livrée, les opérations se sont accrues par rapport à février, le jour le jour concentrant ici l'essentiel de l'activité. L'écart entre les taux de ce marché et ceux du marché interbancaire s'est resserré à mesure de la baisse de l'Eonia.

Sur le marché primaire des bons du Trésor, les titres de l'État français sont demeurés très demandés malgré des émissions nettes supérieures à celles du mois de février. *Sur le marché secondaire*, la courbe des rendements à court terme de la dette de l'État s'est significativement aplatie, à la faveur du raccourcissement de la durée des portefeuilles de dette. Les BTAN, qui bénéficient de l'intérêt des non-résidents, ont continué d'afficher un écart de taux négatif vis-à-vis des émissions équivalentes des autres pays européens.

Sur le contrat notionnel du Matif, l'activité a de nouveau progressé (12,3 %, après 22,7 % en février). Sur le contrat Euribor, le volume mensuel traité s'est stabilisé autour de 400 000 contrats.

Le marché des titres de créances négociables

– Ce marché est sollicité par un cercle d'émetteurs qui s'élargit régulièrement. Ainsi, en mars, alors que l'encours des certificats de dépôt et celui des bons à moyen terme négociables ont régressé de, respectivement, 1,4 milliard d'euros et 1,2 milliard, celui des billets de trésorerie a augmenté de 2,6 milliards, atteignant un pic historique avec un montant de 45,2 milliards. L'encours global des TCN s'est établi à 224,2 milliards d'euros à fin mars, montant identique à celui de fin février.

Le marché obligataire

– Ce marché, qui participe activement à l'émergence d'un compartiment d'émissions privées profond et liquide dans la zone euro, offre, sur le marché secondaire, des prix de référence sur les principaux points de la courbe.

La totalité des titres réglés en mars ont été émis en euros. L'encours nominal de la dette en euros a ainsi continué de s'accroître et représente près de 67 % du total des encours nominaux fin de mois des résidents sur la place de Paris, contre 61 % à fin février.

Sur le marché primaire, les émissions brutes réglées ont atteint près de 9,6 milliards d'euros, après 10,6 milliards en février, cette légère baisse résultant principalement d'une diminution des capitaux levés par l'État. La part de ce dernier représente plus de 37 % de la collecte des résidents du mois de mars sur la place de Paris et plus de 52,5 % des encours du marché parisien à cette même date. Les remboursements effectués se sont élevés à 4,2 milliards d'euros, ramenant le montant des émissions nettes à 5,4 milliards.

Sur le marché secondaire, les rendements ont évolué de façon contrastée, l'échéance à 2 ans se détendant de 22 points de base, alors que celle à 10 ans restait stable, à 4,08 %. Il en est résulté une nette accentuation de la pente de la courbe des rendements. Les rendements longs outre-Atlantique s'étant détendus de 6 points de base, l'écart de taux entre la France et les États-Unis s'est réduit de 125 points de base à 119 points de base.

Le marché boursier

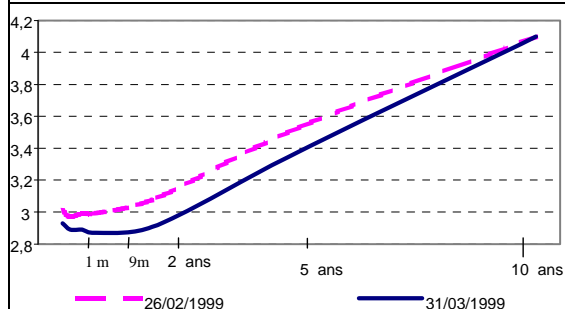
– Ce marché a été marqué par des opérations financières et industrielles majeures dans la zone euro. En mars, en raison de la progression des cours et des augmentations de capital et introductions en bourse, la place de Paris a atteint une capitalisation record de 905 milliards d'euros. L'indice CAC 40 a gagné 2,56 %, traduisant une progression un peu plus rapide que la moyenne des grandes capitalisations européennes (+ 1,53 % pour l'indice EuroStoxx).

Sur le marché des OPCVM, une nouvelle accélération du rythme de croissance annuel de l'encours des OPCVM monétaires a été observée. Parallèlement, les produits « actions » et « diversifiés » ont enregistré une forte baisse de leur rendement en glissement annuel par rapport à mars 1998.

Activité financière sur la place de Paris

Titres d'État

Courbe des taux de rendement

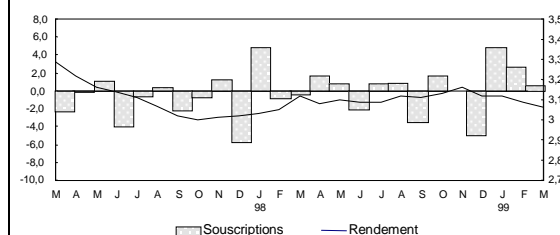


Sicav monétaires

Souscriptions nettes et rendement

en milliards d'euros

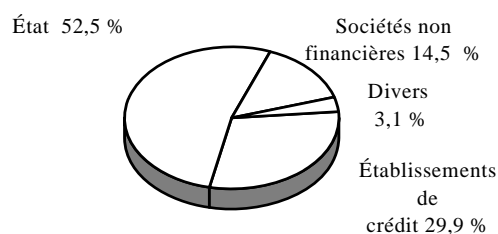
en %



Source : Fininfo

Obligations – Encours nominaux détenus par les résidents

Ventilation par secteurs émetteurs – Mars 1999



Obligations

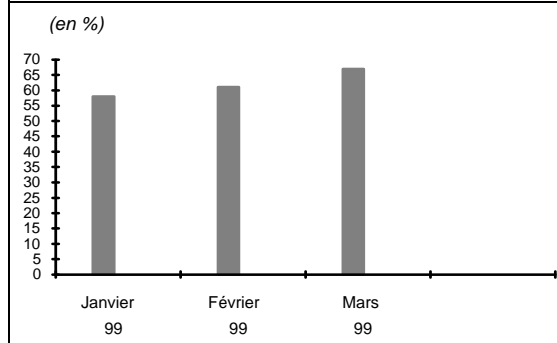
et titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en mars 1999		Encours au 31 mars 1999
	brutes	nettes	
BTF ET BTAN	—	—	—
Certificats de dépôt négociables	67,7	—	114,2
BMTN	1,8	—	64,8
Billets de trésorerie	29,7	—	45,2
Obligations	9,57	5,41	706,57
– État	3,57	3,55	371,16
– Établissements de crédit et assimilés	2,41	- 1,65	211,47
dont : <i>Devises</i>			0,31
– Sociétés non financières	3,60	3,58	102,10
– Autres émetteurs résidents	—	0,07	21,83

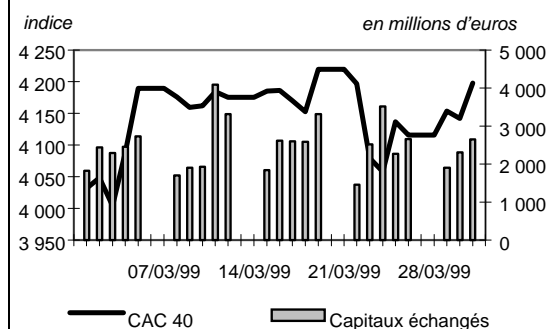
Encours nominal de la dette obligataire en euros

Mars 1999



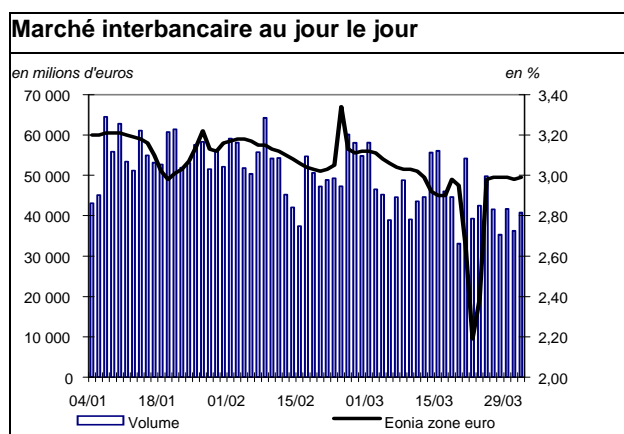
Bourse de Paris

Cours et volumes traités



3.2. Le marché interbancaire

L'activité sur le marché interbancaire a été globalement soutenue en mars. L'activité du secteur court est demeurée importante, avec un volume quotidien traité sur l'Eonia d'environ 50 milliards d'euros dans l'ensemble de la zone euro, la part des banques françaises représentant en moyenne 40 % de ce montant. Les volumes traités sont cependant légèrement inférieurs à ceux du mois de février et ont diminué à partir du milieu du mois. Ce tassement de l'activité au jour le jour est allé de pair avec l'accumulation d'une forte avance des banques dans la constitution de leurs réserves obligatoires et avec une détente des taux du jour le jour à mesure qu'approchait la fin de période de réserve (23 mars). Il a été contrebalancé par une activité plus soutenue sur les échéances plus longues du marché interbancaire (à 3 mois et au-delà), ainsi que sur le marché des échanges financiers (*swaps*), à mesure que les anticipations de baisse des taux directeurs du SEBC s'accroissaient.



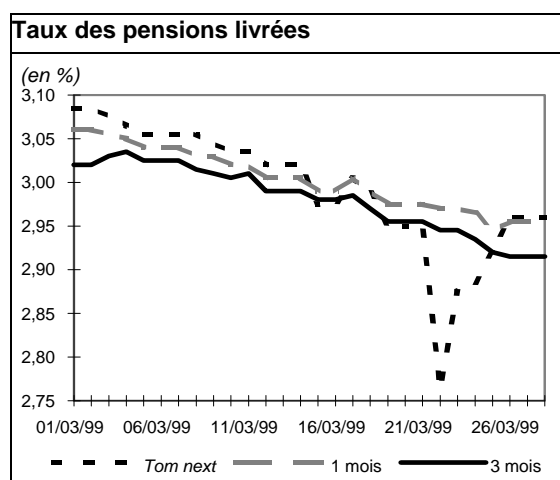
Sur le marché de la pension livrée, l'activité s'est inscrite en hausse notable par rapport aux niveaux du mois de février. Contre valeurs du Trésor, le volume d'activité s'est ainsi établi à 736 milliards d'euros, progressant de 20 % par rapport au mois précédent. Cette augmentation s'explique en grande partie par l'évolution des taux de marché dans un contexte de liquidité globalement abondante. Ces derniers se situant en dessous du taux des opérations principales de refinancement du SEBC, les établissements ont augmenté leurs refinancements sur le marché de la pension livrée, tandis qu'ils soumissionnaient pour des montants moindres aux appels d'offres.

Activité sur le marché de la pension livrée				
	Février 1999		Mars 1999	
	Volume en milliards d'euros	Part en %	Volume en milliards d'euros	Part en %
OAT	337	55,0	411	55,8
- Pensions à taux fixe	124	20,0	151	20,5
- Pensions à taux variable	213	35,0	260	35,3
BTAN	193	31,0	243	33,0
- Pensions à taux fixe	87	14,0	124	16,9
- Pensions à taux variable	106	17,0	119	16,1
BTF	85	14,0	82	11,1
- Pensions à taux fixe	21	3,0	27	3,7
- Pensions à taux variable	64	11,0	55	7,4
TOTAL	615	100,0	736	100,0
- Pensions à taux fixe	232	38,0	302	41,0
- Pensions à taux variable	383	62,0	434	59,0

Source : Sicovam SA

Pour autant, l'activité est restée concentrée sur le jour le jour, avec 55 % des volumes effectués sur cette échéance, et très réduite au-delà de l'échéance 3 mois (à peine 1 % du volume total). Par ailleurs, les pensions livrées à taux variable continuent de constituer plus de la moitié des opérations, ces dernières étant également concentrées sur les OAT.

Les taux des pensions livrées ont enregistré, comme les taux interbancaires, une décline sensible, liée aux anticipations de baisse des taux. Les écarts entre les taux interbancaires à 1 mois et 3 mois et les taux des pensions sur les mêmes échéances n'ont pour autant guère varié et se sont maintenus dans une fourchette de 3 points de base à 6 points de base. En revanche, ponctuellement, sur le *tom next*, les taux de la pension sont revenus au-dessus des taux interbancaires, le marché de la pension n'ayant pas totalement accompagné le mouvement de fort repli constaté sur l'interbancaire en fin de période de réserves.



3.3. Les titres d'État

L'État a concentré sur le mois de mars un montant assez élevé d'adjudications de titres courts, très bien accueillies par les investisseurs. Les émissions brutes de titres longs ont été un peu moins importantes qu'au cours des deux mois précédents.

3.3.1. Le marché primaire

Adjudications des bons du Trésor à taux fixe

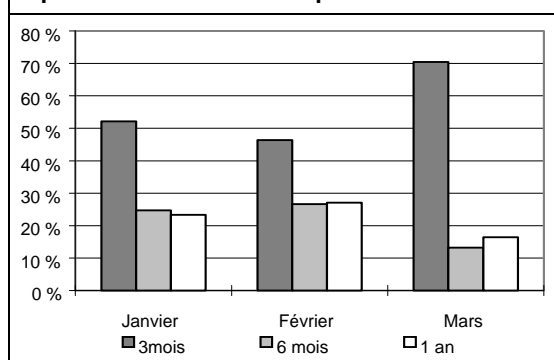
Date d'adjudication	Catégorie (a)	Durée	Servi (b)	Ratio de couverture	Taux actuariel annuel moyen
1 ^{er} mars 1999	BTF	13 sem.	1 206	2,54	2,89
1 ^{er} mars 1999	BTF	27 sem.	805	2,43	2,97
8 mars 1999	BTF	13 sem.	1 415	3,48	2,92
8 mars 1999	BTF	49 sem.	630	4,05	2,95
15 mars 1999	BTF	13 sem.	1 722	3,00	2,91
15 mars 1999	BTF	48 sem.	622	4,61	2,91
18 mars 1999	BTAN 3 %	2 ans	3 477	3,19	3,00
22 mars 1999	BTF	13 sem.	1 790	2,40	2,90
22 mars 1999	BTF	24 sem.	662	4,39	2,90
29 mars 1999	BTF	13 sem.	1 701	3,36	2,87
29 mars 1999	BTF	46 sem.	572	5,97	2,86

(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 mars ont de nouveau rencontré un fort intérêt de la part des investisseurs. En effet, malgré une hausse de près de 40 % du montant émis, une baisse des tombées d'environ 20 % et un coût de portage négatif sur la majeure partie du mois, les ratios de couverture des émissions se sont maintenus à un niveau relativement élevé, atteignant globalement 3,3, contre 4,0 pour le mois de février.

La comparaison des montants émis par échéance montre que le Trésor, en mars, a davantage concentré ses adjudications sur les BTF 3 mois. Parallèlement, le ratio de couverture des émissions a diminué sur les bons à 3 mois, tandis qu'il s'est accru sur ceux à 1 an.

Répartition des émissions par échéance



Le Trésor a également procédé à l'émission d'une ligne de BTAN à 2 ans d'échéance 12 juillet 2001 et de coupon 3 % : 3,477 milliards d'euros ont été servis, le taux de couverture s'élevant à 3,19 (contre 7,12 sur le BTAN 2 ans émis le 18 février).

Émissions d'obligations (État)

(en millions d'euros)				
Date de règlement	Janv. 99	Fév. 99	Mars 99	Total
OAT émises par voie d'adjudication				
OAT 4 % Avril 2009				
Valeur nominale	3 427	3 065	3 494	9 986
Prix d'émission	101,55	101,25	97,88	
Émission brute	3 480	3 103	3 420	10 003
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale		675		675
Prix d'émission		99,91		
Émission brute		674		674
OAT 5,50 % Avril 2029				
Valeur nominale	370	502		872
Prix d'émission	113,98	112,26		
Émission brute	422	564		986
OAT destinées aux particuliers				
OAT 4 % Avril 2009				
Valeur nominale	78	85	137	300
Prix d'émission	103,57	103,27	99,9	
Émission brute	81	88	137	306
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale	24	14	13	51
Prix d'émission	101,29	101,75	101,35	
Émission brute	24	14	13	51
TOTAL				
Valeur nominale	3 899	4 341	3 644	11 884
Émissions brutes	4 007	4 443	3 570	12 020
Amortissement	3 647	933	14	4 594
Émissions nettes	360	3 510	3 556	7 426

Au cours du mois sous revue, les émissions brutes de l'État se sont élevées à 3,6 milliards d'euros (4,4 milliards en février). Les fonds ont été levés sur l'OAT 4 % avril 2009 et sur l'OATi 3 % juillet 2009. Lors de l'adjudication du 4 mars 1999, qui portait sur l'OAT 4 % avril 2009, le montant nominal total des soumissions compétitives retenues a atteint 3 milliards d'euros, et celui des soumissions non compétitives 465 millions.

Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 4,26 %, en hausse de 41 points de base par rapport à l'adjudication du 4 février. Les souscriptions auprès des personnes physiques (du 4 mars au 25 mars) ont porté sur l'OAT 4 % avril 2009 et l'OATi 3 % juillet 2009. Le règlement de ces deux lignes s'est élevé à 150 millions d'euros, en hausse de 47 % par rapport au mois précédent. Les rendements actuariels ont été fixés à 2,79 % pour l'OATi 3 % juillet 2009 et 4,01 % pour l'OAT 4 % avril 2009, soit des hausses de, respectivement, 1 point et 40 points par rapport au mois de février.

À la fin du premier trimestre 1999, l'État avait réalisé près de 27 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 45 milliards d'euros.

L'État a annoncé la création de nouvelles lignes d'OAT indexées sur l'inflation d'ici à la fin de l'année. Les fonds levés sur celles-ci, complétés par des abondements sur la ligne OATi 3 % juillet 2009, pourraient s'élever à 6 milliards d'euros pour l'année 1999, soit plus de 13 % du programme indicatif d'émissions du Trésor.

Matif

En mars, l'activité sur les contrats Matif euro notionnel s'est de nouveau inscrite en progression. Les volumes traités ont augmenté de 12,3 % par rapport au mois précédent (après 22,7 % en février). Au lendemain de l'échéance du contrat mars, la position ouverte s'affichait en net repli, revenant à moins de 68 000 contrats, ce recul apparaissant d'autant plus marqué qu'il se produisait juste après un pic de près de 115 000 contrats ; ensuite, elle s'est quelque peu redressée, pour atteindre 80 874 contrats le dernier jour du mois.

Sur les contrats Euribor, le volume traité s'est stabilisé autour de 400 000 contrats, confirmant la forte progression du mois précédent. La moyenne mensuelle des positions ouvertes s'est de nouveau accrue, à près de 115 000 contrats, contre moins de 112 000 en février, malgré un recul temporaire au lendemain de la tombée du contrat mars (position ouverte de l'ordre de 100 000 contrats, après un pic à plus de 130 000).

3.3.2. Le marché secondaire

Bons du Trésor

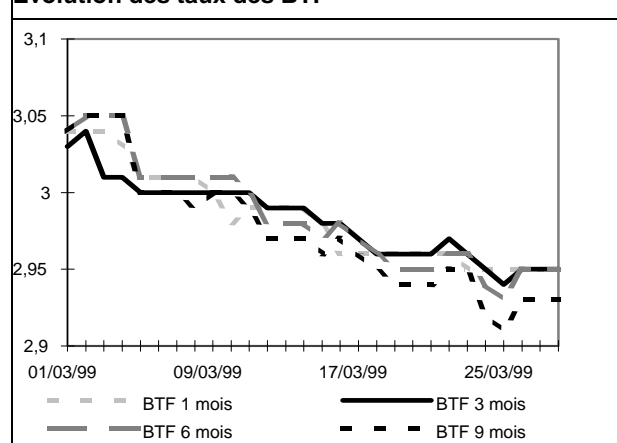
Au cours du mois de mars, la courbe des taux des bons du Trésor a enregistré un fort mouvement d'aplatissement.

La baisse de l'Eonia, en allégeant les coûts de portage, a favorisé les opérateurs intéressés par l'achat de titres courts. Des raccourcissements de positions, motivés par les conséquences que pourraient avoir sur les placements longs la hausse du prix des matières premières et la crise dans les Balkans, ont également bénéficié à ce secteur de la courbe. De plus, les opérateurs ont été amenés à prendre en compte le scénario d'un rétablissement d'une pente positive de la courbe des rendements dans l'hypothèse d'un abaissement des taux directeurs au sein de la zone euro. Il en est résulté une baisse des taux de, respectivement, 14 points de base, 15 points de base et 16 points de base sur les titres à 3 mois, 6 mois et 12 mois.

Les BTAN se sont également fortement appréciés. Les taux des titres d'échéances 2 ans et 5 ans se sont détendus de 28 points de base et 26 points de base, le taux à 2 ans revenant à 2,92 %. L'intérêt des opérateurs pour ce segment intermédiaire de la courbe des taux, notamment de la part des non-résidents, est resté marqué, témoignant souvent de stratégies de réduction relative de la durée. Le BTAN juillet 2004 a confirmé son statut de souche de référence sur ce segment de la courbe euro, traitant en moyenne 6 points de base en dessous des titres d'État allemands de même durée.

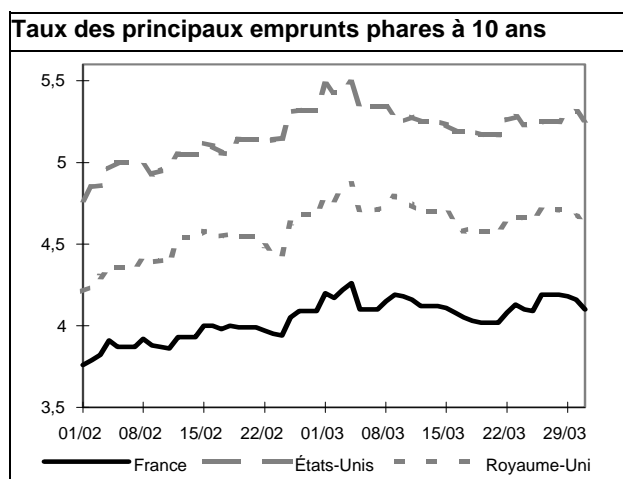
Au total, la courbe des rendements de la dette à court terme de l'État s'est significativement aplatie, l'écart entre les taux à 3 mois et à 5 ans revenant à 49 points de base, contre 61 points de base en février 1999.

Évolution des taux des BTF



Obligations

En mars, les rendements obligataires français se sont comportés de façon contrastée selon les échéances, le 2 ans se détendant de 22 points de base, alors que le 10 ans restait stable. Il en est résulté un net redressement de la pente de la courbe des rendements. Sur la même période, les taux à 10 ans américains se sont détendus de 6 points de base, l'écart de taux entre la France et les États-Unis revenant de 125 points de base à 119 points de base.



Globalement stables durant le mois de mars, les taux longs ont cependant évolué de façon assez heurtée. Une première phase très brève, du 1^{er} mars au 4 mars, a été marquée par la poursuite de la tension des taux observée tout au long du mois de février. Elle a été suivie d'une phase de détente importante, du 4 mars au 19 mars, puis d'une phase de légère tension, du 20 mars au 31 mars.

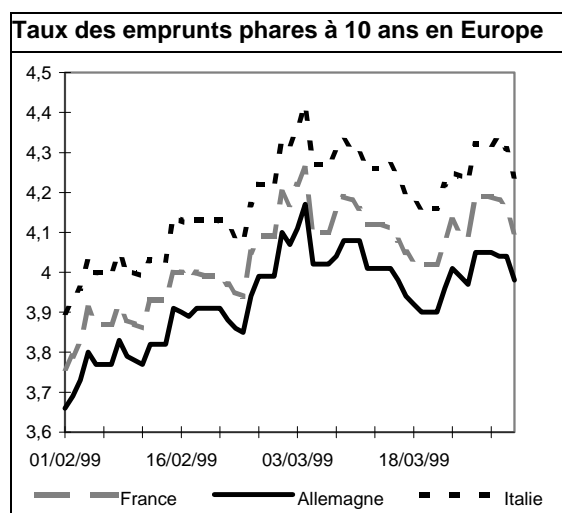
Ainsi, le rendement de l'OAT à 10 ans, après avoir atteint le 4 mars 1999 son plus haut niveau depuis novembre 1998, à 4,26 %, a diminué de plus de 20 points de base, s'établissant à 4,03 % le 19 mars. Toutefois, à partir du 20 mars, les taux longs ont retrouvé une tendance haussière, qui s'est accentuée à la suite de l'intervention de l'OTAN dans les Balkans.

La détente observée au cours de la première partie du mois s'est opérée dans le sillage de la baisse des taux longs américains. Elle a été également favorisée par la révision des perspectives économiques dans la zone euro.

Ainsi, la Commission européenne a revu à la baisse, à 2,2 % (contre une hypothèse initiale de 2,6 %), sa prévision de croissance en 1999 pour la zone, à l'instar de plusieurs grands pays européens : l'Allemagne à 1,6 %, l'Italie à 1,5 % et la France entre 2,2 % et 2,5 %. Le renforcement des anticipations de baisse des taux qui en est résulté a largement contribué à alimenter la baisse des rendements.

À la fin du mois, les taux longs ont réagi au conflit du Kosovo, tout en subissant l'influence d'une série d'évolutions macroéconomiques : les rendements longs se sont inscrits en hausse à partir du 26 mars, les risques d'extension et d'enlisement du conflit étant jugés de nature à alourdir les contraintes budgétaires des gouvernements européens. Cette hausse s'est temporairement accompagnée d'un mouvement de « fuite vers la sécurité » qui a principalement bénéficié aux titres américains au détriment des titres longs européens. Les taux américains ont ainsi baissé sur les échéances intermédiaires et n'ont guère progressé sur le 10 ans, alors que les taux à 10 ans français et allemands se sont tendus d'une dizaine de points de base le 26 mars.

Des facteurs macroéconomiques ont également pesé sur le marché obligataire. Les plus fréquemment cités dans les analyses ont été la hausse de 40 % du prix du pétrole depuis le début de l'année (le baril passant de 10 dollars à 14 dollars), l'évolution des coûts salariaux en Allemagne (accords sur une hausse de 4 % des salaires) et en France (effet des 35 heures sur le coût du travail). Cependant, en regard, notamment, au bas niveau de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro, les fluctuations sur le marché obligataire ont été en définitive assez modérées.



Le processus de conversion en euros des dettes privées et semi-publiques

Depuis le 1^{er} janvier 1999, tout émetteur d'un pays appartenant à la zone euro peut convertir en euros sa dette obligataire. Pour les émissions déposées en Sicovam, cette conversion est réalisée selon la méthode définie par la loi du 2 juillet 1998, pour les émissions de droit français, ou celle retenue dans le pays d'origine de l'émetteur, pour les émissions de droit étranger. Au terme du premier trimestre de l'année, on peut ébaucher un premier bilan de l'utilisation de cette faculté de conversion sur la place de Paris. Plus de 20 émetteurs en ont fait usage pour libeller en euros tout ou partie de leur(s) encours obligataire et/ou de BMTN, soit au total 290 lignes de titres différentes. Les émetteurs français représentent, logiquement, la majorité des institutions ayant demandé la conversion de leurs encours de dette (13 sur 23) et l'essentiel des lignes converties (plus de 260 lignes de titres). En leur sein, les institutions bancaires et financières sont les plus fortement représentées (10 émetteurs, dont les principaux établissements de crédit domestiques : CNCA, BNP, Société générale, caisses d'épargne notamment). 3 émetteurs appartenant au secteur public et parapublic se sont également présentés : Réseau ferré de France, Charbonnages de France et le Groupement des provinces de France.

Principaux émetteurs financiers ayant entamé la conversion en euros de leurs encours (obligations et bons à moyen terme)

Institution	Nombre de lignes converties	Encours convertis en milliards d'euros
CNCA	66	19,40
BNP	30	3,90
SG	31	6,20
CCF	4	0,38
CCCIF	6	1,70
CCCE	52	10,30
Total	189	41,88

Les émetteurs non résidents ne constituent pas une catégorie homogène. Cet ensemble regroupe, en effet, des États (Belgique, Autriche, Italie pour des encours limités), un émetteur supranational (la BEI : 5 lignes pour plus de 1,7 milliard d'euros) ainsi que quelques émetteurs privés relevant des secteurs de la banque, de l'assurance ou de l'industrie et qui tous sont d'origine allemande.

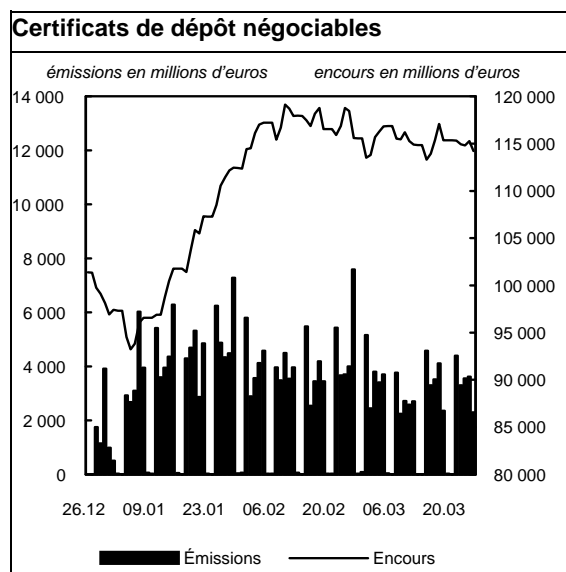
3.4. Les titres des entreprises financières et non financières

La diminution des émissions de titres de créances négociables et d'obligations par le secteur financier s'est accentuée, tandis que les émissions des entreprises non financières enregistrent au contraire une forte progression. Ce mouvement témoigne d'un certain accroissement de la désintermédiation bancaire, mais demeure concentré sur les grandes entreprises.

3.4.1. Les entreprises financières

Le volume des émissions de la part des entreprises financières, tant sur les certificats de dépôt que sur le marché obligataire, s'est inscrit en net recul, les grandes banques représentant toujours l'essentiel du marché.

Les émissions de certificats de dépôt négociables



Émissions de CDN en mars 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	17,6	25,9
De 10 jours à moins de 1 mois	8,4	12,4
De 1 mois à moins de 3 mois	23,1	34,1
De 3 mois à moins de 6 mois	16,7	24,7
De 6 mois à 1 an	1,9	2,9
Total	67,7	100,0

Taux de rendement à l'émission des CDN				
	(en pourcentage)			
	1 au 5 mars	8 au 12 mars	15 au 19 mars	22 au 26 mars
Certificats à 1 jour	3,10	3,08	3,01	2,61
Certificats à 10 jours	3,04	3,03	2,97	2,99
Certificats à 30 jours	3,13	3,09	3,07	3,02
Certificats à 90 jours	3,17	3,15	3,07	3,04

L'encours des certificats de dépôt s'établissait, en données provisoires, à 114,2 milliards d'euros le 26 mars, contre 115,6 milliards le 26 février (titres libellés en monnaie nationale des pays de la zone euro globalisés en contrevaletur euro).

Le nombre d'émetteurs gérant un encours s'est établi à 310 le 26 mars. À cette date, 5 d'entre eux, représentant 27,2 % de l'encours global, disposaient d'un encours supérieur à 5 milliards d'euros : la Caisse des dépôts et consignations (7,6 milliards), le Crédit Lyonnais (6,6 milliards), la Banque fédérative du crédit mutuel ainsi que Paribas SA (5,9 milliards chacune) et la Société générale (5,1 milliards).

Face aux *tombées* qui se sont élevées à 69,1 milliards d'euros, contre 80,9 milliards précédemment, les *émissions* réalisées au cours du mois de mars sont en net recul par rapport à celles du mois précédent (67,7 milliards, contre 84,1 milliards).

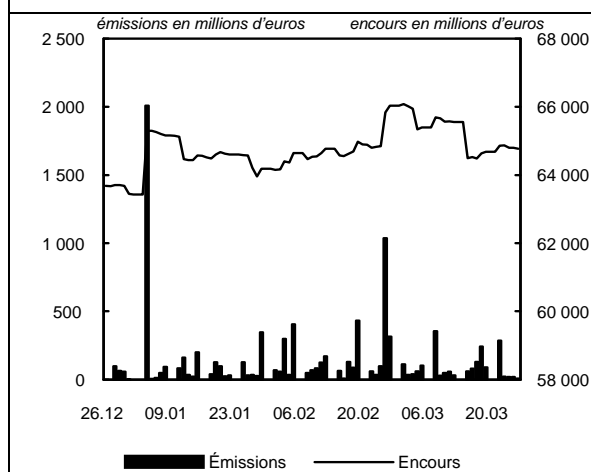
La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteurs* a peu varié par rapport au mois précédent. Ce sont les sociétés et entreprises individuelles qui ont été les principaux investisseurs devant les établissements de crédit. Les entreprises d'assurances, caisses de retraite et mutuelles sont toujours aussi peu présentes sur le marché (14 % du total). La part des non-résidents, composée à peu près des deux tiers d'investisseurs installés dans la zone euro, reste très faible, avec 4,5 % du total.

La *durée* des titres émis révèle un sensible allongement pendant la majeure partie de la période, puis, au cours de la dernière semaine, un recours très prononcé aux émissions inférieures à 10 jours. Sur l'ensemble du mois, les émissions à très court terme représentent le quart du total de la production de certificats de dépôt.

La détente constatée depuis le début du mois sur les *taux à l'émission* s'est accentuée au cours de la dernière semaine où elle a été particulièrement significative pour les émissions de certificats de dépôt à 1 jour. Cette tendance reflète la baisse des taux interbancaires constatée par ailleurs. Il convient de noter que les émissions, dans leur quasi-totalité, restent constituées de contrats à taux fixe. La récente décision des organisations professionnelles relative aux modalités de calcul des contrats indexés sur l'Eonia contribuera probablement au développement des émissions à taux variable.

Bons à moyen terme négociables

Émissions de bons à moyen terme négociables



Émissions de BMTN en mars 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	0,3	14,5
De 2 ans à moins de 3 ans	1,1	62,0
De 3 ans à moins de 5 ans	0,3	18,4
De 5 ans à moins de 7 ans	0,1	4,0
De 7 ans et plus	—	1,1
Total	1,8	100,0

Taux de rendement à l'émission des BMTN				
	(en pourcentage)			
	1 au 5 mars	8 au 12 mars	15 au 19 mars	22 au 26 mars
Bons à 1 an 1 jour	3,16	3,07	3,07	—
Bons à 2 ans	3,25	3,19	—	3,33
Bons à 3 ans	3,46	—	3,58	3,49
Bons à 5 ans	—	4,120	3,78	—
Bons à 7 ans	—	—	—	—
Bons à 10 ans	4,40	4,52	4,62	—

L'encours des BMTN s'élevait à 64,8 milliards d'euros le 26 mars, contre 66 milliards le 26 février. Émis à hauteur de 98,3 % par des entreprises financières, l'encours total se répartissait entre 216 émetteurs, dont 2 non-résidents. Les 3 principaux émetteurs, seuls à disposer d'un encours supérieur à 3 milliards d'euros, étaient la Société générale (6,1 milliards), Paribas SA et la Caisse des dépôts et consignations (3,5 milliards chacune).

Le mois sous revue a été caractérisé par un niveau d'activité relativement faible. Une cinquantaine d'émetteurs se sont présentés sur le marché (dont une seule entreprise non financière), mais, pour 80 % de ces intervenants le total des émissions n'a pas dépassé le seuil de 20 millions d'euros. Trois établissements ont concentré 64 % de la production : le CIC (523 millions d'euros), le Crédit Lyonnais (492 millions, compensant partiellement d'importantes tombées) et le Comptoir des entrepreneurs (152 millions). Au total, le montant des tombées du mois a atteint 3,1 milliards d'euros, contre 1,8 milliard et 2,8 milliards les deux mois précédents. Dans le même temps, les émissions se sont élevées à 1,8 milliard d'euros, contre 3,6 milliards en février et 3,5 milliards en janvier.

La répartition par catégories de *souscripteurs* révèle une accentuation très nette de la présence des sociétés et entreprises individuelles qui ont représenté près de 25 % du total des souscriptions, contre, respectivement, 8 % et 5 % pour les mois de février et de janvier. À l'inverse, les établissements de crédit et les OPCVM ont réduit leur participation à, respectivement, 66 % et 6 % du montant des émissions, contre 76 % et 11 % en février.

La ventilation du montant global des émissions selon leurs *durées initiales* révèle une concentration des montants émis sur la plage de 2 ans à 3 ans (62 % du total). Les opérations à plus de 5 ans n'ont représenté que 5 % de la production, contre 19 % pour le mois précédent.

Les émissions à taux variable, principalement fondées sur une indexation Euribor 3 mois, ont représenté 73 % de la production mensuelle ; les émissions à taux fixe n'ont constitué que 24 % du montant total des opérations, le solde (3 %) étant composé d'émissions sous forme de produits structurés, essentiellement des indexations sur indice boursier.

Le marché obligataire (primaire et secondaire)

Décisions des instances de place

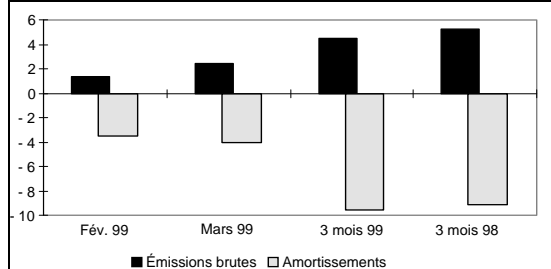
Le Journal officiel du 2 mars 1999 a publié cinq règlements de la COB relatifs :

- à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée (règlement n° 98-01), qui précise le contenu du prospectus et les dispositions applicables aux émetteurs membres de l'Espace économique européen ;
- à l'obligation d'information du public (règlement n° 98-07) ;
- à l'offre au public d'instruments financiers (règlement n° 98-08) qui précise, en particulier, le contenu du prospectus simplifié ;
- aux opérations effectuées par dérogations aux règles de l'appel public à l'épargne (règlement n° 98-09) et à la perte du statut d'émetteurs faisant appel public à l'épargne (règlement n° 98-10).

Émissions d'obligations

Établissements de crédit et assimilés

(en milliards d'euros)



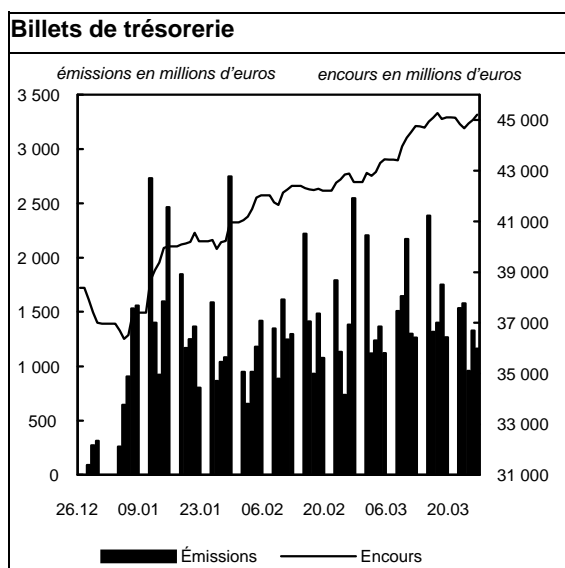
À la suite des remboursements (plus de 4 milliards d'euros) effectués par les *établissements de crédit* au cours du mois de mars et du faible volume des émissions (2,4 milliards), l'endettement obligataire enregistre à nouveau une baisse sensible, les encours passant de 213,5 milliards en février 1999 à 211,5 milliards au cours du mois sous revue. Durant le premier trimestre de 1999, les émissions brutes se sont élevées à 4,5 milliards d'euros, en baisse de 13,5 % par rapport à la période correspondante de 1998.

Durant le mois de mars, 4 émetteurs — la Caisse centrale du crédit immobilier de France, la Caisse centrale des caisses d'épargne et de prévoyance, la Caisse nationale de crédit agricole et le Crédit foncier de France — ont converti en euros la fraction de leur dette dont l'échéance est postérieure à janvier 2002 (cf. encadré *supra*).

3.4.2. Les entreprises non financières

Les émissions de billets de trésorerie ont fortement progressé en mars, l'encours de ces titres atteignant un record historique, tandis que les émissions obligataires ont reculé, en l'absence d'opérations des administrations publiques autres que l'État.

Les émissions de billets de trésorerie



Émissions de BT en mars 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	2,0	6,6
De 10 jours à moins de 1 mois	3,0	10,1
De 1 mois à moins de 3 mois	19,4	65,6
De 3 mois à moins de 6 mois	4,9	16,5
De 6 mois à 1 an	0,4	1,2
Total	29,7	100,0

Taux de rendement à l'émission des BT				
(en pourcentage)				
	1 au 5 mars	8 au 12 mars	15 au 19 mars	22 au 26 mars
Billets à 1 jour	3,16	3,10	3,07	2,74
Billets à 10 jours	—	—	3,09	3,02
Billets à 30 jours	3,19	3,16	3,11	3,08
Billets à 90 jours	3,20	3,17	3,12	3,08

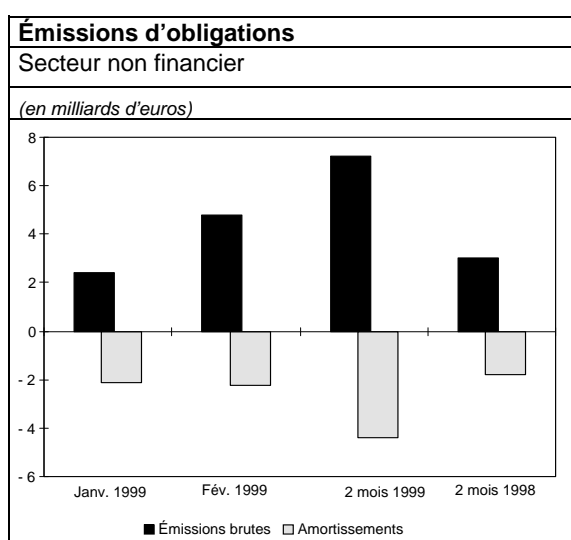
L'encours des billets de trésorerie a atteint le niveau record de 45,2 milliards d'euros le 26 mars, contre 42,6 milliards le 26 février. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 29,7 milliards d'euros, contre 26,2 milliards en février (respectivement 27 milliards, contre 24,7 milliards, pour les tombées). Les opérations de restructurations industrielles et financières — notamment les besoins de financement engendrés par les OPA — et les montages de titrisation expliquent pour une bonne part cette croissance des encours.

Le 26 mars, le nombre d'émetteurs s'est établi à 96, dont 2 non-résidents ressortissant de la zone euro (Eridania Beghin-Say et Volkswagen Coordination Center), et 13 émetteurs établis en dehors de cette zone, dont 9 véhicules *ad hoc* (*Special purpose vehicles* – SPV) localisés sur le territoire de Jersey. À cette date, les 3 principaux émetteurs du marché, disposant d'un encours supérieur à 1,5 milliard d'euros, étaient General Electric Capital (2,6 milliards) dont l'activité s'est fortement intensifiée au cours de la période, avec un volume total d'émissions de 2,89 milliards, LVMH (2,3 milliards) et Morgan Stanley Dean Witter (2,1 milliards).

L'amenuisement progressif des écarts (*spreads*) de rémunération entre le jour le jour et le 1 an a favorisé un allongement très sensible des échéances traitées. La répartition des émissions selon les échéances indique ainsi que les deux tiers des montants émis l'ont été sur des durées allant de 1 mois à 3 mois, contre 37,6 % le mois précédent. À l'inverse, la part des émissions d'un terme compris entre 10 jours et 1 mois a reculé très fortement, revenant à 10,1 % du total, contre 50,5 % en février. Les émissions inférieures à 10 jours, qui ne sont le fait que d'un très petit nombre d'émetteurs, demeurent encore l'exception.

Très légèrement tendus, durant la première semaine, sur les durées supérieures à 1 mois, les *taux de rendement à l'émission* se sont sensiblement détendus pendant le reste du mois, en liaison avec les évolutions constatées sur les index de référence. Par rapport à la fin de février, le recul des rendements atteint 17 points de base sur les billets à 10 jours, 9 points de base pour les titres à 1 mois et 7 points de base pour ceux à 3 mois. Le niveau de rémunération des émissions à 1 jour, pour la période allant du 22 mars au 26 mars, reflète, pour sa part, le niveau exceptionnellement bas de l'Eonia dans un contexte de liquidité abondante à l'approche de la fin de la période de réserves obligatoires.

Les émissions obligataires



Au cours du mois sous revue, les *sociétés non financières et les autres émetteurs* ont levé 3,6 milliards d'euros, contre 4,8 milliards en février. Cette baisse sensible résulte essentiellement d'une absence d'émission des administrations publiques en mars.

Les émissions, nettes des amortissements, se sont élevées à 6,3 milliards d'euros au cours des trois premiers mois de 1999, en hausse de 153 % par rapport à la période correspondante de 1998.

La Cades a annoncé qu'elle lancera, au cours du mois d'avril, une émission obligataire indexée sur l'inflation dont le principe d'indexation sera identique à celui de l'OATi 3 % juillet 2009 de l'État. C'est la deuxième fois en France qu'un émetteur a recours à ce type d'emprunt. De plus, c'est le premier émetteur, en dehors de l'État, à proposer ce type de produit en Europe.

3.5. Les actions

3.5.1. Le marché primaire

Émissions d'actions et de certificats d'investissement					
(en milliards d'euros)					
	Année 1998	2 mois 1998	2 mois 1999	Janv. 1999	Fév. 1999
Sociétés non financières	47,4	11,6	4,8	3,3	1,5
Établissements de crédit	1,4	0,1	—	—	—
Compagnies d'assurance	0,2	0,1	—	—	—
Administrations publiques	—	—	—	—	—
Total émis (a)	49,0	11,8	4,8	3,3	1,5
dont : Titres cotés (b)	10,4	1,2	0,7	0,5	0,2
Appel public à l'épargne (b)	7,2	0,6	0,2	—	0,2

(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

Le mois de février a été marqué par une nette diminution des émissions d'actions réglées en numéraire, qui sont revenues de 3,3 milliards d'euros en janvier à 1,5 milliard. Pour le deuxième mois consécutif, les sociétés non financières sont les acteurs principaux du marché, les émissions des autres secteurs restant négligeables.

Les deux principales émissions ont été effectuées par Delphi Automotive (1,24 milliard de francs d'émission, soit environ 189 millions d'euros) et Alliance santé (près de 690 millions de francs d'émission, soit environ 105 millions d'euros).

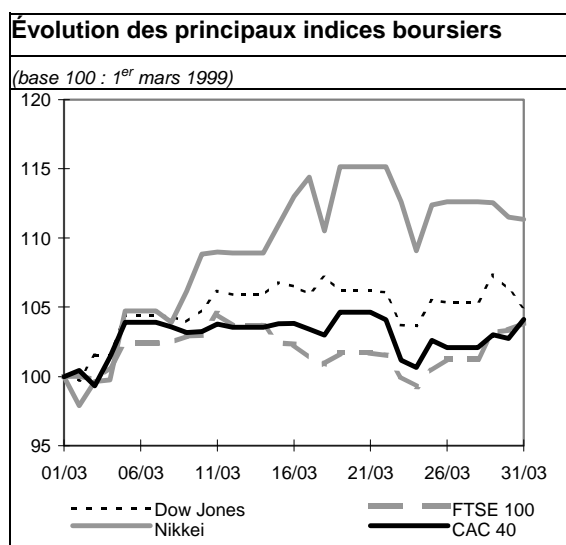
Au cours des deux premiers mois de l'année 1999, le montant total des titres émis s'élève à 4,8 milliards d'euros, en diminution de près de 60 % d'une année à l'autre.

Pour la même période, les émissions de titres cotés sont passées de 1,2 milliard d'euros à 0,7 milliard. À fin février 1999, elles représentaient près de 16 % du montant total des émissions d'actions, contre plus de 21 % pour l'ensemble de l'année 1998.

Succédant aux opérations d'envergure qui ont marqué le mois de février (Air France, Eramet, Aérospatiale), les introductions du mois de mars sont restées concentrées sur le Second marché (6 sociétés) et le Nouveau marché (2 sociétés), pour des montants n'excédant pas 25 millions d'euros. Le nombre des programmes de rachat d'actions est resté significatif, les opérations ayant notamment concerné d'importantes sociétés du CAC 40 (Accor, CCF, LVMH).

3.5.2. Le marché secondaire

En mars, la Bourse de Paris a, dans l'ensemble, progressé davantage que ses homologues de la zone euro, mais moins que celles de New York, où l'indice Dow Jones est passé au-dessus des 10 000 points, et de Tokyo, dont la vive progression (plus de 10 % en un mois) doit toutefois être relativisée au vu des baisses enregistrées en 1998.



La bonne performance de la Bourse de Paris au sein de la zone euro lui a permis d'afficher en mars une meilleure performance que l'indice EuroStoxx (2,56 %, contre 1,53 %). La capitalisation boursière sur la place de Paris a atteint le niveau record de 905 milliards d'euros en fin de mois. Sur le premier trimestre 1999, les volumes de transactions (157,1 milliards d'euros) se sont fortement accrus (+ 33,3 %) par rapport à la période correspondante de 1998 (+ 33,3 %).

La progression relativement plus forte de la Bourse de Paris ne peut plus s'interpréter simplement comme un « effet de rattrapage », par référence aux années 1996 et 1997 où la croissance de l'indice CAC avait été relativement plus modérée.

De nombreux facteurs sont à l'œuvre :

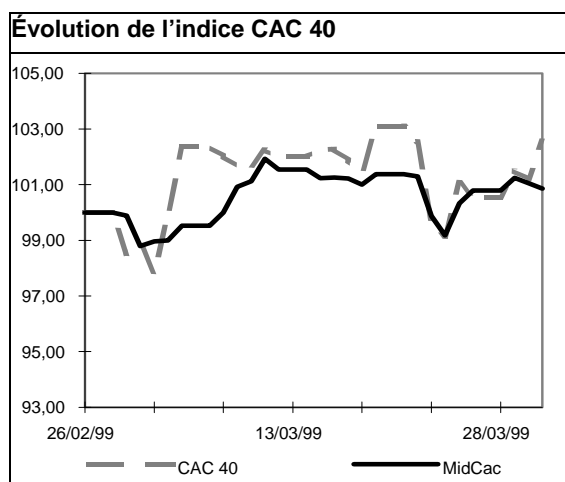
- la publication par les grands groupes français (Axa, LVMH, France Télécom, Michelin...) de résultats dans l'ensemble conformes aux prévisions ;

- la hausse du prix du pétrole, qui a soutenu les cours des valeurs pétrolières (Elf : + 32 % en mars et Total : + 20 %) ;
- les anticipations de baisse des taux dans la zone euro ;
- l'annonce de nouvelles restructurations, qui ont, toutefois, été perçues de manière contrastée par le marché.

Ainsi, le rapprochement capitalistique entre Renault et Nissan s'est traduit par une baisse de l'ordre de 15 % du titre du constructeur français. La bataille boursière autour de Gucci entre LVMH et le groupe Pinault a eu un effet favorable sur les valeurs du secteur. La période a également été marquée par l'OPA lancée le 22 mars par Vivendi sur le groupe US Filter et l'annonce de la fusion d'ABB et Alstom.

Surtout, l'OPE de la BNP lancée le 10 mars sur les titres Société générale et Paribas a fortement animé le compartiment des valeurs financières. L'offre, qui prévoit d'échanger 7 actions Société générale contre 15 actions BNP et 8 actions Paribas contre 11 actions BNP, faisait ressortir à l'origine une prime de, respectivement, 14,0 % et 23,8 % sur les cours des actions Société générale et Paribas au 9 mars, ce qui n'a pas manqué de tirer vers le haut le cours de ces deux banques. D'autre part, les volumes enregistrés sur le Règlement mensuel, le 11 mars, à la suite de l'offre BNP, se sont élevés à 3,8 milliards d'euros (troisième plus fort volume de la Bourse de Paris) dont un quart sur les trois valeurs bancaires impliquées.

Face à la hausse des valeurs bancaires et pétrolières, qui figurent parmi les plus grosses capitalisations de la Bourse de Paris, les petites et moyennes capitalisations ont évolué de manière moins positive. Ainsi, l'indice MidCac n'a-t-il progressé que de 0,86 % au mois de mars, l'indice du Second marché cédant même 1,87 %. Cet écart des performances ne semble pas pouvoir s'expliquer par des perspectives de résultats différentes de celles des grandes capitalisations boursières. Bien plutôt, il s'agit de valeurs qui attirent moins d'opérateurs non résidents et qui offrent une moindre liquidité pour les investisseurs privilégiant des montants de transactions élevés. En outre, les valeurs de cet indice n'avaient pas subi en février une baisse équivalente à celles de l'indice CAC.



3.6. Les titres d'OPCVM

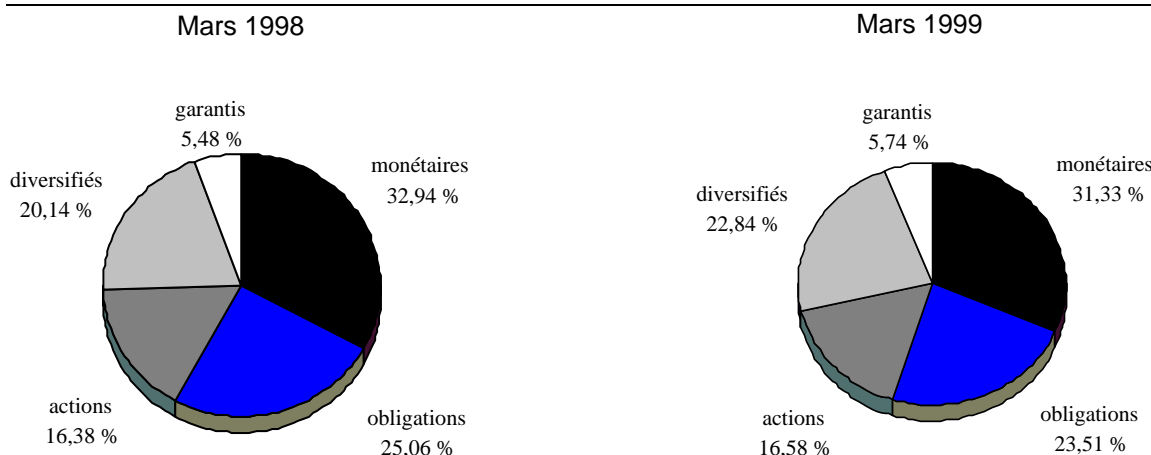
L'encours total des titres d'OPCVM s'est élevé à 571,3 milliards d'euros en mars 1999 ; son rythme de progression, bien que toujours soutenu, s'est de nouveau ralenti, pour se situer à + 14 %.

L'encours des OPCVM monétaires s'est accru de 13,9 milliards d'euros en un an. Son rythme de croissance annuel s'est sensiblement accéléré au cours du premier trimestre de 1999 (8,4 % en mars, après 5,8 % en février et 1,2 % en janvier). Toutefois, les souscriptions nettes tendent à se réduire depuis le début de l'année.

L'encours des OPCVM obligataires s'est établi à 134,3 milliards d'euros. Son augmentation sur un an est restée soutenue (6,9 % en mars, après 7,7 % en janvier et février), malgré un ralentissement des souscriptions.

En mars, la forte progression annuelle de l'encours des OPCVM « actions » et « diversifiés » s'est poursuivie (respectivement + 15,3 milliards d'euros et + 29,3 milliards). Ce mouvement de hausse n'a pas été affecté par la forte baisse des rendements annuels de ces deux catégories de placements, qui sont revenus, respectivement, de 12,8 % à 3,8 % et de 11,1 % à 5,0 %. L'encours des OPCVM garantis s'est renforcé de 5,3 milliards d'euros sur un an, pour s'établir à 32,8 milliards.

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



Source : Commission des opérations de bourse

4. Chronologie

1^{er} mars

Le gouvernement porte à FRF 11,4 milliards pour 1999 l'enveloppe des prêts bonifiés à l'agriculture (+ 4 %), dont le taux moyen pondéré est ramené à 3,24 %, en recul de 0,42 %.

2 mars

L'Assemblée nationale adopte, en première lecture, la loi ouvrant à la concurrence le marché de l'électricité.

3 mars

L'Assemblée nationale adopte à une large majorité le projet de loi autorisant le président de la République à ratifier le traité d'Amsterdam, ainsi qu'un amendement réaffirmant la volonté de la France de faire précéder tout élargissement de l'Union européenne d'une réforme institutionnelle.

La ministre de l'Emploi et de la Solidarité présente en Conseil des ministres un projet de loi instaurant une couverture maladie universelle pour les 6 millions de Français dont les revenus sont inférieurs à FRF 3 500 par mois.

6 mars

Publication au *Journal officiel* de l'accord industriel Aérospatiale-Matra.

15 mars

Présentation par le directeur de la Caisse nationale d'assurance maladie d'un projet de réformes structurelles destiné à économiser progressivement de FRF 52 milliards à 62 milliards par an.

16 mars

Le Sénat adopte à son tour le projet de loi autorisant la ratification du traité d'Amsterdam.

17 mars

L'Assemblée nationale adopte en première lecture le projet de loi sur l'épargne et la sécurité financière visant notamment à transformer les structures des caisses d'épargne, à renforcer les

pouvoirs de la Commission bancaire, et à créer un fonds de garantie de l'assurance ainsi qu'un fonds de garantie des dépôts bancaires.

23 mars

À l'issue de la première réunion du Comité consultatif des taux réglementés, favorable à un abaissement de 0,75 point du taux du livret A, le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie décide le maintien de ce dernier à 3 %.

Le ministère de l'Emploi et de la Solidarité met en place un Observatoire national de la pauvreté et de l'exclusion sociale.

24 mars

Le gouvernement annonce le lancement de mesures destinées à faciliter la création d'entreprises technologiques, pour un total de FRF 200 millions.

25 mars

Présentation du rapport du commissaire général du Plan sur l'avenir des retraites, préconisant un allongement progressif de la durée de cotisation à 42 ans et demi en 2019.

29 mars

Le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour 1999, sans estimer nécessaire un nouvel ajustement budgétaire, avec une hypothèse de croissance comprise entre 2,2 % et 2,5 % pour 1999 (au lieu de 2,7 % annoncé à l'automne) et entre 2,5 % et 3,0 % en 2000. Le déficit public serait ramené de 2,3 % du PIB cette année à une fourchette de 1,7 % à 2,0 % l'an prochain.

30 mars

Publication au *Journal officiel* du décret d'application sur le statut du bailleur privé, définissant le nouveau régime, favorable à l'investissement locatif, destiné à prendre la relève de l'amortissement « Périssol » appelé à disparaître le 31 août prochain.

É T U D E S

Une évaluation des tendances de l'inflation dans la zone euro

Cette étude se propose d'évaluer les tendances de l'inflation dans l'Europe des Onze au-delà des fluctuations temporaires de l'indice des prix à la consommation harmonisé. L'inflation, mesurée par un indicateur d'« inflation sous-jacente » calculé pour les besoins de la présente étude, est restée relativement stable en Europe entre avril 1997 et octobre 1998, alors même que les indices de prix harmonisés enregistraient de fortes fluctuations, notamment une baisse marquée au cours du second semestre 1998. Un fléchissement de l'indicateur sous-jacent construit par nos soins apparaît cependant sur les derniers mois. Enfin, les calculs réalisés permettent d'esquisser une typologie des pays de la zone euro sur la base des performances en termes d'inflation sous-jacente.

Georges TOURNEMIRE

Direction des Études économiques et de la Recherche

Service des Études sur les économies étrangères

Le Système européen de banques centrales (SEBC) doit, dans le cadre de sa mission fondamentale définie à l'article 105(1) du Traité sur l'Union européenne, préserver la stabilité des prix. Dans ce cadre, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a adopté une stratégie de politique monétaire comportant une définition quantitative de la stabilité des prix. L'indicateur de référence est l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), dont l'augmentation d'une année à l'autre doit être inférieure à 2 %. En choisissant de révéler les références qui guideront son action, le SEBC a fait le choix de la clarté et de la crédibilité, car ces indicateurs sont naturellement connus d'un large public. Le choix de l'IPCH répond également à la préoccupation d'obtenir un élément de référence aussi harmonisé et pertinent que possible (cf. encadré).

Toutefois, il est également précisé que la stabilité des prix doit être « maintenue à moyen terme ». Il faut ainsi entendre que des perturbations de court terme pourraient brouiller le message contenu dans l'indice des prix à la consommation et de ce fait conduire à une interprétation erronée de la situation des prix dans la zone euro. Une analyse « fine » des fluctuations de l'inflation est alors particulièrement nécessaire.

La première partie de cette étude analyse l'évolution des IPCH et de leurs composantes. La seconde partie traite de l'inflation sous-jacente et des performances comparées des différents pays de la zone euro.

Composantes et finalités de l'IPCH

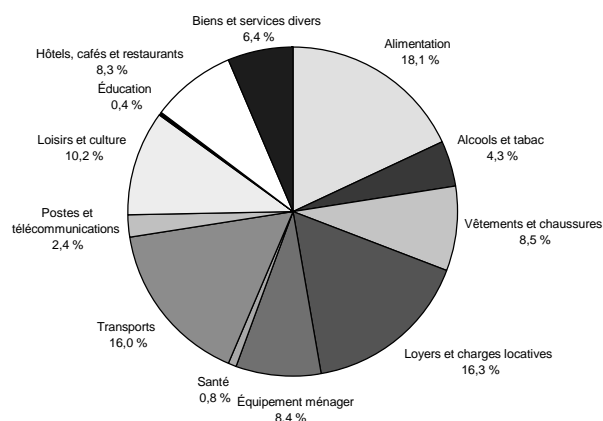
La constitution des IPCH dans chaque pays découle de l'article premier du protocole n° 6 visé à l'article 109J du Traité sur l'Union européenne. À l'origine, il s'agissait d'apprécier, à l'aune d'un indicateur construit selon les mêmes normes, le degré de convergence atteint par les candidats à l'Union monétaire. Sous l'égide d'Eurostat, d'importants travaux impliquant les instituts de statistique nationaux ont débouché sur l'élaboration d'une norme définissant une nomenclature, un périmètre de couverture et un mode d'agrégation des postes élémentaires. Cette norme définit de plus des règles minimales de maintenance de l'indice en termes d'intégration de nouveaux produits et de prise en compte des changements de qualité des produits. Même si la plupart des instituts statistiques continuent de publier un indice national qu'ils jugent plus adapté à telle ou telle spécificité, l'IPCH s'est très rapidement imposé comme le meilleur outil d'analyse comparative de l'inflation en Europe.

Matériellement, l'indice est constitué chaque mois par les instituts nationaux sous la forme d'un indice-chaîne de Laspeyres. Chaque année, les coefficients budgétaires attachés aux différents postes élémentaires sont réévalués à partir d'enquêtes ou d'estimations sur la consommation des ménages. L'IPCH national et ses indices élémentaires sont ensuite transmis par les instituts nationaux à Eurostat qui les agrège pour former l'indice des prix à la consommation de l'Union monétaire (IPCUM). La part de la consommation privée de chaque État dans la zone euro telle qu'elle ressort des comptes nationaux est alors utilisée comme pondérateur.

Avec l'IPCH, on dispose d'un indicateur qui autorise les comparaisons entre pays. Des différences dans les coefficients budgétaires entre pays subsistent, mais résultent simplement des différentes structures de consommation¹. La structure de l'IPCH le rend moins sensible aux biais statistiques, identifiés récemment dans le rapport Boskin, inhérents à tout indice mesurant le coût de la vie. Ainsi, la fréquence annuelle d'actualisation du panier de biens rend largement sans objet toute objection sur l'obsolescence de ces derniers. L'incorporation des changements de qualité dans les indices de prix demeure, en revanche, plus difficile à résoudre, mais son impact resterait relativement mineur.

¹ Par exemple, les produits alimentaires (hors boissons alcoolisées) représentent 14 % de l'indice en Autriche et 28 % en Espagne. Le poste « Loisirs » représente 4 % au Portugal et 13 % aux Pays-Bas. Il est probable que la poursuite de la convergence des niveaux de vie devrait contribuer à réduire ces écarts, sans toutefois les faire disparaître.

Composantes de l'IPCH de la zone euro (poids provisoires de 1998)



Source : Eurostat

1. Évolution récente des composantes de l'IPCH

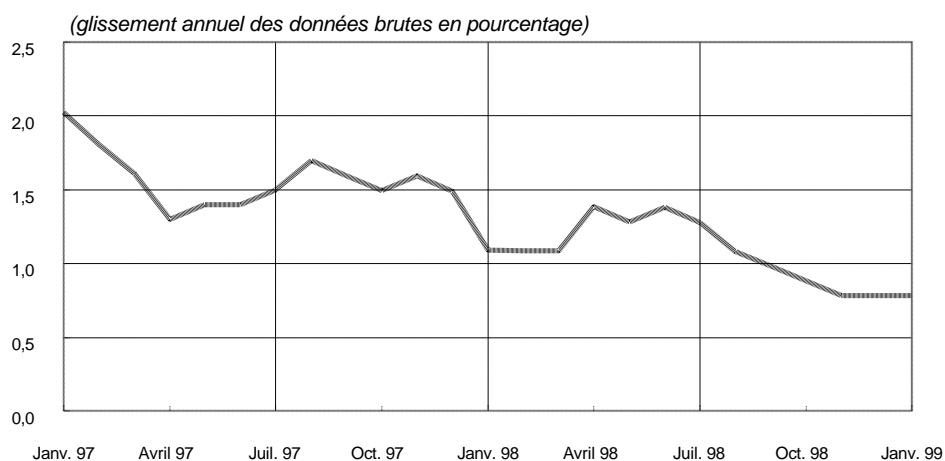
La décélération actuelle de l'IPCH s'explique très largement par la contraction d'un nombre limité de postes.

1.1. L'inflation a continué de se ralentir en Europe en 1998 et la dispersion entre États est restée faible

*L'indice des prix harmonisé de la zone euro
a décéléré graduellement depuis 1996*

Encore supérieur à 2 % en 1996, le glissement annuel de l'IPCH est revenu à 1,5 % à fin décembre 1997 et à 0,8 % à fin décembre 1998. Il s'est maintenu à ce dernier niveau en janvier 1999. La décélération des prix dans la zone euro s'est principalement matérialisée au cours du second semestre de 1998.

IPCH de la zone euro



Source : Eurostat

La dispersion de l'inflation entre États est restée limitée

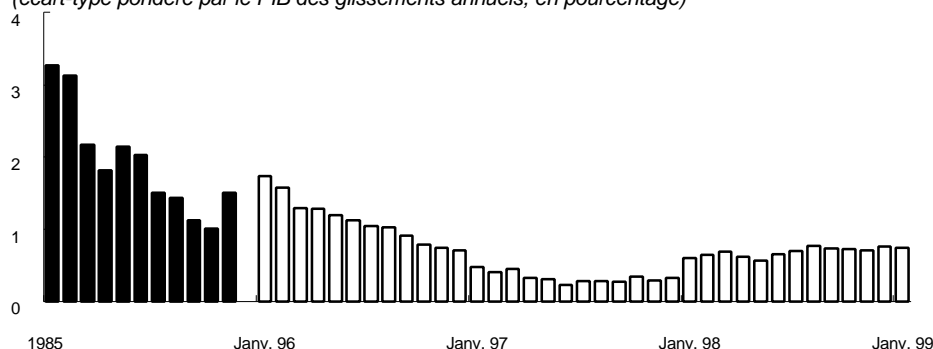
Les différences entre les glissements annuels des prix se sont quelque peu accentuées en 1998.

Glissement annuel des IPCH de la zone euro*(en pourcentage des données brutes)*

	Décembre 1997	Juin 1998	Décembre 1998	Janvier 1999
Allemagne (DE)	1,4	0,8	0,2	0,2
Autriche (AT)	1,0	0,8	0,5	0,3
Belgique (BE)	0,9	1,2	0,7	1,0
Espagne (ES)	1,9	2,0	1,4	1,5
Finlande (FI)	1,6	1,6	0,8	0,5
France (FR)	1,2	1,1	0,3	0,4
Irlande (IE)	1,0	2,6	2,2	2,1
Italie (IT)	1,8	2,1	1,7	1,5
Luxembourg (LU)	1,5	1,2	0,4	- 1,4
Pays-Bas (NL)	2,2	2,2	1,5	2,1
Portugal (PT)	2,1	2,7	2,8	2,5
Zone euro	1,5	1,4	0,8	0,8

Source : Eurostat

Toutefois, les progrès considérables accomplis pendant la phase de qualification pour la monnaie unique en matière de convergence des performances d'inflation n'ont pas été remis en cause. Le graphique ci-dessous illustre la dispersion des indices nationaux au sein de la zone euro jusqu'en 1995, puis celle des IPCH à partir de 1996.

Dispersion de l'inflation entre États dans la zone euro*(écart-type pondéré par le PIB des glissements annuels, en pourcentage)*

Source : Eurostat

L'écart à la moyenne reste inférieur à 1 point de pourcentage depuis janvier 1997, soit une dispersion nettement en dessous des valeurs enregistrées sur les quinze dernières années. Le léger accroissement de l'écart entre les pays de la zone euro en 1998 provient essentiellement du fait que certains pays ont profité plus rapidement du mouvement de reprise conjoncturelle qui s'est matérialisé en 1997. Schématiquement, le groupe constitué par la Finlande, l'Espagne, les Pays-Bas et le Portugal a bénéficié d'une accélération plus précoce et plus vigoureuse de l'activité que les pays du cœur de la zone. On peut joindre à ce groupe l'Irlande, dont la croissance particulièrement vive depuis plusieurs années se conjugue avec une progression des prix un peu plus soutenue qu'ailleurs.

1.2. La progression modeste des prix en 1998 est en partie de nature transitoire

La crise des économies émergentes a pesé sur des postes traditionnellement volatils

Certains postes se sont fortement contractés depuis le milieu de 1998 dans le sillage de la crise financière mondiale. La dégrue des prix mondiaux de l'énergie affecte ainsi directement des postes tels que le carburant automobile (– 4,8 % en glissement annuel à fin janvier 1999), le fioul domestique (– 14,2 %) et le gaz naturel (– 4,1 %). Son impact sur le prix des produits pétroliers n'est pas équivalent dans tous les pays, comme le montre le tableau ci-après. Il est, toutefois, largement amorti dans la plupart des cas par la part des taxes dans le prix total.

Glissement annuel du poste « Carburants et lubrifiants » dans l'IPCH de la zone euro

	(en pourcentage)			
	Décembre 1997	Juin 1998	Décembre 1998	Janvier 1999
Allemagne	- 0,1	- 3,5	- 7,2	- 4,6
Autriche	- 1,1	- 4,9	- 7,6	- 6,6
Belgique	0,1	- 4,5	- 7,9	- 6,3
Espagne	0,6	- 2,3	- 7,6	- 5,7
Finlande	- 2,8	- 0,5	- 1,3	- 5,7
France	0,4	- 2,1	- 5,2	- 5,1
Irlande	1,7	- 1,2	- 4,4	- 6,3
Italie	- 0,5	- 2,4	- 4,2	- 4,0
Luxembourg	0,1	- 3,6	- 8,0	- 8,2
Pays-Bas	6,5	3,1	- 7,0	- 3,0
Portugal	1,2	- 0,4	- 1,3	- 1,2
Zone euro	0,3	- 2,5	- 6,1	- 4,8

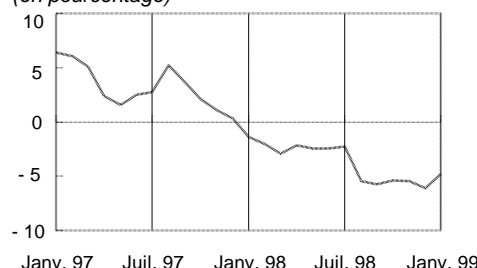
Source : Eurostat

Zone euro

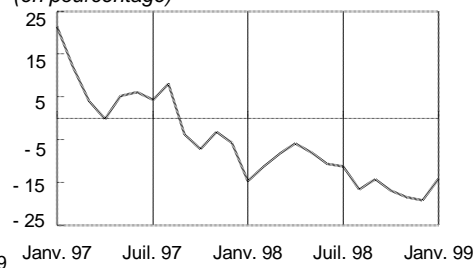
Prix du carburant

Prix du fioul domestique

(en pourcentage)



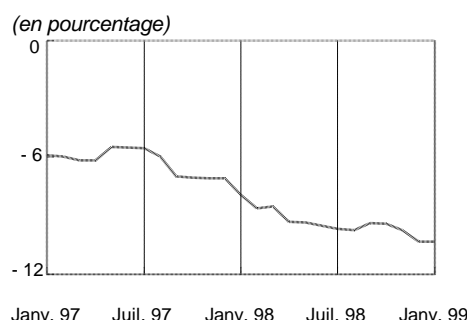
(en pourcentage)



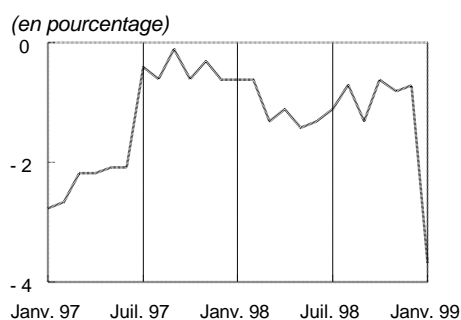
La baisse du cours mondial du café a également affecté le poste correspondant dans l'IPCH (– 3,9 %).

La crise économique en Asie et les dévaluations de plusieurs monnaies locales ont également influencé les prix de certains biens produits en totalité ou en partie dans cette zone. C'est le cas du matériel informatique (– 10,3 %) ou des équipements audiovisuels (– 3,4 %).

Prix du matériel informatique



Services postaux et télécommunications



Source : Eurostat

En plus de ces effets directs, les facteurs « extra-européens » ont exercé un impact plus diffus sur l'indice des prix, dans la mesure où la baisse des prix mondiaux, en particulier ceux des matières premières, et la concurrence accrue pour certains types de produits, comme les biens intermédiaires, ont rendu les « intrants » de l'industrie manufacturière moins coûteux, ce qui a contribué à la modération des prix à la production dans l'industrie manufacturière européenne.

Le processus de réforme structurelle en Europe contribue également à la modération des prix

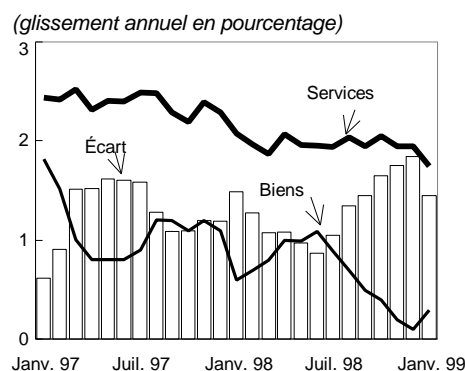
Les mesures de libéralisation de certains marchés, dont les prix étaient jusqu'alors étroitement régulés, ont également exercé un impact modérateur, notamment dans le domaine des télécommunications (– 4,1 % en glissement annuel à fin janvier 1999). Ainsi, en Allemagne, la libéralisation du marché des télécommunications a entraîné une vive concurrence qui a pleinement bénéficié au consommateur (– 10,6 % sur la même période). L'annonce de telles mesures à terme peut également inciter les entreprises détenant des positions locales dominantes à maîtriser préventivement leurs prix. Les services postaux (– 0,3 %) et l'électricité (– 1,1 %) paraissent relever de cette catégorie.

Cependant, ces impacts sont par nature transitoires, soit parce que les prix mondiaux des matières premières seront affectés en sens inverse par la reprise qui semble se dessiner dans certains pays asiatiques, soit parce que les fortes baisses de prix, dans les postes et télécommunications par exemple, reflètent le passage, considéré comme irréversible, d'un marché fermé à un marché plus concurrentiel.

En revanche, les prix des services restent assez dynamiques

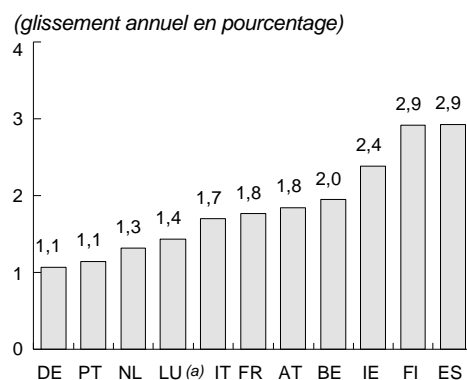
Les prix des services, qui pèsent pour 36 % dans l'indice de la zone euro, ont peu varié au cours des derniers mois. Leur hausse annuelle est restée, sur l'ensemble de la période, supérieure à 2 %. En conséquence, l'écart entre l'évolution des prix des biens et celle des services s'est assez nettement accru.

Prix des biens et des services dans la zone euro



Source : Eurostat

Écart de prix entre les biens et les services – Janvier 1999

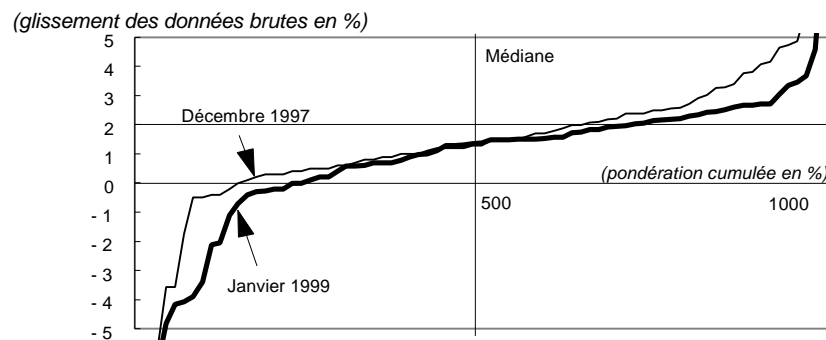


(a) Corrigé de l'effet de l'intégration des soldes dans l'IPCH

L'écart est particulièrement prononcé dans les pays bénéficiant d'une forte demande intérieure (Espagne, Finlande et Irlande). Il reste moins important dans les pays du cœur de la zone euro.

Une analyse détaillée des composantes de l'indice des prix confirme que la décélération des glissements annuels n'a pas affecté également tous les postes élémentaires. Le graphique ci-après décrit l'évolution annuelle de 77 postes de l'IPCH en décembre 1997 et en janvier 1999. L'évolution de ces postes a été classée par rang croissant. Il apparaît que seules les extrémités de la distribution ont été affectées entre ces deux périodes. D'une part, le poids cumulé des postes dont l'évolution annuelle dépassait 2,5 % a nettement diminué revenant de 27,0 % à 11,2 %. D'autre part, le poids des postes enregistrant une contraction s'est renforcé : il atteint 21,1 % en janvier 1999, contre 15,3 % en décembre 1997.

Fonction de répartition de l'inflation dans la zone euro



Source : Eurostat

Globalement, les évolutions de l'inflation dans la zone euro en 1998 ont donc surtout affecté les postes extrêmes, en tête et en queue de distribution statistique. En revanche, le poids des postes élémentaires dont l'évolution est proche de la moyenne (entre 0,5 % et 2,5 % en glissement annuel) a relativement peu varié. La médiane pondérée, qui mesure la progression du poste situé en milieu de distribution (soit au cinquantième percentile), s'inscrivait à + 1,36 % à fin janvier 1999, après + 1,47 % à fin décembre 1997. Aussi peut-il être intéressant de mesurer l'inflation sous-jacente en observant les évolutions d'indices excluant les composantes les plus volatiles. C'est l'objet de l'indicateur dont la construction est décrite ci-après.

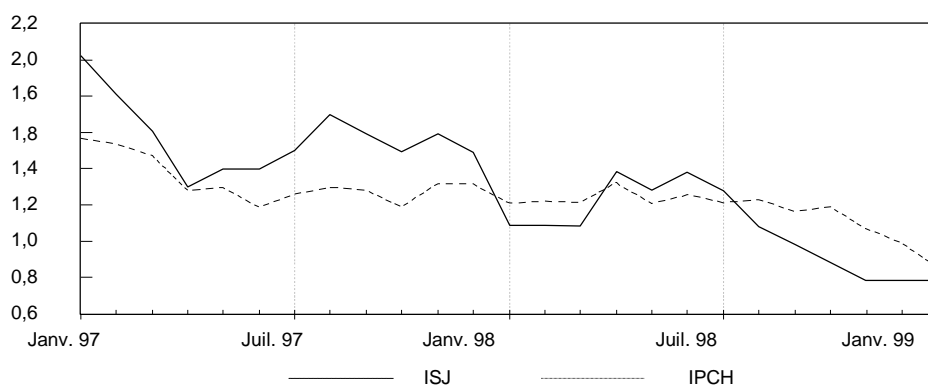
2. Stabilité de l'inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente de la zone euro est restée remarquablement stable durant la majeure partie de l'année 1998.

2.1. L'inflation sous-jacente ne s'est infléchie qu'à la fin de l'an dernier

À la différence de l'IPCH courant, l'IPCH sous-jacent, construit pour les besoins de la présente étude en excluant les postes les plus volatils et notamment l'énergie (cf. encadré ci-après), a peu varié entre avril 1997 et octobre 1998, période durant laquelle son glissement annuel s'est établi entre 1,2 % et 1,3 %. L'appréciation du dollar au troisième trimestre de 1997 avait poussé les prix de l'énergie à la hausse, ce qui s'était reflété dans l'indice global mais pas dans l'indice sous-jacent. De même, en 1998, la baisse des prix de l'énergie n'a pas affecté ce dernier. Toutefois, au quatrième trimestre de 1998, l'indice sous-jacent a connu une inflexion notable, son glissement annuel revenant de 1,2 % à fin octobre à 0,9 % à fin janvier 1999. Cette décélération a coïncidé avec un sensible recul de la croissance de la production dans la plupart des pays européens, entraînant une moindre sollicitation des équipements. La hausse des prix se situe désormais plus de 1 point en dessous du niveau maximum correspondant à l'objectif de stabilité, défini comme une progression sur un an de l'IPCH inférieure à 2 % pour la zone euro.

IPCH et inflation sous-jacente dans la zone euro



NB : Selon les concepts définis dans la présente étude

Source : Eurostat

Un indice sous-jacent pour la zone euro

Certains postes de l'indice des prix peuvent fortement fluctuer d'un mois à l'autre sans qu'il faille rechercher une raison strictement « économique ». Comme ces mouvements sont parfois susceptibles de revêtir une d'ampleur importante, ils peuvent se refléter dans l'indice global et, en conséquence, fausser le jugement de l'observateur. Il est donc apparu utile d'élaborer des indicateurs d'inflation « sous-jacente » qui s'efforcent d'extraire la tendance de fond de l'inflation en éliminant de l'indice la ou les composantes excessivement volatiles. On dispose d'un bon nombre d'indicateurs de ce type, construits à partir des indices des prix à la consommation nationaux ¹. Dans la présente étude, qui porte sur les indices harmonisés, la volatilité de chaque poste élémentaire dans l'IPCH (au nombre de 77) a été estimée pour chaque pays et les postes les plus volatils communs à la plupart des pays ont été exclus du calcul de l'indice d'inflation sous-jacent, afin de favoriser la comparabilité des données entre pays, qui constitue le principal avantage des IPCH.

L'indicateur est également purgé de l'impact des hausses de la fiscalité indirecte lorsqu'elles peuvent avoir un effet significatif sur l'inflation ² : elles n'exercent en effet qu'une poussée temporaire sur les prix et les coûts. Les boissons alcoolisées et le tabac sont également exclus du calcul de l'indice sous-jacent du fait de la part très élevée des taxes (accises) pesant sur le prix de ces produits.

Au total, le poids des postes exclus du calcul de l'indice d'inflation sous-jacente représente pour la zone euro moins de 15 % du total de l'indice global ³.

Postes exclus du calcul de l'indice des prix sous-jacent pour la zone euro

	Poids en 1998 (‰)
Fruits	13,1
Légumes	17,6
Café, thé et cacao	6,1
Boissons alcoolisées	19,9
Tabac	23,1
Fioul domestique	13,6
Gaz naturel	5,8
Carburant pour véhicules	37,5
Transports aérien et maritime	4,9
Fleurs	7,4
Total	149,0

L'indice est ensuite constitué à partir des postes élémentaires selon la procédure de chaînage définie dans les règles de construction de l'IPCH.

¹ L'INSEE calcule un indice « hors tarifs publics et produits à prix volatils, corrigé des mesures fiscales » qui est publié en même temps que l'indice complet. La Banque nationale de Belgique, la Banque d'Angleterre et la Banque d'Italie, pour ne citer que quelques Institutions, calculent des estimateurs sous-jacents qu'elles publient régulièrement.

² Tel est le cas presque toujours des hausses de TVA, qui se répercutent directement sur les prix relevés par le consommateur. Dans la zone euro, les dernières hausses significatives de taux de TVA ont eu lieu en Italie (octobre 1997), en Allemagne (avril 1998) et aux Pays-Bas (janvier 1999).

³ Le poids total des postes exclus pour chaque IPCH national peut varier en fonction des structures de consommation propres à chaque pays.

2.2. Une ébauche de classification des pays selon leur niveau d'inflation sous-jacente

Hormis l'Italie qui présente une situation atypique, on peut distinguer deux groupes de pays.

– Un premier groupe a bénéficié en 1996-1997 d'une accélération de la demande intérieure. La nette amélioration du marché de l'emploi et le redressement des perspectives offertes aux entrepreneurs se sont conjugués pour infléchir à la hausse l'évolution des coûts salariaux. Dans le même temps, ces pays bénéficiaient de conditions de taux d'intérêt particulièrement attractives, alors que la majeure partie de la zone connaissait encore une croissance faible. Ainsi, dès le second semestre 1997, l'Espagne, la Finlande, l'Irlande, les Pays-Bas et le Portugal ont subi l'accélération graduelle de leur inflation sous-jacente, qui s'établissait au milieu de l'année 1998 à des rythmes proches ou supérieurs à 2 %. Le refroidissement de l'activité engendré par les crises asiatique et russe a contenu ces tendances d'autant plus aisément que le taux d'ouverture des pays concernés reste plus élevé que celui des grandes économies de la zone euro. Néanmoins, dans un contexte de nouvelle orientation à la hausse des cours mondiaux des matières premières, la vigilance reste de mise, car les taux d'inflation sous-jacente restent peu éloignés de 2 %¹ et la croissance des agrégats de monnaie très soutenue, de l'ordre de 10 % en glissement annuel.

IPCH sous-jacent dans la zone euro

	<i>(glissement annuel en pourcentage)</i>				
	Décembre 1997	Juin 1998	Décembre 1998	Janvier 1999	Pour mémoire : Poids de chaque pays dans l'indice global en 1998 (%)
Allemagne	1,4	0,7	0,3	0,2	34,5
Autriche	1,2	1,0	0,9	0,7	3,0
Belgique	0,7	1,4	1,4	1,4	3,8
Espagne	1,6	1,9	1,6	1,5	8,9
Finlande	1,6	1,5	1,1	1,1	1,6
France	0,9	0,9	0,7	0,6	21,9
Irlande	0,5	2,0	2,0	2,2	0,9
Italie	1,6	2,0	1,9	1,7	18,2
Luxembourg	1,5	1,1	0,9	0,4	0,2
Pays-Bas	1,4	1,8	1,6	1,8	5,4
Portugal	1,8	2,7	2,7	2,3	1,7
Zone euro	1,3	1,3	1,0	0,9	100,0

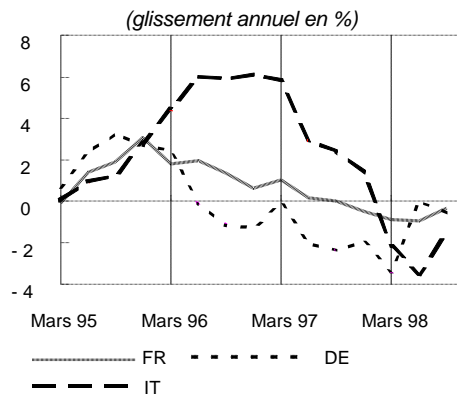
NB : Selon les concepts définis dans la présente étude

Source : Eurostat

– Un second groupe de pays (Allemagne, Autriche, Belgique, France et Luxembourg) a connu un redémarrage plus graduel de la croissance en 1996-1997. Les pressions sur les capacités de production ont été moins vives et la maîtrise des coûts globalement plus rigoureuse. Au sein de ce groupe, il faut distinguer la France et l'Allemagne, dont la contribution à la maîtrise de l'inflation reste décisive pour l'ensemble de la zone, et où une stratégie de modération salariale combinée à des gains de productivité significatifs a permis de stabiliser les coûts salariaux par unité produite.

¹ À l'exception de la Finlande, où l'indicateur sous-jacent est revenu à une croissance proche de 1 %, les prix des biens ayant fortement diminué en raison de l'intensité des échanges avec la Russie et l'Asie.

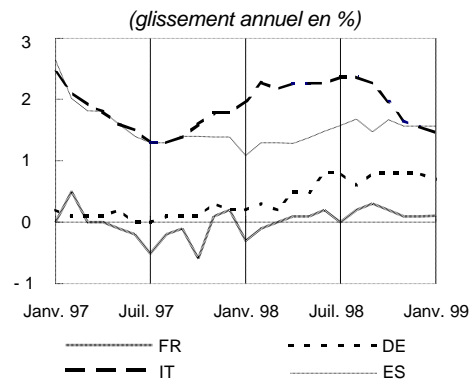
**Coûts salariaux unitaires
dans l'ensemble de l'économie**



NB : FR : France ; DE : Allemagne ; IT : Italie ; ES : Espagne

Source : BRI

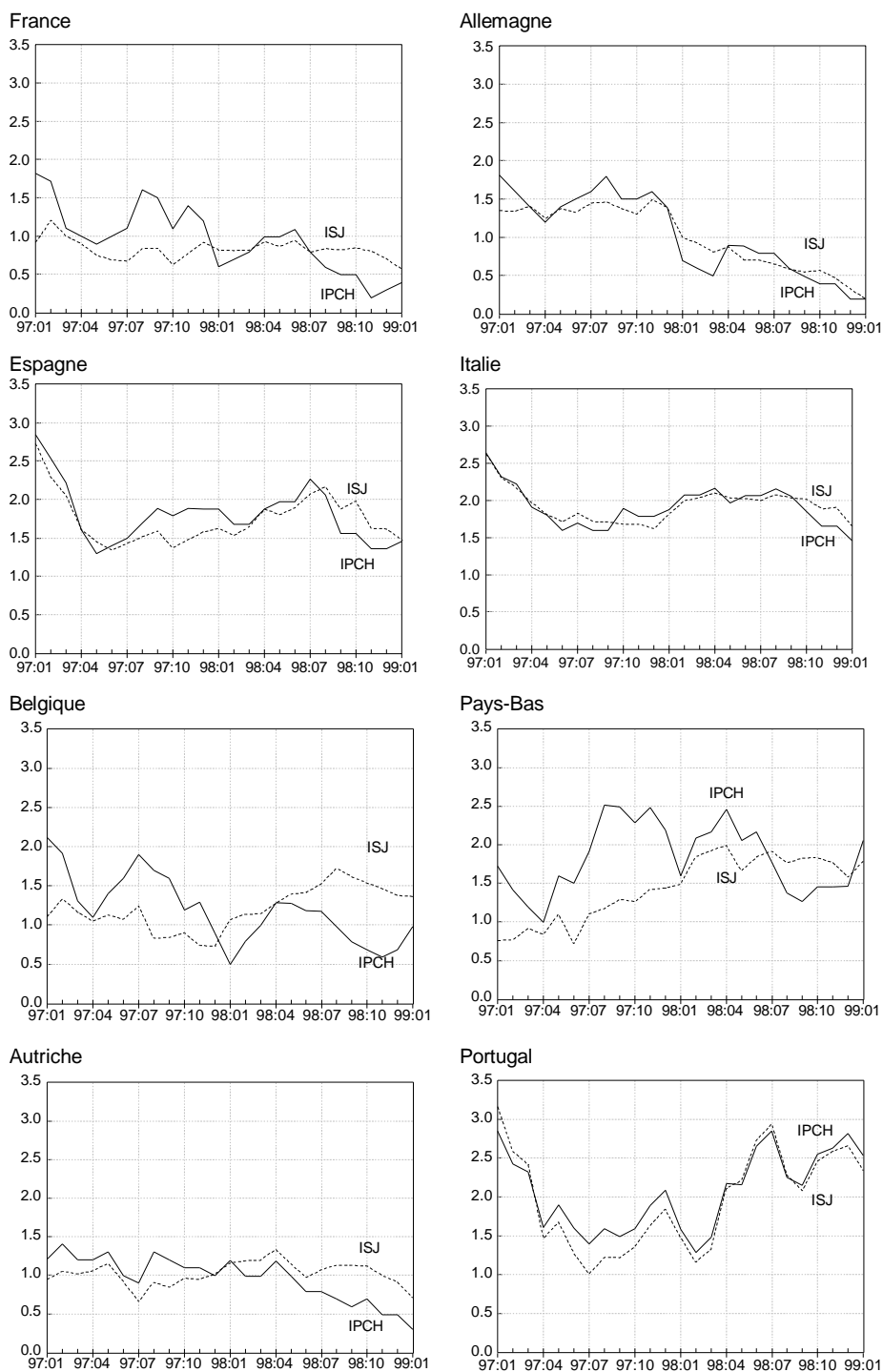
**Prix des biens manufacturés
incorporés dans l'IPCH**



Source : Eurostat

– L'Italie occupe une position intermédiaire. Certes, l'inflation sous-jacente y est restée sensiblement aux mêmes niveaux en 1997 et 1998, mais cette stabilité masque plusieurs évolutions divergentes. D'une part, les loyers ont poursuivi leur décélération, réagissant ainsi de façon retardée à la chute de l'inflation entre 1995 et 1997. Mais, parallèlement, les prix des biens manufacturés ont accéléré, principalement en raison d'accords salariaux plus expansifs. L'Italie a donc conservé jusqu'à récemment un rythme d'inflation proche de 2 % en dépit d'une croissance plus modeste que celle des pays évoqués ci-dessus. Cependant, les coûts salariaux ont retrouvé une progression plus modérée en 1998, ce qui devrait contribuer à contenir l'inflation en 1999.

IPCH et inflation sous-jacente



Source : Eurostat

La dynamique des crises financières internationales : quelques enseignements

Les récentes expériences de fortes tensions sur les marchés financiers internationaux ont mis en évidence l'importance, en particulier pour les autorités monétaires des pays émergents, d'une part, de procéder à une analyse de la soutenabilité des flux de capitaux afin d'identifier les situations d'appréciation manifestement déficientes du risque et, d'autre part, d'améliorer la compréhension des phénomènes de crises spéculatives et des mécanismes de contagion.

La présente note¹ aborde dans le chapitre 1. la question générale de l'appréciation du risque par les opérateurs de marché dans les stratégies d'investissement de portefeuille en direction des pays émergents. On montre que l'appréhension et, peut-être, la prévention des risques de crises financières consistent à évaluer si le montant des afflux de capitaux correspond à une appréciation raisonnable du risque ou, en d'autres termes, si le rendement recherché par l'investisseur rémunère d'une manière correcte le risque encouru. On tente ensuite d'expliquer la nature et le poids des facteurs qui peuvent convaincre un pays de ne pas réévaluer sa monnaie face à des entrées massives et potentiellement déstabilisatrices de capitaux.

Dans le chapitre 2., on s'interroge sur la pertinence des différentes générations de modèles de crises de change du point de vue d'une banque centrale. On montre que les débats académiques — au cœur desquels réside la question du caractère prévisible ou non des attaques spéculatives — restent largement ouverts, rendant les enseignements pour la politique économique difficiles à cerner précisément.

Une compréhension utile des crises spéculatives dans leur complexité exige enfin d'identifier les mécanismes de la contagion. Le chapitre 3. rappelle que la formalisation des phénomènes de contagion est embryonnaire — mettant surtout l'accent sur les canaux macroéconomiques et financiers de contagion — et suggère des pistes de réflexion sur les mécanismes microfinanciers de ce processus.

Pierre CAILLETEAU et Édouard VIDON

Direction des Changes

Service d'Analyse des marchés internationaux

Après un engouement considérable pour les titres de marchés émergents, devenu sans doute excessif dans la mesure où le rendement attendu ne compensait plus le risque pris au regard de critères d'évaluation vraisemblables, une brutale réappréciation du risque a provoqué au cours de l'année 1998 un tarissement des flux en direction de ces pays.

Le défaut de paiement russe a aggravé ce phénomène, tandis que se multipliaient les symptômes pathologiques de la crise financière : pertes patrimoniales brutales,

¹ La version complète de cette étude et le détail des références bibliographiques sont disponibles sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr).

volatilité, illiquidité et insécurité. Les marchés financiers des pays avancés ont eux-mêmes commencé à montrer certains dérèglements inquiétants.

La « réduction de la voilure » (*deleveraging*) de la part des investisseurs, liée à une réappréciation générale à certains moments quasi indiscriminée du risque, a vu ses effets amplifiés par la mécanique complexe du débouclage des positions. Il a conduit à de graves tensions sur la liquidité des principaux marchés de capitaux. Le dénouement forcé de certaines opérations à fort effet de levier a pris la forme de ventes de détresse et, simultanément, fait apparaître l'insuffisante appréhension des risques de la part d'intervenants pourtant réputés avertis.

Ces tensions sur les marchés financiers internationaux ont mis en évidence l'importance, pour les autorités, d'analyser la soutenabilité des flux de capitaux, afin d'identifier les situations d'appréciation manifestement déficiente du risque, et les phénomènes de crises spéculatives et des mécanismes de contagion.

La présente étude tente de tirer de l'analyse des crises des conclusions opérationnelles pour la politique économique et indique quelques pistes de recherche.

	AVANT LA CRISE	AU COURS DE LA CRISE
FLUX DE CAPITAUX	Identification des risques	Processus de contagion
Du point de vue de l'offreur (l'investisseur)	Anomalies de marché	Canaux microfinanciers
Du point de vue du demandeur (l'émetteur de titres)	Mauvaise gestion microéconomique	Canaux macroéconomiques

NB : Les cases ombrées indiquent des domaines de recherche qui restent à approfondir.

1. Les phénomènes d'engouement financier et l'appréciation du risque : le cas des marchés émergents

1.1. L'exposé du problème

Dans les années quatre-vingt-dix, l'ouverture du compte financier des balances des paiements des pays en développement a eu pour objet et pour effet d'assurer le financement des besoins courants de ces pays par des flux privés. Ceux-ci se sont largement substitués aux flux publics tout en majorant significativement, pendant la majeure partie des années quatre-vingt-dix, l'offre de fonds à absorber par ces pays.

Mais le financement des besoins courants des pays en question n'a été facilité qu'en apparence par cette libéralisation financière externe. Le caractère très volatil des nouvelles conditions de financement est un des faits marquants de l'actuelle décennie. Bacchetta et Wincoop [1998] ont analysé la manière dont la libéralisation et les entrées de capitaux qui en résultent ont pu produire des phénomènes de surréaction des prix d'actifs. Surtout, Calvo [1998d] a mis en évidence le mécanisme par lequel l'arrêt soudain de ces flux de financement provoque une crise financière.

Cette volatilité dans les conditions d'accès au financement s'explique par un ensemble de facteurs relatifs aux modalités d'appréciation du risque. Les crises spéculatives et les mouvements de contagion analysés dans les parties 2. et 3. rendent compte de la brutalité des reflux.

L'analyse des crises spéculatives récentes met en évidence qu'elles ont été régulièrement précédées par de très importants afflux de capitaux [Calvo, 1998a ; Dooley, 1998]. Par conséquent, une première étape dans l'appréhension, et peut-être la prévention des risques de crises financières, consiste à évaluer si le montant des afflux de capitaux — et toutes choses égales par ailleurs, leur impact sur les prix de marché de titres ou de l'immobilier — correspond à une appréciation raisonnable du risque ; ou, en d'autres termes, si le rendement recherché par l'investisseur rémunère d'une manière correcte le risque encouru.

1.2. Les indicateurs de risque

Il va de soi qu'il n'existe pas d'indicateur objectif du caractère raisonnable du risque pris *ex ante*. Les instruments de mesure *a priori* du risque de marché se fondent par conséquent :

- soit sur un *modèle macroéconomique théorique*, expliquant les prix d'équilibre par leurs déterminants fondamentaux (taux de change d'équilibre, *spreads* théoriques), mais qui ne peut être vérifié à court terme que s'il est partagé par une grande majorité d'intervenants ;
- soit sur un *raisonnement probabiliste*, sur la base de l'analyse statistique des couples rendement/volatilité historiques, et en supposant la permanence des relations observées ; s'agissant, toutefois, de marchés émergents, leur dynamique est susceptible de connaître des évolutions structurelles ; du reste, on sait que les pics de volatilité s'accompagnent généralement d'un accroissement des corrélations entre marchés.

Pourtant, *ex post*, le consensus apparent sur les erreurs des investisseurs laisse penser que certains de ces indices régulièrement mis en évidence doivent être pris au sérieux.

1.2.1. Les indices de surévaluation ou de sous-évaluation du risque sont multiples et hétérogènes

En fonction de la distinction modèle théorique/modèle probabiliste, deux catégories se dégagent.

1.2.1.1. Appartiennent à la première catégorie, *les indicateurs de soutenabilité des déficits de paiements courants*, qui invitent notamment à centrer l'analyse sur les niveaux d'épargne nationaux : un niveau élevé, comme dans la plupart des pays asiatiques, rendrait ainsi superflus des afflux de capitaux étrangers qui ne pourraient venir se porter que sur des projets à faible rentabilité marginale, tout en accroissant le déficit des transactions courantes du fait du surinvestissement qui serait observé dans ces pays. La thématique des afflux de capitaux économiquement inutiles peut trouver quelque support analytique dans des calculs de règle d'or et d'efficacité dynamique. Mais, outre qu'il ne faut pas compter sur des conclusions très précises de ce type de travaux, le raisonnement d'ensemble a le défaut majeur de ne se placer que du point de vue du pays qui reçoit les capitaux. Du point de vue de l'apporteur de capitaux, le fait que l'investissement marginal choisi pourra avoir une rentabilité interne faible ne le disqualifie pas nécessairement : le projet pourra s'inscrire dans une stratégie de diversification de portefeuille qui, *en tant que telle*, donne un sens à un choix d'investissement contestable pris isolément. C'est d'ailleurs ainsi que peut s'expliquer le fait que certains investisseurs aient jugé que l'effort marginal d'analyse de crédit ne se justifiait pas au regard du gain attendu d'une corrélation faible avec le reste du portefeuille [Calvo et Mendoza, 1995].

Dans une approche également théorique, *l'estimation de primes de risque justifiées par les fondamentaux* permet une comparaison avec les taux d'intérêt observés sur les marchés obligataires émergents. Eichengreen et Mody [1998], dans le sillage d'un document de travail de l'Institute of International Finance [Cline et Barnes, 1997], déterminent un ensemble d'indicateurs macroéconomiques (ratio dette/exportations, solde courant, etc.), afin d'apprécier la valeur de l'écart de rendement (*spread*) des titres obligataires de pays en développement de 1991 à 1996 (à partir d'un échantillon d'un millier de titres) par rapport aux titres du Trésor américain de même maturité. Il apparaît qu'une part non négligeable des variations de ces écarts ne peut être expliquée par une évolution des fondamentaux. L'analyse de Cline et Barnes permet de calculer un écart de rendement théorique justifié par les fondamentaux et d'avancer un jugement sur la surévaluation ou la sous-évaluation du risque.

1.2.1.2. *L'analyse des couples rendement/risque sur les marchés d'actions des pays émergents* relève de la seconde approche, de nature davantage microfinancière : Artus et Debonneuil [1998], dans une analyse se référant à la période janvier 1994 à décembre 1996, mettent en évidence qu'il n'y a pas une configuration cohérente sur ces marchés dans la mesure où il n'y a pas de relation croissante entre risque et rendement. Plus précisément, les auteurs montrent que, avant la crise, la plupart des marchés boursiers émergents sont « dominés », au sens où il est possible d'obtenir davantage de rendement moyen avec moins de risque sur les places des pays de l'OCDE. Il y a donc une insuffisante rémunération du risque pris, et par conséquent une sous-évaluation de ce dernier et/ou une surestimation du rendement attendu. Avec la crise, la relation rendement/risque s'inverse, et un placement sur un marché émergent produit un rendement négatif ou faiblement positif pour une volatilité très élevée. Ces observations permettent de mettre en évidence des situations d'anomalie au regard du risque pris par les investisseurs ².

Il importe également de mieux comprendre les déterminants de la mauvaise performance des actifs émergents en termes de rendement, en particulier en Asie. Certaines études récentes [Pomerleano, 1998] ont mis en évidence le faible rendement des investissements des entreprises asiatiques. Harvey et Roper [1999] proposent ainsi une analyse microéconomique des marchés financiers asiatiques, montrant que les dirigeants des entreprises en avaient accru l'endettement, alors même que leur rentabilité diminuait. Ces auteurs soulignent l'importance d'une *approche microéconomique de l'appréciation du risque* : les défaillances du gouvernement d'entreprise en matière de gestion du risque (effet de levier, endettement à court terme et absence de couverture de certains risques) ont, en effet, joué un rôle décisif dans la genèse de la crise.

Au total, les indicateurs ci-dessus permettent aux observateurs de former une opinion sur le caractère « raisonnable » du risque, c'est-à-dire congruent avec le rendement attendu, auquel s'expose un investisseur dans un placement financier sur un marché émergent. L'investissement excessivement risqué peut être défini comme l'acquisition d'un actif qui contribue à augmenter le risque total du portefeuille *ex ante*, sans en améliorer le rendement (pas de bénéfice de la diversification), faisant perdre au portefeuille son caractère efficient.

² Ces anomalies peuvent néanmoins se justifier par des motifs de diversification ; il est pour autant peu vraisemblable que l'inclusion d'actifs systématiquement dominés dans un portefeuille permette de réduire le risque sans dégrader le rendement, *a fortiori* dans un environnement où les situations de tensions se caractérisent par une hausse des corrélations.

1.2.2. Quelles implications de politique économique ?

1.2.2.1. Il paraît exclu de corriger directement les comportements des investisseurs. Les choix d'investissement sont faits sur la base d'un degré d'aversion pour le risque spécifique, et se fondent autant sur des anticipations liées à des phénomènes nouveaux que sur des régularités statistiques passées, le risque étant traditionnellement mesuré par l'écart-type observé historiquement. Il est, en revanche, tout à fait nécessaire d'éviter que les décisions microéconomiques ne reposent sur des données erronées ou retardées, même si l'on peut penser que l'opacité aurait logiquement vocation à être intégrée dans le comportement des investisseurs et tarifiée à ce titre³. C'est le sens de l'effort entrepris par la communauté internationale en matière de diffusion de statistiques (SDDS du FMI par exemple).

1.2.2.2. Une autre question est celle de la réaction des autorités d'un pays qui enregistrerait des afflux de capitaux fondés sur une perception manifestement erronée de la capacité des rendements attendus à couvrir le risque pris par les investisseurs. Le danger consiste, en effet, à laisser entrer des capitaux dont le départ massif et brutal serait susceptible d'affecter durablement les conditions économiques du pays. Ainsi, à *titre prudentiel*, un pays pourrait chercher à réguler l'entrée des capitaux pour éviter des troubles ultérieurs. Il est néanmoins vraisemblable que seuls les pays qui estiment que le volume des afflux de capitaux est de nature à contrarier considérablement la politique économique seront incités à réagir, d'autant que l'on touche ici à des considérations d'économie politique (*public choice*), l'intensité des « incitations » étant, pour une part, fonction de la probabilité pour un gouvernement d'avoir à subir les conséquences de ses propres choix dans le futur.

Dans la situation des pays à ancrage nominal externe strict, le choix prend souvent un aspect binaire : le pays doit accepter une appréciation du taux de change ou se résigner à décourager les afflux de capitaux par des mesures réglementaires. Cette dernière solution a été largement étudiée [FMI, 1998 ; Eichengreen, 1999], et les mérites du « modèle chilien », qui implique une distorsion fiscale au détriment des entrées de capitaux à court terme, ont été largement commentés, même si certains économistes soulignent qu'il ne faut pas attribuer aux contrôles à l'entrée tous les mérites d'une excellente performance d'ensemble [Edwards, 1999].

Comment expliquer la réticence des autorités à accepter une appréciation du taux de change si la non-réévaluation complique la conduite de la politique économique ? Ceci revient à apprécier le prix de l'attachement à la règle de change, au cœur des calculs de minimisation de fonctions de pertes caractéristiques des modèles de crise spéculative de seconde génération (cf. partie 2.).

Pour apprécier ce prix, on distinguera, dans une analyse formelle sommaire, le bilan coût/avantage macroéconomique et le bilan coût/avantage en termes patrimoniaux⁴. Cette distinction s'inspire du même type de démarche que celle qui consiste à analyser séparément les canaux macroéconomiques/financiers et les canaux microéconomiques/financiers de la contagion (cf. partie 3.).

³ Au surplus, Calvo et Mendoza [1995, 1998] montrent que l'incitation à se procurer de l'information est une fonction décroissante des opportunités de diversification.

⁴ La version détaillée de la présente étude aborde la dimension patrimoniale du calcul coût/avantage pour un pays qui subit des entrées de capitaux potentiellement spéculatives. Cette approche traite le coût pour l'économie d'une modification de la valeur externe de la monnaie en raison de la structure de bilan de ses agents, publics aussi bien que privés.

L'optimisation de la fonction de bien-être social relative aux variables macro-économiques traditionnelles a fait l'objet d'approfondissements et d'affinements analytiques, en particulier dans les situations de crise [Obstfeld 1994]. À l'inverse, dans le cas d'un pays dont la monnaie est soumise à une pression forte à l'appréciation, le coût de la résistance (non-réévaluation) s'exprime essentiellement par une appréciation du taux de change réel, résultant de la hausse des prix domestiques. Le coût de moyen terme pourrait s'exprimer en termes d'augmentation de la probabilité de crise, mais la prise en compte de ce facteur implique l'hypothèse que le gouvernement, généralement en charge du régime de change, se plie à un devoir très contraignant de solidarité intertemporelle vis-à-vis de ses successeurs.

2. Une analyse critique des modèles traditionnels de crises de change

La multiplication des crises de change depuis l'été 1997 sur les marchés émergents a nourri un débat important sur la pertinence des modèles standard d'attaques spéculatives, et suscité de nombreuses tentatives de dépassement vers une troisième génération ou de réconciliation.

L'objet de cette partie est d'analyser les enseignements de la théorie récente sur les attaques spéculatives du point de vue d'une banque centrale. Au cœur des débats réside la question du caractère prévisible ou non des attaques spéculatives. On montre que les débats académiques restent encore largement ouverts, rendant les enseignements pour la politique économique difficiles à cerner précisément.

2.1. Certaines crises récentes ont montré la pertinence des modèles standard

À la suite de Garber [1998] et Flood et Marion [1998], on peut distinguer les deux générations de modèles de crises spéculatives.

2.1.1. Selon la *première génération* [Krugman, 1979 ; Flood et Garber, 1984a], dans un régime de taux de change fixe, la croissance excessive du crédit intérieur, en liaison notamment avec le financement monétaire des déficits, conduit à une diminution progressive des réserves de change qui se termine par une attaque spéculative. Le taux de change virtuel (*shadow exchange rate*), qui est le taux de marché qui prévaudrait si la devise flottait, initialement plus fort que la parité fixée, se déprécie progressivement et l'attaque se déclenche lorsqu'il devient égal au taux de marché observé. Cette attaque, motivée par la conviction des opérateurs que les autorités monétaires ne vont pas pouvoir poursuivre leur politique inflationniste sans abandonner le régime de change, se solde par l'épuisement des réserves en devises, qui sont achetées en totalité par les investisseurs, et par la dévaluation ou le flottement de la devise attaquée.

Dans cette première génération de modèles, qui expliquent d'une manière satisfaisante les crises mexicaine et argentine [Cumby et Van Wijnbergen, 1989 ; Blanco et Garber, 1986] du début des années quatre-vingt, les spéculateurs cherchent à maximiser leur

profit en scrutant l'évolution des réserves de change, tandis que l'État (la banque centrale) a un comportement mécanique et linéaire.

2.1.2. La *seconde génération* de modèles introduit des non-linéarités dans le comportement des autorités : le gouvernement devient un agent qui cherche à optimiser sa situation (bilan coûts/avantages de la préservation du régime de change). De plus, le moment de l'attaque devient arbitraire.

La création de ces modèles [Flood et Garber, 1984b ; Obstfeld, 1994], formalisés à la suite de la crise du SME, répond à certaines insuffisances du schéma d'analyse antérieur : aucun des pays dont la monnaie venait d'être attaquée n'affichait une croissance incontrôlée du crédit ; le montant des réserves n'avait pas constitué le facteur de rupture, ne serait-ce qu'en raison de la possibilité d'en emprunter ; les interventions étaient fréquemment stérilisées, perturbant la mécanique traditionnelle selon laquelle l'attaque sur les réserves conduit à une restriction de la masse monétaire ; enfin, plus généralement, certains pays affichaient des « fondamentaux » qui ne justifiaient pas une attaque de ce type ; celle-ci ne pouvant réussir que si les anticipations des spéculateurs prennent un caractère auto-réalisateur que semble confirmer l'analyse empirique [Jeanne, 1997].

Dès lors, la nouvelle génération de modèles se caractérise par la possibilité d'équilibres multiples et la présentation des gouvernements comme des agents « optimisateurs ». Dans ces conditions, les crises peuvent être imprévisibles et la probabilité de survie d'un régime de change tient à la résolution des autorités à payer le prix de sa conservation. De la sorte, des crises peuvent s'autojustifier, même lorsque les conditions macroéconomiques initiales sont compatibles avec le maintien de la règle de change, dans la mesure où l'attaque, en révélant le prix que le gouvernement est disposé à payer pour assurer la survie de ce régime, met d'elle-même en cause la soutenabilité de ce choix.

2.1.3. Quoique postérieure, la seconde génération de modèles ne semble pas périmer la première, sauf peut-être par l'apport déterminant de la possibilité d'équilibres multiples, de sorte que coexistent au moins deux types d'analyses, « *fundamentalists versus self-fulfilling crisis stories* », compliquant le jugement prescriptif.

En effet, dans l'expérience récente, on peut rattacher la crise russe (août 1998), voire la crise brésilienne (janvier 1999), au modèle de la première génération : la perte de réserves, associée à la crainte que l'incapacité à maîtriser les finances publiques ne conduise les autorités à recourir au financement monétaire, ont précipité une crise qui n'avait été retardée que par l'illusion, partagée par les spéculateurs, d'une garantie de renflouement extérieure reposant sur le droit de tirage sur les ressources du FMI associé à l'invocation du principe du « *too big to fail* » (trop important pour qu'on puisse tolérer le défaut de paiement).

Inversement, les attaques spéculatives sur l'ancrage monétaire (*currency board*) de Hong-Kong en octobre 1997, puis à plusieurs reprises courant 1998, illustrent, à leur manière, les vertus explicatives des modèles de seconde génération et la thématique des « victimes innocentes », même si aucune des attaques ne fut couronnée de succès. En octobre 1997, la crise a pris un tour apparemment aléatoire et frappé le dollar de Hong-Kong comme si certains acteurs de marché voulaient tester la résolution des autorités à défendre l'ancrage sur le dollar. Le mécanisme du *currency board* révèle immédiatement le coût de l'attaque sur l'économie, puisque la chute des réserves se répercute directement sur le niveau des taux d'intérêt ; il génère ainsi son propre antidote puisqu'il accroît automatiquement le coût de la spéculation.

À la fin du printemps 1998 est apparue une autre caractéristique des modèles de seconde génération : le caractère potentiellement autoréalisateur des attaques, puisqu'à ce moment les coûts de la défense précédente, associés aux coûts de la crise dans la région et à la faiblesse du yen contre dollar, entraînent inévitablement dans le calcul d'optimisation des autorités, qui semblaient plus vulnérables à une nouvelle attaque. De la sorte, Hong-Kong passait du statut de victime innocente à celui de cible de plus en plus vulnérable, puisque le ralentissement de l'activité et la fragilisation du secteur financier étaient jugés de nature à justifier une attaque gagnante. La capacité de résistance au choc spéculatif a largement tenu à la flexibilité de l'économie, mais aussi à la bonne compréhension des mécanismes microéconomiques de la spéculation de la part des autorités (cf. partie 3.3.).

Au total, du point de vue de ces dernières, les travaux sur les deux générations de modèles d'attaques spéculatives mettent en évidence les éléments suivants :

- les crises de première génération ont un rapport avec le comportement des fondamentaux : elles sont prévisibles et des indicateurs avancés peuvent avoir de l'importance [Eichengreen, Rose et Wyplosz, 1995 ; Kaminsky, Lizondo et Reinhart, 1997], même si leur vertu prédictive reste à démontrer pour les crises futures ;
- les crises de seconde génération sont imprévisibles. L'indice à suivre n'est pas tant ici l'ampleur des déséquilibres que la vulnérabilité de l'économie à la mise en œuvre des instruments de défense du taux de change. Dans un pays souffrant de forts déséquilibres, à l'exclusion d'une surévaluation manifeste du taux de change effectif réel, la défense d'une stratégie d'ancrage externe peut faciliter l'ajustement en permettant la mobilisation des instruments macroéconomiques en soutien d'un objectif nominal raisonnable. En revanche, même si les fondamentaux sont adaptés à la stratégie externe, la vulnérabilité de l'économie à l'utilisation des instruments de défense, à commencer par la hausse des taux d'intérêt, est déterminante : la capacité du secteur financier à résister à une tension des conditions monétaires, ou celle de l'économie à une tension sur les taux d'intérêt, selon leur maturité, sont particulièrement décisives. Dans le cas de la France en 1992 et 1993, la sensibilité de l'économie aux taux de long terme, plus grande qu'aux taux de court terme, a pu jouer un rôle dans le calcul d'optimisation des autorités : le choc de la tension sur les taux de court terme a moins d'impact sur les taux de long terme que ne l'aurait le choc de la dévaluation avec ses implications inflationnistes et son coût en termes de crédibilité.

L'existence de plusieurs modèles de crises spéculatives, surtout si leurs prescriptions sont différentes, complique néanmoins la tâche des autorités. Celles-ci doivent donc attacher la plus grande attention aux tentatives récentes de dépassement ou de réconciliation.

2.2. Des ajustements s'avèrent nécessaires pour rendre compte de l'origine bancaire des crises de change en Asie

Si la crise asiatique a remis en cause les vertus explicatives des modèles standard, il n'existe pas pour autant, à ce stade, de consensus sur un « paradigme » de rechange. On présentera sommairement certains résultats récents.

La crise asiatique semble échapper aux modèles standard pour deux raisons essentielles [Krugman, 1998] : d'une part, les fondamentaux budgétaires et monétaires n'étaient pas considérablement dégradés [World Bank, *The East Asian Miracle*, 1993] ; d'autre part, la capacité des autorités à résister à une attaque spéculative était forte en raison de la surchauffe économique observable dans beaucoup de pays de la zone. Surtout, la crise a révélé des déficiences structurelles graves dans les systèmes bancaires et financiers : c'est cette spécificité que les modèles actuels s'efforcent de prendre en compte.

2.2.1. Les tentatives de dépassement restent controversées

Plusieurs chercheurs s'efforcent de fonder une troisième génération de modèles [Krugman, 1998, 1999 ; Corsetti, Pesenti et Roubini, 1998] qui centrent l'analyse sur le problème de la vulnérabilité bancaire et financière des économies, des garanties implicites, et, sur la fragilité des bilans des agents économiques en raison, notamment, de l'ampleur de l'endettement externe [Krugman, 1999].

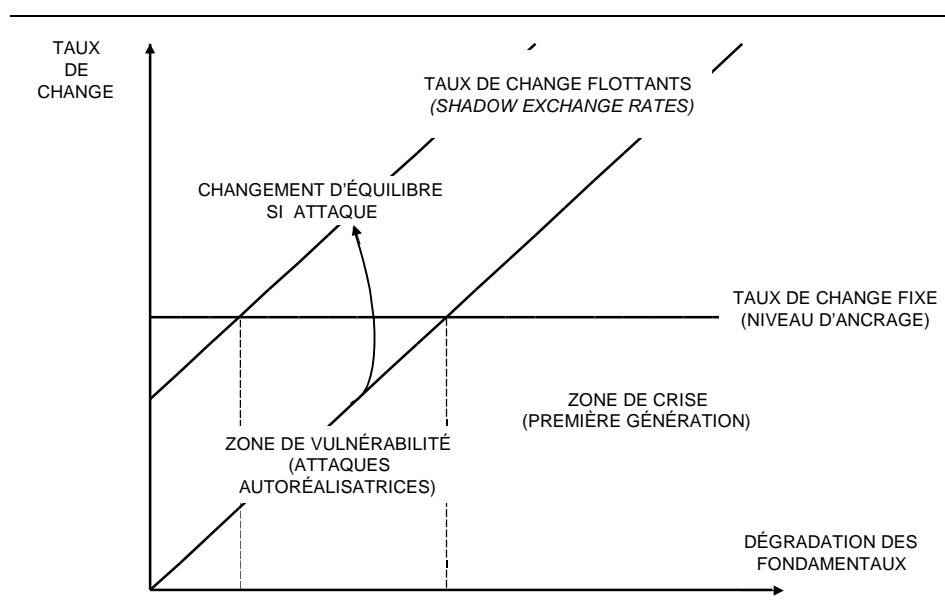
Pour les tenants de l'approche traditionnelle, au contraire, les deux générations de modèles conservent leur pertinence en tant que schémas explicatifs. Selon Garber [1998], toutes deux peuvent rendre compte des crises financières et des garanties implicites : dans les modèles de première génération, il suffit de relever que la garantie de l'État sur les dépôts constitue une composante implicite de la dette nationale, qui, lorsqu'elle devient explicite, peut précipiter des tentatives de monétisation [Calvo, 1998b] ; dans ceux de seconde génération, il suffit d'estimer que la réticence à imposer au secteur bancaire le coût d'une défense de la parité doit se voir affecter un poids important dans la fonction de bien-être social que l'État cherche à optimiser.

2.2.2. Des tentatives de réconciliation prometteuses

Krugman [1996] s'était efforcé de rapprocher les deux types de modèles en distinguant les conditions nécessaires et suffisantes de réussite de l'attaque spéculative, et en soulignant que c'est l'incertitude sur l'évolution des fondamentaux qui induit le caractère aléatoire de l'attaque. Plus récemment, Flood et Marion [1998] ont tenté une démarche analogue en s'appuyant sur les modèles de première génération augmentés d'un comportement d'optimisation de la part des gouvernements (minimisation d'une fonction de perte). De son côté, Dooley [1998] cherche également à s'appuyer sur ces mêmes modèles, mais en utilisant une dynamique de l'évolution des réserves de change dépendante du rôle d'assureur des engagements financiers du secteur privé que peut jouer l'État.

Au total, il ressort de ces efforts de synthèse que les fondamentaux de l'économie dont la monnaie est attaquée doivent se situer dans une certaine zone de fragilité pour que l'attaque spéculative puisse avoir un caractère autoréalisateur.

Ces travaux permettent d'approfondir progressivement la connaissance des crises de change et, depuis peu, des liens entre crise de change et crise bancaire [Kaminsky et Reinhart, 1996, 1998]. Les modèles empiriques s'efforcent ainsi de prendre en compte un faisceau de facteurs de vulnérabilité. Pour autant, les raffinements incorporés ne permettent pas aux modèles existants de rendre justice à la complexité des crises spéculatives actuelles. *En effet, le phénomène de la contagion, au cœur du processus de crise dans les années quatre-vingt-dix, reste mal connu.*



3. L'intégration des différents canaux de la contagion financière internationale reste embryonnaire

3.1. Les approches macrofinancières traditionnelles semblent insuffisantes

Dans son acception la plus large, le terme de « contagion » désigne le fait qu'une crise ou une attaque spéculative sur un marché accroît significativement la probabilité de tensions sur d'autres marchés, pouvant ainsi conduire à une succession de crises sur des marchés distincts ; l'observation historique de la propagation internationale des crises financières est très documentée [Kindelberger, 1978]. Ce phénomène de dominos peut se justifier fondamentalement par des similitudes ou des interdépendances macro-économiques ou financières entre les économies concernées, mais il convient de distinguer différentes formes de propagation.

3.1.1. La notion de débordement (*spillover*) désigne les effets de contagion constatés lorsqu'une crise sur un marché affecte les conditions macroéconomiques fondamentales des économies voisines (ou qui ont des liens étroits avec la première touchée).

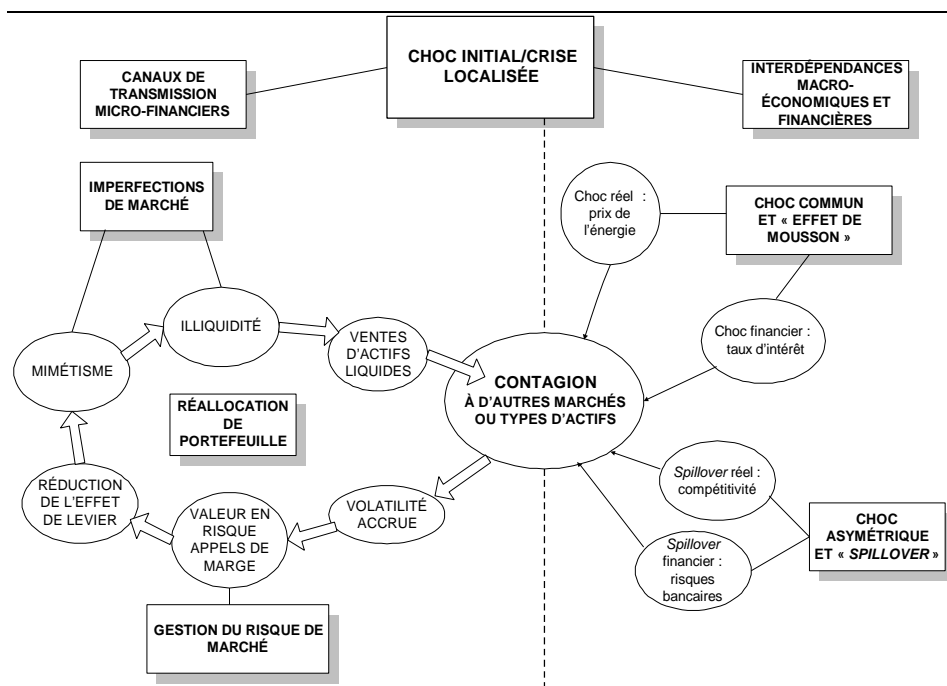
3.1.2. Cette interdépendance peut être commerciale, lorsqu'une première dévaluation réduit la compétitivité-prix des pays qui sont des partenaires commerciaux ou des concurrents à l'exportation [Eichengreen, Rose et Wyplosz, 1996 ; Glick et Rose, 1998]. Il en résulte des anticipations de dégradation des soldes courants des économies en question, qui peuvent précipiter de nouvelles crises.

Elle peut également être financière, lorsqu'une économie est dépendante des flux financiers en provenance du pays en crise, notamment si son système bancaire porte d'importantes créances sur ce dernier (cas du Japon vis-à-vis de l'Asie du Sud-Est).

3.1.3. L'« effet de mousson » [Masson et Mussa, 1995] désigne les circonstances où plusieurs économies sont affectées par un choc commun. Pour les marchés émergents, il s'agit généralement d'un événement qui trouve son origine sur les marchés des économies développées ; ainsi :

- la hausse des taux d'intérêt américains est souvent citée parmi les facteurs déclenchants de la crise de la dette du début des années quatre-vingt, ou comme une source lointaine de la crise mexicaine de 1995 ;
- la hausse du dollar/yen a pu jouer un rôle décisif dans la remise en cause des ancrages de change de l'Asie du Sud-Est pour des économies qui avaient jusque-là bénéficié de gains de compétitivité en s'ancrant au dollar.

Toutefois, l'événement peut aussi être un choc réel : ainsi la chute des prix de l'énergie, précipitée et entretenue par la crise asiatique, a constitué un choc commun pour de nombreuses économies émergentes productrices de pétrole ou de gaz (Indonésie, Russie, Mexique).



3.1.4. Masson [1998] préfère pourtant réserver l'appellation de « contagion pure » aux situations où une crise dans un pays en déclenche une autre ailleurs pour des raisons non expliquées par les fondamentaux macroéconomiques. Il s'agit alors d'un changement du sentiment de marché, ou dans l'interprétation de données pourtant inchangées. Ainsi, une première attaque spéculative réussie conduit les spéculateurs à s'interroger sur la solidité des régimes de change similaires, d'autant plus qu'ils ont obtenu une information supplémentaire sur la détermination des autorités du premier pays touché à subir le coût du maintien d'un ancrage [Eichengreen, Rose et Wyplosz, 1996]. Pour Goldstein [1998], la crise observée dans un premier pays constitue un signal (*wake up call*) qui conduit les opérateurs à réexaminer — ou à réévaluer — les fondamentaux des autres économies où ils ont investi et peut dès lors les amener à y liquider leurs positions. Ce type de contagion n'exonère pas totalement les autorités de leur responsabilité dans le déclenchement de la crise, car celle-ci n'est possible que si

les fondamentaux se situent dans une zone de relative fragilité, mais insuffisante à elle seule pour déclencher la crise [Jeanne, 1997].

Le rôle des différents canaux macrofinanciers de la contagion est à présent pris en compte dans certains modèles empiriques [Cartapanis, Dropsy et Mametz, 1999], mais la contagion pure y est généralement traitée comme le résidu non expliqué.

Cette analyse demeure donc incomplète tant que n'ont pas été identifiés les canaux microfinanciers de la contagion, ce qui ne peut être fait que sous l'angle de la gestion de portefeuille.

3.2. Les phénomènes microfinanciers de contagion pure restent mal appréhendés

La notion de contagion financière, telle qu'elle est perçue empiriquement, semble présenter de nombreuses caractéristiques communes avec les modèles de crise de change de la seconde génération, en particulier la non-linéarité :

- la contagion présente, comme l'attaque purement spéculative, un caractère largement imprévisible, au sens où le moment de son déclenchement est arbitraire ;
- le changement dans les anticipations des opérateurs a un caractère autoréalisateur et auto-entretenu ;
- plusieurs équilibres possibles coexistent pour des fondamentaux initialement identiques.

Cependant, ces modèles ont très généralement été développés pour étudier une crise localisée sur une devise, la contagion étant le plus souvent considérée comme un facteur aggravant. Afin d'étendre l'analyse à plusieurs marchés, Masson [1998] a souligné l'intérêt des modèles de panique bancaire [Diamond et Dybvig, 1983] : la contagion pure, à l'image d'une « telle panique », peut être décrite comme le saut d'un équilibre calme à une situation de panique sur l'ensemble des marchés ou pays concernés. La distinction opérée par Orléan [1996] entre « contagion mimétique » (limitée à un marché) et « contagion systémique » prend ici tout son sens.

En outre, l'adaptation des modèles d'attaque spéculative à l'étude de la contagion financière nécessite de se placer non pas du point de vue des autorités monétaires qui défendent ou non la monnaie attaquée, mais plutôt de celui du gestionnaire d'un portefeuille diversifié, qui seul permet d'avoir une vision d'ensemble des interactions entre les différents types d'actifs.

Certaines approches ont soulevé l'hypothèse de variations sensibles du degré d'aversion pour le risque des investisseurs comme facteur explicatif des fluctuations de marché de court terme [Persaud, 1996 ; Feldstein, 1999]. Il nous semble cependant peu vraisemblable qu'un paramètre de comportement soit plus volatil que les anticipations portant sur les fondamentaux ou sur le risque proprement dit (volatilité anticipée).

L'analyse des phénomènes de contagion sous un angle microfinancier nécessite par conséquent de tenir compte de la mécanique de la décision d'investissement ou de désinvestissement des opérateurs, ainsi que de la mise en œuvre des techniques de gestion du risque de marché.

3.2.1. L'analyse des *imperfections de marché* permet d'expliquer l'apparition d'anomalies et aide à la compréhension de décisions d'investissement en apparence irrationnelles (constitution d'une bulle, puis panique). S'il ne faut pas exclure la possibilité de l'existence d'*anticipations irrationnelles* chez certains investisseurs (contagion d'opinions, comportements chartistes, anticipations adaptatives), des décisions en apparence irrationnelles peuvent souvent être interprétées comme des réponses rationnelles à des déficiences de marché structurelles, dans lesquelles *l'imperfection de l'information et les phénomènes de mimétisme* jouent un rôle décisif (sur les marchés de change, cf. en particulier [Cartapanis, 1994 ; Girardin, 1994]). Le problème des asymétries d'information est d'ailleurs très généralement reconnu comme ayant un rôle décisif dans la dynamique des crises financières [Mishkin, 1998].

3.2.1.1. Un gestionnaire de portefeuille parfaitement rationnel prend ses décisions d'investissement sur la base de l'ensemble des informations disponibles. Mais l'information de marché n'est pas toujours uniformément distribuée et peut comporter un coût d'accès, en particulier lorsqu'il s'agit d'investir sur des marchés émergents. Pourtant, les bénéfices de la diversification sont tels qu'un opérateur peut avoir rationnellement intérêt à investir dans une devise dont il connaît mal les risques, dès lors qu'il observe que d'autres intervenants le font et que ce risque ne représente qu'une proportion minime de son portefeuille. La perception d'une garantie implicite peut d'ailleurs conforter cette décision (aléa moral).

En particulier, la concurrence entre gérants de fonds les conduit à imiter les stratégies d'investissement ou de liquidation de leurs pairs, vis-à-vis desquels leur performance sera évaluée. Le comportement des autres investisseurs constitue d'ailleurs une des principales informations disponibles, dont l'opérateur rationnel doit tenir compte.

La distinction traditionnelle entre agents informés ou non informés a produit une littérature importante sur les phénomènes de mimétisme, et le panurgisme (*herding*) qui en résulte [Banerjee, 1992]. Ainsi, lorsque certains opérateurs sont informés, et d'autres non, les variations de prix résultant des opérations des premiers peuvent comporter un contenu en information utile pour les seconds et affecter leurs anticipations de rendement. Si les opérateurs de marché prennent leurs décisions dans un certain ordre, des « chaînes mimétiques » peuvent ainsi se former, initiées par des « leaders de marché » supposés être mieux informés.

La possibilité pour certains intervenants à fort effet de levier de prendre des positions suffisamment importantes pour provoquer le saut vers un nouvel équilibre (crise de change) est une incitation supplémentaire pour beaucoup d'opérateurs à imiter les prises de positions d'intervenants majeurs, tels que les fonds spéculatifs ; ceci est vrai, *a fortiori*, lorsque ces fonds mettent en place leurs positions auprès de banques qui transmettent l'information concernant ces flux à leurs *proprietary desks*, lesquels prennent à leur tour des positions semblables.

Sans pouvoir expliquer parfaitement le facteur déclenchant du mouvement de contagion, la microéconomie de l'information de marché fournit donc des pistes utiles de compréhension. L'imperfection de l'information semble jouer non seulement dans la contagion des prises de positions d'un opérateur à l'autre, mais aussi dans l'extension des positions prises d'un marché à l'autre. La chute simultanée des marchés boursiers internationaux en octobre 1987, par exemple, a donné lieu à un modèle d'explication microfinancière de la contagion par le canal de l'information [King et Wadhwani, 1990] : une forte chute du prix des actifs sur un marché donné peut être interprétée comme une information sur le caractère surévalué des actifs sur les autres marchés, ceux-ci devant dès lors s'ajuster à la baisse. Plus récemment, Calvo

[1998] a proposé une explication de la contagion fondée sur la distinction entre investisseurs informés, utilisant l'effet de levier, et investisseurs non informés.

3.2.1.2. L'utilisation des techniques de *couverture dynamique* (*dynamic hedging*) est également souvent citée comme pouvant être à l'origine d'anomalies de marché, et peut, de ce fait, jouer un rôle dans la contagion. L'impact des techniques d'assurances de portefeuille sur l'équilibre de marché est connu [Gennotte et Leland, 1990]. Ainsi, une opération de protection de portefeuille consistant pour l'investisseur à acheter des options de vente (*put*) de l'actif détenu lui permet de s'immuniser contre la baisse de la valeur de cet actif au-delà d'un certain seuil. Mais cette protection aura pour contrepartie, chez le vendeur de l'option, des opérations de couverture (vente du « sous-jacent » lorsque son prix se rapproche du prix d'exercice de l'option) de nature à amplifier le mouvement de baisse. L'utilisation croissante d'instruments de couverture plus sophistiqués, tels que les options à barrière désactivante, peut aussi se traduire par des mouvements de prix cumulatifs sur le marché sous-jacent. Ainsi, le vendeur d'un tel *put* aura intérêt à vendre le sous-jacent, de sorte que la baisse du marché aboutisse à désactiver l'option ; une fois la barrière franchie, c'est l'acheteur de l'option qui a perdu la couverture que celle-ci lui procurait et qui doit vendre le sous-jacent pour se couvrir de nouveau.

Dans un environnement d'asymétrie d'information, les mouvements de prix résultant de telles opérations de couverture dynamique sont susceptibles d'être interprétés par les intervenants non informés comme justifiés par une révision en baisse de la valeur fondamentale des actifs concernés. Mais cette mécanique, qui peut rendre compte du déclenchement d'une crise sur un marché, n'explique pas, en soi, les phénomènes de contagion. Kodres et Pritsker [1998] mettent en évidence le rôle combiné des asymétries d'information et des opérations de couverture croisée (*cross market hedging*) sur les marchés dérivés dans la dynamique de la contagion.

Il convient pour cela de tenir compte de la pratique de la *couverture de substitution* (*proxy hedging*). Lorsqu'un portefeuille est investi sur des actifs relativement peu liquides, comme peuvent l'être les titres traités sur les marchés émergents du fait de la faible profondeur de ceux-ci, les opérations de couverture ne peuvent être qu'approximatives. Ces transactions sont réalisées sur un marché plus liquide, jugé *a priori* comme très corrélé au prix des actifs sous-jacents. Si tant est que ces corrélations soient appréciées objectivement, elles reposent au mieux sur des relations historiques, ne reflétant pas nécessairement l'actualité des fondamentaux ou du comportement des investisseurs.

Ainsi, un gestionnaire souhaitant se couvrir contre un risque concernant des titres d'un petit marché d'Amérique latine sera probablement amené à vendre des titres brésiliens ou mexicains ou à acheter des options de vente sur les principales devises de la zone, lorsqu'un marché d'options existe.

3.2.1.3. L'*horizon de court terme* de nombreux gestionnaires de portefeuille constitue un dernier facteur d'anomalies : l'évaluation de la performance et les modes de rémunération des gérants de fonds conduisent ceux-ci à rétrécir artificiellement leur horizon d'investissement [Artus, 1995]. Si un portefeuille de long terme (portefeuille investi en actions d'un fonds d'investissement par exemple) est valorisé quotidiennement aux prix de marché, sinon à des fins comptables, au moins pour des motifs légitimes de gestion du risque, le comportement du gestionnaire peut en être affecté, dans le sens d'une plus grande sensibilité aux variations de cours — telles que celles résultant des opérations de couverture précitées — qui ne sont pas nécessairement liées aux conditions fondamentales.

Au total, les anomalies de marché résultant de phénomènes identifiés de longue date (asymétrie d'information, techniques de couverture, horizon de court terme) jouent un

rôle non seulement dans la précipitation d'une crise, mais aussi dans sa transmission d'un marché à l'autre.

Cependant, la crise récente a également mis en lumière un paradoxe : il semble que les techniques de mesure et de contrôle statistique du risque de marché, désormais universellement reconnues comme étant de bonne gestion et utilisées de manière standard, aient joué un rôle décisif dans la contagion en accentuant l'interdépendance des actifs au sein d'un même portefeuille.

3.2.2. Les principales *méthodes de gestion du risque de marché* d'un portefeuille se distinguent essentiellement par leurs horizons temporels différents et leurs réactivités plus ou moins fortes aux évolutions de court terme. Le rôle de ces techniques dans le développement de la crise a notamment été souligné par Folkerts-Landau et Garber [1998].

3.2.2.1. La *définition d'un portefeuille de référence par la méthode de la frontière efficiente* est une technique qui s'inscrit dans la durée. Les performances et la volatilité de l'ensemble des portefeuilles considérés sont examinées sur la plus longue période disponible pour les séries de prix, et si possible sur la durée d'un cycle économique entier. Le portefeuille efficient est alors choisi comme celui qui, eu égard à une aversion pour le risque donné, offre le meilleur rapport rendement/risque, c'est-à-dire le meilleur rendement pour un niveau de risque donné ou le risque le plus faible pour un objectif de rendement donné. L'horizon auquel un tel portefeuille de référence est valable est illimité tant que l'aversion pour le risque de l'investisseur ne change pas et que les événements de marché ne viennent pas durablement modifier la forme de la frontière efficiente.

3.2.2.2. En revanche, la valorisation du portefeuille aux prix de marché constitue une méthode non seulement de mesure de performance, mais aussi de contrôle du risque, qui s'applique sur un horizon très court. La mesure, désormais standard, du risque de marché d'un portefeuille par la méthode de la *valeur en risque* (VAR) [Longerstae, 1996], qui repose sur l'hypothèse d'une liquidation immédiate de l'ensemble du portefeuille aux prix du marché, relève du même horizon temporel court : le risque de perte maximum à intervalle de confiance donné est généralement mesuré à l'horizon d'une journée, sur la base des évolutions de prix les plus récentes (les six derniers mois par exemple, avec une pondération plus forte pour les données de volatilité historique les plus récentes).

En période de calme, le portefeuille efficient se comporte conformément aux relations historiques de long terme en termes de volatilité et de corrélation, et bénéficie pleinement des avantages de la diversification. Ce portefeuille, reproduit par le gestionnaire, comporte de ce fait une VAR relativement réduite.

En revanche, dès lors que survient une période de tension, le pic de volatilité enregistré sur le prix des actifs constituant le portefeuille se répercute dans la VAR, qui devient soudain disproportionnée par rapport au risque qu'accepte de prendre l'investisseur. Les exigences prudentielles impliquent alors de réduire drastiquement le ratio VAR/capital pour le faire revenir vers son niveau de départ, ce qui ne peut être réalisé instantanément que par la liquidation de certains actifs.

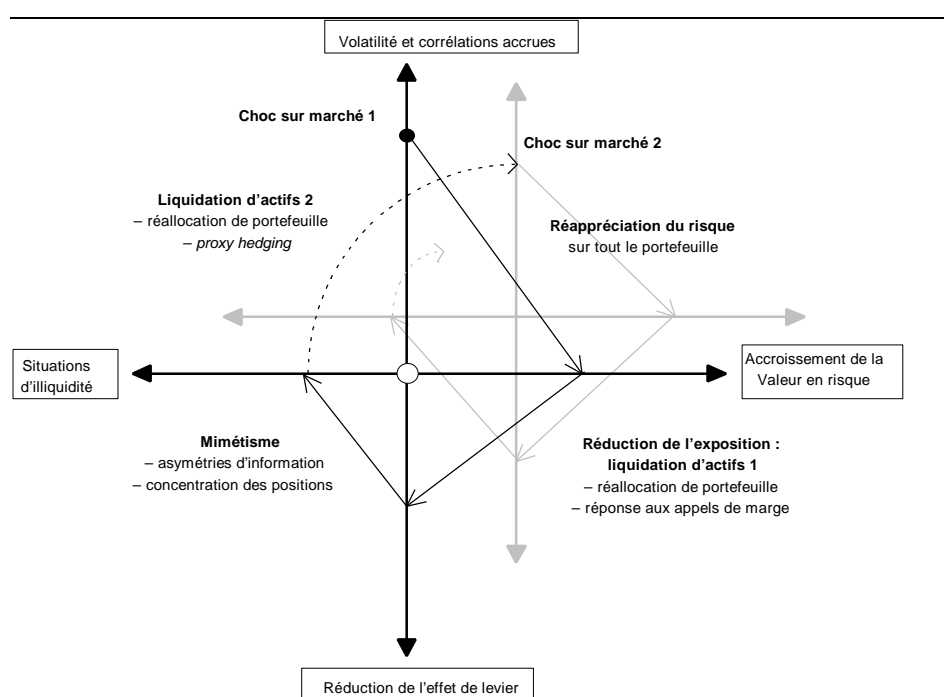
On notera que la mesure du risque de marché par la VAR n'a pas vocation à prendre en compte :

- le risque de crédit, dont la réalisation est pourtant plus probable en période de tension : or le défaut d'une contrepartie se traduit par l'apparition d'un risque de marché spécifique, qualifié de risque de remplacement ;
- le risque de liquidité : les conditions de marché ne permettent pas nécessairement de céder l'ensemble du portefeuille aux prix courants, en particulier lorsque ces ventes

sont effectuées simultanément par un grand nombre d'investisseurs utilisant les mêmes modèles de gestion du risque.

Ces opérations pourraient, en principe, concerner les actifs les plus risqués, pas nécessairement les plus liquides, mais ceux qui viennent de se déprécier le plus : l'allègement du portefeuille va donc vraisemblablement s'effectuer également par la vente d'actifs voisins, de manière à réduire l'exposition au risque tout en procédant à des prises de bénéfices. Mais, ce faisant, les cessions d'actifs destinées à rééquilibrer le risque du portefeuille contribuent à entretenir la volatilité sur des marchés d'actifs de plus en plus variés, et à donner au processus un caractère auto-entretenu. La volatilité peut ainsi se communiquer d'une classe d'actifs à l'autre.

Le schéma ci-dessous illustre la manière dont les méthodes de gestion du risque, combinées à certaines imperfections de marché, entretiennent une « spirale » de la contagion d'une catégorie d'actifs à une autre.



3.2.2.3. Parallèlement, la valorisation du portefeuille aux prix de marché, qui est systématiquement effectuée dans le cas des instruments à effet de levier, joue un rôle spécifique dans la contagion : appliquée aux contrats futurs, ou à la garantie d'une opération de pension livrée, elle conduit à des appels de marge si la valeur du sous-jacent ou de la garantie s'est dépréciée ; afin de faire face à ses obligations contractuelles, notamment lorsque l'appel de marge s'effectue en liquidités, le gestionnaire peut être amené à céder d'autres titres de son portefeuille par le biais d'opérations parfois qualifiées de « ventes de détresse ».

La période d'ajustement de la composition du portefeuille, qui se fait rapidement mais pas instantanément, constitue le cœur de la contagion financière. Ce réaménagement produit des effets-retours positifs, qui entretiennent le mouvement d'ajustement, jusqu'à la réalisation d'un nouvel équilibre. La composition du portefeuille optimal résultante est très différente de la précédente : beaucoup moins diversifiée, elle est concentrée sur les actifs réputés les plus sûrs, c'est-à-dire les titres d'État des marchés de référence. Lorsque la crise des économies émergentes s'est transmise aux marchés d'actifs des pays développés, un pic de volatilité a ainsi été constaté sur les obligations d'État aux États-Unis et en Europe. En conséquence, les opérateurs se sont reportés

temporairement sur les titres les plus courts, moins sensibles au risque de taux, dans un mouvement qualifié de course à la liquidité.

Au total, de même qu'il peut exister des équilibres multiples pour un régime de change, dès lors que les autorités sont confrontées à un dilemme de politique économique, il existe des équilibres multiples pour la composition du portefeuille optimal d'un investisseur confronté à deux impératifs : enregistrer sur moyen terme une performance positive, mesurée par rapport à un portefeuille de référence de long terme, et contrôler à très court terme son exposition au risque.

3.3. Les implications pour la politique économique

3.3.1. L'approche macrofinancière de la contagion valide l'utilisation d'*indicateurs avancés* du risque de crise. Parallèlement, les canaux microfinanciers de la contagion révèlent la nécessité du suivi d'*indicateurs contemporains* de la crise, permettant d'apprécier le degré de tension, et l'opportunité d'une réponse monétaire.

3.3.2. La compréhension des ressorts microfinanciers de la contagion, en particulier des positions prises par les spéculateurs, permet aux autorités d'élaborer une réponse plus spécifique, telles que les interventions de la Haute autorité monétaire de Hong-Kong sur le marché boursier pour contrer le double jeu de la spéculation simultanée sur le change et les actions ⁵).

3.3.3. L'approche microfinancière met en lumière la nécessité d'améliorer les conditions d'un fonctionnement efficient des marchés financiers :

- les problèmes d'asymétrie d'information peuvent être, pour partie, résolus par une transparence accrue de la part des autorités publiques et des intervenants privés ;
- le poids de certains intervenants renforce la nécessité d'une plus grande transparence des opérateurs privés, mais soulève également le débat sur l'opportunité de la régulation du recours à l'effet de levier ;
- le manque de liquidité doit être abordé sous deux aspects : s'agissant des marchés émergents, ce problème ne sera partiellement résolu que lorsque ces marchés seront arrivés à maturité, ce qui passe par la consolidation des systèmes financiers domestiques. Plus complexe est la question de l'assèchement ponctuel de la liquidité sur des segments majeurs du marché mondial des capitaux : ce phénomène, observé sur les principaux marchés obligataires, mais aussi sur le dollar/yen en octobre 1998, soulève le problème de la gestion du risque de système [Aglietta, 1998].

Surtout, les techniques de gestion du risque de marché doivent encore être perfectionnées : le recours systématique aux « *stress tests* », le raffinement des outils d'analyse des phénomènes de corrélation, le développement de mesures de « liquidité en risque » et l'utilisation de données alternatives à la volatilité historique dans les mesures de *valeur en risque* sont des pistes à explorer. À cet égard, l'utilisation de la volatilité implicite doit être encouragée, car elle permet de prendre en compte de manière plus fine, dans la mesure du risque, les phénomènes d'asymétrie et les événements extrêmes anticipés par les opérateurs. Reste qu'il semble difficile

⁵ Les spéculateurs prenaient des positions courtes simultanées sur le dollar de Hong-Kong et le Hang Seng (Bourse de Hong-Kong), gagnantes en cas de dévaluation, comme de non-dévaluation, la hausse mécanique des taux d'intérêt consécutive à la baisse des réserves déprimant le marché des actions.

d'imaginer une technique de gestion du risque de marché pour un portefeuille diversifié qui n'entraîne pas, en période de tension, des phénomènes de contagion par la course à la qualité.

Le coût du crédit aux entreprises

Entre début octobre 1998 et début janvier 1999, les taux moyens des crédits aux entreprises se sont réduits. Sur un an, la baisse des taux s'est poursuivie. (Résultats de l'exploitation de 3 945 déclarations portant sur la période du 4 au 15 janvier 1999)

Évelyne FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Évolution au cours du trimestre

Entre début octobre 1998 et début janvier 1999, les taux moyens des crédits aux entreprises se sont réduits

Les baisses des taux, qui ont concerné les prêts de toute nature, se sont étagées de 0,01 point pour les autres crédits à court terme à 0,14 point pour l'escompte et les crédits à moyen et long termes.

Entre fin octobre 1998 et fin janvier 1999, le taux de base bancaire est resté stable, à 6,55 %.

En janvier, l'Eonia s'est établi à 3,14 % en moyenne mensuelle, l'Euribor à un mois à 3,16 % et celui à trois mois à 3,13 %.

Appréciées selon la nature des concours et les tranches de montant, les évolutions de taux ont été plus contrastées

Les variations se sont étagées de + 0,39 point pour l'escompte d'un montant compris entre 500 000 francs et 2 000 000 de francs (ou 76 225 euros et 304 898 euros) à - 0,56 point pour l'escompte d'un montant compris entre 300 000 francs et 500 000 francs (ou 45 735 euros et 76 225 euros).

2. Évolution sur un an

Entre janvier 1998 et janvier 1999, les taux moyens des prêts aux entreprises marquent tous des baisses, comprises entre 0,27 point pour les autres prêts à court terme et 1,12 point pour les découverts

L'examen par montant fait ressortir une diminution de taux pour toutes les tranches de montant, quelle que soit la nature de crédit retenue, allant de 0,03 point pour les découverts d'un montant compris entre 300 000 francs et 2 000 000 de francs (ou 45 735 euros et 304 898 euros) à 1,70 point pour les autres prêts à court terme d'un montant compris entre 100 000 francs et 300 000 francs (ou 15 245 euros et 45 735 euros).

Sur la même période, le TBB est resté stable, à 6,55 %.

Entre fin janvier 1998 et fin janvier 1999, le TMO s'est réduit de 1,28 point.

Taux observés

(en pourcentage)

Catégories de crédit	Par tranche de montant en milliers de francs (et en euros)						Ensemble (taux moyen)
	≤ 100	>100 et ≤ 300	> 300 et ≤ 500	> 500 et ≤ 2 000	> 2 000 et ≤ 10 000	> 10 000	
	(≤ 15 245)	(> 15 245 et ≤ 45 735)	(> 45 735 et ≤ 76 225)	(> 76 225 et ≤ 304 898)	(> 304 898 et ≤ 1 524 490)	(> 1 524 490)	
Escompte							
moyen	7,69	7,81	6,90	6,65	5,03	ns	5,22
Taux minimum	3,28	3,74	3,85	3,13	3,36	ns	
Taux maximum	9,99	9,99	9,99	9,99	8,55	ns	
Découvert							
moyen	9,34	8,63	7,33	6,71	4,95	4,08	4,71
Taux minimum	4,06	3,72	3,43	3,59	3,20	3,43	
Taux maximum	12,57	12,55	12,45	10,75	8,50	8,55	
Autres court terme							
moyen	5,93	5,91	5,96	5,43	4,19	3,87	3,98
Taux minimum	3,50	3,89	3,47	3,40	3,41	3,30	
Taux maximum	9,85	9,99	9,65	9,55	5,50	5,93	
Moyen et long termes							
moyen	5,37	5,19	5,07	5,00	4,77	(4,16)	4,41
Taux minimum	3,50	3,38	4,10	3,35	3,66	(3,49)	
Taux maximum	8,31	8,29	7,55	7,80	6,50	(5,40)	

NB : Les taux issus de moins de 30 observations sont entre parenthèses.

ns : non significatif

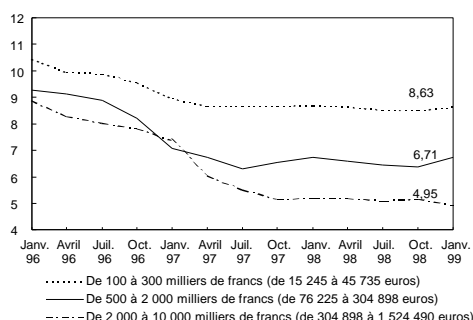
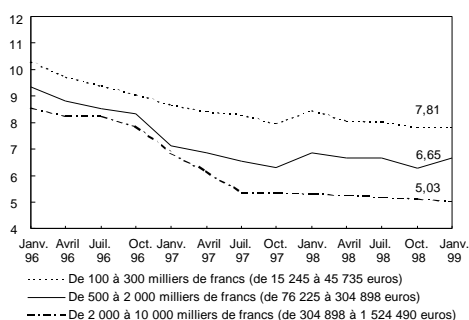
Évolution des taux observés lors des enquêtes

Escompte

Découvert

(en pourcentage)

(en pourcentage)

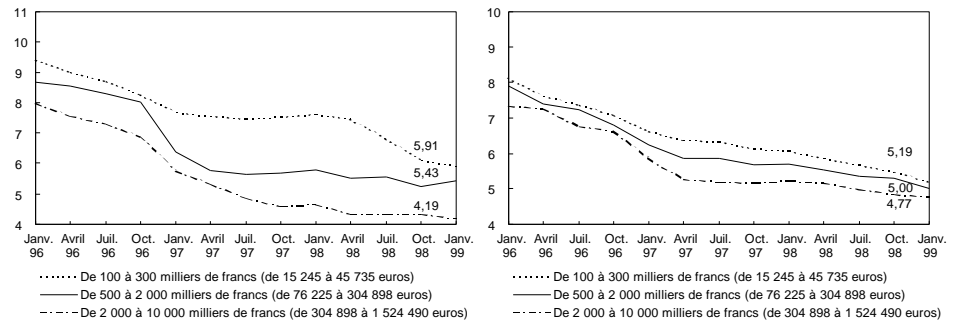


Autres court terme

Crédits à moyen et long termes

(en pourcentage)

(en pourcentage)



Enquête sur le comportement des entreprises en 1998

Méthodologie de l'enquête

L'enquête sur le comportement des entreprises en 1998 a été menée par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France auprès de 8 563 firmes de l'industrie et du bâtiment et du génie civil, soit un taux de représentativité de 46 % pour les entreprises industrielles et de 20 % pour les entreprises du bâtiment et du génie civil. Collectées dès le début de l'année, sans attendre l'arrêté des comptes de l'exercice, les données recueillies comportent une large part d'évaluation : elles doivent donc être interprétées avec prudence, notamment en ce qui concerne l'investissement et l'excédent brut d'exploitation. Les chefs d'entreprise interrogés ont également fait part de leurs intentions d'investissement en immobilisations corporelles et en dépenses immatérielles d'informatique pour 1999, ainsi que de leurs prévisions d'évolution du chiffre d'affaires, des exportations, des effectifs et de la destination des investissements prévus pour l'année à venir dans l'industrie et le bâtiment. Les informateurs interrogés ont, de plus, indiqué dans quelle mesure les perspectives d'évolution de la demande, le niveau de leur endettement et des taux d'intérêt influencent leur décision d'investir. Les principaux résultats de cette enquête sont présentés ci-après.

Le contenu détaillé de cette enquête est disponible sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr).

En 1998, les résultats des entreprises industrielles ont été, dans l'ensemble, en hausse sensible et se révèlent nettement supérieurs aux prévisions formulées par les chefs d'entreprise lors de l'enquête précédente. Dans le bâtiment et le génie civil, l'activité a continué de se redresser pour la deuxième année consécutive ; en outre, pour la première fois depuis 1995, la production s'est accrue dans le secteur du bâtiment.

L'investissement industriel a également été dynamique, grâce à un rebond sensible des dépenses dans le secteur manufacturier ; il est, par contre, demeuré déprimé dans le bâtiment et le génie civil.

En 1999, l'activité industrielle devrait ralentir dans l'ensemble, sous les effets conjugués d'une nouvelle décélération des exportations et d'un moindre soutien du marché intérieur. La production serait en très légère hausse dans le bâtiment et le génie civil.

L'investissement demeurerait cependant dynamique, malgré une moins bonne orientation des perspectives de demande ; le niveau particulièrement attractif des taux d'intérêt devrait, en effet, soutenir l'investissement en 1999.

Bénédicte FOUGIER
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Les entreprises industrielles

Le dynamisme de l'activité des entreprises manufacturières a permis une forte progression de l'investissement en 1998. En 1999, les perspectives d'évolution de l'activité et de l'investissement apparaissent encore favorables.

En 1998, l'activité des entreprises industrielles s'est inscrite en hausse sensible, sous l'effet, notamment, de la bonne tenue de la demande interne.

Le chiffre d'affaires a ainsi augmenté de 6 % en valeur, comme en 1997, et l'excédent brut d'exploitation s'est inscrit en forte hausse pour la deuxième année consécutive (+ 11 %, comme en 1997, contre une baisse de 8 % en 1996). Les exportations ont crû, quant à elles, à un rythme plus modéré (+ 8 %, après + 13 % l'année précédente).

Les grandes comme les petites et moyennes entreprises ont globalement vu leur activité nettement progresser en 1998, mais la situation apparaît plus contrastée au niveau sectoriel.

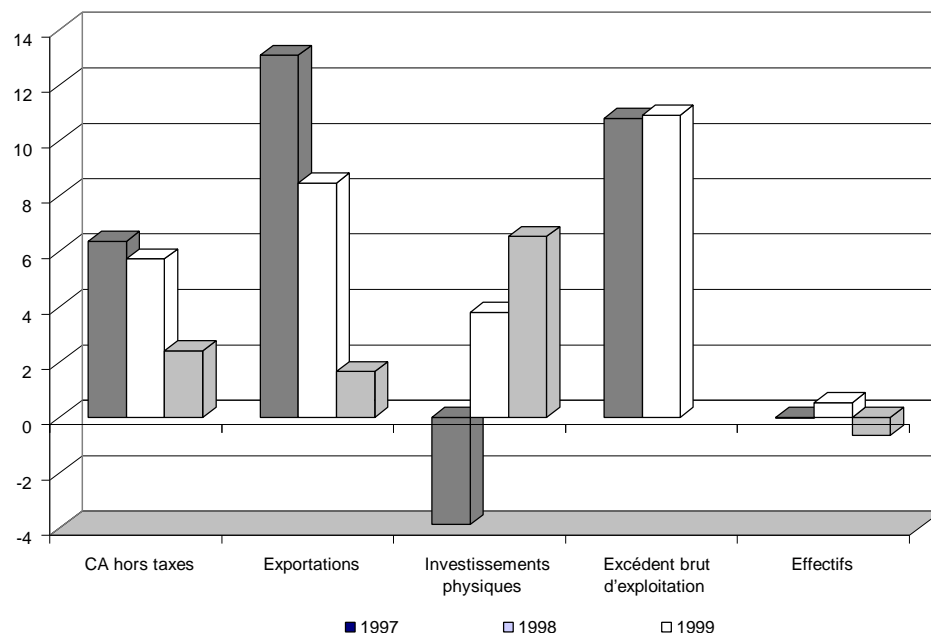
Ainsi, seuls l'industrie automobile et les biens de consommation connaissent une progression de leur chiffre d'affaires supérieure à celle de l'année précédente (respectivement + 16 %, après + 5 % et + 6 %, contre + 4 %). Le secteur de l'industrie automobile a, en effet, bénéficié d'une hausse particulièrement sensible des exportations, tant des constructeurs que des équipementiers automobiles (+ 22 % et + 20 % respectivement), et nettement supérieure à celle observée en 1997 (+ 14 %), sous l'effet, principalement, de la vigueur de la demande intra-européenne.

Dans les autres secteurs, les ventes à l'étranger ont été nettement moins vigoureuses en 1998 que l'année précédente, en raison de la détérioration de l'environnement international. Les industries agro-alimentaires, en particulier, connaissent, pour la première fois depuis 1991, une légère baisse du volume de leurs exportations. Dans le secteur manufacturier, les biens intermédiaires ont également été fortement touchés par la décélération de la demande étrangère adressée à la France ; en particulier, l'industrie textile et le secteur de la chimie, du caoutchouc et du plastique ont enregistré une stagnation de leurs exportations.

Les ventes sur le marché intérieur, au contraire, se sont globalement accrues à un rythme supérieur en 1998 (et ce, quelle que soit la taille de l'entreprise considérée ou son secteur d'activité), grâce à la bonne orientation de la demande des ménages et de l'investissement des entreprises. Ainsi, les ventes du secteur des biens de consommation ont progressé de 6 % en 1998 (+ 4 % en 1997), malgré un ralentissement de ses exportations (+ 6 %, après + 10 %) ; la demande interne a été particulièrement vive dans la pharmacie, la parfumerie et les produits d'entretien.

Évolution de l'activité dans l'industrie en 1997 et 1998 et prévisions pour 1999

(en pourcentage)



Les effectifs des entreprises industrielles, qui s'étaient stabilisés l'année précédente, se sont accrus de 0,5 % en 1998. À l'exception des biens intermédiaires, tous les secteurs ont connu des créations nettes d'emplois. Des diminutions d'effectifs ont de nouveau été observées dans les grandes entreprises ; ce sont, toutefois, les plus faibles baisses relevées depuis le début de l'enquête en 1982.

En 1999, l'activité devrait continuer de progresser, à un rythme toutefois moindre que celui observé au cours des deux années précédentes, en raison, principalement, d'un nouveau ralentissement des exportations.

Le chiffre d'affaires des entreprises industrielles devrait ainsi augmenter de 2 % dans l'industrie et de 3 % dans le secteur manufacturier ; cette hausse serait légèrement plus accentuée dans les petites et moyennes entreprises que dans les entreprises de plus de 500 salariés.

En 1999, le secteur des biens d'équipement serait le plus dynamique, malgré une décélération assez sensible des ventes à l'étranger. La progression du chiffre d'affaires serait, en effet, soutenue par une forte hausse des ventes de l'industrie des équipements électriques et électroniques (+ 7 %). Dans les autres secteurs, le ralentissement de l'activité serait plus prononcé. Les biens de consommation continueraient toutefois de bénéficier d'une demande étrangère encore vigoureuse. Dans l'industrie automobile, le chiffre d'affaires ne s'accroîtrait que de 3 %, après une année exceptionnelle. Dans les biens intermédiaires, la décélération de l'activité serait encore plus marquée, le chiffre d'affaires ne devant progresser que de 1 % en 1999, malgré un rebond de la production dans l'industrie du bois et du papier (+ 4 %) et une orientation toujours favorable de l'activité dans l'industrie des composants électriques et électroniques. Dans les industries agro-alimentaires, les prévisions des chefs d'entreprise sont favorablement orientées dans l'industrie des viandes (après avoir enregistré une baisse de 1 % du chiffre d'affaires en 1998) et dans les industries alimentaires diverses.

Ce ralentissement de l'activité se traduirait par une baisse de 0,6 % des effectifs des entreprises industrielles (– 0,7 % dans les secteurs manufacturiers). Les plus fortes diminutions seraient observées dans la construction automobile (– 5,0 %, contre + 3,1 % en 1998) et dans l'industrie textile (– 2,1 %, contre – 2,4 % en 1998). Seules les entreprises de moins de 100 salariés anticipent de nouveau une hausse de leurs effectifs.

L'investissement physique des entreprises industrielles a augmenté de 4 % en valeur en 1998 et de 7 % dans l'industrie manufacturière, après s'être contracté de 4 % en 1997 (– 3 % dans l'industrie manufacturière l'année précédente). Il devrait encore se redresser en 1999 (+ 7 % en valeur dans l'industrie et + 6 % dans le secteur manufacturier). Par ailleurs, les investissements immatériels en dépenses informatiques ont de nouveau connu une forte hausse en 1998 (+ 24 %, contre + 12 % en valeur en 1997).

Les réalisations constatées en 1998 apparaissent donc inférieures aux prévisions formulées lors de l'enquête précédente (+ 9 % pour l'industrie, + 11 % pour le seul secteur manufacturier), en raison, principalement, d'une nette contraction des dépenses en immobilisations corporelles dans les industries agro-alimentaires et d'une stagnation des investissements dans les biens de consommation. Conformément aux prévisions formulées lors de l'enquête précédente, l'investissement a été particulièrement dynamique dans les biens intermédiaires et dans les entreprises de taille moyenne.

En 1999, l'investissement serait favorablement orienté dans tous les secteurs ; après la forte hausse observée en 1998, il ne progresserait toutefois que modérément dans les biens intermédiaires et se replierait légèrement dans les entreprises de 100 à 500 salariés.

Les investissements immatériels en dépenses informatiques sont apparus particulièrement dynamiques en 1998 dans la perspective du passage à l'an 2000 et à l'euro (+ 24 %) ; les plus fortes hausses ont été observées dans les entreprises moyennes de moins de 500 salariés et, par secteurs, dans l'industrie automobile et les biens de consommation. En 1999, les investissements immatériels en informatique se ralentiraient (+ 15 % en valeur), sous l'effet, notamment, d'une baisse anticipée de 29 % dans l'industrie automobile.

Les perspectives de demande apparaissent, dans l'ensemble, moins bien orientées pour 1999 qu'elles ne l'étaient l'année précédente. Alors que le solde des réponses (favorables, moins défavorables) atteignait 48 % pour l'industrie en 1998, il s'établit cette année à 36 % seulement (37 % pour le secteur manufacturier) et ne s'élève qu'à 31 % dans les biens intermédiaires. Le niveau de l'endettement est très majoritairement considéré comme ayant une influence nulle sur les projets d'investissement (62 % pour le total de l'industrie), alors que le niveau particulièrement bas atteint par les taux d'intérêt a un impact favorable beaucoup plus prononcé qu'en 1998 sur la décision d'investir, surtout pour les petites entreprises. Ainsi, le solde des opinions atteint 40 % cette année (32 % lors de l'enquête précédente) pour l'ensemble des entreprises, soit le plus fort taux observé depuis le début de l'enquête.

Les investissements physiques du secteur industriel concerneraient encore très majoritairement des investissements de renouvellement en 1999.

2. Les entreprises du bâtiment et du génie civil

Pour la deuxième année consécutive, l'activité a légèrement augmenté dans le bâtiment et le génie civil.

Comme en 1997, la production s'est inscrite en hausse de 2 % dans l'ensemble (+ 3 % dans le bâtiment, après - 1 % en 1997, et + 0 % dans le génie civil, contre + 8 % l'année précédente). Elle s'est légèrement repliée dans les grandes entreprises (- 1 %, contre + 6 % l'année précédente), a progressé de 2 % dans les entreprises de taille moyenne et s'est plus nettement accrue dans les petites (+ 5 %).

L'excédent brut d'exploitation des entreprises du bâtiment et du génie civil s'est de nouveau fortement redressé (+ 23 %, après + 19 % en 1997). En sensible hausse dans les petites et moyennes entreprises, il s'est toutefois replié dans les entreprises de plus de 500 salariés, après une progression de 33 % l'année précédente.

Les effectifs se sont de nouveau contractés, à un rythme proche de celui de 1997. Comme l'année précédente, et malgré le ralentissement de l'activité observé, des créations nettes d'emplois ont eu lieu dans le génie civil (+ 1,7 %, après + 2,7 %), alors que les pertes d'emplois se ralentissaient dans le bâtiment (- 1,7 %, après - 3,0 %). Les plus fortes baisses ont été enregistrées dans les entreprises de plus de 500 salariés, alors que les effectifs des petites entreprises augmentaient de 0,9 %.

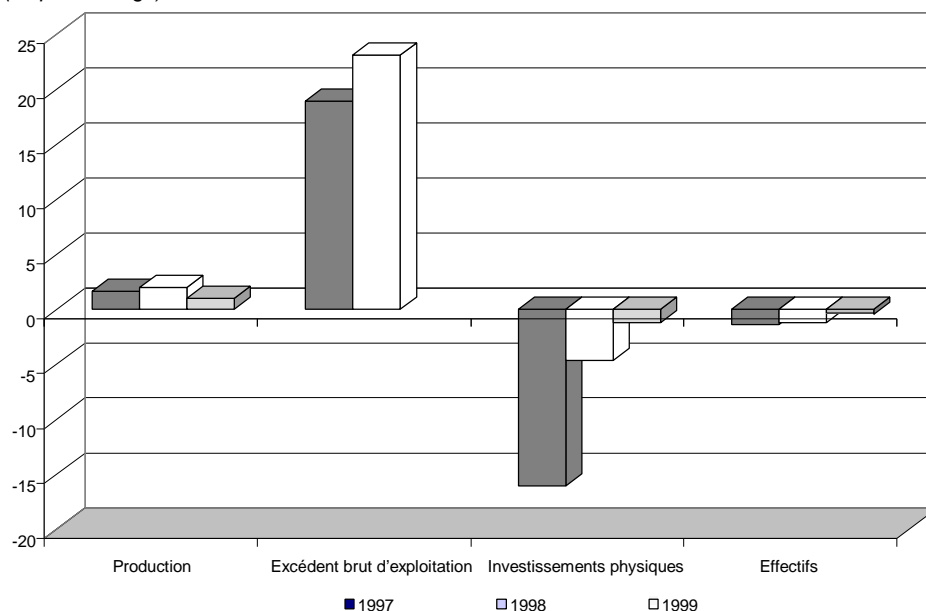
En 1999, l'activité serait en très légère hausse dans le bâtiment (+ 1 %) et de nouveau stable dans le génie civil.

Le gros œuvre serait, en 1999, le secteur le plus dynamique, alors que la production n'augmenterait que de 1 % dans le second œuvre.

Les effectifs devraient de nouveau diminuer, mais à un rythme nettement inférieur à celui observé au cours des années précédentes. Une stabilisation de l'emploi serait observée dans le bâtiment, pour la première fois depuis 1991.

Évolution de l'activité dans le bâtiment et le génie civil en 1997 et 1998 et prévisions pour 1999

(en pourcentage)



Les dépenses d'investissement ont de nouveau diminué en 1998 dans le bâtiment (– 16 %, contre – 21 % en 1997), alors qu'elles se redressaient fortement dans le génie civil (+ 33 %, après – 4 %). En 1999, les investissements physiques connaîtraient une baisse de 1 %.

En 1998, les grandes et moyennes entreprises ont, cependant, sensiblement accru leur dépenses en immobilisations corporelles (+ 21 %). En 1999, les entreprises de plus de 500 salariés devraient de nouveau augmenter leurs investissements (+ 4 %).

Les perspectives de demande apparaissent toutefois mieux orientées que lors de l'enquête précédente. Le solde des opinions (favorables, moins défavorables) atteint ainsi 26 %, contre 15 % auparavant. Comme pour l'industrie, c'est le niveau des taux d'intérêt qui apparaît le facteur le plus favorable à la décision d'investir (le solde des opinions atteint en effet 55 %, contre 30 % lors de l'enquête précédente).

Les investissements projetés pour 1999 seraient, pour 91 %, du renouvellement de matériel.

Industrie

Réalisations constatées en 1998

(évolution en pourcentage entre 1997 et 1998)

	Chiffre d'affaires hors taxe	Expor- tations	Excédent brut exploitation	Effectifs	Investis- sements corporels	Investis- sements immatériels en informatique
<i>Industrie manufacturière (EC à EF)</i>	6	8	13	0,5	7	25
Biens de consommation (EC)	6	6	3	0,8	0	55
Industrie automobile (ED)	16	22	112	3,6	3	60
Biens d'équipement (EE)	7	11	5	0,3	5	10
Biens intermédiaires (EF)	3	2	6	- 0,1	14	24
<i>Industries agro-alimentaires (EB)</i>	1	- 1	3	1,2	- 12	24
Ensemble de l'industrie (EB à EF)	6	8	11	0,5	4	24
Entreprises employant :						
Moins de 100 salariés	5	6	6	1,9	2	46
De 100 à 499 salariés	4	5	6	1,7	10	50
500 salariés et plus	6	10	14	- 0,3	2	14

Prévisions d'évolution pour 1999

(évolution en pourcentage entre 1998 et 1999)

	Chiffre d'affaires hors taxe	Expor- tations	Effectifs	Investis- sements corporels	Investis- sements immatériels en informatique
<i>Industrie manufacturière (EC à EF)</i>	3	2	- 0,7	6	14
Biens de consommation (EC)	4	6	- 0,7	5	21
Industrie automobile (ED)	3	2	- 3,3	10	- 29
Biens d'équipement (EE)	6	4	- 0,5	15	15
Biens intermédiaires (EF)	1	1	- 0,6	2	18
<i>Industries agro-alimentaires (EB)</i>	1	- 2	0,1	12	29
Ensemble de l'industrie (EB à EF)	2	2	- 0,6	7	15
Entreprises employant :					
Moins de 100 salariés	4	6	0,8	8	42
De 100 à 499 salariés	3	3	- 0,1	- 1	25
500 salariés et plus	2	1	- 1,2	10	7

Industrie – investissements corporels prévus pour 1999

Facteurs influençant les projets d'investissement —

Destinations des investissements et date anticipée de réalisation

	Influence des facteurs sur les projets d'investissement			Destination des projets d'investissement		Date de réalisation anticipée des investissements	
	(a)			(b)		(b)	
	Évolution prévue de la demande	Niveau d'endet- tement	Niveau des taux d'intérêt	Augmen- tation des capacités de production	Moderni- sation ou renouvel- lement	Premier semestre	Second semestre
<i>Industrie manufacturière (EC à EF)</i>	37	16	40	27	73	43	57
Biens de consommation (EC)	39	13	42	28	72	42	58
Industrie automobile (ED)	59	28	24	16	84	52	48
Biens d'équipement (EE)	40	9	38	31	69	43	57
Biens intermédiaires (EF)	31	20	42	29	71	41	59
<i>Industries agro-alimentaires (EB)</i>	32	11	42	27	73	48	52
Ensemble de l'industrie (EB à EF)	36	14	40	27	73	44	56
Entreprises employant :							
Moins de 100 salariés	38	22	53	28	72	44	56
De 100 à 499 salariés	36	16	43	27	73	46	54
500 salariés et plus	36	11	35	27	73	42	58

(a) Solde des réponses — favorables moins défavorables — en pourcentage

(b) Évolution en pourcentage

Bâtiment et génie civil

Réalisations constatées en 1998 et prévisions pour 1999

	Production		EBE		Effectifs		Investis- sements corporels		Influence des facteurs sur les projets d'investissement en 1999 (a)		
	(b)		(b)		(b)		(b)		(a)		
	1998	1999	1998	1999	1998	1999	1998	1999	Évolution prévue de la demande	Niveau d'endet- tement	Niveau des taux d'intérêt
<i>Bâtiment</i>	3	1	35	- 1,7	0,0	- 16	0	31	21	52	
Gros œuvre	3	3	83	- 1,7	0,2	- 12	- 1	26	24	43	
Second œuvre	4	1	16	- 1,7	- 0,1	- 21	3	32	20	55	
<i>Génie civil</i>	0	0	6	1,7	- 0,8	33	- 2	19	57	71	
Bâtiment et génie civil	2	1	23	- 1,2	- 0,1	- 5	- 1	26	27	55	
Entreprises employant :											
Moins de 100 salariés	5	1	26	0,9	0,5	- 20	- 8	42	26	52	
De 100 à 499 salariés	2	2	51	- 0,1	- 0,3	21	- 5	31	26	50	
500 salariés et plus	- 1	0	- 8	- 2,7	- 0,6	21	4	8	41	67	

(a) Solde des réponses — favorables moins défavorables — en pourcentage

(b) Évolution en pourcentage