

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 66

JUIN 1999

Sommaire

Éditorial

Actualité

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

Études

La situation économique à l'étranger

Bilan des premiers mois de fonctionnement de *Target*

Les flux d'investissements directs de la France avec l'étranger en 1998

Les flux de portefeuille dans la balance des paiements de 1998

Opérations internationales des banques résidentes
au quatrième trimestre 1998

Les crédits au logement consentis aux ménages en 1998

Achevé de rédiger le 10 juin 1999

Éditorial

La reprise de l'activité à partir du second semestre de 1996, puis plus nettement en 1997 et en 1998, a conduit à d'importantes créations d'emplois : 200 000 en 1997, puis 400 000 en 1998, dont 300 000 dans le secteur marchand non agricole, c'est-à-dire un glissement annuel de 2,2 %. On a pu ainsi constater que le seuil de croissance au-delà duquel l'économie française crée des emplois avait vraisemblablement baissé. Parallèlement, un ralentissement des gains de productivité par tête dans les branches marchandes a pu être observé. Mesurée sur la base du rapport de la valeur ajoutée en volume sur les effectifs occupés, la croissance de la productivité apparente du travail est revenue de 2,3 % en 1997 à 1,7 % en 1998. La productivité n'a donc pas évolué en 1998 de façon procyclique, contrairement à ce que l'on observe généralement du fait des retards dans l'ajustement de l'emploi : elle n'a pas accéléré lorsque la croissance du PIB en volume passait de 2,0 % à 3,2 % entre 1997 et 1998. En d'autres termes, le « cycle de productivité » a été très atténué.

Pour évaluer le lien entre emploi et productivité, la productivité apparente du travail est insuffisante ; elle n'est qu'une mesure partielle et imparfaite de l'efficacité de l'économie. Elle dépend non seulement de l'intensité capitaliste, donc de l'investissement en capital physique, mais aussi du progrès technique. Ce dernier, encore appelé « productivité globale des facteurs », peut se définir comme toute hausse de la production qui ne s'explique pas par le recours à un volume accru de capital ou de travail. C'est, en définitive, la variable clef de la croissance. Elle synthétise, à l'échelle de l'ensemble de l'économie, le potentiel d'élévation du niveau de vie et il n'y a donc pas de contradiction entre l'augmentation de la productivité ainsi définie et l'amélioration de la situation de l'emploi.

Au niveau microéconomique, il n'existe pas d'ambiguïté sur la nécessité d'exploiter les gains de productivité, condition de réussite et de survie sur des marchés concurrentiels. Il en va de même au niveau macroéconomique, puisque des gains de productivité conduisent à une augmentation de la production potentielle, comme à un accroissement des revenus disponibles et de la consommation. Les gains de productivité permettent aussi, grâce à des économies d'échelle et de gamme, une diversification de la consommation, phénomène qui accompagne généralement l'amélioration du niveau de vie. L'investissement des entreprises est ainsi stimulé par l'accroissement de la production et l'amélioration de l'efficacité productive. Le niveau plus élevé de l'activité a une influence positive sur la demande de main-d'œuvre et l'emploi.

Les travaux de l'OCDE ont montré que la productivité globale des facteurs s'est ralentie dans la plupart des pays industrialisés après le premier choc pétrolier, au moment où le chômage a commencé à monter. En France, la croissance de la productivité globale des facteurs, qui s'établissait à 3,7 % en moyenne de 1960 à 1973, est ainsi revenue à 1,6 % de 1973 à 1979, puis à 1,3 % de 1979 à 1996. En Allemagne, la progression a été, respectivement, de 2,6 %, 1,8 % et 1,2 %. Les États-Unis ont connu une évolution semblable, avant qu'une reprise ne se dessine à partir de 1996. En dépit du caractère récent de ce mouvement aux États-Unis, il est désormais assez largement admis qu'il ne s'agit pas là seulement d'un phénomène conjoncturel, mais plutôt d'un nouveau mode de croissance fondé sur l'utilisation accrue de l'informatique et la diffusion des nouvelles technologies. Le secteur des technologies de l'information et de la communication a ainsi créé, de façon directe et indirecte, 1,2 million d'emplois aux États-Unis entre 1990 et 1997. Sur la période correspondante, la France créait dans les mêmes secteurs 90 000 emplois nets.

Il existe donc, dans ce domaine, un important potentiel de développement de nature à accroître la productivité globale de l'économie, la croissance et l'emploi.

Mais il ne convient pas seulement de favoriser les activités à haute technologie et à forte valeur ajoutée requérant une main-d'œuvre très qualifiée. En France, comme dans beaucoup d'autres pays développés, la part des services dans la valeur ajoutée et dans l'emploi ne cesse d'augmenter : la part relative du tertiaire dans l'emploi total à la fin de 1998 s'établissait en France à 65,0 % (dont les deux tiers pour le seul secteur marchand), contre 72,3 % aux États-Unis. Cependant, la France souffre encore d'un moindre développement de la gamme des services offerts.

Or, de nombreux besoins solvables demeurent insatisfaits, notamment dans le domaine des services à la personne. Il existe certainement là des sources de création de valeur ajoutée. Il peut ainsi apparaître nécessaire de développer certaines activités de services dont la productivité est *a priori* plus faible que dans le reste de l'économie et qui sont relativement plus intenses en travail qualifié. Cela doit passer par une plus grande flexibilité dans l'organisation du travail, mais aussi par une modération des coûts salariaux. La relance de ces secteurs peut alors finir par y dégager aussi des gains de productivité. C'est

la voie choisie par certains pays comme les États-Unis qui, tous secteurs confondus, ont connu des créations d'emplois très importantes.

De façon générale, il convient de rappeler que ce type de développement ne peut porter tous ses fruits que si l'émergence des activités nouvelles n'est pas contrariée à court terme par une mauvaise affectation des ressources productives, bloquant le processus de réallocation des emplois. Il importe donc de poursuivre les efforts entrepris au cours de ces dernières années, afin d'accroître la fluidité de l'ensemble des marchés : marché du travail, marché des biens, y compris le financement de l'innovation par le marché financier.

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

Le premier trimestre 1999 a été caractérisé par une progression moins soutenue de l'activité dans l'industrie et dans les services marchands

La publication des comptes nationaux dans la nouvelle base 1995 et en données cvs-cjo a confirmé le caractère soutenu de la croissance en 1998 (+ 3,2 %, après + 2,0 % en 1997) et a permis de relativiser la déconnexion observée au travers des comptes en base 1980 entre l'évolution de l'activité dans l'industrie et celle des services marchands sur la seconde partie de l'année 1998.

Ainsi, l'activité, bien qu'en sensible décélération, a continué de progresser dans l'industrie au second semestre 1998 — la valeur ajoutée des branches industrielles augmentant de 0,3 % sur cette période, contre une estimation de - 0,5 % en base 1980 —, alors que le soutien des services marchands à la croissance apparaît, à présent, nettement moindre — la valeur ajoutée de ce secteur s'étant accrue de 1,3 % au second semestre 1998, contre une estimation de 2,4 % en base 1980.

Au premier trimestre 1999, la valeur ajoutée de l'industrie et des services marchands n'a crû que très légèrement (+ 0,2 % pour l'industrie et + 0,1 % pour les services marchands, contre, respectivement, + 1,0 % et + 0,9 % au trimestre précédent). Le dynamisme du secteur du bâtiment s'est confirmé, la valeur ajoutée de ce secteur progressant de 2,1 % au premier trimestre, après + 1,7 % au trimestre précédent.

Au total, le produit intérieur brut a progressé de 0,3 % au premier trimestre de 1999, contre une hausse de 0,7 % au trimestre précédent, et de 2,3 % sur un an, contre 2,7 % (+ 3,5 % au premier trimestre 1998). À la fin du premier trimestre, l'acquis de croissance atteint 1,3 %.

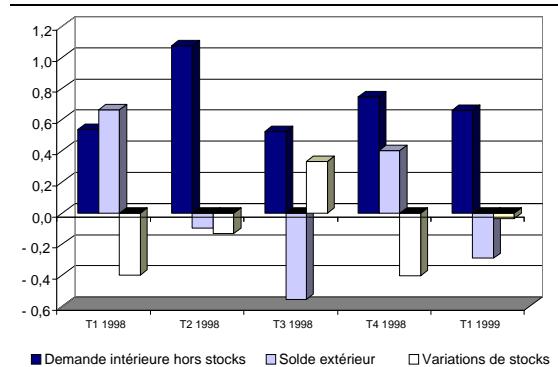
L'analyse des composantes du PIB montre que la contribution des dépenses de consommation des ménages à la croissance a été nettement plus faible en début d'année, alors que l'investissement, par contre, accélérerait fortement :

– les dépenses de consommation des ménages n'ont ainsi progressé que de 0,3 % au premier

trimestre de l'année et ont contribué à hauteur de 0,1 point à la croissance trimestrielle. Ce ralentissement sensible du rythme de croissance trimestrielle des dépenses de consommation des ménages est dû, en particulier, au repli conjoncturel des achats des ménages en énergie et en produits alimentaires. Hors énergie et alimentation, les dépenses des ménages se sont accrues de 0,5 % au premier trimestre 1999, soit un rythme proche de celui observé au cours des trimestres précédents (+ 0,6 % au quatrième trimestre 1998) ;

- les dépenses individualisables des administrations publiques (qui correspondent à des prestations en nature, comme le remboursement de médicaments ou l'allocation-logement, auparavant incluses dans la consommation des ménages en base 1980) se sont accrues de 0,5 %, comme le trimestre précédent, sous l'effet, en particulier, d'une forte hausse des achats de produits médicaux et des dépenses de santé (représentant près de 50 % de cette composante) qui contribuent à hauteur, respectivement, de 0,23 point et de 0,15 point, à la progression des dépenses individualisables des APU au cours de ce trimestre ;
- l'investissement est apparu particulièrement dynamique au premier trimestre 1999 (+ 2,2 %), connaissant sa plus forte progression trimestrielle depuis le quatrième trimestre 1989. Il contribue à hauteur de 0,4 point à l'activité du premier trimestre 1999 et son glissement annuel continue d'accélérer, à 6,8 %, contre 5,4 % au trimestre précédent.

Contribution des principales composantes du PIB à sa croissance trimestrielle



Source : INSEE

L'investissement des entreprises est en hausse de 2,0 % au premier trimestre 1999 et contribue pour 0,2 point à l'évolution du produit intérieur brut. Il a été particulièrement dynamique en biens d'équipement (+ 2,3 %, après + 0,7 % au trimestre précédent).

L'investissement des ménages a continué de se redresser au premier trimestre de l'année : + 3,5 %, progression la plus forte enregistrée depuis le deuxième trimestre 1994, après + 2,8 % au quatrième trimestre 1998. Il contribue à hauteur de 0,2 point à la variation du PIB ;

- les stocks, qui avaient été reconstitués à hauteur de 7,1 milliards de francs 1995 au dernier trimestre de 1998, n'ont augmenté que de 1 milliard au premier trimestre 1999 et fournissent ainsi une contribution négative (– 0,3 point) à la croissance pour cette période.

Un déstockage des produits manufacturés a, en effet, été observé (– 0,9 milliard de francs, contre + 2,4 milliards au trimestre précédent), en particulier dans les biens intermédiaires, où le mouvement s'est fortement accentué au premier trimestre (– 8,9 milliards de francs, contre – 5,5 milliards au trimestre précédent) ;

- les échanges extérieurs ont eu une contribution nulle à la croissance du premier trimestre, après une contribution négative de 0,4 point au trimestre précédent. Les exportations se sont repliées de 1,1 % et les importations de 1,0 %. Le rythme de croissance des exportations de biens et services est devenu légèrement négatif au premier trimestre (– 0,1 %) pour la première fois depuis le troisième trimestre 1993. Le glissement annuel des importations a atteint 1,0 %, contre 13,2 % un an auparavant.

Le produit intérieur brut et ses composantes en 1998 et en 1999

Données en francs constants et en données cvs-cjo – Base 1995

	(variations trimestrielles en pourcentage)						
	1998				1999		
	T1	T2	T3	T4	Année	T1	Acquis
PIB	0,8	0,8	0,3	0,7	3,2	0,3	1,3
Importations	2,6	1,6	0,3	0,2	9,3	- 1,0	- 0,3
Dépenses de consommation des ménages	0,6	1,3	0,5	0,7	3,5	0,3	1,4
Dépenses de consommation des APU	0,3	0,2	0,0	0,4	1,0	0,5	0,8
FBCF totale	0,9	1,7	1,3	1,4	5,3	2,2	4,4
dont :							
<i>FBCF des SQS et EI</i>	0,9	1,7	1,3	0,8	6,3	2,0	4,1
<i>FBCF des ménages</i>	- 0,8	3,0	- 1,6	2,8	2,5	3,5	5,6
Exportations	0,8	0,8	1,6	- 1,4	6,9	- 1,1	- 1,1
Stocks en milliards de francs 1995 (a)	12,2	10,3	- 1,2	7,1	28,4	1,0	–
Contributions à la croissance							
Solde extérieur	- 0,4	- 0,1	0,3	- 0,4	- 0,3	0,0	
Demande intérieure hors stocks	0,5	1,1	0,5	0,8	3,1	0,6	
Variation de stocks (a)	0,7	- 0,1	- 0,6	0,4	0,4	- 0,3	

(a) Hors acquisitions nettes d'objets de valeur

Source : INSEE (Comptes trimestriels base 1995)

L'activité industrielle apparaît mieux orientée à la fin du premier trimestre

Selon les données issues des comptes nationaux trimestriels en base 1995, la production des branches manufacturières a progressé de 0,2 % au premier trimestre 1999, contre + 0,9 % au trimestre précédent (respectivement – 0,1 % et + 1,1 % pour la production industrielle dans son ensemble).

Le secteur des biens d'équipement s'est révélé le plus dynamique (+ 1,2 %, après + 0,8 %).

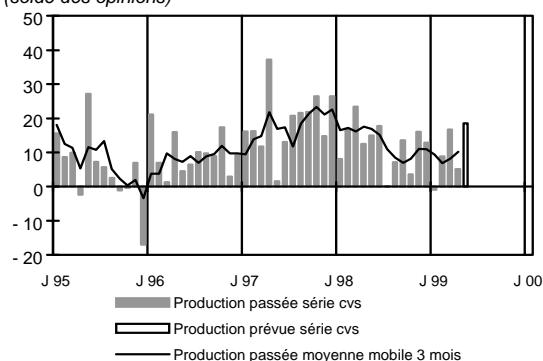
Après avoir touché un point bas durant les deux premiers mois de l'année, l'activité industrielle a nettement progressé, en mars, dans tous les secteurs, grâce à un redressement sensible de la

demande, particulièrement celle d'origine étrangère.

Au cours du mois d'avril, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle n'a guère varié dans l'ensemble, après le rebond observé en mars. Les évolutions sectorielles sont apparues contrastées : en net progrès dans les industries des biens d'équipement, la production est restée pratiquement stable dans les biens intermédiaires et les biens de consommation, alors qu'elle fléchissait dans l'automobile et les industries agro-alimentaires.

La production dans l'industrie

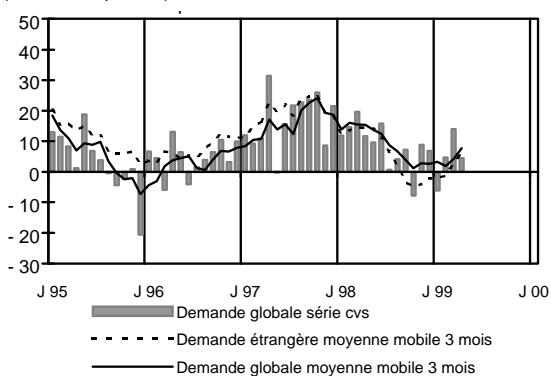
(solde des opinions)



La demande, tant d'origine interne qu'externe, a enregistré un certain tassement. Les ventes à l'étranger continuent de bénéficier du dynamisme du marché américain et de la vigueur du dollar ; par ailleurs, la reprise du courant d'ordres en provenance de l'Asie du Sud-Est se confirme. Le marché européen apparaît, pour sa part, moins porteur : les exportations vers l'Allemagne et le Royaume-Uni, notamment, sont moins soutenues.

La demande dans l'industrie

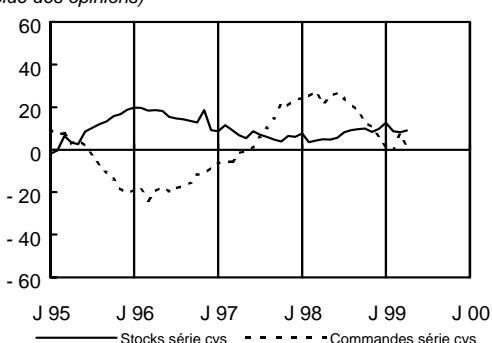
(solde des opinions)



Les carnets de commandes se sont légèrement dégarnis dans l'ensemble. Toujours étoffés dans les biens d'équipement, ils sont jugés proches de la normale dans les biens de consommation et dans les industries agro-alimentaires mais insuffisants dans les biens intermédiaires. Les stocks sont estimés un peu supérieurs au niveau désiré, sauf dans l'automobile où ils sont considérés comme inférieurs à la normale.

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

(solde des opinions)



Par ailleurs, dans la zone euro, la production industrielle a diminué de 0,2 % au premier trimestre 1999 par rapport au trimestre précédent.

Au deuxième trimestre, la production devrait être mieux orientée, selon les dernières enquêtes européennes de conjoncture. En mai, la confiance des industriels s'est ainsi redressée pour le deuxième mois consécutif. Cette amélioration concerne tant leurs perspectives de production que le niveau des carnets de commandes et des stocks et touche la quasi-totalité des pays de la zone.

En mai, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a progressé dans tous les secteurs. La demande globale s'est raffermie. La vigueur du marché interne s'appuie surtout sur la bonne orientation de la consommation des particuliers et le dynamisme de l'industrie automobile. À l'exportation, des progrès sont enregistrés sur les marchés de l'Amérique du Nord et de l'Asie du Sud-Est ; en Europe, les exportations pâtissent du ralentissement des ordres en provenance d'Italie et, à un moindre degré, d'Allemagne. Les carnets de commandes se sont accrus dans l'ensemble : ils sont désormais jugés correctement garnis dans tous les secteurs, y compris dans les biens intermédiaires où ils retrouvent un niveau proche de la normale. Les stocks, globalement stables, demeurent un peu supérieurs au niveau désiré, sauf dans l'automobile où ils apparaissent inférieurs à la normale. Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer de progresser dans l'ensemble des secteurs.

Toujours en progression dans le bâtiment, l'activité s'améliore dans les services marchands

Le rythme de progression de logements mis en chantier au cours des trois derniers mois (février, mars et avril) a ralenti, pour s'établir à 9,7 % par rapport à la période correspondante de 1998, contre + 22,4 % le mois précédent, selon les résultats du ministère de l'Équipement. Cette décélération, attendue, provient principalement de l'arrêt du dispositif « Périssol ».

Dans les services marchands, après un début d'année en demi-teinte, l'activité a progressé dans la plupart des branches, selon l'enquête de la Banque de France portant sur les mois de mars-avril, à l'exception de l'ingénierie technique où elle est restée stable. Dans le travail temporaire, en particulier, l'activité s'est redressée en liaison avec une demande un peu plus dynamique, confirmant ainsi la meilleure orientation de l'activité industrielle.

Le rythme de croissance de la consommation reste soutenu

La légère baisse des dépenses des ménages en produits manufacturés en avril ne devrait pas remettre en cause le soutien de cette composante à la croissance

La consommation des ménages en produits manufacturés a diminué de 0,2 % au mois d'avril (données cvs-cjo en base 1995), contre + 0,7 % le mois précédent, sous l'effet, notamment, d'une contraction de 3,5 % des dépenses des ménages en textile-cuir. Hors automobiles, ce repli est nettement plus accentué (- 1,4 %) et intervient après une hausse sensible le mois précédent (+ 1,5 %). Malgré cette baisse enregistrée en avril, les dépenses des ménages en produits manufacturés continuent d'apparaître dynamiques depuis le début de l'année. Elles ont, en effet, augmenté de 1,8 % en données cumulées sur les quatre premiers mois de 1999, contre + 1,4 % sur la période correspondante de 1998. Leur rythme annuel de croissance reste également soutenu (+ 4,1 % en avril, après + 5,2 % le mois précédent).

En mai 1999, le rythme de croissance des immatriculations de voitures particulières neuves a quelque peu fléchi par rapport au mois précédent (+ 8,3 % en données brutes, contre + 12,3 % en avril). Sur l'ensemble du deuxième trimestre, leur progression devrait néanmoins rester soutenue puisque, à la fin du mois de mai, leur acquit de croissance par rapport au deuxième trimestre 1998 atteint 46,4 % en données brutes.

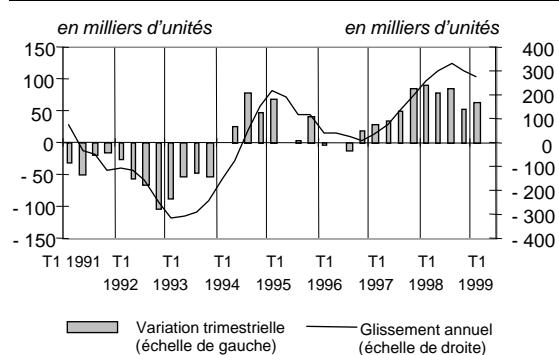
L'indicateur résumé des opinions des ménages s'est très légèrement replié en mai 1999 et retrouve son niveau de la fin de 1998. Cependant, il reste mieux orienté qu'il ne l'était un an auparavant.

Des créations d'emplois toujours dynamiques

Au premier trimestre de 1999, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles s'est accru de + 0,4 % (comme au trimestre précédent), soit une création nette de 61 200 postes, contre 51 700 au quatrième trimestre 1998. En glissement sur un an, 273 900 emplois ont été créés, contre 259 500 un an auparavant (soit + 2,0 %, après + 2,2 % le trimestre précédent et + 1,9 % un an auparavant). Hors industrie, le rythme de création d'emplois s'est accéléré au cours de ce trimestre (+ 0,7 %, après + 0,5 % le trimestre précédent), sous l'effet, principalement, d'une progression plus vive des créations d'emplois dans le secteur tertiaire (+ 0,8 % sur le trimestre, contre + 0,6 % au quatrième trimestre 1998).

Effectifs salariés

Secteurs marchands non agricoles



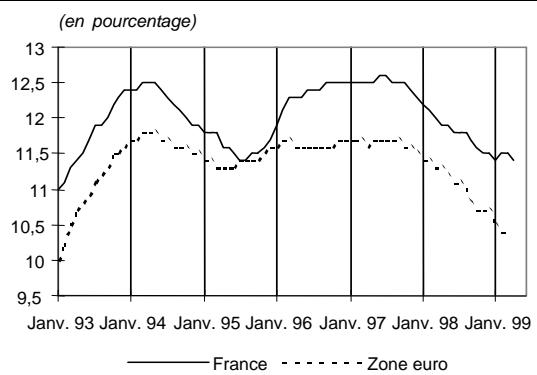
Source : Dares

Par ailleurs, en avril 1999, le nombre de demandeurs d'emploi de catégorie 1 (ayant travaillé moins de 78 heures dans le mois) a diminué de 17 000 personnes (soit - 0,6 % sur le mois et - 4,9 % sur un an).

Le nombre de demandeurs d'emploi inscrits depuis plus d'un an à l'ANPE s'est réduit de 0,3 % en avril 1999. Il représente, à la fin de ce mois, 39,0 % des demandeurs d'emploi de catégorie 1. Sur un an, il décroît de 5,1 %.

Le taux de chômage s'établit ainsi à 11,4 % de la population active, en baisse de 0,1 point sur le mois et de 0,5 point sur un an. Dans la zone euro, le taux de chômage a atteint 10,4 % en avril, contre 11,1 % un an auparavant.

Taux de chômage au sens du BIT



Sources : Dares, Eurostat

Une progression un peu moins soutenue des salaires

L'indice du taux de salaire horaire de base des ouvriers a progressé de 0,5 % au cours du premier trimestre de 1999. Cette variation, très légèrement supérieure à celle enregistrée au premier trimestre 1998 (+ 0,4 %), apparaît globalement modérée par rapport aux augmentations traditionnellement enregistrées en cette période de l'année (+ 0,6 % au premier trimestre 1997, + 0,8 % sur la période correspondante de 1996 et de 1995).

Le rythme de croissance de cet indicateur a, par ailleurs, continué de ralentir, pour s'établir à 1,9 % au début de 1999, contre 2,0 % au trimestre précédent et 2,4 % au premier trimestre de 1998.

Sur les trois premiers mois de 1999, le pouvoir d'achat du taux de salaire horaire de base des ouvriers a progressé de 0,2 %, compte tenu d'une hausse des prix à la consommation, hors tabac, de 0,3 % sur le trimestre. Au cours des trois mois précédents, le gain de pouvoir d'achat avait été de 0,3 %, en raison d'une stabilité des prix sur cette période. En glissement annuel, le gain de pouvoir d'achat a atteint 1,6 % (1,8 % le trimestre précédent).

L'investissement apparaît comme la composante la plus dynamique de la demande interne

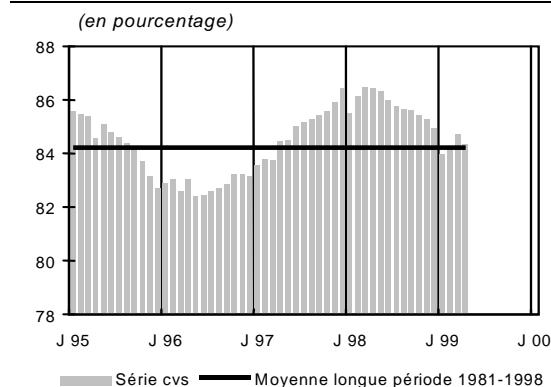
La publication des données des comptes nationaux portant sur le premier trimestre 1999 a fortement relativisé la révision à la baisse des prévisions d'investissement des chefs d'entreprise de l'industrie pour 1999, constatée dans l'enquête d'avril de l'INSEE.

Selon les résultats de celle-ci, les chefs d'entreprise anticipent, pour 1999, une progression en valeur de 4 % de leurs investissements dans l'industrie (contre 5 % lors de l'enquête de janvier) et de 3 % seulement dans l'industrie manufacturière (contre 5 %).

Toutefois, selon les derniers résultats des comptes nationaux, l'investissement des entreprises non financières a fortement progressé au premier trimestre 1999 (+ 2 %), démentant les anticipations à la baisse de l'activité qui avait été appréhendée par les enquêtes de conjoncture dès le second semestre 1998.

À court terme, l'investissement industriel devrait demeurer dynamique, comme le montre l'amélioration des perspectives de production dans les biens d'équipement, constatée depuis mars par les enquêtes mensuelles de conjoncture de la Banque de France. D'autre part, la croissance des surfaces autorisées de bâtiments industriels demeure très élevée (+ 58,8 % si l'on compare les mois de février, mars et avril 1999 aux trois mois correspondants de l'année précédente), ce qui contribuerait également à soutenir l'investissement des entreprises au second semestre.

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



En outre, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, qui, selon l'enquête de conjoncture de la Banque de France, s'était inscrit en baisse continue entre avril 1998 et janvier 1999, pour atteindre un niveau inférieur à sa moyenne de longue période (84,24 %), s'est redressé à partir de février. En avril 1999, il a ainsi atteint 84,38 %, en hausse de 0,4 point par rapport au mois de janvier.

La situation financière des entreprises et des ménages demeure satisfaisante

Selon la dernière enquête financière de la Banque de France, la situation de trésorerie des entreprises demeure très aisée, même si elle s'est légèrement resserrée au cours du premier trimestre 1999. Dans l'industrie, selon les résultats détaillés de la dernière enquête trimestrielle de l'INSEE, la proportion d'entreprises mentionnant des difficultés de trésorerie a peu évolué en début d'année et reste faible. Elle est pratiquement équivalente à celle enregistrée sur la période correspondante de l'année précédente et inférieure à celle observée en avril 1997.

En avril, le rythme de croissance des crédits bancaires aux sociétés a légèrement progressé (+ 3,8 % en glissement annuel, après + 2,5 % en mars). Les crédits de trésorerie se sont accrus de 4,2 % sur un an, après + 3,5 % le mois précédent. Le taux de croissance annuel des crédits à l'investissement a plus nettement accéléré (+ 6,2 %, après + 5,4 %), grâce, notamment, à des conditions de financement très favorables : au premier trimestre 1999, le coût moyen du crédit aux entreprises s'établissait, selon l'enquête de la Banque de France, à 4,41 % pour les crédits à moyen et long termes, contre 5,02 % sur la période correspondante de l'année précédente.

Selon la dernière enquête mensuelle de conjoncture de l'INSEE, l'opinion des ménages sur leur situation financière actuelle s'est encore améliorée en mai 1999 et atteint un pic historique. Ils sont, en mai, un peu moins nombreux que le mois précédent à juger la période actuelle propice à épargner.

Les crédits bancaires distribués aux ménages ont, par ailleurs, conservé un rythme soutenu de progression en avril (+ 7,2 % sur un an, contre + 7,1 % le mois précédent). Celle-ci a principalement concerné les crédits à l'habitat.

Au total, après le ralentissement observé au premier trimestre, l'activité devrait réaccélérer

Dans l'industrie, les dernières enquêtes disponibles de la Banque de France et de l'INSEE montrent une amélioration sensible des perspectives de production à court terme ainsi qu'une orientation nettement plus favorable de la demande étrangère.

Dans les services marchands, les prévisions d'activité pour le bimestre mai-juin sont le plus souvent confiantes. En augmentation dans l'ingénierie informatique, le volume d'affaires devrait se tasser modérément dans la location automobile et se stabiliser dans le transport routier de

machandises, l'hôtellerie, l'ingénierie technique, la réparation automobile et le travail temporaire.

Dans le bâtiment et les travaux publics, selon la dernière enquête trimestrielle de la Banque de France, les prévisions pour le deuxième trimestre 1999 sont, dans l'ensemble, très favorables tant dans la construction neuve de logements que dans l'amélioration-entretien et dans la construction de bâtiments non résidentiels. En particulier, les carnets de commandes ont continué de s'accroître et représentent à présent, selon l'INSEE, quatre mois d'activité dans le bâtiment, contre 3,7 mois en début d'année et 3,8 mois au début du deuxième trimestre 1998.

Sur ces bases, une accélération de l'activité pourrait être constatée au cours du deuxième trimestre 1999.

1.2. L'évolution des prix

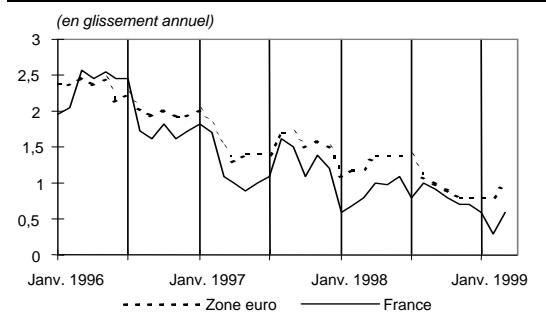
Une hausse modérée des prix de détail

Selon l'INSEE, l'indice définitif des prix de détail (base 100 en 1998) a augmenté de 0,2 % en avril en données brutes et de 0,3 % en données cvs (contre une première estimation de 0,2 %). En glissement sur douze mois, l'indice des prix à la consommation, en données brutes, augmente de 0,4 % (+ 0,5 % en données cvs), contre + 0,4 % également le mois précédent.

La France a réalisé, en avril 1999, la quatrième meilleure performance européenne en termes d'inflation. Sur ce mois, la hausse des prix en moyenne annuelle glissante, selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est établie à 0,6 % en France, contre 0,5 % en Suède, en Allemagne et en Autriche. Les taux les plus élevés ont été enregistrés en Grèce (4,1 %), au Portugal (2,6 %) et en Irlande (2,4 %).

Pour l'ensemble de la zone euro, elle a été de 1,0 %, comme le mois précédent.

Indice des prix à la consommation harmonisé



Sources : INSEE, Eurostat

En France, les *prix alimentaires* ont augmenté de 0,2 % en avril (+ 0,9 % sur un an). La hausse des prix des produits frais (+ 0,2 % en avril ; + 2,3 % sur un an) est le résultat d'une progression saisonnière du prix des fruits et du poisson. Les prix de l'alimentation hors produits frais ont légèrement progressé sur le mois (+ 0,1 % en avril ; + 0,6 % sur douze mois).

Les *prix des produits manufacturés y compris l'énergie* se sont accrus de 0,3 % en avril. Sur un an, ils baissent de 0,9 %.

– Les prix des *produits manufacturés* sont restés stables en avril (– 0,5 % sur un an), en raison de la légère remontée des prix de l'habillement-chaussures (+ 0,1 % sur le mois et sur un an), de la baisse des prix des autres produits manufacturés (– 0,1 % en avril ; – 0,8 % sur un an) et d'une stabilité des prix des produits de santé. La diminution des prix des autres produits manufacturés est due, en particulier, au repli des prix des automobiles neuves (– 0,4 % sur le mois et – 2,5 % sur un an).

– Les prix de l'*énergie* ont augmenté de 1,7 % sur le mois (– 2,4 % sur douze mois), du fait de la hausse des prix des produits pétroliers (+ 3,1 % en avril ; – 0,5 % sur un an), les prix des combustibles liquides progressant de 4,9 % sur le mois et ceux des carburants de 3,0 %.

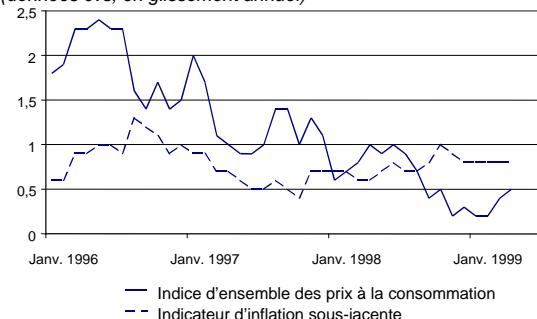
Les prix des *services* ont enregistré une hausse de 0,4 % (+ 1,3 % sur un an). Les prix de l'ensemble loyer et eau ont augmenté de 0,3 % sur le mois (+ 2,1 % sur un an). La hausse des prix des loyers des résidences principales (prise en compte à partir de l'enquête trimestrielle « loyer et charges ») est de 0,6 % sur trois mois (+ 2,0 % sur un an). Cette augmentation est quasiment identique à celle enregistrée au cours de la période correspondante de l'année précédente dans le secteur libre, mais elle est moindre dans le secteur HLM. Les prix des services de santé ont progressé de 0,5 % (+ 0,4 % sur un an). Ceux des transports et télécommunications se sont accrus de 0,6 % (+ 0,7 % en glissement annuel), en raison, principalement, de la hausse saisonnière des prix des transports aériens (+ 3,8 % sur le mois, mais – 0,6 % sur un an). Les prix des autres services ont enregistré une hausse de 0,4 % (+ 1,4 % sur un an).

Depuis le début de l'année, la hausse cumulée de l'indice brut des prix à la consommation a atteint 0,6 %. Elle est imputable principalement au secteur des services (+ 0,3 point), ainsi qu'à celui de l'énergie (+ 0,1 point, alors que sur la période

correspondante de 1998, en base 1990, ce secteur avait contribué négativement à la variation de l'indice global pour 0,1 point) et à l'alimentation hors tabac (0,16 point, sous l'effet, pour l'essentiel, de la forte hausse de ce poste en janvier 1999). Seul le secteur des produits manufacturés a contribué de façon très légèrement négative à la variation de l'indice.

Rythme de croissance de l'indice des prix à la consommation et de l'inflation sous-jacente

(données cvs, en glissement annuel)



Source : INSEE

La tendance de fond de la progression des prix, mesurée par les indicateurs d'inflation sous-jacente, continue d'apparaître plus élevée. Selon l'INSEE, son glissement annuel demeure inchangé en avril, à + 0,8 %, contre + 0,6 % un an auparavant, et reste ainsi supérieur de 0,4 point au glissement annuel de l'indice d'ensemble désaisonné des prix à la consommation.

Une légère remontée des prix de vente industriels des biens intermédiaires, en liaison avec la diminution de la désinflation importée

Pour la première fois depuis le mois de septembre 1997, les prix de vente industriels des biens intermédiaires ont légèrement progressé en avril 1999 (+ 0,1 %, après un recul de 0,1 % le mois précédent).

En glissement annuel, ils baissent de 2,6 %, contre – 3,0 % le mois précédent et – 0,3 % en avril 1998.

Dans la zone euro, un mouvement identique a été observé au mois de mars, les prix à la production industrielle des biens intermédiaires augmentant de 0,3 % en données brutes (+ 0,2 % dans l'Union européenne). En glissement annuel, ils diminuent encore fortement (– 4,3 %), mais ils se sont redressés par rapport au mois précédent (– 4,9 % en février).

Par ailleurs, selon les dernières enquêtes de conjoncture de la Banque de France et de l'INSEE, les perspectives de prix des industriels interrogés se sont redressées au cours des derniers mois.

À court terme, la progression des prix à la consommation resterait mesurée, mais le redressement des prix des matières premières et du pétrole pourrait conduire à une légère accélération de leur rythme de croissance au second semestre.

1.3. La compétitivité

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

Évolution récente

En mai, en moyenne mensuelle, le dollar et la livre sterling sont restés sur leur tendance haussière, tandis que le yen et la couronne suédoise ont reculé. Les devises de l'Asie émergente ont continué de se raffermir, en particulier la roupie indonésienne. De leur côté, les monnaies d'Amérique latine ont globalement peu augmenté, en liaison avec le ralentissement de la correction par le real brésilien de sa chute de janvier-février 1999.

Au total, l'évolution de l'indicateur calculé vis-à-vis d'un ensemble de 42 partenaires¹ fait ressortir pour le mois de mai une nouvelle amélioration de la compétitivité de l'économie française, exprimée en euros et mesurée par les prix à la consommation.

Ce mouvement a concerné tous les groupes de pays, sauf celui des partenaires de l'Union monétaire, vis-à-vis desquels les variations de compétitivité d'un mois à l'autre ne reflètent plus, depuis de début de l'année, que les écarts de prix.

Évolution de long terme

Par rapport au niveau moyen de l'année 1987, la France continue d'enregistrer des gains de compétitivité par rapport à tous les groupes de pays.

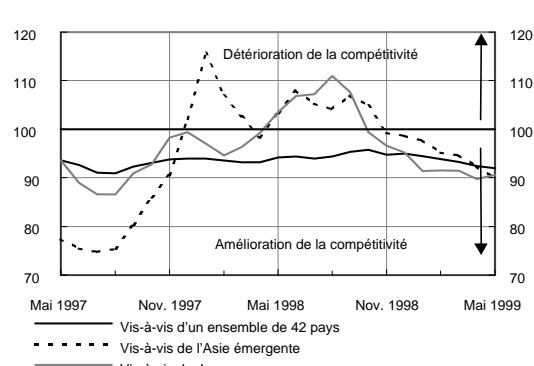
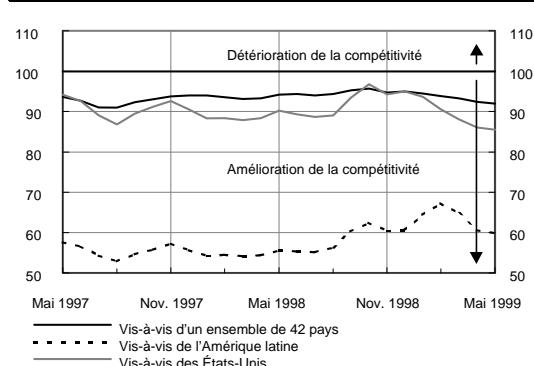
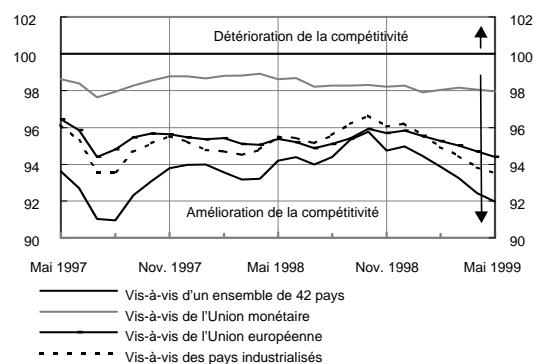
Vis-à-vis de l'ensemble des 42 partenaires et des pays de l'Union européenne, la compétitivité de la France se situe en fin de période pratiquement au

niveau atteint vers la fin du premier semestre de 1997, début de la crise asiatique.

La position compétitive de la France par rapport au Japon et aux pays émergents d'Asie tend à se rapprocher de celle enregistrée à l'égard des États-Unis. Vis-à-vis de l'Amérique latine, la progression de la compétitivité française a marqué une pause après l'important mouvement, en début d'année, dû à la chute de la monnaie brésilienne.

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

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



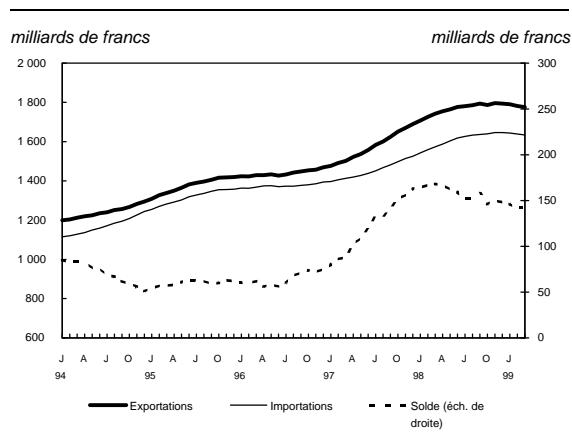
Sources : Banque de France, BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Bloomberg

¹ 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).

1.4. Le commerce extérieur en mars 1999

Évolution globale (données douanières FAB-FAB cvs)

Commerce extérieur Cumuls sur douze mois (cvs)



Source : Douanes

Après le resserrement des deux premiers mois de l'année, l'excédent commercial s'établit en mars à 11,7 milliards de francs en données cvs (1,8 milliard d'euros), après 9 milliards de francs en février (chiffres révisés). Il se rapproche ainsi du niveau moyen des douze derniers mois (11,9 milliards de francs). La progression des exportations (+ 2,8 %, à 144,3 milliards de francs) explique ce redressement. Le solde cumulé des trois premiers mois de 1999 (+ 29,3 milliards de francs) reste, toutefois, en retrait par rapport à l'excédent de la période correspondante de 1998 (+ 35,2 milliards).

L'excédent industriel s'amplifie (+ 7,9 milliards de francs en mars, contre + 2,9 milliards en février), grâce à une reprise des ventes concernant tous les secteurs, en particulier les biens d'équipement avec des livraisons importantes d'Airbus.

Au plan géographique, l'amélioration concerne principalement l'Union européenne et les États-Unis.

Orientation géographique (données douanières CAF-FAB cvs)

— L'excédent avec les *pays de l'Union européenne* se rétablit à 7,9 milliards de francs, après une forte contraction en février à 4,9 milliards, en raison d'une reprise des exportations (+ 3,3 %), aéronautiques notamment, et de la poursuite de l'effritement des importations.

Vis-à-vis des pays de la *zone euro*, le regain des ventes (sauf vers l'Espagne et les Pays-Bas) et l'absence de reprise notable des achats (sauf à l'Allemagne) portent l'excédent à 2 milliards de francs, contre 0,3 milliard en février.

La progression des exportations vers les autres pays de l'Union européenne est particulièrement sensible avec le *Royaume-Uni* et la *Suède* (matériel informatique notamment).

— Grâce à la bonne orientation des ventes dans de nombreuses branches et à l'exportation d'un satellite, le déficit des échanges avec les *États-Unis* se réduit en mars à 0,9 milliard de francs, semblant renouer ainsi, après deux mois d'interruption, avec la tendance observée au cours des neuf derniers mois de 1998.

— Malgré une reprise modérée des exportations vers le *Japon*, toujours en récession, le déficit de la France avec ce pays reste supérieur à 2,5 milliards de francs.

— Des livraisons d'Airbus et une légère reprise des ventes de biens de consommation et de biens intermédiaires ont ramené le déficit des échanges avec le *continent asiatique hors Japon* à 2,6 milliards de francs, après 4,2 milliards.

1.5. La balance des paiements du mois de mars 1999

L'excédent du *compte de transactions courantes* du mois de mars se situe en données brutes à 18,8 milliards de francs (2,9 milliards d'euros), contre 14,2 milliards en février, du fait d'exportations nettes de biens et services toujours structurellement élevées, tout particulièrement pour les échanges de voyages, alors qu'un déficit sensible est enregistré au titre des revenus. En cumul sur le premier trimestre, le solde excédentaire des transactions courantes atteint 61 milliards de francs (9,3 milliards d'euros), en hausse de 2,3 milliards par rapport à celui du premier trimestre 1998, les gains sur les voyages et les transferts étant pour partie atténués par le fléchissement de l'excédent des revenus.

Le *compte financier* reste caractérisé par d'importantes opérations au titre des investissements de portefeuille, tandis que des entrées de capitaux sont observées au titre des « autres investissements », reflétant l'évolution de la position dépôts-crédits du secteur bancaire.

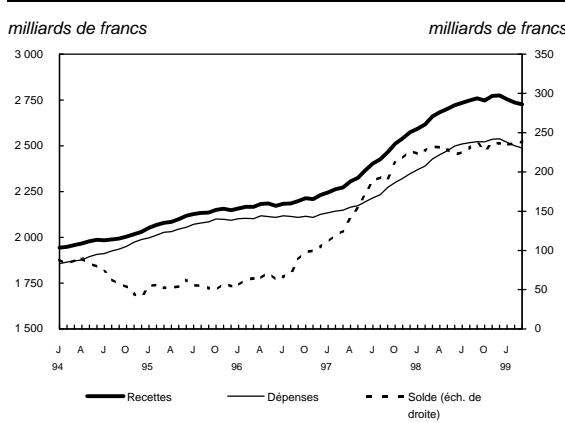
Dans le cadre d'une diversification accrue des portefeuilles, les résidents ont poursuivi leurs acquisitions de titres étrangers, à hauteur de 105 milliards de francs, ce qui porte le total des achats du premier trimestre à 337 milliards (51,5 milliards d'euros), soit près de la moitié du montant — déjà exceptionnel — de toute l'année 1998.

Les non-résidents ont également continué d'acheter des titres français pour 45 milliards de francs, portant à 167 milliards (25,5 milliards d'euros) le total de leurs acquisitions des trois premiers mois de 1999, contre 404 milliards pour l'ensemble de l'année 1998. Les valeurs du Trésor ont représenté 67 milliards de francs qui, s'ajoutant aux 233 milliards de 1998, portent désormais le taux de détention de la dette publique française par les non-résidents à plus de 20 %.

1.5.1. Les transactions courantes

Après s'être établi à 22,5 milliards de francs en février, en données cvs, l'excédent des transactions courantes se replie à 17 milliards de francs en mars (18,8 milliards, après 14,2 milliards, en données brutes), essentiellement sous l'effet d'une forte contraction de l'excédent des revenus.

Transactions courantes Cumuls sur douze mois



En revanche, sur les trois premiers mois de l'année 1999, l'excédent des transactions courantes s'améliore, pour atteindre 50,6 milliards de francs, contre 47,5 milliards sur la période correspondante de l'année précédente.

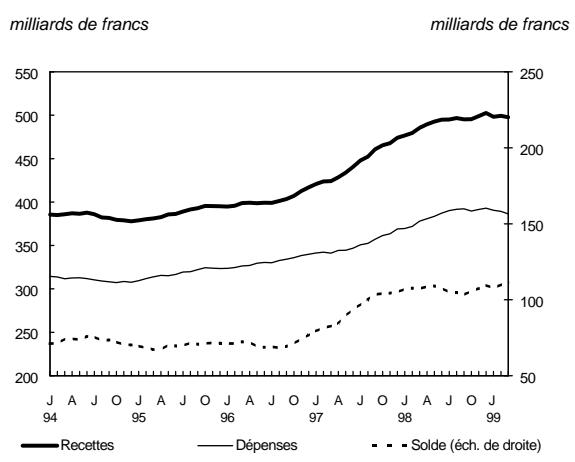
Les biens (données cvs)

Le solde des échanges de biens — correspondant, pour l'essentiel, aux chiffres douaniers desquels sont retirés les montants correspondant aux marchandises qui n'ont fait l'objet d'aucun règlement et d'aucun transfert de propriété — évolue, en mars, parallèlement à celui du commerce extérieur, enregistrant une progression de près de 2 milliards de francs, à 12,8 milliards. En cumul sur les trois premiers mois de l'année, l'excédent des échanges de biens, avec 34,8 milliards de francs, est, cependant, en retrait par rapport à celui de la période correspondante de 1998 (37,1 milliards).

Les services (données cvs)

Services

Cumuls sur douze mois (cvs)

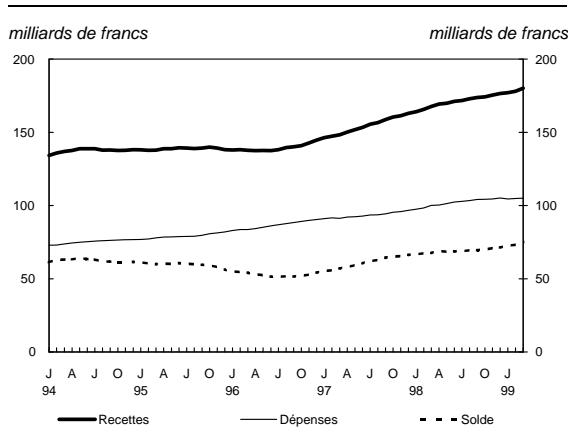


En mars, l'excédent des services est en léger recul par rapport à février (9,4 milliards de francs, après 10,5 milliards), suite à une contraction des recettes conjuguée à une quasi-stabilité des dépenses. Néanmoins, en cumul à fin mars, il dépasse de près de 1,8 milliard de francs celui des trois premiers mois de 1998, bénéficiant du développement du tourisme, dont l'excédent représente plus des deux tiers de celui des services.

L'excédent des voyages augmente en mars (7,3 milliards de francs au lieu de 6,4 milliards en février), les dépenses des touristes étrangers en France (recettes en balance des paiements) s'étant accrues beaucoup plus nettement que celles des touristes français à l'étranger (respectivement + 6,7 % et + 1,2 %). Par rapport à mars 1998, l'excédent progresse de 1,9 milliard de francs et, en cumul sur les trois premiers mois de l'année, de 3,7 milliards.

Voyages

Cumuls sur douze mois (cvs)



Les autres postes des services continuent d'enregistrer des évolutions divergentes, mais, en cumul sur les trois premiers mois de l'année, demeurent pour l'instant relativement moins bien orientés qu'en 1998.

À titre d'exemple, l'excédent des services de construction s'est contracté à 3,1 milliards de francs, contre + 3,7 milliards en 1998, de moindres recettes ayant été comptabilisées au titre des grands travaux, à la suite notamment de la clôture récente d'un chantier en Asie.

Le solde positif des autres services aux entreprises (5,3 milliards de francs, au lieu de + 6,4 milliards pour les trois premiers mois de 1998) est également en baisse, sous l'effet d'une érosion des recettes de négoce international, notamment dans le secteur de l'énergie pétrolière et des matières premières.

Les revenus (données cvs)

Le solde des revenus de contracte fortement en mars (0,8 milliard de francs, après 6,1 milliards en février), en raison de la croissance importante des dépenses (+ 28,3%) et de la stabilité des recettes. En cumul sur les trois premiers mois de l'année, le solde excédentaire des revenus ressort à 4,9 milliards de francs, contre 10,1 milliards sur la période correspondante de 1998, mouvement qui s'explique essentiellement par l'évolution des revenus d'investissement.

– Le solde excédentaire des revenus d'investissements directs ne progresse que très modérément en mars (1,9 milliard de francs, contre 1,8 milliard en février). Ce solde est principalement constitué des rapatriements de

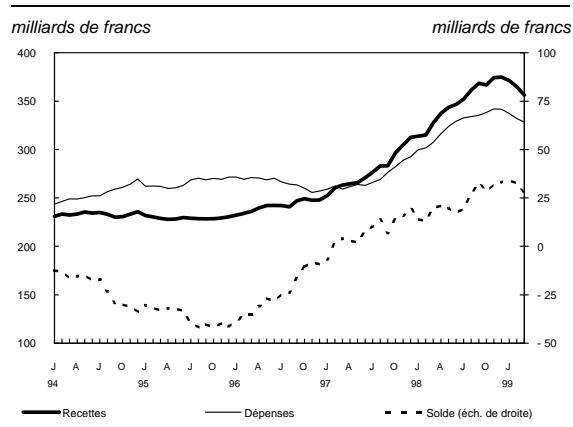
dividendes effectués par les maisons mères françaises, le montant des dividendes rapatriés par les maisons mères étrangères demeurant relativement faible en ce début d'année (2,4 milliards de francs, au lieu de 5,4 milliards pour les trois premiers mois de 1998).

– Le solde des revenus des investissements de portefeuille se retourne en mars, pour devenir négatif de 1,5 milliard de francs (après 2,7 milliards en février), sous l'effet conjugué d'une hausse des dépenses (intérêts versés sur des titres français détenus par des non-résidents) et d'une baisse des recettes (intérêts perçus par des résidents sur les titres étrangers). Toutefois, en cumul à fin mars, les revenus des investissements de portefeuille marquent encore une amélioration d'une année à l'autre, avec des recettes qui progressent de 16,2 %, tandis que les dépenses reculent de 14,1 %.

– En cumul à fin mars, les autres revenus des investissements suivent l'évolution inverse, devenant négatifs de 1,9 milliard de francs, après avoir été positifs de 8,4 milliards en février, en liaison avec l'évolution des créances du secteur bancaire, qui se sont réduites.

Revenus

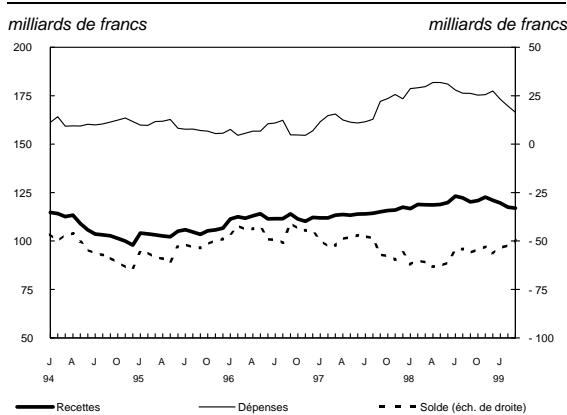
Cumuls sur douze mois (cvs)



Les transferts courants (données brutes)

Avec – 3,2 milliards de francs, les transferts courants présentent un solde légèrement moins déficitaire que le mois précédent (- 4,6 milliards). En cumul sur les trois premiers mois de l'année, ils dégagent un excédent de 3,2 milliards de francs, contre un déficit de 3,8 milliards en 1998. Ce redressement s'explique par la diminution des contributions TVA et PNB versées par la France aux institutions européennes en ce début d'année.

Transferts courants Cumuls sur douze mois



1.5.2. Le compte de capital

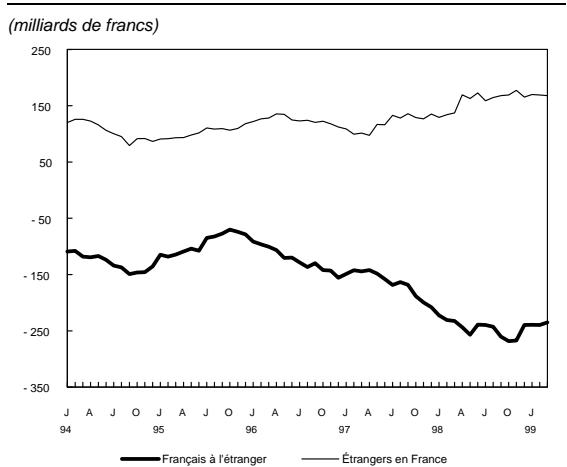
Le solde des transferts en capital est pratiquement à l'équilibre en mars (+ 7 millions de francs, après - 82 millions en février), ce qui porte le solde sur les trois premiers mois de l'année à - 110 millions, contre + 2,2 milliards sur la période correspondante de 1998, corrélativement à la baisse des transferts des administrations publiques.

1.5.3. Le compte financier

Avec 43 milliards de francs, les sorties nettes au titre des flux financiers se sont accrues de 25,1 milliards en mars par rapport au mois précédent, en raison d'une progression marquée du déficit des investissements de portefeuille, qui atteint 59,4 milliards.

Investissements directs

Investissements directs (en signe de balance) Soldes cumulés sur douze mois



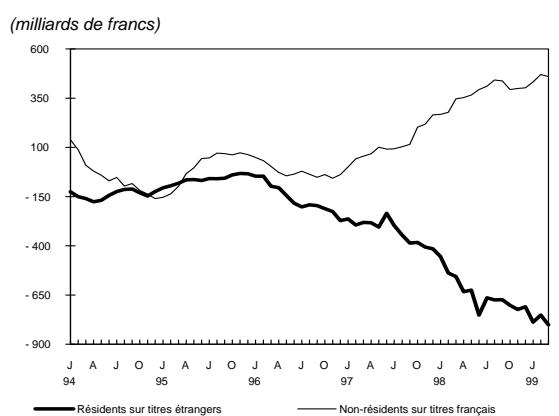
Le solde négatif des investissements directs s'est réduit de 7 milliards de francs en mars, pour revenir à 2,3 milliards.

Les flux nets d'*investissements français à l'étranger* se sont accrus de 15,2 % en mars, à 16,7 milliards de francs. Ce résultat s'explique avant tout par une progression des autres opérations (8,5 milliards de francs en mars, contre 6 milliards en février), les opérations en capital ayant très peu varié (7 milliards en mars, après 7,4 milliards en février).

Les entrées nettes d'*investissements directs étrangers en France* ont, quant à elles, augmenté de 9,2 milliards. Les opérations en capital social ont quasiment doublé, pour atteindre 4,2 milliards de francs. Surtout, les autres opérations sont passées de 2,4 milliards de francs en février à 9,9 milliards en mars.

Investissements de portefeuille

Investissements de portefeuille (en signe de balance) Soldes cumulés sur douze mois



Les sorties nettes d'investissements de portefeuille (produits financiers dérivés inclus) se sont accentuées en mars. Elles s'élèvent à 59,4 milliards de francs, contre 15,2 milliards le mois précédent.

En hausse de 26,7 milliards de francs, les acquisitions de titres étrangers par les résidents ont concerné surtout les obligations (57,7 milliards) et, dans une moindre mesure, les instruments du marché monétaire (29,2 milliards). À l'inverse, les actions étrangères et les titres d'OPCVM étrangers ont fait l'objet de cessions nettes, à hauteur de 2,3 milliards de francs.

Les achats nets de titres français par les non-résidents se sont réduits. L'évolution du solde de la rubrique, passé de 63,1 milliards de francs en février à 45,5 milliards en mars, a résulté d'une baisse des achats d'obligations (34,4 milliards de francs, contre 47,9 milliards le mois précédent) et

également de ventes nettes d'actions françaises, pour un montant de 4,6 milliards.

Autres investissements

En mars, les « Autres investissements » se sont traduits par des entrées nettes de 32 milliards de francs, prolongeant ainsi celles des mois de janvier (9,6 milliards) et février (11,4 milliards). Ce mouvement découle d'une diminution des avoirs de 13,6 milliards de francs et d'une augmentation des engagements de 18,4 milliards.

En ce qui concerne le secteur bancaire, les opérations des banques résidentes avec l'extérieur se sont soldées par des entrées nettes de 50,8 milliards de francs, toujours imputables à une contraction des créances (73,1 milliards) supérieure à celle des engagements (22,3 milliards).

Contrairement au mois de février, ce sont les opérations en devises qui ont été à l'origine de la quasi-totalité des entrées (49,7 milliards de francs).

S'agissant des autorités monétaires, on observe des sorties nettes de 20,6 milliards de francs, en liaison avec les opérations transitant par le système de règlement *Target*.

Avoirs de réserve

En mars 1999, les avoirs de réserve bruts, à l'exclusion des avoirs en devises détenus sur des résidents de la zone euro, se sont accrus de 13,2 milliards de francs.

2. Comportements monétaires et financiers

Dans la zone euro, M3 a progressé de 4,9 % sur un an en avril 1999, après + 5,2 % en mars. Ce ralentissement est imputable pour l'essentiel aux dépôts à terme d'une échéance de moins de 2 ans, en repli de 2,9 %, après - 0,4 % en mars. Les dépôts à vue ont conservé une tendance soutenue en glissement annuel, à + 13,5 %, contre + 13,3 % en mars, liée au bas niveau des taux d'intérêt monétaires.

En France, le ralentissement de la croissance des dépôts monétaires s'est poursuivi. La progression annuelle des dépôts à vue s'est établie à 4,8 % en avril, après + 5,1 % en mars. Celle des comptes sur livrets a continué de décélérer, s'établissant à 2,6 %, après + 2,7 % en mars. Toutefois, la forte progression annuelle des titres d'OPCVM monétaires, qui a atteint + 11,7 %, après + 7,0 % en mars, révèle des arbitrages de trésorerie importants.

Dans la zone euro, la distribution de crédit aux résidents a légèrement décéléré en avril (+ 8,2 %

sur un an, après + 8,7 % en mars). En France, le mouvement est plus prononcé : les crédits obtenus auprès des IFM ont progressé de 3,0 % en avril (+ 4,0 % en mars). Néanmoins, l'endettement des ménages auprès des banques est resté dynamique (+ 7,2 % en avril, après + 7,1 % le mois précédent), aussi bien pour le financement de l'habitat que pour celui des besoins de trésorerie ; de même, le glissement annuel des crédits bancaires aux entreprises s'est accéléré (+ 3,9 %, après + 2,5 %), tant pour la composante trésorerie que pour la composante investissement. L'encours des titres émis par les sociétés a crû encore fortement (+ 20,5 % sur un an). La progression annuelle de l'endettement intérieur total (EIT) s'est légèrement repliée, à + 4,9 %, après + 5,2 % en mars, le ralentissement étant imputable aux administrations publiques ; la progression de la composante privée (ménages + sociétés non financières) est, en effet, plus forte en avril (+ 6,2 %) qu'en mars (+ 5,6 %).

Principaux indicateurs monétaires et financiers – Zone euro et France

	Encours en milliards d'euros	Taux de croissance annuel en %		Part dans la zone euro en %
		Avril 1999	Mars 1999	
Zone euro (a)				
Billets et pièces en circulation	319,9	2,2	1,9	
+ Dépôts à vue	1 472,9	13,3	13,5	
= M1	1 792,8	11,1	11,2	
+ Dépôts à terme ≤ 2 ans	870,0	- 0,4	- 2,9	
+ Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	1 254,0	5,5	5,7	
= M2	3 916,8	6,5	6,0	
+ Pensions	173,0	- 13,5	- 14,3	
+ Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	381,5	9,8	10,5	
+ Titres de créance émis ≤ 2 ans	53,7	- 21,5	- 21,4	
= M3	4 524,9	5,2	4,9	
Crédits	6 019,5	8,7	8,2	
dont : Secteur privé	5 187,0	9,9	9,6	
France				
Principaux actifs monétaires				
Dépôts à vue	274,7	5,2	4,8	18,6
Comptes sur livrets	277,1	2,7	2,6	22,1
Dépôts à terme ≤ 2 ans	37,9	- 10,3	- 11,2	4,4
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	238,7	11,1	11,2	62,7
Crédits	1 028,0	4,0	3,0	13,2
dont : Secteur privé	914,2	4,5	3,8	15,2
Endettement intérieur total	1 860,3	5,2	4,9	
dont : État	632,8	5,8	4,1	
Sociétés	652,1	6,4	7,3	
Ménages	426,6	4,4	4,6	

(a) Les évolutions des agrégats de la zone euro sont corrigées des mouvements ne résultant pas d'opérations (changement de périmètre du secteur des IFM, reclassements, effets de valorisation, fluctuations de taux de change, autres variations).

Sources : Banque de France, BCE

2.1. Placements intermédiaires

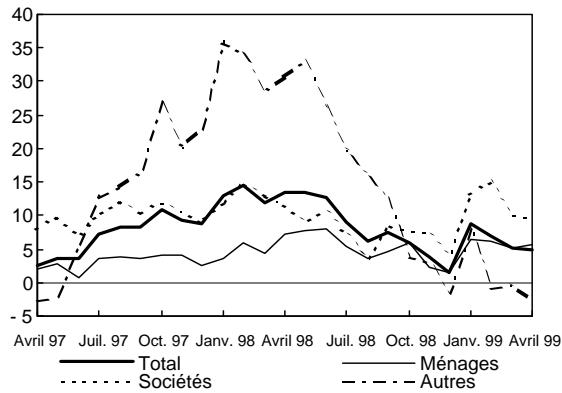
Poursuite du ralentissement de la croissance des dépôts à vue

La progression annuelle des dépôts à vue des résidents en France, toutes devises confondues, a légèrement ralenti en avril (+ 4,8 %, après + 5,1 % en mars) :

– la croissance des dépôts à vue des sociétés, toujours dynamique, continue de décélérer (+ 9,8 % sur un an, après + 10,1 % en mars et + 15,1 % en février), reflétant l'attitude prudente des sociétés 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 des taux d'intérêt, les sociétés ont tardé à réaffecter leur surplus traditionnel de fin d'année. En revanche, les dépôts à vue des ménages ont enregistré une progression un peu plus soutenue que celle du mois précédent (+ 5,7 %, après + 5,1 % en mars). Enfin, ceux des autres agents (organismes publics, administrations privées, OPCVM non monétaires, etc.) ont connu un repli plus prononcé qu'en mars (- 2,6 %, après - 0,4 %) ;

Dépôts à vue par agents

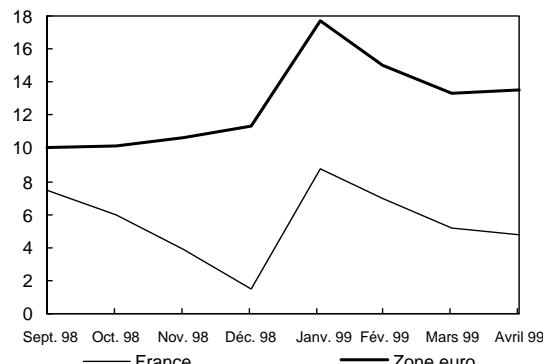
(glissement annuel en %)



– le rythme de progression des dépôts à vue est demeuré, en France, encore très inférieur à celui observé dans la zone euro, où ils ont progressé en avril de 13,5 % sur un an dans un contexte de faible niveau des taux d'intérêt.

Dépôts à vue

(glissement annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

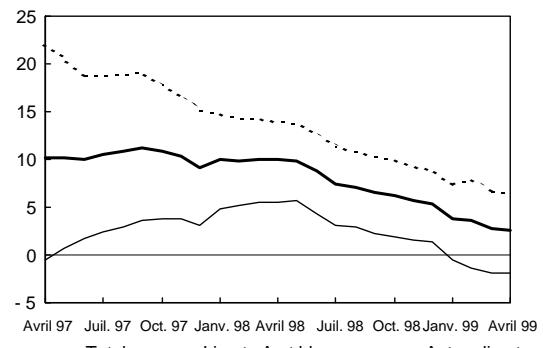
Stabilisation de la croissance des dépôts sur livrets

La croissance annuelle des comptes sur livrets s'est établie à + 2,6 % en avril, après + 2,7 % en mars et + 3,6 % en février :

- malgré leur rémunération attractive (3 % exonéré d'impôt), comparativement aux taux de marché, les livrets A et bleus ont poursuivi le repli amorcé en janvier 1999 (- 1,8 % sur un an, après - 2,0 % en mars) ;
- la progression annuelle des autres livrets reste soutenue, tout en marquant une légère décélération (+ 6,5 %, après + 6,8 % en mars). Cette tendance reflète, en particulier, la réaction des détenteurs face à la révision à la baisse du taux des livrets imposables, fixé librement depuis juin 1998.

Comptes sur livrets

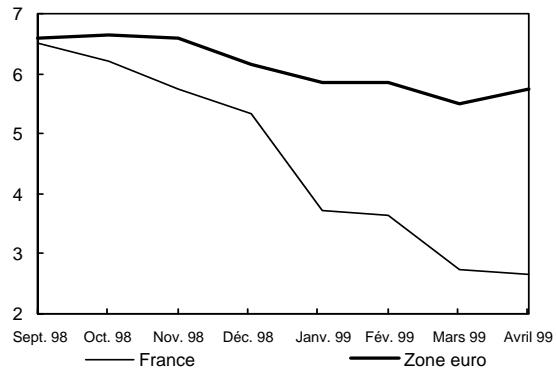
(glissement annuel en %)



Dans la zone euro, la progression annuelle des comptes sur livrets, qui entrent dans la catégorie des dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois a été, en avril, voisine de celle constatée les mois précédents (+ 5,7 % en avril, après + 5,5 % en mars et + 5,9 % en février) et demeure plus forte qu'en France.

Dépôts remboursables avec préavis inférieur ou égal à 3 mois

(glissement annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Renforcement de la progression des placements monétaires à terme ou négociables²

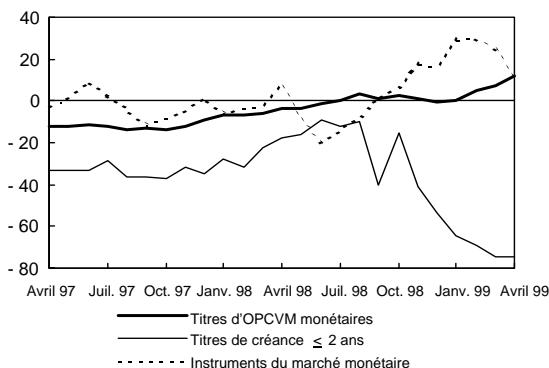
Ce mouvement reflète les évolutions suivantes :

- les titres d'OPCVM monétaires détenus par les agents non financiers ont enregistré une hausse annuelle de 11,7 % en avril, après + 7,0 % en mars ;
- le repli des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est de nouveau accentué en rythme annuel (– 11,2 % en avril, après – 10,3 % en mars et – 9,8 % en février) ;
- pour la première fois depuis le début de l'année, les pensions se sont inscrites en hausse (+ 3,8 %, après – 1,0 % en mars) ;
- les placements en certificats de dépôt émis par les banques (instruments du marché monétaire) ont sensiblement ralenti leur progression (+ 9,9 %, après + 24,3 % en mars et + 30,1 % en février).

² 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

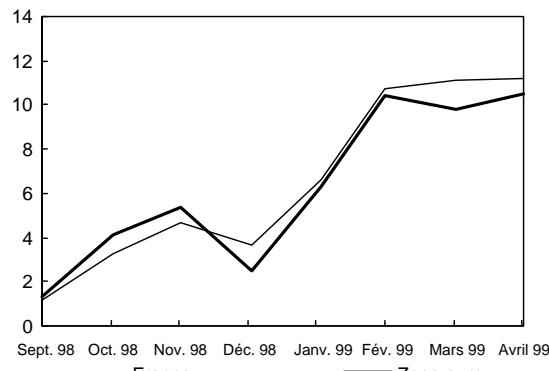
(glissement annuel en %)



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 10,5 %, supérieur à celui de mars (+ 9,8 %), et légèrement inférieur à celui observé en France en avril (+ 11,2 %).

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

(glissement annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

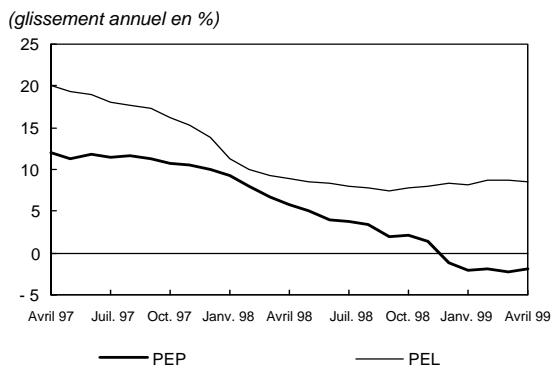
Stabilisation de la croissance des dépôts non monétaires

Les dépôts non monétaires des résidents ont progressé de 2,9 % en avril, après + 2,8 % en mars :

- le glissement annuel des PEL est demeuré soutenu (+ 8,6 %, après + 8,7 % en mars et en février). 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 proche de celui du mois précédent : – 2,0 %, après – 2,2 % en mars. Cette tendance s'explique par le non-renouvellement de plans arrivés à échéance et la faiblesse des taux longs.

Principaux dépôts non monétaires



2.2. Endettement

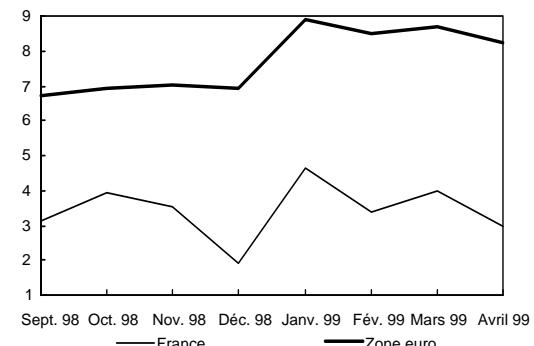
Ralentissement de la distribution de crédit

La progression annuelle des crédits obtenus en France par les résidents auprès des IFM s'est ralenti, passant de + 4 % en mars à + 3 % en avril.

L'écart de croissance du crédit entre la France et la zone euro s'est légèrement accru en avril, du fait d'un ralentissement plus marqué en France que dans la zone euro (+ 8,2 %, après + 8,7 % en mars). Les encours de prêts aux administrations publiques se sont inscrits en baisse (– 2,9 %, au lieu de + 0,1 % le mois précédent). Dans le même temps, la progression annuelle des crédits au secteur privé s'est plus fortement ralenti en France (+ 3,8 % en avril, après + 4,5 % en mars) que dans la zone euro (+ 9,6 % en avril, après + 9,9 % en mars).

Crédits

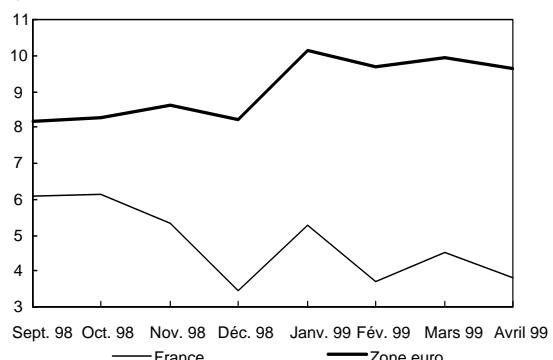
(glissement annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Crédits au secteur privé

(glissement annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

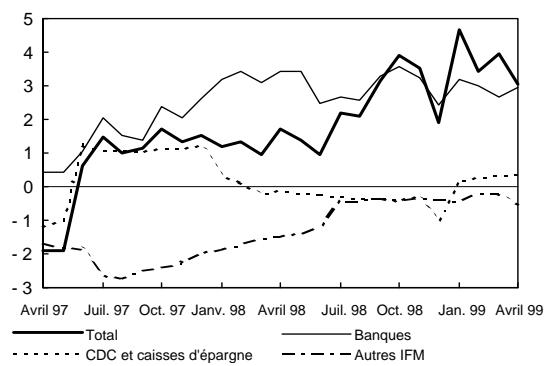
Progression soutenue des crédits bancaires

Le ralentissement de la distribution de crédit ne concerne que les autres institutions financières :

- la progression annuelle des crédits distribués par les banques s'est accélérée, de + 4,6 % en mars à + 5,1 % en avril ;
- les crédits obtenus auprès de la Caisse des dépôts et consignations et des caisses d'épargne se sont stabilisés (+ 2,0 % en mars, après + 2,4 % en avril) ;
- en revanche, les encours des autres institutions financières monétaires se sont à nouveau contractés (– 2,4 % en avril, après – 1,0 % en mars).

Crédits par réseaux distributeurs

(contribution au glissement annuel du total en %)



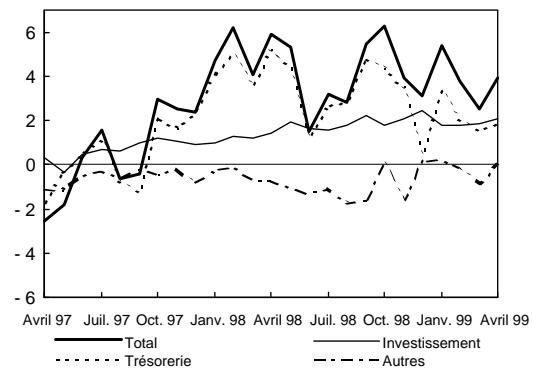
Une progression qui concerne les sociétés et les ménages

L'accélération du taux de croissance des crédits bancaires *stricto sensu*, qui sont les plus significatifs pour le financement du secteur privé, résulte d'une dynamique plus soutenue du rythme de croissance des crédits aux sociétés :

– le glissement annuel des crédits aux sociétés non financières s'est accru, de + 2,5 % en mars à + 3,8 % en avril. Ceci s'explique par l'augmentation à la fois du rythme de croissance des crédits de trésorerie (de + 3,5 % en mars à + 4,2 % en avril), et du taux de croissance annuel des crédits à l'investissement (+ 6,1 %, après + 5,5 % en mars) ;

Crédits des banques aux sociétés non financières

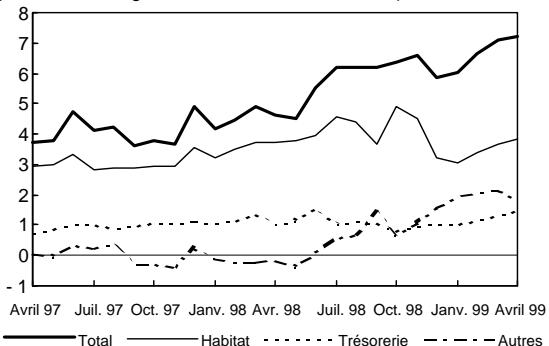
(contribution au glissement annuel du total en %)



– les crédits distribués aux ménages ont progressé de 6,2 % sur un an en avril, après + 6,1 % en mars. Cette progression a affecté tant les crédits à l'habitat (+ 6,5 %, après + 6,2 %) que les crédits de trésorerie (+ 8,5 %, après + 7,5 %).

Crédits des banques aux ménages

(contribution au glissement annuel du total en %)



Ralentissement de l'endettement via les marchés internes

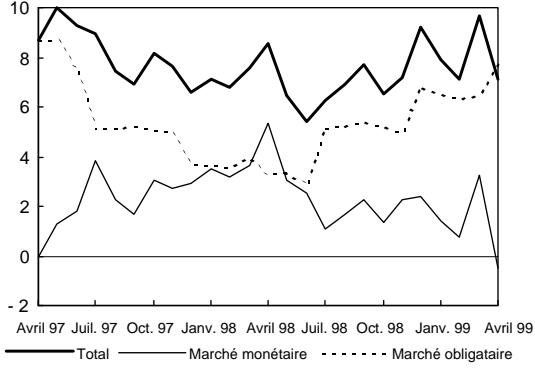
Le glissement annuel de l'endettement des agents non financiers *via* les marchés internes s'est ralenti, à 7,1 % en avril, après + 9,7 % en mars, du fait d'une forte baisse des émissions intervenues sur le marché monétaire, non compensée par l'accroissement des émissions sur le marché obligataire :

– la variation annuelle de l'endettement monétaire a été de - 1,5 %, après + 9,6 % le mois précédent ; l'encours des bons du Trésor s'est fortement contracté sur un an (- 7,0 %, après + 8,1 % en mars). À l'inverse, l'encours des billets de trésorerie s'est accru sur la même période (+ 37,9 %, après + 27,7 %), l'écart important entre taux de marché et taux débiteurs à court terme incitant encore les entreprises ayant accès au marché à recourir à ce type de financement plutôt qu'au crédit bancaire ;

– par ailleurs, le taux de croissance annuel de l'endettement obligataire s'est accéléré : + 11,8 %, après + 9,7 % en mars.

Endettement des agents non financiers *via* les marchés internes

(contribution au glissement annuel du total en %)



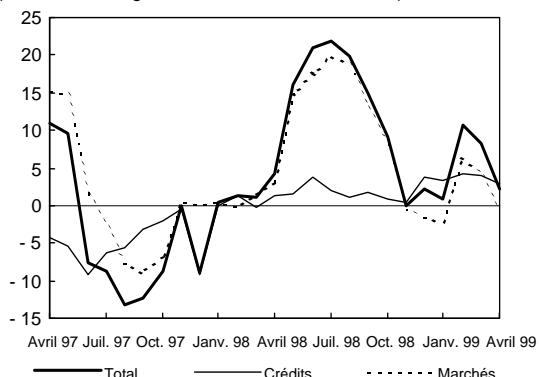
Ralentissement de l'endettement à l'étranger

La progression annuelle de l'endettement à l'étranger a fortement décéléré, à + 2,2 %, après + 8,1 % en mars :

- les crédits obtenus auprès des non-résidents ont ralenti, à + 6,4 % sur un an, après + 8,9 % en mars ;
- le glissement annuel de l'encours des obligations émises à l'étranger est devenu négatif (– 1,0 %, après + 7,5 % en mars).

Endettement des agents non financiers à l'étranger

(contribution au glissement annuel du total en %)



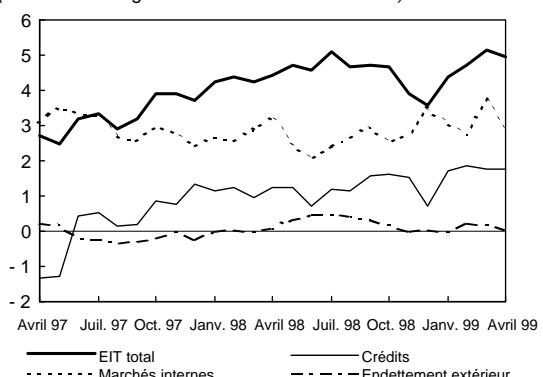
Ralentissement mesuré de l'endettement intérieur total

Globalement, le glissement annuel de l'endettement intérieur total a légèrement décéléré (+ 4,9 % en avril, après + 5,2 % le mois précédent) :

- la progression annuelle de l'endettement de l'État s'est infléchie (+ 4,1 %, après + 5,8 % en mars) ;
- en revanche, le rythme de croissance annuel de l'endettement des sociétés non financières s'est accéléré (+ 7,3 %, après + 6,4 % en mars), ainsi que celui des ménages (+ 4,6 %, après + 4,4 % en mars).

Endettement intérieur total

(contribution au glissement annuel du total en %)



2.3. Taux d'intérêt bancaires

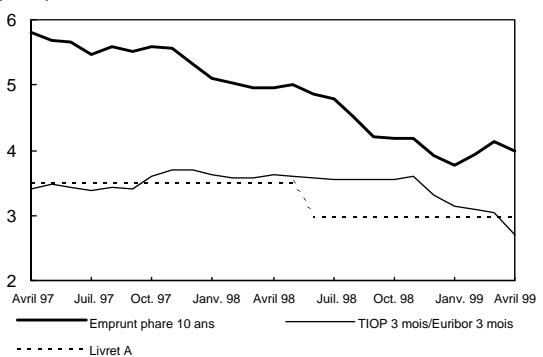
Faiblesse des taux de marché

Après la réduction de 0,5 point par la BCE du taux des appels d'offres, à 2,5 % le 17 avril, les taux de marché à court terme ont poursuivi en avril une décrue déjà anticipée par les intervenants sur le marché. Les taux à long terme, qui s'étaient inscrits à la hausse en février et mars, ont quelque peu fléchi.

La rémunération du livret A, toujours supérieure au taux plafond déterminé par la moyenne des taux courts de marché minoré de 0,5 point, n'a pas été révisée, en dépit de la baisse des taux directeurs.

Taux de marché et taux réglementés

(en %)

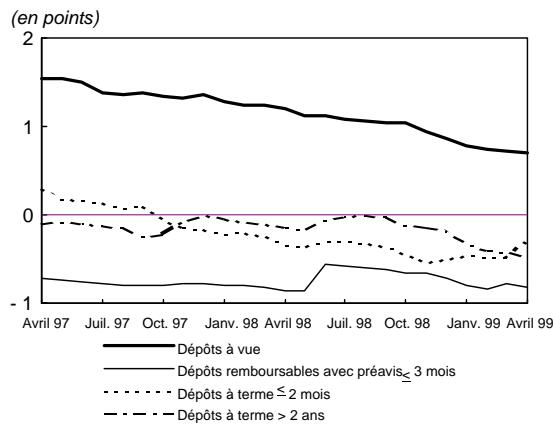


Réduction de la rémunération des dépôts moins rapide en France que dans la zone euro

L'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 sur 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.

Pour les dépôts à terme, la rémunération offerte en France est restée proche de la moyenne observée dans la zone euro.

Rémunération des dépôts Écarts zone euro-France



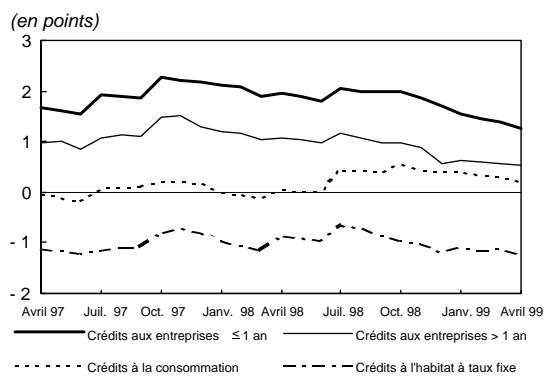
Sources : Banque de France, BCE

Coût du crédit plus favorable en France, sauf pour l'habitat

Le niveau des conditions débitrices pratiquées en France, comparativement à l'ensemble de la zone euro, a continué de différer selon la nature des crédits.

Le coût du crédit aux entreprises, qui est moins élevé en France que dans la moyenne de la zone euro, est resté stable. En revanche (s'agissant notamment du crédit à l'habitat à taux fixe), les conditions faites aux ménages sont demeurées relativement moins favorables en France.

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 mai 1999

Les principaux développements sur les marchés internationaux de capitaux au cours du mois ont été : l'annonce de l'adoption par le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) d'un biais restrictif, la poursuite du repli de l'euro contre dollar dans un contexte plus volatil, une résurgence des tensions sur les taux obligataires japonais, l'interruption de l'amélioration du sentiment des investisseurs internationaux à l'égard des actifs financiers des pays émergents et une accélération du repli du prix de l'or.

Announce de l'adoption par le FOMC d'un biais restrictif

L'adoption par le FOMC, le 18 mai, d'un biais restrictif justifié par la situation tendue sur le marché du travail et une croissance de la demande plus forte que celle de la productivité a conforté les opérateurs dans leurs analyses relatives à l'accumulation de déséquilibres potentiellement inflationnistes aux États-Unis. Cette annonce a renforcé les anticipations de resserrement monétaire, précédemment alimentées par la publication d'un indice des prix à la consommation affichant pour le mois d'avril la plus forte hausse mensuelle depuis octobre 1990 (0,7 %).

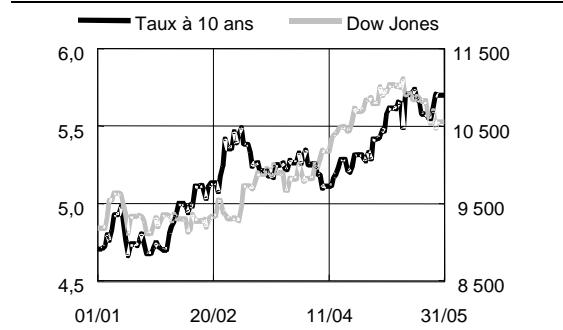
Écart de rendement entre titres obligataires américains à 2 ans et taux objectif des Fed Funds

(en points)



La courbe obligataire américaine s'est ainsi aplatie sous l'effet d'une vive tension des rendements de la zone 2 ans. Sur le mois, les taux ont enregistré une hausse, de 25 points de base à 45 points de base selon les échéances. À la suite du communiqué du FOMC, les principaux indices de la bourse américaine se sont repliés (Dow Jones : - 2,60 %, Nasdaq : - 3,55 % et Standard & Poor's 500 : - 2,80 %).

Taux à 10 ans américain et indice Dow Jones

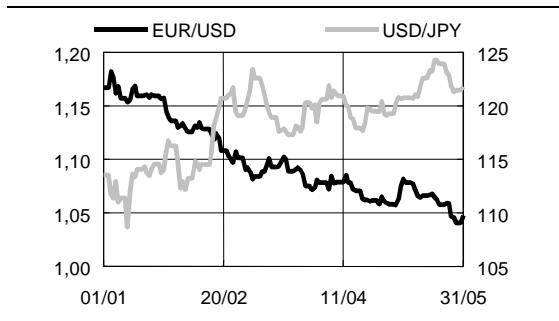


Poursuite du repli de l'euro contre dollar dans un contexte plus volatil

L'euro a poursuivi son repli face au dollar dans un contexte toutefois plus volatil (en termes historique et implicite) que les mois précédents. Le décalage conjoncturel persistant entre les États-Unis et la zone euro a, de nouveau, constitué le facteur principal de baisse de la devise européenne. Les attentes de resserrement monétaire aux États-Unis ont aussi participé à ce mouvement, même si la dégradation des marchés d'actifs américains consécutive à ces anticipations a pu peser ponctuellement sur le dollar. Cette dégradation, en particulier du marché obligataire américain, s'est partiellement propagée aux marchés obligataires de la zone euro, qui enregistraient une tension des rendements à 10 ans de l'ordre de 25 points de base sur le mois.

L'évolution du conflit en Yougoslavie est restée un facteur de fluctuation de la parité euro contre dollar. En outre, dans les derniers jours du mois de mai, les inquiétudes sur les politiques budgétaires des pays participant à la phase III de l'UEM ont pesé sur l'euro qui a atteint un plus bas niveau historique, à 1,04 dollar.

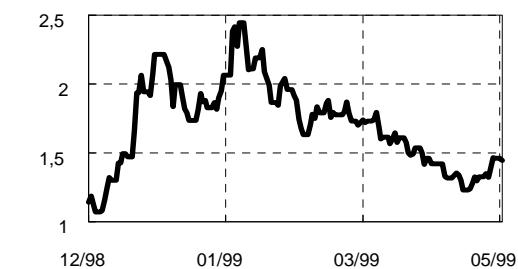
Euro/dollar et dollar/yen



Reprise des tensions sur les taux obligataires japonais

Après un sensible repli en avril (baisse de 30 points de base des rendements à 10 ans), qui avait effacé la tension enregistrée depuis mi-décembre 1998, les taux obligataires au Japon se sont inscrits de nouveau en hausse à la fin du mois de mai (+ 20 points de base sur les rendements à 10 ans). Les craintes d'un nouveau collectif budgétaire à l'automne, et par conséquent d'une offre substantiellement accrue de titres publics, ont été à l'origine de cette tension. En fin de période, des rumeurs, toutefois démenties par les autorités gouvernementales, d'une suspension provisoire de la taxe sur la consommation ont aussi contribué à entretenir cette hausse. Le yen s'est légèrement replié face au dollar.

Taux à 10 ans japonais



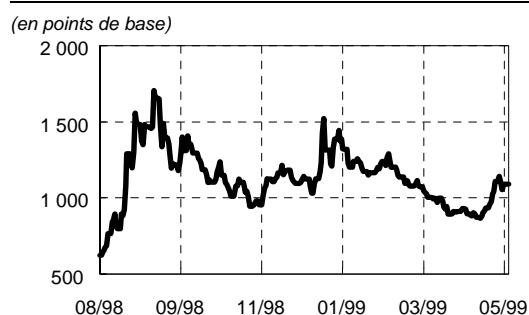
La poursuite de l'amélioration du sentiment des investisseurs internationaux à l'égard des actifs financiers des pays émergents a été brutalement interrompue dans la seconde partie du mois

Ce sentiment plus optimiste a été alimenté par une reprise de la croissance économique plus forte qu'attendue dans les pays émergents d'Asie. Par ailleurs, au Brésil, la publication d'indices de prix à la consommation faisant état d'une décélération de l'inflation, la stabilisation du real et la poursuite du desserrement monétaire ont soutenu ce jugement plus favorable, qui a bénéficié à l'ensemble de l'Amérique latine. Le retour des investisseurs internationaux sur ces marchés a provoqué une réduction des écarts de

taux entre obligations des émetteurs émergents et obligations du Trésor américain, une accélération de la reprise des marchés boursiers latino-américains (Brésil : + 9,6 %, Mexique : + 6,1 %) et une appréciation des devises, en particulier des pays émergents d'Asie (won coréen et baht thaïlandais).

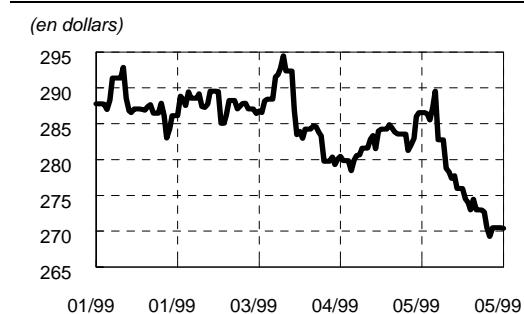
Toutefois, l'annonce du biais restrictif adopté par le FOMC, faisant craindre une tension sur les taux d'intérêt internationaux, a enrayé la décrue des écarts de taux dans un sens favorable aux pays émergents. Certains doutes sur la soutenabilité du régime de change argentin et, dans une moindre mesure, les nouvelles difficultés politiques en Russie ont aussi entretenu ce retournement.

Écart de rendement entre titres obligataires des émetteurs souverains émergents et titres d'État américains



Accélération du repli du prix de l'or

Prix de l'once d'or en dollars



Après une remontée au mois d'avril, qui avait effacé, en partie, la baisse du mois de mars, le prix de l'once d'or s'est vivement replié au cours de la période sous revue, redescendant à son plus bas niveau depuis 20 ans, en deçà de 270 dollars l'once. L'annonce, faite par la Banque d'Angleterre, qu'elle procéderait à des ventes d'or dans le cadre d'une restructuration de ses réserves, a été à l'origine de l'accélération récente de la tendance baissière.

3.1.2. L'activité financière de la place de Paris

L'activité sur la place de Paris s'est sensiblement réduite au cours du mois de mai par rapport aux mois précédents. Ce phénomène, traditionnel à cette époque de l'année, s'explique, en partie, par le nombre de jours fériés en France comme à l'étranger ainsi que par la stabilité des taux courts, peu favorable aux prises de position. La vive hausse des taux d'intérêt à long terme a également pu peser sur le volume des émissions réalisées par les émetteurs privés. Dans le sillage des taux américains, la courbe des taux de l'euro a, en effet, enregistré un mouvement de repentification, le taux de l'emprunt phare à 10 ans augmentant de 26 points de base d'une fin de mois à l'autre.

Sur le marché interbancaire, la stabilité des taux a prévalu, les réserves obligatoires ayant pleinement joué leur rôle d'amortisseur des fluctuations de l'Eonia.

Sur le marché de la pension livrée, l'activité s'est réduite de plus de 20 %, suivant en cela le mouvement général de réduction des volumes enregistré sur la plupart des compartiments du marché en mai.

Sur le marché des bons du Trésor, dans un contexte de hausse des taux sur les échéances les plus lointaines, l'activité est demeurée à un niveau élevé sur les échéances les plus courtes, tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire, où l'échéance 3 mois reste la plus recherchée.

Sur le marché des titres de créances négociables, l'activité a marqué une pause après l'expansion observée au cours du mois d'avril. L'encours global s'élevait à 227,5 milliards d'euros à fin mai, contre 230,9 milliards un mois plus tôt, tous les compartiments de marché enregistrant de légères baisses, d'ampleur assez similaire. Les émissions à moins de dix jours confirment leur succès actuel tant auprès des émetteurs que des investisseurs : elles ont constitué près du tiers des émissions de certificats de dépôt et du cinquième de celles des billets de trésorerie. Les taux à l'émission des titres à moins de 1 an sont restés très stables sur la totalité des échéances.

Dans un contexte de hausse des taux à long terme, le montant des émissions brutes obligataires réglées en mai sur le marché parisien

par les résidents a sensiblement diminué d'un mois à l'autre. Il a atteint 7,73 milliards d'euros en mai (face à des remboursements de 8,5 milliards), contre 10,61 milliards en avril, cette évolution étant essentiellement due à une diminution de la demande de capitaux par les sociétés non financières. Néanmoins, au cours des cinq premiers mois de l'année, les émissions brutes se sont élevées à 47,5 milliards d'euros, contre 38,2 milliards pour la période correspondante de 1998, ce qui représente une hausse de 24 %.

Sur le marché obligataire secondaire, les taux d'intérêt français ont subi une vive hausse dans le sillage de celle des taux américains, le rendement de l'emprunt phare à 10 ans ressortant à 4,26 % le 31 mai. Cette évolution, qui s'est opérée pour l'essentiel dans la première quinzaine du mois, a surtout touché les échéances égales ou supérieures à 2 ans, et s'est traduite par une nette accentuation de la pente de la courbe des taux sur le secteur 1 an-5 ans.

La totalité des titres réglés en mai a été émise en euros, tandis que les émetteurs de la place poursuivaient leur programme de conversion dans cette monnaie. L'encours nominal de la dette en euros représente désormais plus de 72 % du total des encours nominaux fin de mois des résidents sur la place de Paris. Pour sa part, le Conseil des marchés financiers (CMF) a communiqué le calendrier des opérations de conversion en euros des titres de créance pour le second semestre 1999.

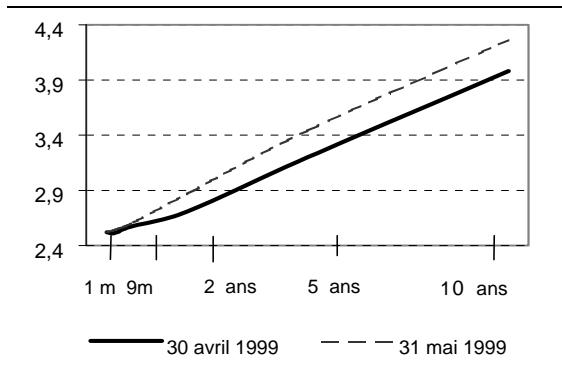
Après la forte valorisation du mois d'avril, la Bourse de Paris a enregistré une consolidation. La hausse des taux d'intérêt à long terme et les incertitudes concernant la croissance européenne ont pesé sur les grandes places boursières. Le surplus de croissance dont la France jouit vis-à-vis de ses partenaires européens a, toutefois, permis de limiter le repli de la Bourse de Paris, l'indice CAC 40 cédant 1,5 %, à 4 351 points.

L'activité des OPCVM en mai 1999 est caractérisée par la poursuite de fortes souscriptions au bénéfice des fonds monétaires et la baisse des rendements affectant les placements risqués. Au total, l'encours des titres d'OPCVM a progressé à un rythme annuel soutenu (+ 13,9 %), mais moins qu'en avril (+ 19,2 %).

Activité financière sur la place de Paris

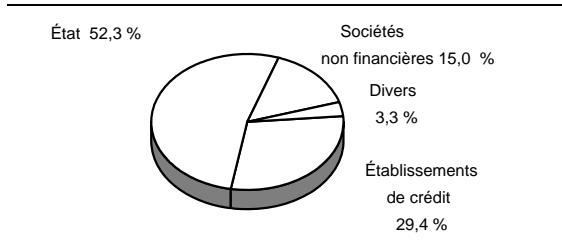
Titres d'État

Courbe des taux de rendement

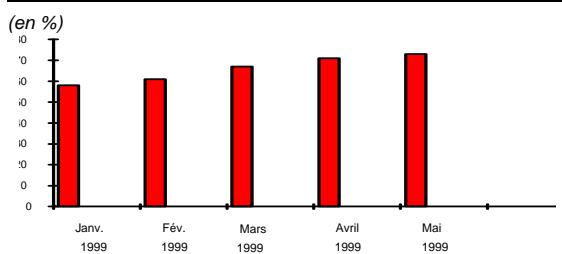


Obligations – Encours nominaux détenus par les résidents

Ventilation par secteurs émetteurs – Mai 1999

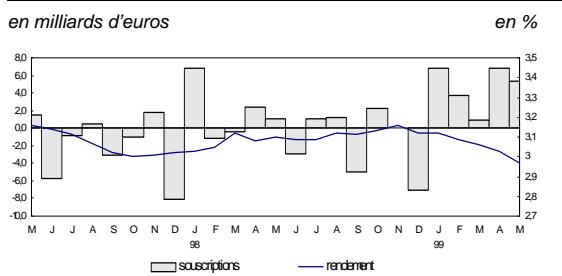


Encours nominal de la dette obligataire en euros Mai 1999



Sicav monétaires

Souscriptions nettes et rendement



Source : Fininfo

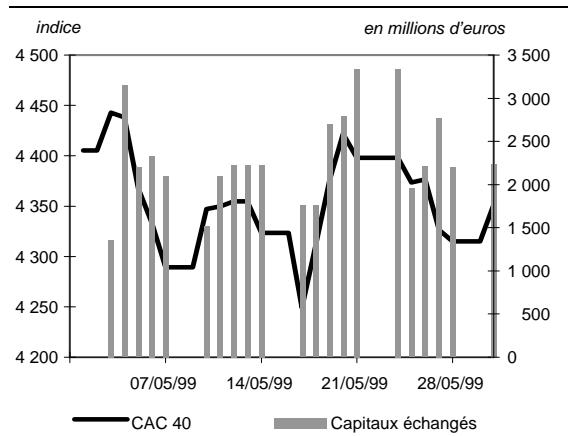
Obligations et titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en mai 1999 brutes nettes	Encours au 28 mai 1999
BTF et BTAN	15,8	196,9
Certificats de dépôt négociables	69,6	117,1
BMTN	1,1	63,0
Billets de trésorerie	47,4	30,6
Obligations	7,73	717,91
– État	3,66	375,24
– Établissements de crédit et assimilés dont : <i>Devises</i>	2,98	211,21 0,92
– Sociétés non financières	0,66	107,74
– Autres émetteurs résidents	0,44	23,72

Bourse de Paris (RM)

Cours et volume traité



3.2. Le marché interbancaire

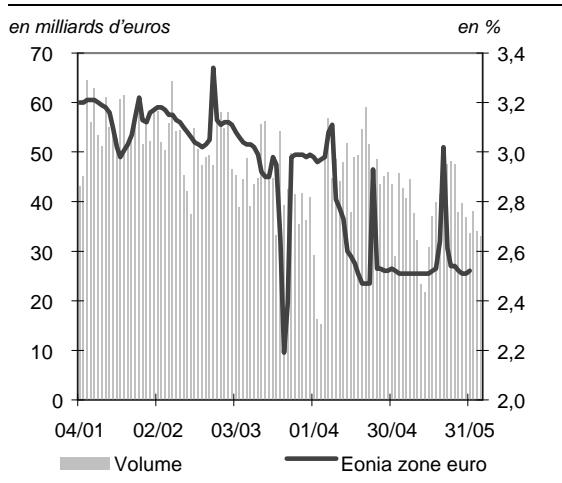
L'activité sur le marché interbancaire au cours du mois de mai 1999 s'est sensiblement réduite par rapport à la période précédente. Ainsi, le volume moyen quotidien sur l'Eonia s'est établi, pour la zone euro, en moyenne, à 38 milliards d'euros, en baisse de 15,6 % par rapport au mois précédent, la part des établissements français dans le volume total restant très importante et s'accroissant même légèrement, à 43 %, contre 40 % en avril. Sur les maturités plus longues, le volume d'activité a également été faible.

Deux facteurs peuvent expliquer ce phénomène :

- en premier lieu, l'activité a été particulièrement réduite lors des jours fériés en France et sur certaines places étrangères ;

– en second lieu, la grande stabilité des taux et des anticipations tout au long du mois a été défavorable aux prises de position. Seuls les derniers jours de la période des constitutions de réserves obligatoires se sont traduits par une volatilité de l'Eonia. Après avoir enregistré une remontée de 50 % environ, le taux de l'Eonia s'est détendu de façon marquée le 21 mai, dernier jour ouvré de la période, témoignant ainsi de l'aisance globale des trésoreries bancaires. Il faut noter que ces évolutions ont été accomplies dans des volumes plus importants que ceux observés le reste du mois.

Marché interbancaire au jour le jour



Sur le marché de la pension livrée, l'activité s'est également significativement réduite, revenant, en volume cumulé sur le mois, de 701 milliards d'euros en avril à 533 milliards (- 23 %). Cette baisse a touché l'ensemble des types d'opérations, les pensions sur OAT conservant une part de 60 % dans l'activité, comme au mois d'avril. De même, la répartition entre pensions à taux fixe et variable n'a varié que marginalement, les pensions à taux variable constituant une forte majorité des opérations.

La baisse d'activité semble liée à trois éléments :

– en premier lieu, la courbe demeurant relativement plate, voire très légèrement inversée notamment sur le secteur le plus court, les intervenants ont réduit leurs prises de position, dans un marché particulièrement peu volatile. Cet élément a d'autant plus pesé que l'essentiel (87 %) de l'activité de pension livrée s'effectue sur des durées inférieures à 1 mois ;

– en deuxième lieu, la tendance des intervenants français à diversifier leurs opérations a semblé se confirmer, ces derniers arbitrant le marché de la pension livrée sur titres français en faveur de ceux sur l'étranger, notamment italiens et belges. Ces derniers semblent, en effet, offrir de meilleurs niveaux de rendement, probablement en raison d'une moindre rareté relative du papier. Ainsi, les taux prêteurs au comptant s'établissaient en fin de mois à 2,54 % en Italie, à 2,53 % en Belgique et à 2,50 % en France, pour les échéances à 1 semaine ;

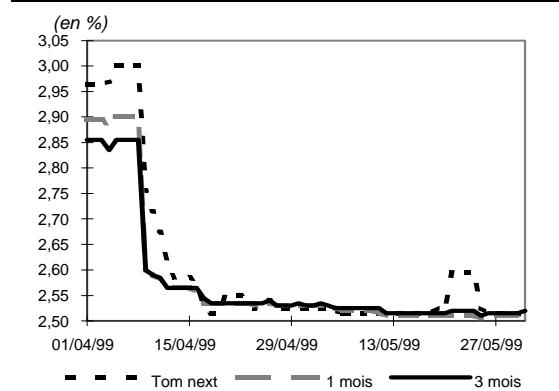
– enfin, l'activité du Trésor français sur le marché s'est révélée moins importante que précédemment.

Activité sur le marché de la pension livrée

	Avril 1999		Mai 1999	
	Volume en milliards d'euros	Part en %	Volume en milliards d'euros	Part en %
OAT	424	60	321	60
Pensions à taux fixe	147	21	108	20
Pensions à taux variable	277	39	213	40
BTAN	210	30	150	28
Pensions à taux fixe	96	14	68	13
Pensions à taux variable	114	16	82	15
BTF	67	10	62	12
Pensions à taux fixe	18	3	13	3
Pensions à taux variable	49	7	49	9
TOTAL	701	100	533	100
Pensions à taux fixe	261	37	189	35
Pensions à taux variable	440	63	344	65

Source : Sicovam SA

Taux des pensions livrées



3.3. Les titres d'État

Après les fortes émissions du début de l'année, le volume des adjudications a sensiblement diminué en mai. Le repli a été particulièrement notable sur les titres longs, où les tombées ont été environ deux fois supérieures aux nouvelles émissions.

3.3.1. Le marché primaire

Adjudications des bons du Trésor à taux fixe

Date d'adjudication	Catégorie	Durée	Demandes	Servies	Taux actuariel annuel moyen
(a)			(b)		
3 mai 1999	BTF	6 sem.	803	3,36	2,53
3 mai 1999	BTF	13 sem.	1 265	3,26	2,52
3 mai 1999	BTF	25 sem.	1 027	3,79	2,56
10 mai 1999	BTF	6 sem.	1 004	4,15	2,54
10 mai 1999	BTF	13 sem.	1 205	4,48	2,52
10 mai 1999	BTF	50 sem.	809	3,41	2,61
17 mai 1999	BTF	7 sem.	816	4,58	2,47
17 mai 1999	BTF	13 sem.	1 208	3,20	2,52
17 mai 1999	BTF	23 sem.	624	4,53	2,55
20 mai 1999	BTAN 3,0 %	2 ans	1 457	4,89	2,83
20 mai 1999	BTAN 3,5 %	5 ans	2 016	3,10	3,38
25 mai 1999	BTF	13 sem.	1 303	4,60	2,51
25 mai 1999	BTF	48 sem.	628	3,90	2,55
31 mai 1999	BTF	13 sem.	804	5,22	2,53
31 mai 1999	BTF	29 sem.	804	4,33	2,56

(a) BTF : bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés
BTAN : bons du Trésor à intérêts annuels

(b) En millions d'euros

Le Trésor a procédé à nouveau à des adjudications de BTF à 2 mois, palliant ainsi le besoin de liquidité exprimé par certains intervenants. Si le montant alloué sur cette maturité a été multiplié par plus de deux par rapport au mois d'avril, les papiers à 3 mois, 6 mois et 1 an ont été émis dans des volumes similaires à ceux du mois dernier. Le ratio de couverture s'est légèrement accru pour les échéances à 3 mois (+ 8,7 %), tandis qu'il a diminué sur les maturités plus longues (respectivement - 11,6 % et - 18,70 % pour les échéances à 6 mois et à 1 an) et cela malgré des tombées deux fois plus importantes.

Les taux moyens pondérés (TMP) à l'émission sont restés relativement stables sur les différentes maturités : à 6 mois, par exemple, sont ressorties à 2,50 % les 3 mai, 17 mai et 31 mai.

Le Trésor a également procédé à l'émission de BTAN 2 ans et 5 ans. La première (12 juillet 2001) a été fortement demandé, avec un ratio de couverture s'élevant à 4,89, en progression de 21 % par rapport à l'adjudication du 12 avril. La seconde (12 juillet 2004) a présenté un ratio légèrement plus faible que précédemment.

En mai, les émissions brutes obligataires de l'État se sont élevées à près de 3,7 milliards d'euros (3,9 milliards en avril), la part de ce dernier représentant 47,3 % de la collecte des résidents du mois sur la place de Paris et plus de 52,3 % des encours à fin de période du marché parisien. Les fonds ont été levés sur l'OATi 3 % juillet 2009 et sur une nouvelle ligne, l'OAT 4 % octobre 2009. Lors de l'adjudication du 6 mai 1999, qui portait sur l'OAT 4 % octobre 2009, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 2,9 milliards d'euros, auxquels il faut ajouter 102 millions d'euros de soumissions non compétitives. Le complément provient du règlement de l'adjudication de l'OATi 3 % juillet 2009, réalisée également le 6 mai 1999. Le montant nominal émis s'est élevé à 571 millions d'euros. Le taux de rendement de la nouvelle souche à 10 ans s'est établi à près de 4,08 %, en baisse de près de 2 points de base par rapport à l'adjudication du 1^{er} avril 1999. Celui de l'OATi est ressorti à 2,75 %, en baisse de 26 points de base par rapport à l'opération du mois précédent.

Émissions d'obligations (État)

	(en millions d'euros)			
Date de règlement	Mars 1999	Avril 1999	Mai 1999	5 mois 1999
<i>OAT émises par voie d'adjudication</i>				
OAT TEC 10 janv. 2009				
Valeur nominale		549		549
Prix d'émission		99,06		
Émission brute		544		544
OAT 4 % avril 2009				
Valeur nominale	3 494	2 564		12 550
Prix d'émission	97,88	99,20		
Émission brute	3 420	2 543		12 546
OATi 3 % juillet 2009				
Valeur nominale		740	571	1 986
Prix d'émission		99,92	102,18	
Émission brute		739	583	1 996
OAT 4 % octobre 2009				
Valeur nominale			3 021	3 021
Prix d'émission			99,32	
Émission brute			3 001	3 001
OAT 5,50 % avril 2009				
Valeur nominale				872
Prix d'émission				
Émission brute				986
<i>OAT destinées aux particuliers</i>				
OAT 4 % avril 2009				
Valeur nominale	137	86		386
Prix d'émission	99,9	101,21		
Émission brute	137	87		393
OAT 4 % octobre 2009				
Valeur nominale			60	60
Prix d'émission			101,36	
Émission brute			60	60
OATi 3 % juillet 2009				
Valeur nominale	13	18	16	87
Prix d'émission	101,35	101,61	104,22	
Émission brute	13	18	16	87
TOTAL				
Valeur nominale	3 644	3 957	3 667	19 509
Émissions brutes	3 570	3 931	3 660	19 611
Amortissement	14		6 934	11 597
Émissions nettes	3 556	3 931	- 3 274	8 014

Les souscriptions par les personnes physiques (du 6 mai au 25 mai) ont porté sur l'OATi 3 % juillet 2009 et sur la nouvelle ligne d'OAT 4 % octobre 2009. Le règlement de ces deux lignes s'est élevé à 77 millions d'euros, en baisse de 26 % par rapport au mois précédent. Les rendements actuariels ont été fixés à 2,59 % pour l'OATi 3 % juillet 2009 et 3,84 % pour l'OAT 4 % octobre 2009, soit une baisse de, respectivement, 25 points de base et de 2 points de base par rapport au mois d'avril.

À la fin des cinq premiers mois de l'année 1999, l'État avait réalisé près de 44 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 45 milliards d'euros.

Pour cette même période, l'abondement de la ligne d'OATi juillet 2009 représente plus de 2 milliards d'euros, soit près de 11 % du volume d'émission, réalisant ainsi le tiers des prévisions portant sur cette ligne (estimée à 6 milliards d'euros pour l'ensemble de l'année 1999).

3.3.2. Le marché secondaire

Bons du Trésor

Sur l'ensemble du mois de mai, les prix des bons du Trésor se sont repliés, du fait d'une correction des rendements en fin de période, surtout sensible pour les échéances à plus de 1 an. Les taux à 3 mois, 6 mois et 12 mois se sont tendus de, respectivement, 3 points de base, 2 points de base et 3 points de base, à 2,54 %, 2,57 % et 2,63 %, alors que les taux à 2 ans et 5 ans gagnaient, respectivement, 10 points de base et 24 points de base, à 2,87 % et 3,44 %, dans le sillage du marché obligataire.

Écarts de taux au sein de la zone euro au 31 mai 1999

Maturité	(en points de base)			
	France	Allemagne	Italie	Belgique
3 mois	2,54	ns	11	0
6 mois	2,57	ns	9	0
12 mois	2,63	ns	11	0
2 ans	2,87	- 8	7	5
5 ans	3,44	2	18	11

NB : Niveaux indicatifs en fin de mois à partir des titres les plus proches de l'échéance considérée

ns : non significatif

Les BTF sont, toutefois, restés relativement bien demandés, soutenus notamment par le réinvestissement de tombées importantes. Les échéances

à 1 an et à 3 mois ont été très recherchées, en particulier pour le BTF 3 mois, du fait de la concentration des adjudications sur un nombre réduit de participants. Ainsi, lors de l'adjudication du 17 mai, trois spécialistes en valeurs du Trésor ont touché 75 % de l'adjudication de BTF à 3 mois. En termes de *spread*, les écarts bilatéraux entre pays de l'Eurosystème reflètent, entre autres, des écarts techniques imputables aux différences des politiques d'émission de la dette publique.

Les BTAN ont connu une évolution contrastée.

Ceux de maturité courte, autour de 2 ans, ont bien résisté au mouvement de correction, grâce à une moindre baisse des marchés de taux courts et à des arbitrages contre des BTF plus onéreux.

À l'inverse, celui à 5 ans a souffert, dans le sillage du marché des OAT. Son taux s'est tendu de 25 points de base, à 3,44 %, tandis que l'écart de taux avec le titre allemand de même maturité se réduisait.

Au total, la courbe des rendements de la dette à court terme de l'État s'est notablement pentifiée, l'écart entre le taux à 3 mois et le taux à 5 ans passant sur le mois de 69 points de base à 90 points de base.

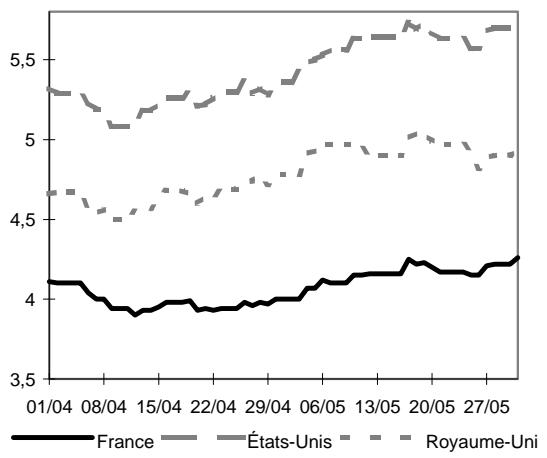
Obligations

Contrairement au mois précédent, les rendements obligataires français se sont nettement tendus. Le taux de l'emprunt phare à 10 ans est ressorti à 4,26 % le 31 mai, en hausse de 26 points de base sur un mois.

Cette évolution, qui s'est opérée pour l'essentiel dans la première quinzaine, résulte, en grande partie, de la vive tension des rendements obligataires américains. En effet, aux États-Unis de nombreux indicateurs statistiques ont attesté d'une croissance toujours très soutenue et de la résurgence de risques de tensions inflationnistes.

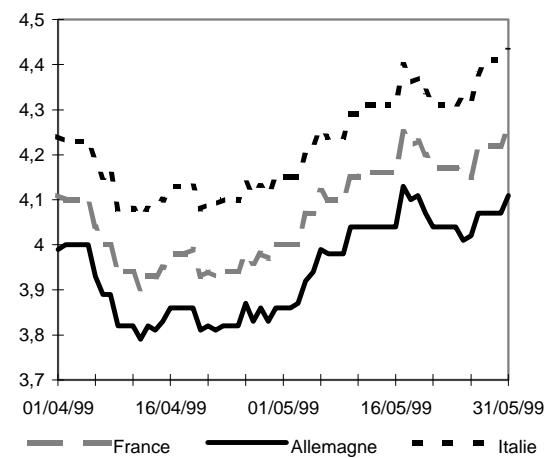
Dans un premier temps, la transmission de cette hausse des rendements du marché américain vers le marché européen a été incomplète, ceci pouvant s'expliquer par la morosité de l'activité en Europe. Il en a résulté un nouvel élargissement de l'écart de taux entre les deux continents : l'écart entre la France et les États-Unis sur l'emprunt phare à 10 ans ressortait à 144 points de base le 31 mai, après avoir atteint 148 points de base le 28 mai, ce qui constitue un pic historique.

Taux des emprunts phares à 10 ans



Au sein de la zone euro, les écarts sont restés relativement stables entre les rendements obligataires français et allemands sur l'ensemble des échéances. Les écarts de taux sur emprunts phares à 10 ans entre la France d'une part, l'Espagne et l'Italie d'autre part, se sont élargis de 2 points de base au cours du mois pour ressortir à, respectivement, 14 points de base et 17 points de base le 31 mai.

Taux des emprunts phares à 10 ans en Europe



Il est à noter qu'au cours de cette remontée des taux longs, la pente de la courbe française des rendements s'est sensiblement accentuée sur la partie 1 an-5 ans, l'écart de taux entre les deux échéances passant de 52 points de base le 30 avril à 74 points de base le 31 mai.

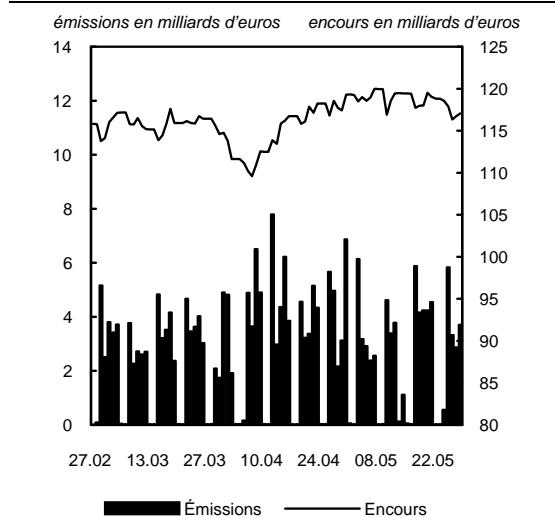
3.4. Les titres des entreprises financières et non financières

3.4.1. Les entreprises financières

Les émissions de certificats de dépôt négociables

L'encours des certificats de dépôt s'établissait, en données provisoires, à 117,1 milliards d'euros le 28 mai, contre 119,3 milliards à la fin du mois précédent (titres libellés en monnaie *in* globalisés en contre-valeur euros).

Certificats de dépôt négociables



Émissions de CDN en mai 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	23,3	33,5
De 10 jours à moins de 1 mois	7,7	11,1
De 1 mois à moins de 3 mois	22,6	32,4
De 3 mois à moins de 6 mois	14,6	21,0
De 6 mois à 1 an	1,4	2,0
Total	69,6	100,0

Taux de rendement à l'émission des CDN

	(en pourcentage)			
	3 au 8 mai	10 au 15 mai	17 au 22 mai	24 au 29 mai
Certificats à 1 jour	2,54	2,54	2,71	2,58
Certificats à 10 jours	2,48	2,48	2,53	2,51
Certificats à 30 jours	2,57	2,57	2,58	2,58
Certificats à 90 jours	2,64	2,61	2,61	2,61

Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 305 le 28 mai. À cette date, 3 d'entre eux, représentant 16 % de l'encours global, disposaient d'un encours supérieur à 5 milliards d'euros : la Caisse des dépôts et consignations (6,9 milliards), la Banque fédérative du crédit mutuel (6,6 milliards), le Crédit Lyonnais (5,6 milliards).

Face aux *tombées* (71,9 milliards d'euros), les émissions réalisées ont fortement diminué, à 69,6 milliards, contre 104,3 milliards en avril.

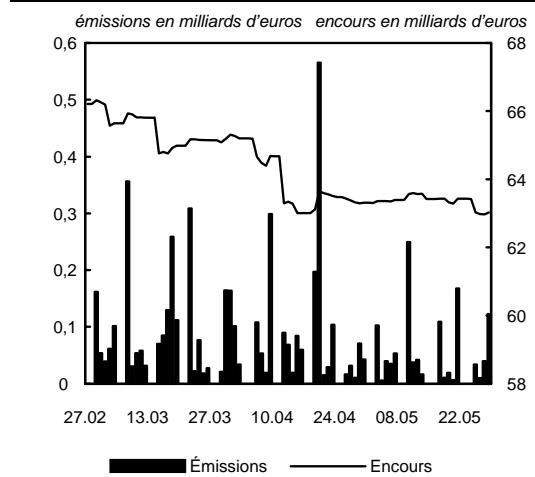
La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteurs* a relativement peu varié, les sociétés et entreprises individuelles étant toujours les principaux investisseurs (recouvrant approximativement le tiers des émissions) devant les OPCVM et les établissements de crédit, à part égale. La place des non-résidents reste marginale.

Quant à la durée des titres, on observe pour le mois une légère augmentation des émissions à très court terme (inférieures à 10 jours), qui représentent désormais le tiers du total, ainsi que de celles se rapportant à la maturité comprise entre 1 mois et 3 mois.

La détente constatée en avril sur les *taux à l'émission* s'est poursuivie au cours du mois sous revue, à l'exception de la troisième semaine où les taux se rapportant aux titres très courts ont connu une tension, en liaison avec la hausse de l'Eonia.

Les émissions de bons à moyen terme négociables

Bons à moyen terme négociables



Émissions de BMTN en mai 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	0,3	24,2
De 2 ans à moins de 3 ans	0,4	40,2
De 3 ans à moins de 5 ans	0,3	24,6
De 5 ans à moins de 7 ans	0,1	8,4
De 7 ans et plus	—	2,6
Total	1,1	100,0

Taux de rendement à l'émission des BMTN

	(en pourcentage)			
	3 au 7 mai	10 au 14 mai	17 au 21 mai	24 au 28 mai
Bons à 1 an 1 jour	—	2,62	2,67	2,79
Bons à 2 ans	2,95	2,97	2,66	—
Bons à 3 ans	3,31	3,11	3,22	3,29
Bons à 5 ans	—	3,68	—	—
Bons à 7 ans	—	—	—	—
Bons à 10 ans	4,65	—	—	—

L'*encours* des BMTN s'élevait à 63 milliards d'euros le 28 mai, contre 63,3 milliards le 30 avril. L'*encours* total, émis à hauteur de 98 % par des entreprises financières, se répartissait entre 209 émetteurs à fin mai (chiffre provisoire), contre 207 le mois précédent. Les deux principaux émetteurs, disposant d'un encours supérieur à 3 milliards d'euros, étaient la Société générale (5,8 milliards) et Paribas SA (3,6 milliards).

Le marché des BMTN n'a pas connu de regain d'activité par rapport aux deux mois précédents, déjà caractérisés par un faible niveau de production. Les émissions se sont élevées à 1,1 milliard d'euros face à des *tombées* de 1,4 milliard, Paribas ayant été l'émetteur le plus présent, avec 253 millions d'euros d'émissions, devant le Crédit Lyonnais (198 millions).

La répartition par catégories de *souscripteurs* confirme la prédominance des établissements de crédit français, à l'origine de 72 % du montant des souscriptions, les investisseurs non résidents entrant pour moins de 5 % dans ce total.

La répartition par durées des émissions du mois traduit un raccourcissement par rapport au mois précédent, près de 65 % du volume d'émission étant concentré sur des durées inférieures à 3 ans, contre 43 % pour le mois d'avril.

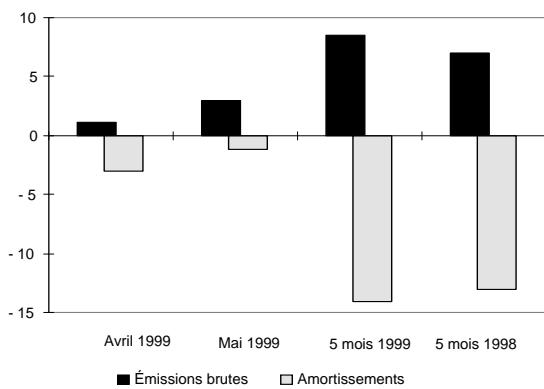
Les titres à taux variable ont représenté plus de 78 % du montant total d'émissions, les contrats à taux fixe n'en constituant que 16 % et les produits structurés, 6 %. Dans le comportement des taux variables, ce sont les indexations sur Euribor 3 mois qui prédominent, avec 56 % du total.

Le marché obligataire (primaire et secondaire)

Émissions d'obligations

Établissements de crédit et assimilés

(en milliards d'euros)



Les émissions brutes d'obligations des établissements de crédit se sont élevées en mai à près de 3 milliards d'euros, contre 1,1 milliard en avril 1999, soit une progression de plus de 64 %. Toutefois, l'endettement obligataire de ce secteur poursuit une baisse sensible, les encours revenant de 228,3 milliards d'euros en mai 1998 à 211,2 milliards à la fin du mois sous revue, leur part représentant à cette date 29 % des encours totaux. Durant les cinq premiers mois de l'année 1999, les émissions brutes se sont élevées à 8,4 milliards d'euros, en hausse de 20,5 % par rapport à la période correspondante de 1998.

Par ailleurs, un nouvel émetteur est apparu, la Compagnie financière de crédit mutuel de Bretagne, qui a émis un emprunt à taux variable indexé sur l'Euribor, pour un montant de 200 millions d'euros.

Décisions des instances de place

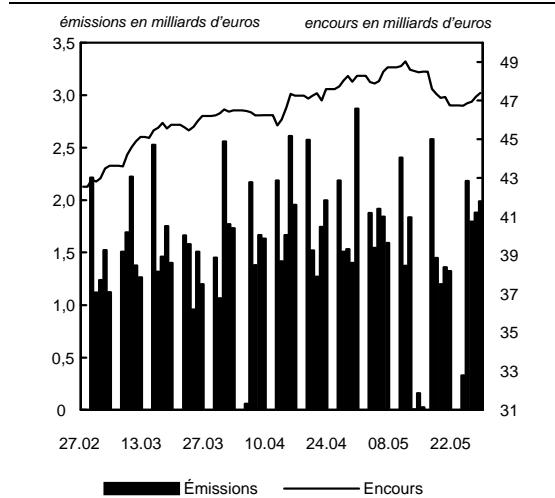
L'assemblée générale extraordinaire de la SBF a décidé, le 27 mai 1999, une réorganisation du groupe SBF-Paris Bourse. Ont été décidés :

- la fusion absorption de la SBF, de Matif SA, de Monep SA et de la Société du Nouveau marché en une entreprise de marché unique qui prendra le nom de Paris Bourse SA ;
- la filialisation de l'ensemble des activités de compensation au sein de la Banque centrale de compensation qui prend le nom commercial de Clearnet SA ;
- le regroupement des activités de technologie et de génie logiciel boursier au sein d'Euronext SA.

3.4.2. Les entreprises non financières

Les émissions de billets de trésorerie

Billets de trésorerie



Émissions de BT en mai 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	5,5	18,0
De 10 jours à moins de 1 mois	3,4	11,0
De 1 mois à moins de 3 mois	17,1	55,9
De 3 mois à moins de 6 mois	4,1	13,5
De 6 mois à 1 an	0,5	1,6
Total	30,6	100,0

Taux de rendement à l'émission des BT

	(en pourcentage)			
	3 au 7 mai	10 au 14 mai	17 au 21 mai	24 au 28 mai
Billets à 1 jour	2,57	2,56	2,73	2,58
Billets à 10 jours	2,61	–	2,60	2,62
Billets à 30 jours	2,62	2,62	2,62	2,61
Billets à 90 jours	2,64	2,65	2,65	2,63

L'encours des titres s'élevait à 47,4 milliards d'euros le 28 mai, contre 48,3 milliards le 30 avril. Le montant des émissions a atteint 30,6 milliards d'euros (contre 43,9 milliards le mois précédent, qui comprenait une semaine supplémentaire).

Le nombre d'émetteurs s'établissait, le 28 mai, à 95, dont 16 non résidents. À cette date, le principal émetteur était le groupe Vivendi, avec un encours de 2,63 milliards d'euros, devant General Electric Capital (2,61 milliards), PPR Finance (1,96 milliard) et Morgan Stanley Dean Witter (1,88 milliard).

La structure des émissions en termes de durée révèle essentiellement l'accentuation, déjà relevée le mois précédent, de la part des émissions réalisées à moins de 10 jours, laquelle a représenté 18 % du total, contre 15,3 % en avril.

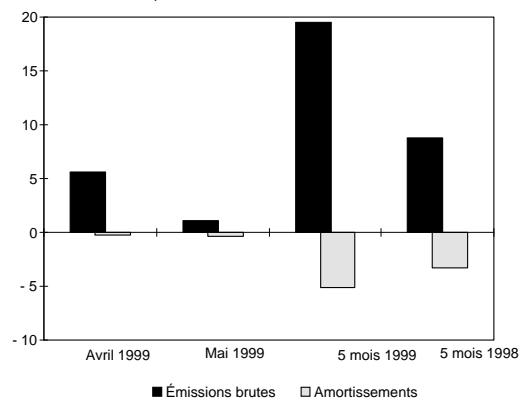
Les *taux de rendement à l'émission* sont restés très stables pour toutes les échéances sur l'ensemble du mois.

Les émissions obligataires

Émissions d'obligations

Secteur non financier

(en milliards d'euros)



Les sociétés *non financières et les autres émetteurs* ont levé au mois de mai 1,1 milliard d'euros, contre 5,6 milliards en avril 1999. Cette forte régression résulte essentiellement d'une moindre intervention des sociétés non financières.

Les émissions, nettes des amortissements, au cours des cinq premiers mois de 1999, se sont élevées à près de 14,3 milliards d'euros. Elles représentent plus de 86 % des émissions nettes de l'année 1999 et leur montant équivaut à près de trois fois le montant net émis au cours de la période correspondante de 1998.

Les écarts de taux

Sur le marché français, les écarts de taux entre les obligations privées à 10 ans et les titres d'État de même durée se sont encore resserrés au cours du mois de mai, après la pause intervenue en avril et dans le prolongement des mouvements observés au cours des trois premiers mois de l'année.

Écarts moyens de taux entre obligations privées et titres d'État

(en points de base)

	Moyenne de l'écart sur le mois d'avril	Moyenne de l'écart sur le mois de mai
Écart obligations bancaires notées AAA et titres d'État	37,12	29,90
Écart obligations bancaires notées AA et titres d'État	41,17	32,00
Écart obligations <i>corporates</i> notées AAA et titres d'État	23,44	21,29

Le mouvement progressif de réappreciation des risques, engagé depuis février à la faveur de l'apaisement des craintes de répercussion des crises asiatique et brésilienne sur la stabilité du système bancaire, s'est en effet poursuivi. Par ailleurs, la légère diminution des écarts entre titres d'entreprises non financières et titres d'État semble exprimer un renforcement de la solvabilité perçue à moyen terme, malgré la dégradation des ratios d'endettement de certains de ces émetteurs non financiers, grâce à l'effet bénéfique de la baisse des taux sur la charge de la dette et la capacité de remboursement.

3.5. Les actions

3.5.1. Le marché primaire

Émissions d'actions

et de certificats d'investissement

(en milliards d'euros)

	Année 1998	4 mois 1998	4 mois 1999	Mars 1999	Avril 1999
Sociétés non financières	47,39	20,82	9,17	2,37	0,89
Établissements de crédit	1,34	0,20	0,06	0,01	-
Compagnies d'assurance	0,23	0,16	0,03	-	-
Administrations publiques	0,02	-	-	-	-
Total émis (a)	48,98	21,18	9,26	2,38	0,89
donc : <i>Titres cotés (b)</i>	10,54	4,39	0,79	0,08	0,05
<i>Appel public à l'épargne (b)</i>	7,19	2,28	0,33	0,04	0,04

(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 d'avril a été marqué par une nette régression des émissions d'actions réglées en numéraire, revenues de 2,38 milliards d'euros en mars³ à 0,89 milliard. Les sociétés non financières sont les acteurs principaux du marché, les émissions des autres secteurs restant négligeables.

³ La connaissance tardive d'opérations parfois importantes conduit à conférer un caractère provisoire pendant six mois aux statistiques d'un mois donné.

Au cours des quatre premiers mois de l'année 1999, le montant total des titres émis s'élève à 9,26 milliards d'euros, en diminution de plus de 56 % d'une année à l'autre. Il est vrai que le début de l'année 1998 avait été caractérisé par une intense activité, avec une trentaine d'opérations de plus de 500 millions de francs en quatre mois.

De janvier à avril 1999, les émissions de titres cotés sont revenues de 4,39 milliards d'euros en 1998 à 0,79 milliard. À fin avril 1999, elles représentaient près de 9 % du montant total des émissions d'actions, contre plus de 21 % pour l'ensemble de l'année 1998.

Au cours du mois de mai, le pré-placement par l'État des actions Aerospatiale-Matra a rencontré un vif succès auprès des institutionnels (8,5 % du capital a été souscrit selon un ratio de couverture avoisinant 30) et, dans une moindre mesure, des particuliers (7,65 % du capital souscrit selon un ratio de couverture de 4,4). Le prix d'introduction en bourse a logiquement été fixé dans le haut de la fourchette (19,6 euros pour les institutionnels et 19,2 euros pour le public). Cotée pour la première fois le 7 juin, l'action a terminé la séance à 22,35 euros, en hausse de 16,4 % par rapport au prix de l'offre publique de vente de 19,2 euros, dans un volume très étouffé (275 millions d'euros échangés).

3.5.2. Le marché secondaire

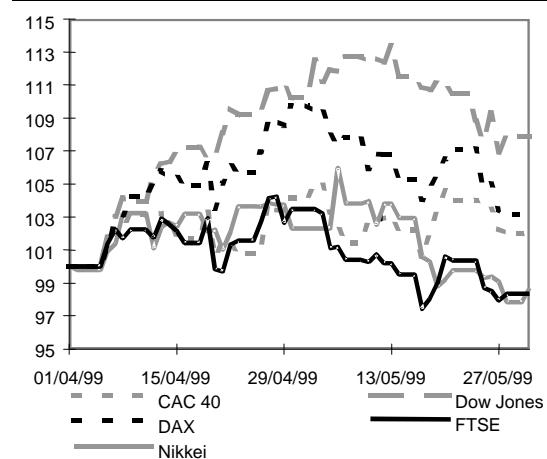
Après une nette progression en avril, l'ensemble des places boursières occidentales a marqué une consolidation au cours du mois de mai. Dans ce contexte, la Bourse de Paris s'est mieux comportée que les autres bourses européennes et américaines, l'indice CAC 40 cédant 1,5 %, en clôturant à 4 351 points le 31 mai, alors que les indices Stoxx et Dow Jones perdaient, respectivement, 4,2 % et 3,6 %.

Cette consolidation des grandes places boursières s'explique par des prises de bénéfices après les plus hauts niveaux atteints en début de mois (le CAC 40 ressortait à 4 442 points le 3 mai, et le Dow Jones à 11 014 points). Elle est également due, notamment, à :

- la remontée des taux à long terme, qui favorise traditionnellement les corrections boursières ;
- le biais restrictif adopté par le Système fédéral de réserve qui a pesé sur les différents indices américains ;

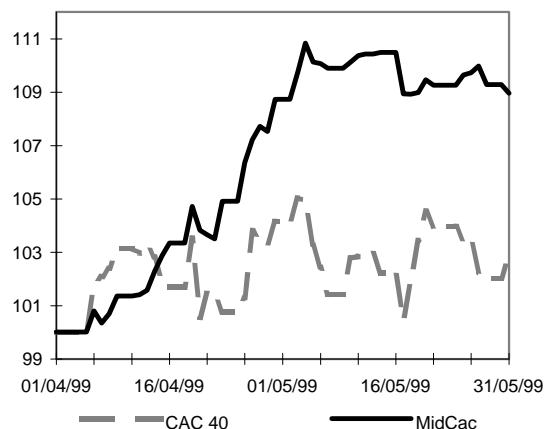
– la morosité du « climat des affaires », en particulier en Allemagne et en Italie où les perspectives de croissance restent basses. Aux États-Unis, la révision à la baisse de la croissance du PIB en fin de période (de 4,5 % à 4,1 %) a également influencé les valeurs cycliques.

Évolution des principaux indices boursiers



À Paris, les valeurs moyennes ont confirmé leur progression du mois dernier, l'indice MidCac se stabilisant après la forte progression d'avril.

Évolution des indices CAC 40 et MidCac



La volatilité du CAC 40 est restée sur des niveaux élevés ; de même, aux États-Unis le Dow Jones et surtout le Nasdaq ont affiché des performances très contrastées d'un jour à l'autre. Cette volatilité s'inscrit dans un contexte de reformulation des anticipations, en matière de taux d'intérêt à court terme, de pressions inflationnistes et de taux de change d'équilibre, de la part des grands investisseurs, tant européens qu'américains.

3.6. Les titres d'OPCVM

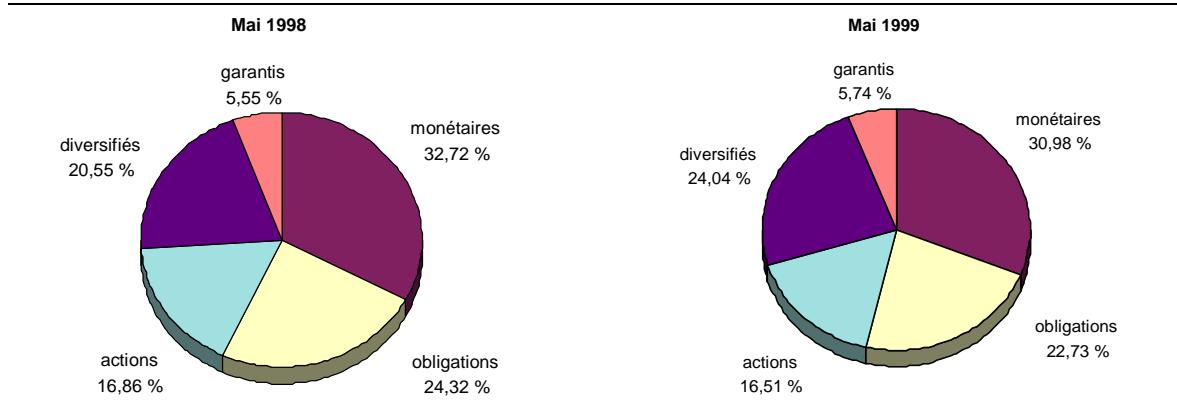
En mai 1999, l'encours total des titres d'OPCVM s'est élevé à 593,6 milliards d'euros. Sa progression annuelle, bien que toujours très soutenue (+ 13,9 %), a diminué par rapport au mois précédent (+ 19,2 %).

L'encours des titres d'OPCVM monétaires a atteint 183,9 milliards d'euros. En ralentissement par rapport à mars et à avril (respectivement + 8,4 % et + 9,9 %), son rythme de croissance annuel est néanmoins resté rapide (+ 7,8 %). Ce mouvement reflète les arbitrages de trésorerie des agents économiques.

L'encours des titres d'OPCVM obligataires s'est établi à 134,9 milliards d'euros. En raison d'un effet performance moins élevé qu'en avril, sa croissance annuelle s'est ralentie (+ 6,4 % en mai). Les souscriptions nettes sont restées faibles.

L'encours des titres d'OPCVM « actions » est ressorti à 98 milliards d'euros. Sa progression annuelle s'est nettement infléchie avec la baisse des rendements (+ 11,5 %, après + 61,7 % en mai 1998 et + 43,5 % en décembre). En revanche, les titres d'OPCVM « diversifiés », dont l'encours a atteint 142,7 milliards d'euros, ont continué de progresser vivement (+ 33,2 %, après + 30,9 % en avril). L'encours des OPCVM garantis a été stable (34,1 milliards d'euros).

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



Source : Commission des opérations de bourse

4. Chronologie

3 mai

L'Assemblée nationale adopte, en première lecture, le projet de loi créant une couverture maladie universelle pour les personnes dont les ressources n'excèdent pas FRF 3 500.

4 mai

Publication au *Journal officiel* du décret fixant à FRF 12,5 milliards pour 1999 la rémunération de la garantie accordée par l'État aux fonds collectés par les caisses d'épargne et de prévoyance.

6 mai

Le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie lance une nouvelle campagne de communication sur le bogue de l'an 2000, pour un coût de FRF 100 millions.

7 mai

Au premier trimestre, le déficit budgétaire s'est établi à FRF 94,5 milliards, contre 117,1 milliards à la fin mars 1998, traduisant, pour l'essentiel, une progression des recettes de 6,1 %.

14 mai

Le Sénat adopte une version modifiée de la loi sur la sécurité financière réformant le statut des caisses d'épargne.

La ministre de la Justice décide de transférer les dépôts des notaires, gérés par le Crédit agricole, vers la Caisse des dépôts et consignations au plus tard le 1^{er} avril 2000.

18 mai

Publication au *Journal officiel* du décret annonçant la cession au public des 55,1 % du capital d'Eramet, détenus par le groupe public Erap.

19 mai

Le Premier ministre officialise le dispositif de baisse des cotisations patronales sur les salaires inférieurs à 1,8 fois le SMIC, dont bénéficieront les entreprises ayant conclu des accords sur les 35 heures. Cette mesure sera financée par une taxe sur la consommation d'énergie, mise en place en 2001, et une cotisation sur les bénéfices des sociétés réalisant plus de FRF 50 millions de chiffre d'affaires.

Le poids de la dépense publique est revenu à 54,2 % du PIB en 1998, après 54,9 % en 1997, selon l'INSEE.

20 mai

La Caisse des dépôts et consignations publie le cahier des charges relatif à la cession du Crédit foncier de France. Les candidats à la reprise pourront déposer des offres fermes jusqu'au 21 juin.

25 mai

Parution au *Journal officiel* de l'arrêté relatif au transfert du secteur public au secteur privé de la majorité du capital d'Aérospatiale Matra, fixant le prix de l'action à EUR 19,6 pour les institutionnels et EUR 19,2 pour les particuliers.

27 mai

Le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie dévoile la composition du groupe d'actionnaires partenaires du Crédit Lyonnais, constitué par sept établissements, dont le Crédit agricole qui détiendra la part maximale offerte (10 %).

É T U D E S

La situation économique à l'étranger

L'économie mondiale, qui avait été vivement affectée par le choc du déclenchement de la crise financière en Asie en 1997 et par les turbulences qui ont perturbé les marchés de capitaux internationaux entre juillet et octobre 1998, a enregistré une certaine amélioration au cours des premiers mois de 1999. Tandis que des signes de rétablissement se manifestent en Asie, les prix du pétrole et de certaines matières premières se sont redressés, les marchés de capitaux ont poursuivi jusqu'en mai le mouvement de rééquilibrage amorcé à partir d'octobre et les évolutions des taux de change reflètent la diversité des perspectives de croissance des principales zones de l'économie mondiale. L'onde de choc de la « crise asiatique » n'a, néanmoins, pas fini de produire ses effets sur le commerce extérieur des pays industrialisés. C'est le cas en Europe, où la demande interne a, toutefois, constitué un facteur de soutien à la conjoncture. L'environnement de la zone euro reste cependant marqué par d'importants déséquilibres : la croissance américaine repose toujours sur une épargne des ménages insuffisante, une menace déflationniste continue de peser sur l'économie japonaise, la situation financière de l'Amérique latine est encore fragile et le contexte politique accentue les difficultés en Russie et dans les Balkans.

*Direction des Études économiques et de la Recherche
Service d'Études sur les économies étrangères – Service d'Études sur l'économie internationale*

1. Les premiers mois de 1999 ont enregistré une certaine amélioration après les chocs qui avaient perturbé l'économie mondiale en 1998

1.1. Quelques signes de rétablissement en Asie et en Amérique latine

Au premier semestre de 1999, des signes de reprise de plus en plus nets apparaissent dans des pays d'Asie les plus touchés l'an dernier par la récession. Le regain de confiance des investisseurs étrangers, lié notamment à la stabilisation des taux de change, au faible taux d'inflation et au niveau élevé des excédents courants, contribue à l'amélioration conjoncturelle. En Amérique latine, la demande interne montre des signes de faiblesse, qui pourraient néanmoins s'atténuer dans les pays producteurs de pétrole si la hausse des cours se confirmait.

NB : Les commentaires portent sur les données disponibles au 28 mai 1999.

En Corée du Sud, le PIB est en hausse de 4,6 % sur un an au premier trimestre 1999, à la suite du redressement de la demande intérieure et, dans une moindre mesure, des exportations. L'activité semble repartir à Singapour, après la brève récession du second semestre 1998, avec un PIB en progression de 1,2 % en glissement annuel en début d'année. Les perspectives économiques s'améliorent en Malaisie, aux Philippines, en Thaïlande. À Taiwan, la production industrielle et les exportations sont en forte augmentation (respectivement 6,4 % et 5,5 % en glissement annuel en avril 1999).

Certains pays d'Asie, en revanche, ne connaissent pas d'amélioration. L'instabilité politique continue de peser sur la mise en place des réformes structurelles en Indonésie. Hong-Kong connaît la plus grave récession de son histoire. Malgré les mesures de relance budgétaire, la consommation des ménages souffre de la montée rapide du chômage (6,3 %, contre 3,5 % il y a un an) et de la baisse des salaires réels. Enfin, en Chine, les dernières données publiées indiquent un tassement de la croissance : la demande interne est handicapée par la progression du chômage, les pressions déflationnistes perdurent et l'excédent commercial s'amenuise sous le double effet d'une hausse sensible des importations et d'un recul des exportations.

PIB en Asie

(en volume et variations en pourcentage)

	1997	1998
Chine	8,8	7,8
Corée du Sud	5,5	- 5,8
Hong-Kong	5,3	- 5,1
Inde	5,0	5,2
Indonésie	4,6	- 13,7
Malaisie	7,7	- 6,4
Philippines	5,2	- 0,5
Singapour	7,8	1,5
Taiwan	6,8	4,8
Thaïlande	- 0,4	- 8,0

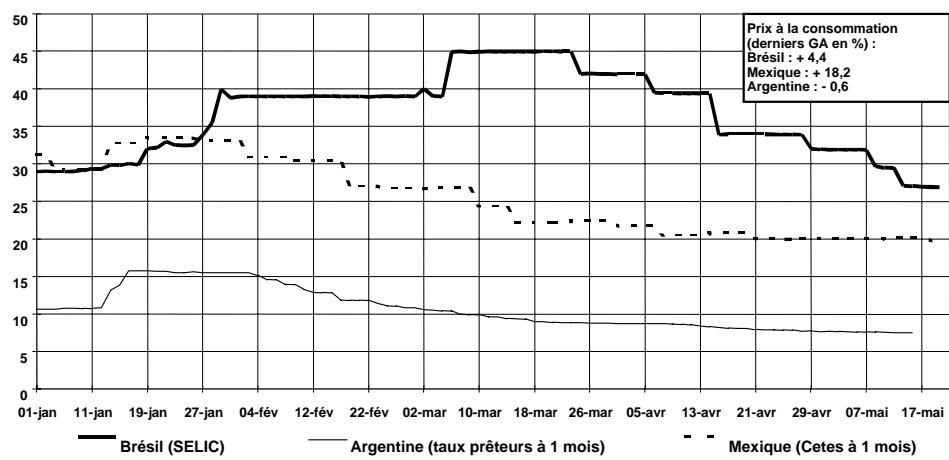
Source : Datastream (Economist Intelligence Unit)

Au Brésil, le climat économique général s'est récemment amélioré, quelques mois à peine après la dévaluation. La remontée du real, dont la dépréciation depuis le décrochage de décembre n'est plus que d'environ 30 %, et les bons résultats de l'inflation (7,0 % de hausse mensuelle en février 1999, 2,8 % en mars et - 0,3 % en avril) ont fortement amélioré la perception du risque brésilien et ont permis une baisse substantielle des taux d'intérêt nominaux.

Le principal taux directeur a été ainsi progressivement ramené de 45,0 % en mars 1999 à 23,5 % le 20 mai, et devrait continuer son mouvement. Le retour du Brésil sur le marché international des capitaux s'est mieux effectué que prévu, 2 milliards de dollars ayant été placés le 22 avril avec un *spread* de 675 points de base.

Le PIB est en hausse de 1 % au premier trimestre 1999 par rapport à la fin de 1998, après deux trimestres de baisse.

Taux d'intérêt nominaux courts depuis le 1^{er} janvier 1999
 Argentine, Brésil, Mexique



NB : GA = glissement annuel

Source : Datastream

Cependant, cette amélioration financière et conjoncturelle reste précaire. Le commerce extérieur n'a pas encore pleinement bénéficié de la dévaluation du real, et la réapparition d'un léger excédent est surtout due à la chute des importations, qui confirme la faiblesse de la demande interne. Enfin, le déficit budgétaire total attendu pour 1999 est de l'ordre de 12 % du PIB.

Au Mexique, l'activité reste soutenue par le dynamisme de l'économie américaine et la reprise récente des cours du pétrole, qui devrait permettre de limiter le déficit budgétaire en 1999. Une augmentation de 1 dollar par baril engendre une amélioration du solde budgétaire mexicain correspondant à 0,2 % du PIB.

En Argentine, l'amélioration en termes de flux financiers ne se retrouve pas dans l'évolution du secteur réel. Le gouvernement fédéral a émis pour 2,5 milliards de dollars d'emprunts au mois d'avril et les liquidités sont abondantes sur le marché argentin. Les taux d'intérêt nominaux ont retrouvé leur niveau d'avant la crise asiatique. La récente hausse des cours du pétrole (+ 50 % depuis la mi-février) constitue une bouffée d'oxygène pour la balance commerciale, puisque les hydrocarbures représentent presque 10 % des exportations argentines.

L'activité économique a continué à se contracter au premier trimestre de 1999, avec une baisse de la production industrielle de 8,7 % sur un an. Le déclin de la demande interne s'est traduit par une chute des importations, qui a plus que compensé l'impact sur les exportations, de la récession et de la dévaluation au Brésil. Le déficit budgétaire atteint déjà 2 milliards de dollars pour les quatre premiers mois de 1999, alors que l'Argentine s'est engagée vis-à-vis du Fonds monétaire international à ce qu'il ne dépasse pas 2,85 milliards pour l'ensemble du premier semestre. Les réformes structurelles sont en suspens, à l'approche des élections nationales d'octobre 1999.

Au Chili et en Colombie, l'activité s'est ralentie en début d'année (les ventes de détail ont reculé respectivement de 9,7 % et de 13,0 % sur un an au premier trimestre de 1999), et le Venezuela et l'Équateur connaissent une grave récession.

PIB en Amérique latine

(en volume et variations en pourcentage)

	1997	1998
Argentine	8,6	4,0
Brésil	3,7	0,2
Chili	7,1	3,3
Colombie	2,4	2,5
Mexique	7,0	4,8
Pérou	7,2	0,7
Venezuela	6,0	- 0,7

Source : Datastream (Economist Intelligence Unit)

1.2. Une remontée des prix des matières premières

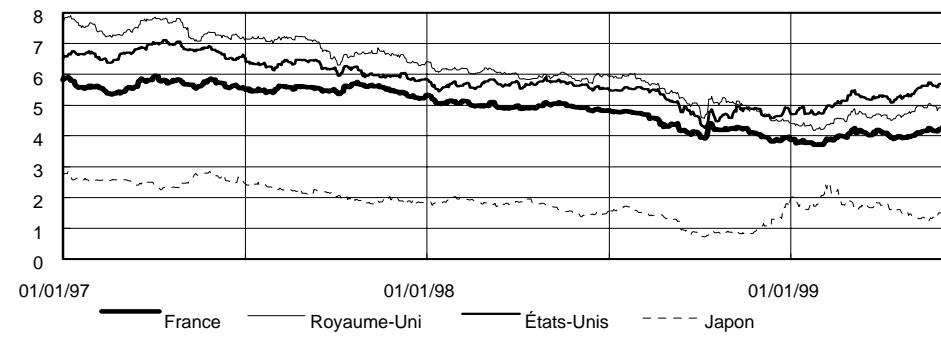
Un facteur inattendu de la conjoncture a résidé dans la vive remontée du prix du pétrole ; le cours du *brent* est passé de moins de 10 dollars le baril en décembre à 16,8 dollars le 4 mai, avant de revenir à 14,6 dollars le 28 mai. Ce mouvement peut refléter, dans une certaine mesure, l'amélioration de la situation dans les pays émergents. Il résulte surtout des mesures de réduction de la production adoptées par l'OPEP. Sensible dès à présent dans l'évolution des prix de l'énergie enregistrée dans les pays industrialisés, il s'accompagne depuis le mois de février d'une remontée plus modérée des prix des métaux non ferreux. Les prix des produits agricoles, en revanche, continuent de baisser ou se maintiennent à des niveaux nettement inférieurs à leur moyenne des dix dernières années.

1.3. Sur les marchés de capitaux et de change, les évolutions de la fin 1998 se sont confirmées dans les premiers mois de 1999

La remontée des cours des actions amorcée en octobre 1998 s'est poursuivie dans les premiers mois de 1999, de sorte qu'à la mi-mai les indices boursiers de plusieurs pays dépassaient à nouveau les niveaux historiquement élevés atteints à la mi-1998. Aux États-Unis, la progression de l'indice Dow Jones des valeurs industrielles s'est même encore accélérée, avant de connaître un repli dans la seconde quinzaine de mai : entre le 31 décembre 1998 et le 27 mai 1999, l'indice affiche une hausse de 14 %, alors qu'il avait progressé de 13 % au cours de la période correspondante de 1998. Certaines places asiatiques (Corée du Sud, Singapour, Thaïlande) ont également connu une remontée très vigoureuse des cours. En revanche, bien qu'il ait progressé presque autant que l'indice américain entre le début de l'année et le mois de mai, l'indice Nikkei est resté inférieur à 17 000 points, alors qu'il dépassait 20 000 points il y a deux ans, avant la récession et l'aggravation de la crise des institutions financières japonaises.

Taux des emprunts phares à dix ans

(en pourcentage)



Source : Banque de France
Direction des Marchés de capitaux

Au mois de mai, l'état des marchés semblait refléter la prise en compte par les opérateurs d'un début de rétablissement de la conjoncture dans les pays émergents et d'une stabilisation des perspectives de l'économie mondiale. Du moins, la remontée des taux longs aux États-Unis et en Europe enregistrée au cours des premiers mois de 1999 a-t-elle pu être interprétée comme l'effet d'une réévaluation des risques relatifs par les investisseurs, venant corriger en partie ce que la demande de titres publics occidentaux (*flight to quality*) avait pu avoir d'exagéré au cours de l'année 1998. Sur les marchés de change, la création de l'euro n'a pas déclenché de réallocations massives de portefeuilles. La prise de conscience de perspectives de croissance plus vigoureuses aux États-Unis qu'en Europe a tiré à la hausse le dollar, dont le cours en euro a rejoint à la fin mai des niveaux proches de ceux qu'il atteignait contre les monnaies européennes à la mi-1997. La montée du dollar s'est également réalisée contre le yen, dont le redressement enregistré au cours des derniers mois de 1998 s'est ainsi trouvé annulé. Les flux de commerce extérieur ne traduisent pas encore les effets de ces mouvements de change : ils restent marqués par la propagation des conséquences du ralentissement de la demande mondiale apparu à la fin de 1997.

1.4. La crise dans les pays émergents a continué de faire sentir ses effets sur les exportations des pays industrialisés au début de 1999

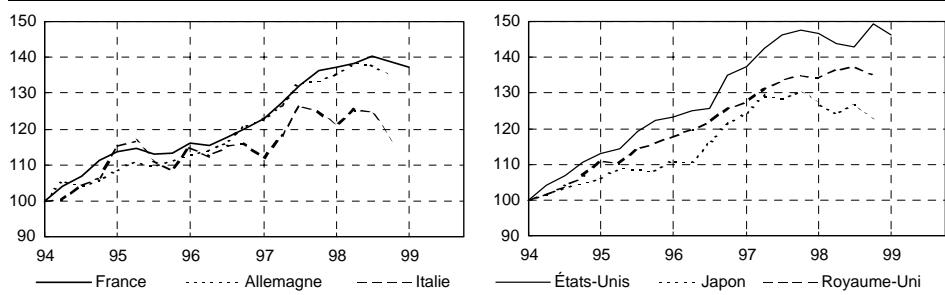
Les statistiques aujourd'hui disponibles reflètent désormais les effets de la « crise asiatique » sur le commerce extérieur des pays industrialisés. Dans les pays de la zone euro, les exportations diminuent en valeur depuis la mi-1998. Un mouvement analogue s'observe au Japon dès l'hiver 1997-1998. La baisse des importations en valeur au Japon et dans certains pays d'Europe a également contribué au ralentissement des échanges internationaux. Par contre, au Royaume-Uni et surtout aux États-Unis, les importations semblent résister à la dégradation d'ensemble ; c'est aussi le cas en Espagne.

Les évolutions en volume sont plus contrastées :

- presque partout, les exportations ralentissent à partir de la fin 1997, allant même dans certains cas jusqu'à diminuer dans la période la plus récente. On lit ici clairement l'impact des crises financières sur la demande en provenance des pays directement touchés (Asie, Russie, pays producteurs de matières premières). On notera que l'Espagne, la France et les Pays-Bas, sont les moins affectés ;

- l'évolution des importations semble en phase avec ce qu'on sait par ailleurs de celle de la demande interne des différents pays : en progression rapide en France, en Espagne, aux Pays-Bas, aux États-Unis et au Royaume-Uni, elles ralentissent de façon visible en Allemagne et en Belgique et diminuent en Italie et au Japon.

Exportations de biens et services en volume (base 100 = premier trimestre 1994)



Sources : Données nationales

Il y a ainsi dans le recul quasi généralisé des importations en valeur un effet-prix que la chute des cours des matières premières jusqu'à une date récente explique largement. Tous les prix à l'importation des pays industrialisés sont, en effet, en baisse depuis le début de 1998, voire plus tôt dans certains cas. La diminution des prix à l'exportation se cumule aussi à celle des volumes pour expliquer la contraction des valeurs en Belgique, en Allemagne, aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon.

2. Les conséquences du ralentissement de la demande mondiale sur l'activité en Europe se sont exercées avec retard

2.1. Dans la zone euro, le ralentissement de la demande mondiale a continué d'exercer un effet modérateur sur la croissance et sur les prix

2.1.1. L'activité : une conjoncture soutenue par la demande interne¹

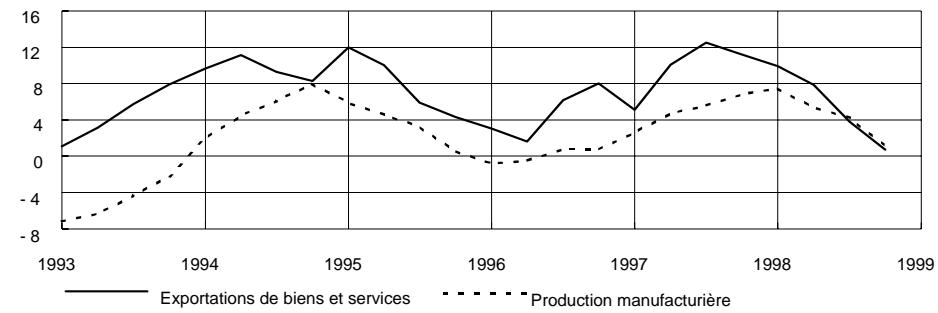
La demande externe a subi le choc initial déclenché par la crise en Asie du Sud-Est, auquel s'est ajouté un effet multiplicateur au sein même de la zone euro, dans la mesure où les échanges entre les pays membres représentent une fraction majeure du commerce. Ainsi, pour l'ensemble de la zone, après s'être accélérées jusqu'aux environs de 13 % en glissement annuel au troisième trimestre 1997, les exportations de biens et services augmentaient en volume de moins de 2 % à la fin de 1998. En Allemagne, en Belgique, en Finlande et en Italie, le mouvement est particulièrement net et le volume des exportations baisse.

¹ Les principales données relatives aux pays de la zone euro figurent dans la partie statistique du présent *Bulletin*.

Néanmoins, pour l'ensemble de la zone euro, le taux de croissance des exportations, en moyenne annuelle, est resté élevé en 1998, à 6 %, compte tenu de l'acquis de croissance de la fin de 1997.

Exportations de biens et services et production manufacturière

(glissement annuel en pourcentage)



Sources : Données nationales

L'industrie a été particulièrement touchée par la réduction des débouchés externes. Au dernier trimestre 1998, la production du secteur manufacturier s'est inscrite en hausse de seulement 2 % en glissement annuel. Le ralentissement est cependant intervenu avec retard par rapport à l'évolution des exportations, puisque le point haut de la production n'a été atteint qu'au début de l'année 1998. Ce décalage trouve son origine dans la dynamique interne de la demande de la zone euro. La décomposition par grands secteurs industriels montre, en effet, une stabilisation du rythme de croissance de la production dans le secteur des biens intermédiaires et des biens d'investissement dès le second semestre 1997, alors que la production de biens de consommation durables connaissait une forte augmentation. Au cours de l'année 1998, tous les secteurs industriels ont enregistré un ralentissement d'activité, avec un fléchissement marqué pour le secteur des biens intermédiaires. Ce ralentissement s'est poursuivi et même accentué en fin d'année 1998 et au début de 1999.

En février, la production manufacturière est en baisse de 0,7 % sur un an, le repli atteignant 1,2 % dans les biens intermédiaires.

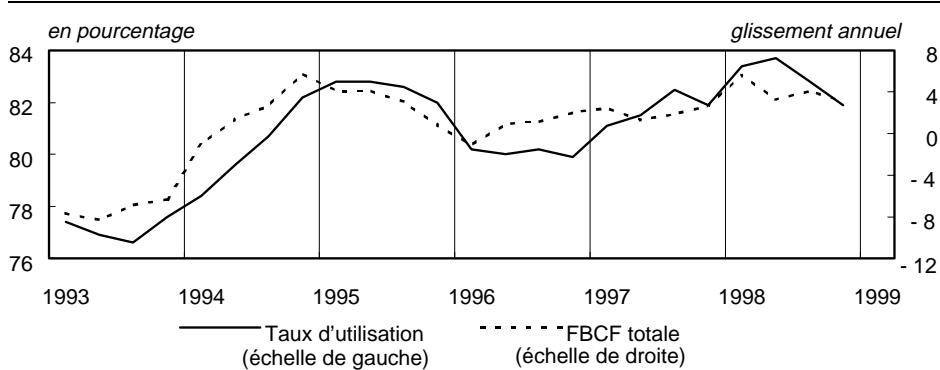
La demande interne de la zone euro a ainsi joué un rôle essentiel dans le maintien de la croissance. La consommation des ménages s'est accélérée à partir du second semestre 1997, pour atteindre un rythme de croissance proche de 3,5 % en glissement annuel à la fin 1998. Les ménages ont, en effet, bénéficié d'un environnement particulièrement favorable au cours des derniers trimestres. Les baisses du prix de l'énergie et des produits agricoles ont permis de dégager un gain non anticipé de pouvoir d'achat de près de 0,5 point de revenu disponible en 1998. Les créations d'emplois ont connu un rythme soutenu à la fin 1998, l'emploi total commençant de s'ajuster à l'activité, avec près de deux trimestres de retard, pour progresser de près de 1 % en glissement annuel. L'évolution récente apparaît ainsi plus favorable que celle observée lors de la dernière phase de reprise économique des années 1994 et 1995 : au cours de cette période, le rythme de croissance du PIB avait culminé à près de 3,3 % pour un maximum de créations d'emplois proche de 0,5 % en glissement annuel. Cette croissance plus riche en emplois renforce la dynamique du revenu des ménages et pousse à la hausse la consommation. Par ailleurs, la baisse du taux de chômage de près de 1 point entre la fin 1997 et la fin 1998 réduit le besoin d'épargne de précaution et favorise encore la bonne tenue de la consommation.

Ce mouvement devrait se poursuivre sur les premiers mois de 1999. En mars, le taux de chômage était de 10,4 % de la population active, contre 10,6 % en décembre 1998.

La situation de l'investissement s'est aussi améliorée au cours de 1998, bien que le glissement annuel de la FBCF se situait à la fin de l'année (3,5 % au quatrième trimestre), sur une tendance moins favorable qu'au début de celle-ci (5,7 % au premier trimestre). Cette évolution est en phase avec celle du taux d'utilisation des capacités de production sur la période.

Au premier trimestre 1999, le taux d'utilisation des capacités de production s'élevait à 81,9 %, contre 82,8 % au quatrième trimestre 1998.

FBCF totale et taux d'utilisation des capacités de production



Sources : Données nationales

Au total, sur l'ensemble de l'année 1998, le tableau des performances économiques de la zone euro apparaît bon, compte tenu du contexte international. Le PIB est en hausse de 3 %. La demande intérieure totale a contribué à la croissance pour 3,3 points de PIB, contre 1,9 point en 1997, et les exportations nettes l'ont limitée, avec une contribution de -0,3 point de PIB.

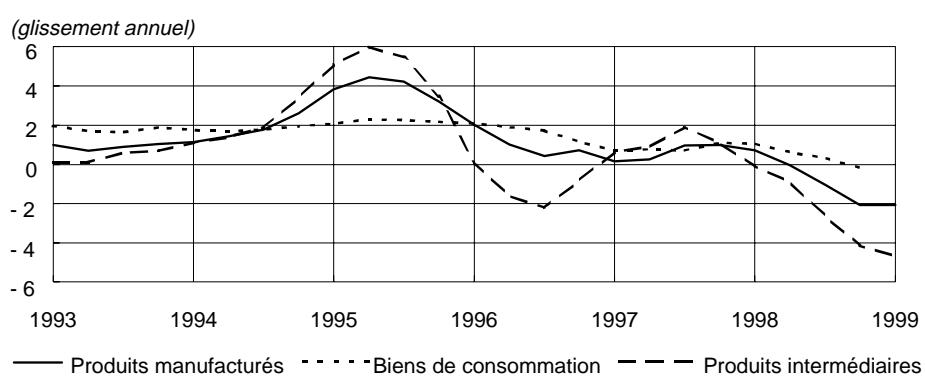
Plusieurs éléments rendent cependant les perspectives à court terme relativement incertaines. La demande intérieure, très dynamique en 1998, revient vers des rythmes de progression plus habituels et l'acquis de croissance pour cette année est faible. Il devrait mécaniquement conduire à une croissance annuelle en retrait par rapport à 1998. La contribution des stocks à la croissance est restée forte en 1997 et 1998, avec près de 0,5 point de PIB chaque année : une correction à la baisse apparaît plausible pour 1999. Son ampleur pourrait affecter de façon importante le cours de l'activité. La remontée du prix de l'énergie devrait limiter les gains de pouvoir d'achat des ménages et peser sur la consommation. Enfin, la conjoncture de la zone euro reflète, pour une part importante, la faible croissance de quelques grands pays, comme l'Allemagne et l'Italie, où l'activité s'est modérée au cours de 1998 et au début de 1999.

Selon les derniers résultats de l'enquête de conjoncture de la Commission européenne, les perspectives à court terme pour la zone euro restent dégradées dans l'industrie. Pourtant, une stabilisation semble apparaître sur les premiers mois de 1999, qui pourrait indiquer que le point bas de l'activité a été atteint au premier trimestre. Les perspectives de production sont en hausse en avril, après un point bas en mars. Les carnets de commandes remontent aussi. Le déstockage devrait progressivement se ralentir.

2.1.2. Les prix : poursuite de la désinflation

Les prix des produits industriels sur le marché domestique ont enregistré une forte baisse au cours de l'année 1998. Les prix des produits manufacturés se sont repliés d'environ 2 % en glissement annuel à la charnière de 1998 et 1999, après une hausse de 1 % à la fin de 1997. Le recul du cours des matières premières a joué un rôle essentiel dans cette évolution, comme l'indiquent le profil du prix des produits intermédiaires et les gains de termes de l'échange enregistrés sur la période. Ce mouvement a été amplifié par la diminution des coûts salariaux unitaires résultant de la faible progression des salaires et de la hausse de la productivité.

Prix à la production



Sources : Données nationales

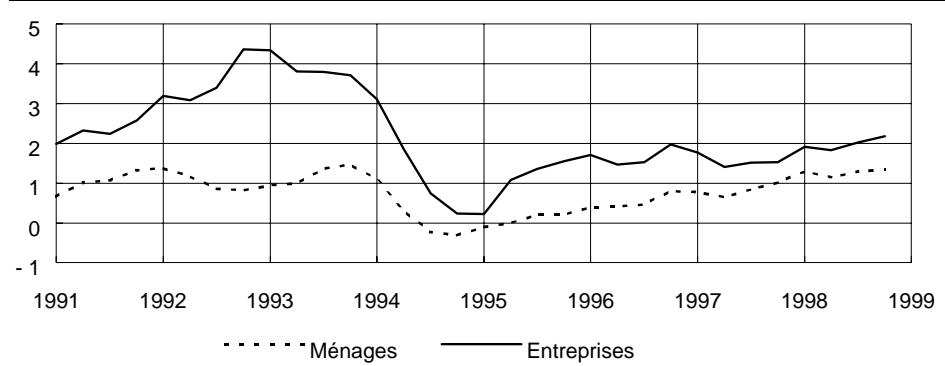
L'inflation mesurée au niveau des prix de détail a bénéficié de ce contexte général et la hausse des prix harmonisés s'est sensiblement réduite, passant de 1,5 % en glissement annuel sur le quatrième trimestre 1997 à 0,8 % à la fin de 1998. En avril, l'indicateur est cependant en hausse, à 1,1 % en glissement annuel, sous l'effet de la remontée du prix de l'énergie.

2.2. Les taux d'intérêt et la politique économique de la zone euro sont des facteurs positifs pour la croissance économique

Les évolutions monétaires actuelles et les autres indicateurs ne font pas apparaître de risques inflationnistes à moyen terme. C'est en prenant en compte l'ensemble des indicateurs disponibles relatifs à la situation économique dans la zone euro que le Conseil des gouverneurs a décidé, le 8 avril, de réduire d'un demi-point les taux directeurs de la Banque centrale européenne et de ramener à 2,5 % le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, qui avait été fixé à 3,0 % en décembre. Cette diminution des taux directeurs — qui achève un cycle de baisse considérable des taux d'intérêt en Europe — maintient la politique monétaire dans une orientation axée sur la stabilité des prix à moyen terme et crée des conditions monétaires exceptionnellement favorables à l'exploitation du fort potentiel de croissance de la zone euro. En outre, la moyenne mobile sur trois mois du taux de croissance de M3 — qui, comme tous les indicateurs monétaires, a pu être affecté, au début de l'année, par des phénomènes transitoires liés au passage à l'euro — est demeurée relativement proche de la valeur de référence de 4,5 % fixée par le Conseil de la Banque centrale européenne.

Les taux longs, malgré une remontée à la fin avril et au début mai, restent ainsi à des niveaux très favorables : à 4,0 % en moyenne en avril 1999, les taux à 10 ans restent en retrait sensible par rapport à leur niveau de la fin 1997 (5,5 %). La baisse des taux réels est d'une ampleur comparable. Les taux débiteurs appliqués en janvier 1999 aux ménages et aux entreprises sont également en retrait par rapport à la fin 1997, avec un recul de 87 points de base pour les crédits à court terme aux ménages et de 138 points de base pour les crédits à long terme. Cette évolution des taux débiteurs s'accompagne d'un écart croissant avec le rendement des titres publics à 10 ans qui pourrait indiquer un mouvement de reconstitution des marges bancaires. Enfin, si la baisse générale des taux d'intérêt apparaît comme un élément favorable pour les perspectives économiques à moyen et long termes, elle a, à court terme, pesé sur la progression des revenus des placements des ménages.

Écarts entre les taux débiteurs à long terme aux ménages et aux entreprises et le taux des titres publics à 10 ans



Sources : Données nationales

Par ailleurs, le mouvement de consolidation budgétaire en Europe devrait reprendre : selon les prévisions de la Commission européenne, le solde structurel des administrations publiques connaîtrait une légère amélioration en 1999, après s'être quelque peu détérioré en 1998. La plupart des pays de la zone euro restent cependant éloignés de l'objectif d'équilibre, voire d'excédent, des finances publiques, fixé par le Pacte de stabilité et de croissance. Les efforts à réaliser pour réduire les déficits ont été, pour l'essentiel, concentrés en 1996 et 1997. En l'absence d'efforts supplémentaires, les seules sources d'améliorations à attendre reposent sur la diffusion progressive de la baisse des taux sur la charge de la dette.

2.3. Les conjonctures nationales ont gardé certaines spécificités

Les premiers mois de 1999 confirment que, dans des pays tels que l'Espagne, la Finlande, l'Irlande, les Pays-Bas, le Portugal, les dépenses de consommation courante et l'investissement-logement des ménages constituent le principal ressort de la croissance. Elles restent bien orientées au premier semestre 1999, du fait de l'amélioration de la situation de l'emploi et des gains de pouvoir d'achat procurés aux ménages par le ralentissement des prix à la consommation. En Allemagne et en Italie, qui représentent 47 % du PIB de la zone euro, l'activité est moins dynamique. La consommation des ménages reste hésitante et les enquêtes d'opinion révèlent un pessimisme des chefs d'entreprise plus marqué que dans les autres pays.

2.3.1. Le ralentissement de la demande a affecté l'Italie et l'Allemagne plus fortement que la moyenne des pays de la zone euro

Allemagne

En Allemagne, les comptes nationaux conformes au nouveau système européen de comptes (SEC 95) confirment que la croissance du PIB s'est nettement ralentie à partir du deuxième trimestre de 1998 ; le dernier trimestre s'est soldé par une contraction du PIB de 0,2 %. En glissement annuel, la croissance du PIB a atteint 1,3 % au quatrième trimestre, après 2,0 % à la fin du troisième et 3,0 % à la fin du premier. Les exportations, qui s'étaient fortement accrues en 1997 dans le sillage de la hausse du dollar, ont très nettement décéléré, ce qui peut aisément s'expliquer par la diversité géographique des pays importateurs de biens et services en provenance d'Allemagne : en 1998, les exportations allemandes de biens à destination de pays non membres de la zone euro ont représenté, en valeur, 57 % du total des exportations. Pour les services, cette proportion s'est élevée à 66 %. Le recul des exportations a été particulièrement sévère avec la Russie (– 60,8 % à fin février 1999 en glissement annuel), mais également avec l'Asie du Sud-Est (– 12,7 %) et le Japon (– 10,2 %). Les livraisons vers l'Europe de l'Est et les États-Unis, qui étaient encore dynamiques il y a peu, ont également très fortement décéléré. Parmi les principaux partenaires économiques de l'Allemagne, seule la France absorbait à fin février une quantité significativement croissante de biens (+ 9,1 % en glissement annuel).

Les importations en valeur ont également sensiblement diminué, mais cette contraction masque une progression en volume car le prix des produits importés s'est fortement infléchi (– 6 % à fin décembre), entraîné par la dégradation des marchés de matières premières et de biens de base. Les entreprises ont également profité des baisses de prix pour renforcer leurs stocks de produits importés. Au total, en 1998, les importations ont progressé en moyenne annuelle de 7,6 %, à un rythme plus élevé que les exportations (+ 6,0 %). La contribution de l'extérieur à la croissance a été négative, à hauteur de 0,3 point, alors qu'elle avait été positive de 0,8 point en 1997.

La demande intérieure a pris de l'ampleur, avec 1,2 point de contribution en moyenne annuelle en 1998, après 0,5 point en 1997. La consommation des ménages s'est quelque peu renforcée du fait de l'accélération modérée des salaires et de la légère progression de l'emploi après plusieurs années de repli. Les accords salariaux conclus au début de l'année ont débouché sur une accélération sensible de la progression des salaires, puisque la majorité des augmentations dépassera 3 %.

La situation de l'investissement reste contrastée. Les acquisitions de machines et équipements de la part des entreprises ont progressé assez nettement en 1998 (+ 8,8 % en glissement annuel au quatrième trimestre), tandis que l'investissement-construction est resté, en revanche, très déprimé tout au long de l'année (– 6,2 %). Toutefois, une inversion des tendances pouvait être constatée en fin d'année et sur les premiers mois de 1999. Les enquêtes de conjoncture de cette période signalaient un très net affaiblissement du climat des affaires, principalement à la suite de perspectives moroses d'exportation et de la hausse de la fiscalité prévue pour 1999. Les taux d'utilisation des capacités de production, qui s'étaient nettement accrus en 1997, se sont infléchis à la baisse au second semestre et l'investissement en machines et équipements semble avoir été nettement moins dynamique sur les derniers mois connus. En revanche, l'investissement dans le bâtiment, qui représente 60 % de l'investissement total en Allemagne, semble manifester quelques signes de reprise, encore timides, en liaison avec l'accélération de la progression du crédit, elle-même découlant du niveau bas des taux d'intérêt.

Par ailleurs, les derniers mois de 1998 se sont soldés par une accélération des opérations de fusion-acquisition entre grandes entreprises, auxquelles les entreprises allemandes ont pris une part active. Le solde des opérations d'investissements directs à l'étranger de l'Allemagne a atteint le niveau record de - 60,2 milliards d'euros, soit le double de celui enregistré en 1997.

En matière de finances publiques, la réduction des déficits a été plus rapide qu'attendu en 1998, grâce, en particulier, à une bonne maîtrise des dépenses : le déficit est revenu de 2,7 % à 2,1 % du PIB et le rapport de la dette publique au PIB a diminué de 0,5 point, pour s'établir à 61,0 %. Les perspectives pour 1999 et pour le budget de l'an 2000 restent entachées d'incertitudes, portant en particulier sur les conséquences de la réforme de la fiscalité des entreprises et sur le financement de l'augmentation des déductions d'impôts représentatives des allocations familiales, décidée par la Cour constitutionnelle en janvier dernier.

Italie

Dans le nouveau système européen de comptes nationaux, le PIB italien a augmenté, en moyenne annuelle, de 1,3 % en 1998, contre 1,5 % en 1997. Le glissement annuel témoigne plus nettement du ralentissement de l'économie : 0,7 %, contre 2,8 % en 1997. Les enquêtes de conjoncture indiquent une poursuite du repli de l'activité au début de l'année. Ainsi, le niveau des carnets de commandes continue de s'inscrire en baisse et l'indice de confiance des consommateurs a accusé un nouveau recul.

Cette faiblesse de la croissance résulte pour partie du ralentissement de la demande externe. L'orientation de ses échanges commerciaux a cependant exposé davantage l'Italie aux conséquences des crises internationales que ses partenaires de l'Union monétaire, l'Allemagne exceptée : 56,3 % des exportations italiennes sont orientées vers des pays autres que ceux de l'Union monétaire, contre 50,5 % en moyenne pour l'ensemble de l'Union. Le choc a été d'autant plus sensible que l'Italie, entre 1995 et 1997, avait laissé sa compétitivité s'émuover. Un relâchement des marges, puis une progression des coûts salariaux unitaires plus forte qu'ailleurs, conjugués à une appréciation du taux de change de la lire, avaient conduit, en effet, à une érosion de sa position concurrentielle.

L'économie italienne a également subi un choc de demande interne lié à la faiblesse de la consommation, qui a pour origine la stagnation du pouvoir d'achat des ménages. La moindre progression du revenu de ces derniers au cours des années récentes résulte de la conjonction de trois facteurs : l'ajustement budgétaire, particulièrement marqué en Italie à la veille de l'entrée en phase III de l'UEM, un ralentissement sensible de la croissance des salaires réels et une moindre progression des revenus du capital, d'autant plus directement affectés par la baisse des taux d'intérêt que les titres d'État à rendement indexé sur les taux à court terme représentent une part très élevée des portefeuilles des ménages.

L'atonie de la demande intérieure contribue à limiter les tensions inflationnistes. En avril, le glissement annuel de l'indice harmonisé des prix de détail était de 1,4 %, contre 1,7 % en décembre 1998. La modération des évolutions salariales participe également à ce ralentissement. Toutefois, la baisse de la productivité pourrait pousser les coûts salariaux de nouveau à la hausse.

En 1998, le déficit public a représenté 2,7 % du PIB (contre 2,6 % dans les dernières prévisions gouvernementales), soit le même niveau qu'en 1997, et le taux d'endettement 118,7 % du PIB, contre 122,4 % en 1997. Compte tenu de la révision à la baisse des prévisions de croissance, le gouvernement italien a annoncé que l'objectif d'un déficit public réduit à 2 % en 1999 serait hors de portée, tout en maintenant l'objectif de 1 % pour 2001.

2.3.2. Royaume Uni : un ralentissement plus précoce et plus marqué que dans la zone euro

La croissance britannique a perdu une grande part de son dynamisme au second semestre 1998 et l'activité est restée ralentie au début de l'année 1999. Au cours du premier trimestre, la progression du PIB a été nulle. Ce ralentissement a affecté la production industrielle plus sévèrement que les services, avec six mois de déclin continu jusqu'en février ; elle s'est néanmoins quelque peu stabilisée par la suite. Si le taux de chômage reste historiquement bas en avril (à 4,6 % de la population active selon la définition nationale), le rythme des créations d'emplois a cependant fortement ralenti au cours du dernier trimestre 1998, en raison des restructurations en cours dans le secteur industriel.

Les tensions inflationnistes sont modérées, avec une désinflation importée, une dérive salariale contenue et des prix à la production en stagnation : le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation excluant le coût du logement (*RPIX*), mesure de l'inflation sous-jacente ciblée par la Banque d'Angleterre, était inférieur en avril à la cible officielle des 2,5 %. L'indice des prix à la consommation harmonisé selon la norme européenne (*IPCH*), quant à lui, continue d'évoluer à un rythme supérieur à la moyenne européenne (1,5 %, contre 1,2 % en avril 1999).

Après avoir visé un ralentissement de l'activité au cours des deux dernières années afin de contenir les tensions inflationnistes, la Banque d'Angleterre a infléchi la politique monétaire vers une position plus neutre : depuis octobre 1998, le principal taux directeur (*repo rate*) a enregistré une baisse de 225 points de base, jusqu'à atteindre son niveau actuel de 5,25 %. L'écart des taux à court terme entre le Royaume-Uni et la zone euro demeure toutefois important (de l'ordre de 290 points de base). La différence des taux d'intérêt à long terme avec la zone euro a continué de diminuer dans les premiers mois de 1999, le *spread* à 10 ans revenant de 130 points de base à 100 points de base. L'appréciation continue de la livre sterling s'est poursuivie : en termes de taux de change effectif nominal, elle a été de 3,5 % depuis le début de l'année 1999 par rapport aux principaux partenaires du Royaume-Uni (+ 24,0 % en deux ans par rapport à la zone euro).

Après plusieurs années de rigueur, le budget avril 1999-mars 2000 se veut plus neutre, voire plus expansionniste, « en faveur de la famille, des entreprises et de l'emploi ». L'augmentation prévue des dépenses publiques sera en réalité moins rapide que la baisse des recettes fiscales, laissant le budget suffisamment neutre pour ne pas remettre en question l'assainissement des finances publiques britanniques conduit ces dernières années.

3. De grands déséquilibres continuent de caractériser l'environnement international de la zone euro

Malgré les éléments de rétablissement observés depuis l'automne 1998, l'environnement international de la zone euro demeure marqué par d'importants déséquilibres. Ceux-ci se reflètent, en particulier, dans l'évolution des soldes de transactions courantes des principales zones de l'économie mondiale, qui traduisent des dynamiques internes très différentes de l'une à l'autre.

3.1. Des déséquilibres croissants des paiements courants entre grandes zones

L'analyse des balances des paiements en 1998 montre une contraction des excédents de transactions courantes dans l'ensemble des pays avancés, avec toutefois des divergences suivant les pays ou les zones. L'excédent de l'Union européenne s'est contracté en valeur, en raison, d'une part, des incidences sur les importations de la vigueur de la demande intérieure et, d'autre part, des effets sur les exportations de la dégradation de l'environnement international. Toutefois, il représentait encore 1,5 % du PIB en 1998².

Soldes des paiements courants

(en milliards de dollars)

	1996	1997	1998
Économies avancées	34,1	70,2	42,7
États-Unis	- 134,9	- 155,2	- 233,4
Japon	65,7	94,1	121,6
Union européenne	89,8	121,3	101,9
dont : <i>Union monétaire</i>	94,9	131,4	92,2
Nouveaux pays industrialisés	1,1	8,9	63,3
Pays en développement	- 73,0	- 69,1	- 104,0
Afrique	- 5,7	- 6,3	- 18,7
Asie	- 8,7	- 9,0	- 11,1
Moyen-Orient et Europe	10,5	6,4	- 27,6
Amériques latine et centrale	- 38,9	- 65,1	- 89,7
Pays en transition	- 18,0	- 25,0	- 21,0
dont : Europe centrale et de l'Est	- 17,0	- 20,0	- 20,0
Russie	3,0	- 4,0	- 6,0

Source : FMI (WEO – 1998 projections)

Les excédents japonais se sont renforcés, pour atteindre 3,2 % du PIB, conséquence de la faiblesse de la demande interne qui a limité le courant d'importations, mais aussi de la dépréciation du yen au cours des huit premiers mois de l'année, qui a stimulé les exportations. Toutefois, ce redressement de l'excédent courant ne doit pas masquer le besoin de financement très important du secteur public. Celui-ci a pour contrepartie l'abondante épargne des ménages, dont une partie est recyclée vers le marché des titres d'État, sans que les limites de ce processus semblent avoir été atteintes jusqu'à présent.

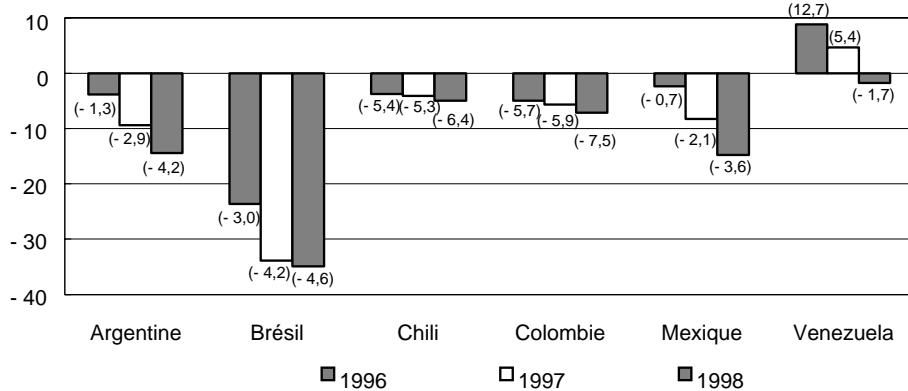
En revanche, le déficit courant américain s'est fortement creusé, pour atteindre 2,6 % du PIB fin 1998. Cette évolution reflète essentiellement la baisse du taux d'épargne des ménages, celui des entreprises restant stable, alors que l'État a accumulé des excédents budgétaires.

Les échanges des pays en développement restent structurellement déficitaires. Toutefois, la dépréciation de plusieurs monnaies asiatiques et la récession qui a frappé divers pays d'Asie du Sud-Est ont conduit à la constitution d'importants excédents dans cette région. Ailleurs, les déficits ont eu tendance à se creuser, pour atteindre des niveaux qui suscitent une interrogation sur la soutenabilité des politiques macro-économiques mises en œuvre. Dans ce contexte, l'amélioration de la situation économique de certains pays d'Amérique latine reste relativement fragile.

² Selon les premières statistiques publiées le 30 avril par la BCE à partir des données relatives aux transactions hors Union monétaire, la zone euro a dégagé en 1998 un excédent équivalent à 1,2% de son PIB.

Soldes courants en Amérique latine

(en milliards de dollars)



NB : Chiffres entre parenthèses : en pourcentage du PIB

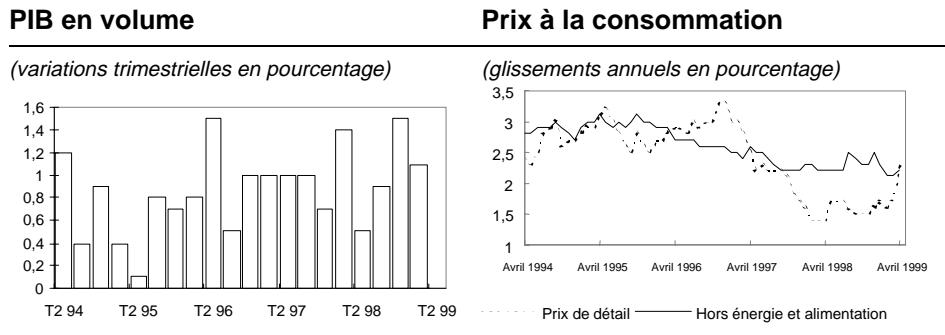
Source : Datastream (EIU)

3.2. États-Unis : les conditions de financement de la croissance en question

Le ralentissement de l'économie mondiale observé depuis maintenant près d'un an et demi n'a pas entamé le dynamisme de l'activité aux États-Unis, où la poussée de la consommation des ménages est entretenue par un recours accru au crédit. En 1998, l'accélération des gains de productivité, l'amélioration des termes de l'échange et l'impact conjugué d'une série de chocs d'offre positifs (baisse du prix des matières premières) ont permis aux États-Unis de connaître une nouvelle année de vive croissance dans un contexte de faible augmentation des prix. Les perspectives réduites d'inflation et l'afflux continu de capitaux étrangers, ainsi que l'assouplissement de la politique monétaire décidé à l'automne 1998, ont permis d'enregistrer une baisse substantielle des taux d'intérêt et d'entretenir la hausse du prix des actifs, qui a directement stimulé la demande interne. L'augmentation des perspectives de profit des entreprises au premier semestre 1999 soutient l'investissement productif, en particulier dans le secteur des biens de haute technologie, alors que la consommation des ménages bénéficie des effets de richesse dus à la hausse du prix des actifs au cours des dernières années ainsi que de la baisse du chômage.

3.2.1. La croissance demeure vive dans un contexte d'inflation modérée

L'activité est restée soutenue au début de l'année, avec un taux de croissance du PIB de 1,0 % par rapport au dernier trimestre de 1998 et de 3,9 % en glissement annuel. Le ralentissement des exportations de biens et services au cours de l'année passée (stabilité en glissement annuel au premier trimestre 1999) est largement compensé par la hausse de la demande intérieure qui évolue sur un rythme de plus de 5 % sur un an.



La consommation des ménages est un élément essentiel de cette dynamique. En hausse de 1,7 % au premier trimestre 1999 (5,5 % sur un an), elle est portée par la baisse du taux d'épargne, qui a perdu près de 2 points entre janvier 1998 et mars 1999. Cette bonne tenue des dépenses devrait se poursuivre au deuxième trimestre : en avril, la progression sur un an des ventes au détail atteint 7,5 %.

Les baisses de taux d'intérêt de l'automne dernier ont contribué à maintenir le niveau de l'activité sur le marché immobilier, dont l'essor se poursuit : l'investissement en logements a rebondi de 3,6 % au cours du premier trimestre (+ 12,5 % sur un an). En revanche, l'investissement des entreprises s'est ralenti (+ 1,9 % au premier trimestre 1999, contre + 3,5 % au quatrième trimestre 1998).

Malgré la vigueur de la croissance, l'augmentation des prix est restée globalement modérée, mais les facteurs de limitation de l'inflation dont a bénéficié l'année 1998 devraient progressivement s'affaiblir, en raison du moindre impact de la baisse des prix d'importation et du redémarrage des coûts unitaires non salariaux, en particulier ceux liés aux dépenses sociales. L'accélération observée au niveau des prix de détail (2,3 % sur un an en avril, contre 1,6 % en décembre), associée à la hausse de la demande interne et aux tensions enregistrées sur le marché du travail, ont poussé le Système fédéral de réserve à adopter un biais en faveur d'un resserrement des conditions monétaires lors de la réunion du FOMC du mois de mai. Cependant, la tendance inflationniste interne reste faible, puisque l'indice des prix hors alimentation et énergie a progressé de 2,2 % en avril dernier, contre 2,4 % en décembre 1998. En outre, malgré un taux de chômage historiquement faible (4,3 % de la population active), les coûts salariaux mesurés par l'*Employment Cost Index* n'ont augmenté que de 0,4 % au premier trimestre, contre 0,7 % au dernier trimestre 1998 : encore la hausse enregistrée au premier trimestre a-t-elle été tirée vers le haut par une progression de 0,6 % des salaires dans la Fonction publique.

3.2.2. Les déséquilibres internes et externes s'approfondissent

La longueur du cycle actuel, sans être exceptionnelle, est particulièrement durable : les données historiques révèlent le déroulement de périodes similaires depuis la fin de la Seconde guerre mondiale (en 1960-1969, l'expansion a duré 106 mois consécutifs, contre 95 actuellement). La tendance à l'accélération des gains de productivité enregistrée depuis deux ans (l'augmentation de l'indice de la productivité des secteurs non agricoles s'est établie en moyenne à 2,6 % sur la période 1996-1998, contre 1,0 % sur la période 1992-1995) reflète sans doute un phénomène de rattrapage, mais aussi des évolutions structurelles plus profondes. On doit surtout noter que la phase de croissance qui se poursuit jusqu'à présent s'accompagne de déséquilibres accrus :

- ces six dernières années, le taux d'épargne des ménages américains a perdu en moyenne 0,8 point par an, passant de + 5,0 % début 1993 à – 0,2 % fin 1998. Cette baisse explique une partie importante de la croissance des dernières années. Deux de ses facteurs principaux — la montée du prix des actifs boursiers et le recul du taux de chômage — sont cependant appelés à plafonner ;
- l'augmentation de l'endettement des ménages a aussi participé à la baisse du taux d'épargne, permettant aux ménages les moins aisés de maintenir leur niveau de vie, en contrepartie d'un niveau record des faillites personnelles ;
- le déficit chronique d'épargne explique le fort creusement du déficit des paiements courants, qui favorise les tensions actuelles enregistrées sur les taux longs. Au dernier trimestre 1998, le déficit courant atteignait en conséquence près de 2,6 % du PIB (contre 2,0 % sur l'année 1997) et sa dégradation devrait se poursuivre jusqu'au second semestre 1999. La poursuite de la croissance actuelle est donc subordonnée au maintien d'un flux de capitaux en provenance de l'étranger.

3.3. Japon : l'activité économique est restée déprimée

Le PIB a baissé de 3,0 % en glissement annuel en 1998. Si le niveau de la consommation des ménages s'est globalement stabilisé l'année dernière, les indicateurs les plus récents sur le début de 1999 sont à la baisse. L'accélération de l'investissement public au cours du second semestre 1998 (8,6 % en glissement annuel) a freiné la chute de l'activité mais ne semble pas avoir suffi à relancer une dynamique autonome de la demande interne.

La perte de compétitivité du Japon par rapport à ses principaux partenaires économiques de la zone asiatique et le ralentissement du commerce mondial touchent ainsi de plein fouet une économie déjà fragilisée. L'effort de restructuration engagé apparaît donc comme un processus long.

Ainsi, l'augmentation des coûts salariaux unitaires de production (3,5 % sur un an en février 1999, contre 1,5 % à la fin de 1997), dans un contexte de baisse des prix de production, devrait conduire les entreprises à poursuivre les mesures d'ajustement engagées depuis plusieurs mois, qui pèsent déjà sur l'emploi, sur l'évolution du revenu des ménages et sur les perspectives de la demande.

Au total, compte tenu de la surcapacité de production et de la baisse du prix des matières premières observée en 1998, il n'est pas étonnant de constater un recul des prix, de production comme de détail. L'indice des prix de détail japonais se situait ainsi à – 0,1 % en glissement annuel en avril 1999. Les prix à la production sont en baisse de 3,5 % sur un an en avril 1999. Dans la zone euro, où les indicateurs conjoncturels sont nettement mieux orientés, la baisse du prix de production des biens manufacturés avoisine 2 % sur la même période.

3.4. La crise russe : des éléments d'amélioration qui ne sauraient dissimuler la gravité de la situation

La dégradation de la conjoncture qui avait suivi la dévaluation du rouble s'atténue : d'une part, le recul des importations a favorisé une certaine reprise de l'offre interne qui a limité la baisse de la production industrielle ; d'autre part, la hausse récente des cours mondiaux du pétrole, qui représente près de la moitié des exportations russes et avait constitué un facteur déclenchant de la crise de l'été dernier, améliore un certain nombre de paramètres financiers du pays.

Principaux indicateurs

(variations en pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année précédente, en volume)

	1994	1995	1996	1997	1998	T1 1999
PIB (a)	- 15,0	- 4,0	- 6,0	0,8	- 4,6	- 7,0
Production industrielle	- 21,0	- 3,0	- 5,0	1,9	- 5,2	- 0,5
						(4 mois)
Investissement	- 27,0	- 13,0	- 18,0	- 5,5	- 6,6	- 10,7
Chiffres d'affaires						
du commerce de détail	3,0	- 9,0	- 4,0	2,5	- 2,1	- 15,8
Prix de détail (en glissement annuel)	215,0	131,3	21,8	11,3	85,0	108,8
						(4 mois)
Chômage (en % population active)	7,1	8,2	9,3	9,0	12,4	14,2
Déficit budgétaire (en % du PIB)	- 10,4	- 2,9	- 7,6	- 6,8	- 5,3	- 3,0
Balance courante (en % du PIB)	4,9	3,3	2,1	0,7	0,8	nd
Réserves officielles						
(en milliards de dollars)	4,0	14,5	11,3	17,8	12,2	11,2
Dette extérieure brute						
(en milliards de dollars)	119,8	128,8	125,0	135,0	152,0	nd

(a) Le PIB/habitant s'est élevé à 1 420 dollars en 1998 (taux de change courant).

Il s'est établi à 4 402 dollars (selon la PPA) en 1997.

nd : non disponible

Sources : FMI, Banque centrale de Russie, Goskomstat

Après une vive accélération consécutive à la dévaluation du rouble, la hausse des prix reste supérieure à 100 % en glissement annuel, mais s'atténue rapidement (3 % sur un mois en avril). La Banque centrale s'est efforcée de limiter la progression de la masse monétaire, grâce en particulier au relèvement des réserves obligatoires des banques commerciales. Ces mesures ont permis d'éviter le retour à l'hyperinflation qui aurait pu se produire si le gouvernement avait procédé aux émissions destinées à rembourser les arriérés de salaires, comme il s'y était engagé en septembre dernier.

Les finances publiques ont enregistré une certaine stabilisation, liée à l'amélioration des rentrées fiscales après l'instauration de taxes provisoires sur les exportations de produits de base. Le déficit budgétaire a donc pu être officiellement limité à 2,6 % du PIB annualisé au cours du premier trimestre.

La faiblesse des importations et la hausse des exportations ont entraîné un accroissement de l'excédent commercial (6,5 milliards de dollars hors CEI au premier trimestre, contre 15 milliards sur l'ensemble de l'année 1998). Les réserves officielles (11,5 milliards de dollars) ont cessé de baisser après l'instauration d'un contrôle des changes.

Dans ce contexte de stabilisation, la Bourse de Moscou a progressé de près de 70 % depuis le début de l'année, après avoir perdu plus de 100 % au cours de l'année précédente.

Malgré cet environnement plus favorable, des difficultés conjoncturelles et structurelles continuent d'empêcher une véritable reprise de l'activité : les investissements ont baissé de plus de 10 %, en liaison avec l'effondrement du secteur bancaire, et la consommation a accusé un très fort recul, avec la diminution de plus de 40 % des revenus réels des ménages. Les arriérés de salaires et de retraites restent très importants, malgré les versements qui avaient été effectués il y a quelques mois. Quant au chômage, il touche désormais plus de 14 % de la population active.

La situation financière extérieure reste préoccupante. Le gouvernement n'est pas en mesure de régler le service de la dette extérieure (plus de 17 milliards de dollars, soit un tiers des recettes d'exportations). Les mesures visant à imposer aux non-résidents l'échange de plus de 14 milliards de dollars de bons du Trésor (GKO-OFZ), gelés en août 1998, contre des obligations en roubles n'encouragent certainement pas le retour à la confiance. Les entrées de capitaux étrangers, qui avaient reculé de 4 % en 1998, en raison principalement de l'instabilité juridique et de la quasi-paralysie du programme de privatisations, n'ont pas repris (le total des investissements directs cumulés depuis le début de la transition reste inférieur à 12 milliards de dollars), alors que la fuite des capitaux (1 milliard de dollars par mois, selon certaines estimations) se poursuit.

L'ensemble de ces problèmes ne pourra trouver de solution que dans la poursuite des réformes à l'intérieur d'un cadre juridique et institutionnel stable.

3.5. Les incertitudes sur les conséquences de la crise yougoslave

La guerre au Kosovo touche désormais l'économie des pays limitrophes de la République fédérale de Yougoslavie³, en plus de la catastrophe humanitaire (près de 1 million de réfugiés) qui contribue à déstabiliser la région. Les effets de la crise se font également sentir, à des degrés divers, dans d'autres pays proches, tels que l'Italie, la Grèce ou la Turquie.

Indicateurs économiques (1998)

	PIB (%)	PIB/hab. (dollars)	Niveau du PIB (1989 = 100)	IDE (a)/PIB (%)	Revenus du tourisme/PIB (%)
Albanie	8	750	87	3,0	nd
Bosnie-Herzégovine	nd	1 010	40	nd	nd
Bulgarie	4,5	1 550	66	4,8	4,1
Croatie	3,7	4 340	79	1,0	12,5
Hongrie	5,1	4 437	95	4,6	5,1
Macédoine	nd	1 765	59	0,9	0,3
Roumanie	7,3	1 690	75	3,5	1,0
Slovénie	3,9	9 485	101	1,8	5,2

NB : Le PIB de l'ensemble des pays ci-dessus, qui s'élève à 160 milliards de dollars, est supérieur à celui de la Grèce (140 milliards). Sans la Hongrie, il ne dépasse pas 105 milliards de dollars.

nd : non disponible

(a) Investissement direct étranger

Sources : BERD, WIIW

³ C'est-à-dire de l'ensemble Serbie + Monténégro, désigné dans la suite du texte comme « RFY ».

Les échanges commerciaux des pays voisins de la RFY avec cette dernière font apparaître de grandes disparités. D'une part, les importations en provenance d'Albanie, de Croatie et de Roumanie sont inexistantes et celles qui proviennent de Bulgarie, de Hongrie et de Slovénie sont très modestes (moins de 3 % du total des ventes à l'étranger de ces trois États, soit environ 800 millions de dollars en valeur nominale, ce qui représente environ 1 % du PIB). En revanche, la Bosnie-Herzégovine et la Macédoine demeurent des partenaires commerciaux actifs de la RFY, avec des exportations dépassant, respectivement, 43 % et 22 % du total de leurs échanges avec l'étranger.

Les pays de l'Union européenne sont peu sensibles aux effets directs de la guerre car leurs liens commerciaux avec la RFY sont très faibles dans l'ensemble. Toutefois, pour l'Allemagne et l'Italie, dont les exportations vers ce pays correspondent, respectivement, à 1,0 % et 1,5 % du total de leurs ventes à l'étranger, les conséquences de la crise sont un peu moins négligeables. Pour la Grèce, qui est un partenaire actif de la zone, la contagion risque d'être relativement plus importante.

La quasi-paralysie du transport de marchandises par les routes traversant la Serbie et par le Danube touche les exportateurs bulgares, macédoniens, roumains et turcs. La détérioration du climat des affaires risque de s'accélérer dans les prochains mois, avec le sensible ralentissement des entrées de capitaux et un effondrement généralisé des investissements.

Structure géographique des exportations et dette extérieure

(1997)

(en pourcentage)

	Part de la RFY/ exports	Part des autres pays de la région (a)/ exports	Ouverture commerciale (exports/PIB)	Dette extérieure	
				en milliards de dollars	en % du PIB
Albanie	0,0	8,1	18	0,8	23
Bosnie- Herzégovine	43,2	42,0	18	4,1	200
Bulgarie	2,5	3,8	51	10,0	100
Croatie	0,0	29,5	32	6,7	35
Hongrie	0,8	4,9	47	24,0	45
Macédoine	22,8	13,9	23	1,1	25
Roumanie	0,0	0,7	26	9,4	27
Slovénie	1,3	15,5	46	4,2	21
Grèce	0,0	5,6	15		

(a) Définie comme l'ensemble des pays mentionnés dans le présent tableau

Sources : BERD, WIIW

Les pays de la région orientés vers le tourisme (Croatie, Slovénie) risquent de connaître de graves difficultés en ce qui concerne leurs comptes extérieurs, en liaison avec la baisse probable des revenus tirés de cette activité pour l'année.

La crise n'étant pas terminée, un chiffrage du coût de ses répercussions sur les États de la région est prématuré. Les organisations internationales comme le FMI et la Banque mondiale estiment cependant qu'il serait proche de 4 milliards de dollars, si le conflit ne se prolonge pas. Des experts de l'Union européenne ont avancé le chiffre de 30 milliards de dollars, au cas où la guerre durerait plus longtemps. Ce montant, qui représente environ un tiers du PIB de la région des Balkans, peut s'expliquer par la prise en compte des graves difficultés économiques et des dépenses qu'entraînerait la reconstruction des infrastructures industrielles, des logements et des bâtiments.

Bilan des premiers mois de fonctionnement de Target

Target¹ a été conçu dans le but d'offrir un mécanisme sûr et efficace pour le règlement brut en temps réel des paiements transfrontière au sein de l'Union européenne, facteur d'intégration du marché monétaire et source de réduction des risques de règlement au sein de la zone euro.

Composé des quinze systèmes nationaux de règlement brut en temps réel (en anglais Real-Time Gross Settlement System ou système RTGS) des pays de l'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne, interconnectés de manière à constituer une plate-forme unique de traitement des paiements transfrontière, Target est opérationnel depuis le 4 janvier 1999. Pour la France, le point d'entrée dans Target est le système TBF (Transferts Banque de France).

Un bilan des premiers mois de fonctionnement de ce système RTGS transfrontière, actuellement sans équivalent, permet de constater d'une part que Target s'est inséré avec succès au sein des circuits de règlement de l'euro et d'autre part qu'il fait l'objet d'une forte appropriation de la part des opérateurs de la place de Paris.

Denis BEAU et Jean-François DUCHER
Direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange

1. Target s'est inséré avec succès au sein des circuits de règlement de l'euro

1.1. Sa contribution au règlement des échanges interbancaires est déterminante

1.1.1. Target accueille une part très importante des échanges

Au cours des quatre premiers mois de l'année, l'ensemble des systèmes de paiement de l'Union européenne (UE) dédiés aux transferts de montant élevé en euros a traité quotidiennement 282 000 ordres de virement, représentant des échanges de capitaux d'une valeur de 1 400 milliards d'euros par jour.

¹ Trans european Automated Real time Gross settlement Express Transfer (Système de transferts express automatisés transeuropéen à règlement brut en temps réel)

Le tableau suivant donne une typologie de ces différents systèmes de règlement en euros.

Typologie des systèmes	Domestiques	Transfrontière
Règlement brut	<i>Target</i>	
	RTGS domestiques	Interconnexion <i>Target</i>
Règlement net	Paris Net Settlement (PNS) Euro Access Frankfurt (EAF) Servicio Español (SEPI)	Euro 1

Plus de la moitié des ordres (55 %) traités dans ces systèmes, représentant 69 % de l'ensemble des capitaux échangés, ont été réglés par l'intermédiaire de *Target*.

La place prépondérante qu'occupe *Target* dans les circuits de paiement de l'euro reflète une évolution très sensible des choix en matière de modes de règlement au sein de la communauté bancaire et financière de l'UE au bénéfice des systèmes bruts en temps réel².

En effet, en 1998, 60 % des opérations échangées au sein des pays appartenant aujourd'hui à l'Union monétaire l'ont été dans des systèmes à règlement net. Sur les quatre premiers mois de l'année 1999, dans un contexte d'augmentation du nombre total des transactions quotidiennes réglées dans les systèmes de paiement de l'ordre de 20 %, cette proportion est tombée à 45 %.

Moyenne quotidienne des échanges dans la zone euro	1998		1999 (a)		
	Moyenne	Janvier	Février	Mars	Avril
En nombre d'opérations (milliers)					
Règlement brut	95	151	154	159	152
Règlement net	138	117	126	135	128
Total	233	268	280	294	281
En valeur (milliards d'euros)					
Règlement brut	652	1 042	943	913	924
Règlement net	651	487	423	423	420
Total	1 303	1 529	1 366	1 336	1 344

(a) Tous systèmes de règlement en euros

Sources : Banque de France, BCE

Cette substitution est encore plus marquée si l'on prend en compte la valeur des capitaux échangés. Les règlements effectués dans les systèmes nets, qui, en 1998, s'élevaient en moyenne quotidienne à 651 milliards d'euros, ont reculé au cours des quatre premiers mois de l'année 1999 à 437 milliards et ne représentent plus que 31 % du total des transactions dans les systèmes de paiement, contre 50 % en 1998.

² Dans un système brut, le règlement des opérations intervient transaction par transaction, sans compensation. En outre, un système en temps réel permet d'effectuer le règlement final des opérations (irrévocable et inconditionnel) de façon continue tout au long de la journée.

1.1.2. **Target facilite l'intégration du marché monétaire de l'euro**

Dès les premières semaines de fonctionnement de l'Union monétaire, la possibilité offerte par *Target* et le système de compensation de l'ABE (Euro 1) d'exécuter tout au long de la journée un transfert en euros en valeur jour entre deux établissements de crédit disposant de comptes de règlement dans des pays différents de l'UE a conduit au développement d'un trafic très important : en moyenne quotidienne sur les quatre premiers mois de l'année, ces virements transfrontière ont représenté près de 30 % des ordres de paiement et plus de 37 % des capitaux échangés par l'intermédiaire des systèmes de paiement en euros.

Dans *Target*, ces virements ont représenté plus de 16 % du nombre des instructions de paiement et près de 37 % des capitaux échangés quotidiennement. *Target* a ainsi acheminé près des deux tiers des capitaux transférés sous la forme d'ordres transfrontière depuis le 4 janvier 1999.

L'essentiel de ces virements *Target* (environ 80 % en nombre et 98 % en valeur) étant des transferts purement interbancaires, liés au règlement de transactions sur le marché interbancaire et d'opérations de gestion de trésorerie internes à des groupes bancaires, *Target* a ainsi contribué à l'homogénéisation et à la fluidité du marché monétaire de l'euro.

Instructions de paiement transfrontière traitées par *Target*

1999 – Moyenne quotidienne	Janvier	Février	Mars	Avril
Nombre d'opérations	20 113	26 010	27 816	26 745
Valeur des capitaux (milliards d'euros)	355	350	342	352
Part des opérations interbancaires (a)	98,5	98,0	97,9	97,4

(a) En pourcentage des capitaux échangés dans *Target* sous forme de virements transfrontière

Sources : Banque de France, BCE

1.1.3. **Target est un facteur de réduction des risques de règlement**

Depuis le 4 janvier 1999, les opérateurs font un usage différencié des systèmes de paiement en fonction du montant des transactions à régler. *Target* accueille ainsi de façon privilégiée les opérations interbancaires de très gros montant, en particulier les opérations de gestion de trésorerie et le règlement des systèmes exogènes³.

Cette relative spécialisation de *Target* dans le traitement des ordres pour lesquels un problème de règlement pourrait avoir des effets déstabilisants de portée systémique est liée à la combinaison de fonctionnalités qui en font le système le plus adapté et le plus sûr pour le règlement de ce type d'opérations :

³ Systèmes de paiement ou de règlement-livraison de titres dont certains règlements, individuels ou sous forme de solde, sont effectués dans *Target*.

- l'exécution immédiate des ordres de virement transfrontière sous la forme de transferts irrévocables d'avoirs en monnaie de banque centrale ;
- le recours possible à des crédits intrajournaliers accordés par les onze banques centrales nationales de l'Eurosystème pour des montants illimités, dès lors qu'ils sont garantis, pour « fluidifier » le système et permettre l'exécution des ordres de transfert ;
- un nombre très élevé d'établissements de crédit accessibles (plus de 5 000) via *Target* ;
- une plage de fonctionnement très étendue (de 7 heures à 18 heures pour l'émission de virements) qui en fait le seul système en euros ouvert à des heures critiques pour les opérations d'ajustement des positions de début et de fin de journée.

L'importance des paiements de gros montant dans *Target* se traduit par une valeur unitaire moyenne des transactions deux fois plus élevée que dans les systèmes nets. Elle est même quatre fois plus élevée pour les opérations transfrontière.

Valeur unitaire moyenne des transactions traitées dans les systèmes de règlement en euros

(en millions d'euros)

1999	Janvier	Février	Mars	Avril
<i>Target</i> : Virements transfrontière	17,60	13,50	12,30	13,10
<i>Target</i> : Virements domestiques	5,20	4,60	4,30	4,50
<i>Target (moyenne)</i>	6,90	6,10	5,70	6,10
Euro 1	4,02	3,25	2,95	2,87
Systèmes nets domestiques	4,20	3,43	3,28	3,61
Systèmes nets (moyenne)	4,10	3,35	3,14	3,27

Sources : Banque de France, BCE

1.2. Des conditions de fonctionnement et d'utilisation plutôt satisfaisantes

1.2.1. Une disponibilité du système élevée et en voie d'amélioration

Target a été conçu comme un système de paiement composé d'un système RTGS dans chacun des pays de l'UE et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne, interconnectés au moyen d'infrastructures et de procédures communes.

Les premiers mois de fonctionnement ont montré que cette structure décentralisée était compatible avec un niveau de disponibilité élevé, malgré quelques incidents ponctuels.

1999	Janvier	Février	Mars	Avril
Taux de disponibilité (a)	98,5	98,9	98,9	99,0

(a) Taux de disponibilité brut non pondéré, en pourcentage

Le taux de disponibilité du système s'est inscrit sur une tendance ascendante, qui devrait se renforcer dans les mois à venir, grâce à l'expérience accumulée et à la mise en œuvre de mesures correctrices décidées au sein du SEBC.

1.2.2. Un apprentissage rapide des règles de fonctionnement

Du fait de son caractère décentralisé, *Target* présente des règles de fonctionnement particulières. Ainsi, les services de paiement offerts aux utilisateurs finals des différents systèmes qui le composent ne sont pas totalement identiques (dispositifs de file d'attente, par exemple), mais, d'un point de vue technique, le système d'interconnexion est commun à tous les systèmes, et des caractéristiques essentielles telles que les horaires de fonctionnement, le coût des virements et les performances opérationnelles minimales ont été harmonisées.

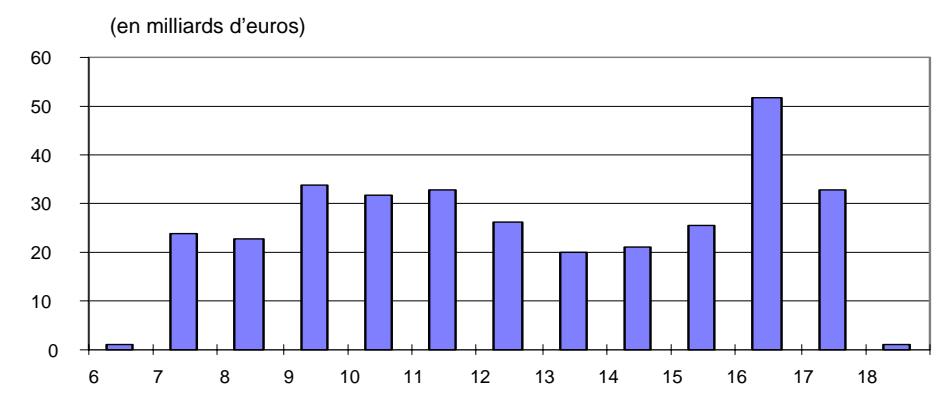
Dans un tel contexte, on peut considérer que l'apprentissage des règles d'utilisation de *Target* a été très rapide, comme en témoigne l'évolution du taux de rejet des virements. Celui-ci s'est établi durablement et nettement en dessous de 1 %, après seulement quelques semaines de fonctionnement. En outre, les sondages réalisés sur les raisons de ces rejets montrent que plus de 80 % d'entre eux sont simplement dus à des erreurs d'identification des bénéficiaires des ordres de paiement, qui sont donc retournés à leurs émetteurs.

1.2.3. Une chronologie des échanges transfrontière dont les déséquilibres sont largement structurels

L'étude du profil intrajournalier des flux transfrontière échangés dans *Target* met en évidence plusieurs phénomènes :

- globalement, les transactions ne se répartissent pas uniformément au cours de la journée mais sont organisées plutôt autour de deux pics d'activité : le premier en milieu de matinée (plus de 30 % des capitaux sont échangés entre 9 heures et 12 heures) et le second entre 16 heures et la fermeture du système, à 18 heures (26 % des capitaux échangés) ;

Distribution intrajournalière des virements dans *Target*
(moyenne des capitaux échangés par tranches horaires)
Avril 1999



Sources : Banque de France, BCE

– les échanges ne se sont pas distribués uniformément entre les différentes composantes du système : certains pays procèdent à des émissions nettes de virements transfrontière très importantes en début de journée (Allemagne, Belgique et Pays-Bas) et bénéficient d'un afflux net de capitaux au cours de l'après-midi, alors que d'autres (en particulier les pays *pré-in*) présentent un profil intrajournalier inverse, la France ayant, quant à elle, un profil équilibré (cf. 2.3.).

On pourrait croire que ces déséquilibres trouvent leur origine dans une mauvaise utilisation du système de la part de certains participants qui retiendraient indûment leurs ordres de paiement afin de les exécuter à l'aide de la liquidité fournie par leurs contreparties. En fait, ils relèvent largement de phénomènes structurels.

En effet, la structure des échanges observée dans *Target* provient notamment de la concentration sur certaines plages horaires d'opérations importantes pour la gestion de trésorerie des participants : le règlement des opérations de politique monétaire intervient, le cas échéant, en milieu de matinée, cependant que le règlement des soldes des systèmes exogènes domestiques et transfrontière les plus importants intervient entre 16 heures et 17 heures, ce qui concentre les ajustements de positions de trésorerie dans la dernière heure de fonctionnement du système.

En outre, les déséquilibres dans la répartition intrajournalière des paiements entre les différentes composantes de *Target* sont en partie liés :

- à la faculté dont disposent certains participants de *Target* de recourir également à des systèmes de paiements alternatifs (par exemple Euro 1) pour exécuter leurs paiements de montant élevé ;
- aux contraintes⁴ imposées au fonctionnement des systèmes RTGS des pays *pré-in* connectés à *Target* ;
- aux modalités de centralisation de la gestion de la trésorerie au sein des groupes bancaires qui disposent d'implantations réparties à travers l'UE.

2. *Target* a été largement adopté par les opérateurs de la place de Paris

La place de Paris s'est rapidement imposée comme un centre majeur de règlement en euros : avec 360 milliards d'euros par jour en moyenne, les systèmes français traitent le quart des 1 400 milliards échangés quotidiennement dans l'ensemble des systèmes de paiement en euros. La France se situe ainsi au premier rang, à égalité avec l'Allemagne.

Dans les développements qui suivent, on s'intéressera plus particulièrement aux échanges transfrontière dans *Target*, qui représentent environ 350 milliards d'euros par jour, et à la contribution des opérateurs de la place de Paris à ces échanges.

⁴ Plafonnement du montant de crédit intrajournalier accordé par les banques centrales qui gèrent ces systèmes

2.1. Une importante participation aux échanges transfrontière

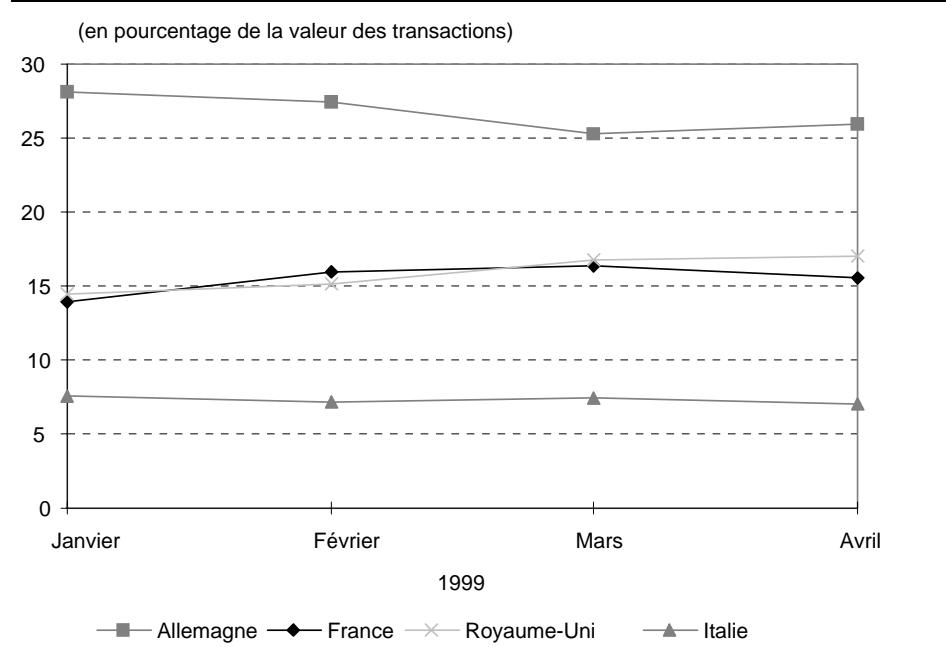
2.1.1. Vue d'ensemble

Les échanges transfrontière dans *Target* sont concentrés sur un petit nombre de pays émetteurs : l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni représentent, en effet, près des deux tiers des flux.

On observe, depuis le début de l'année, une légère décroissance de la part de l'Allemagne dans les flux transfrontière, et une modeste progression de celles de la France et du Royaume-Uni, qui font pratiquement jeu égal derrière l'Allemagne.

Les flux émis depuis la place de Paris représentent, en valeur, environ 15 % des flux transfrontière émis dans *Target*, mais seulement 11 % en nombre d'opérations, ce qui signifie que la valeur unitaire moyenne des opérations émises par les participants français est supérieure à celle des autres participants européens.

Instructions de paiement transfrontière dans *Target* Répartition par pays émetteurs



Sources : Banque de France, BCE

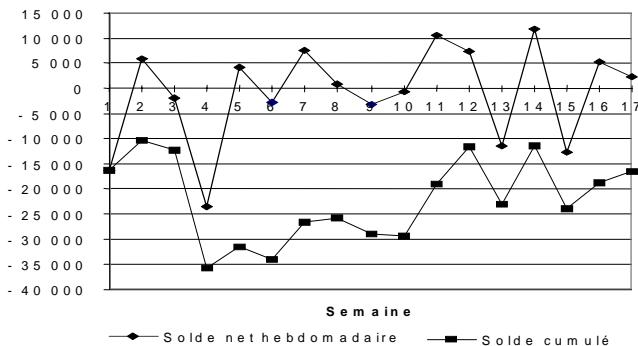
L'examen de la position nette globale⁵ des participants français dans *Target* montre, en janvier 1999, un flux depuis la France vers les autres pays d'environ 35 milliards d'euros. Ceci vient conforter l'idée que les banques françaises étaient globalement en position préteuse (exportatrices nettes de flux) sur le marché interbancaire pendant cette période.

⁵ Somme des montants des opérations reçues de l'étranger par les participants français, moins la somme des montants des opérations émises vers l'étranger par ces mêmes participants

Après une période de stabilité, le flux s'inverse dans le courant du mois de mars et se stabilise à nouveau. La position nette globale de la France dans *Target* reste émettrice depuis le début de l'année ; elle s'établit ainsi fin avril à 16 milliards d'euros⁶.

Position nette de la France dans *Target*
(capitaux reçus – capitaux émis)

(en millions d'euros)

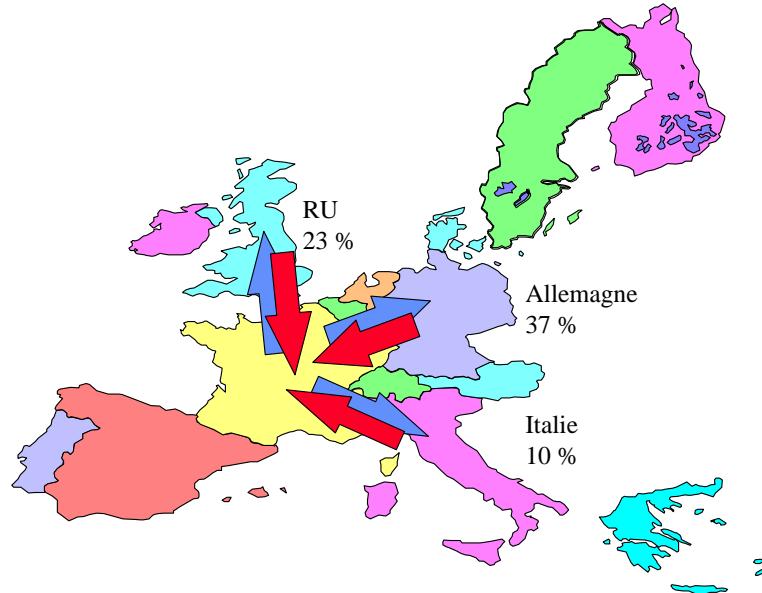


2.1.2. Répartition géographique des échanges

Les flux transfrontière avec la France sont fortement concentrés sur quelques pays : l'Allemagne, l'Italie et le Royaume-Uni (RU) reçoivent 70 % des flux émis par la France ; le chiffre est globalement identique pour les flux reçus.

Flux *Target* transfrontière avec la France (flux bruts)
Avril 1999

(en pourcentage des capitaux échangés)



⁶ La position nette globale des participants français dans *Target* tient compte de leur position dans Euro 1 ; en effet, les soldes de fin de journée de ce système sont réglés dans *Target* et sont donc comptabilisés dans la position nette des participants français dans ce système.

2.2. Une utilisation soutenue, largement concentrée sur les principaux acteurs

Target a été rapidement adopté parmi les participants au système français TBF. Les deux tiers d'entre eux, soit environ soixante participants, ont utilisé en avril 1999 l'interconnexion *Target* pour émettre et recevoir des virements transfrontière en euros.

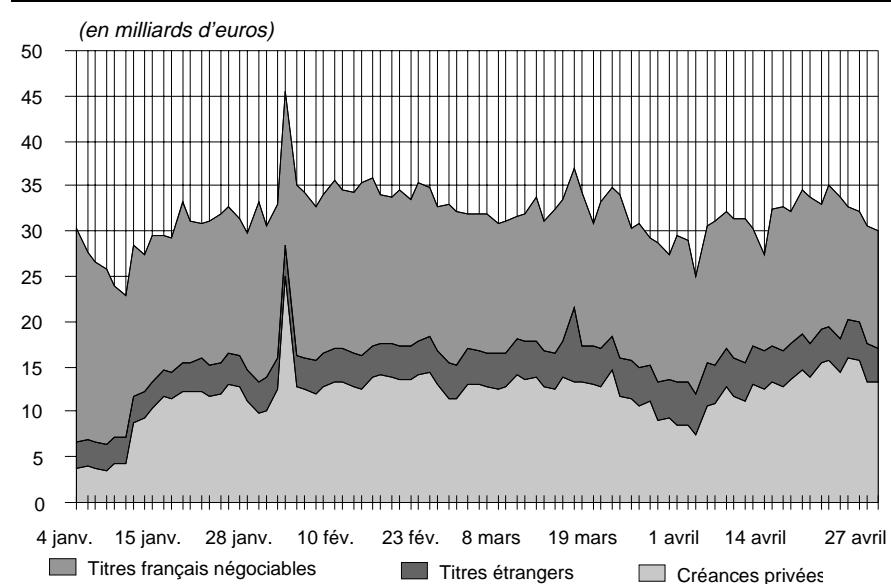
En termes de capitaux échangés, les flux sont concentrés sur quelques acteurs, les dix premiers participants représentant 82,2 % en réception et 85,9 % en émission.

L'utilisation extensive de *Target* par les banques françaises a eu pour conséquence une augmentation des flux venant s'imputer dans le système RTGS français (TBF) et un recours accru au crédit intrajournalier : celui-ci a doublé avec le passage à l'euro, pour se stabiliser ensuite autour de 32 milliards d'euros sur les quatre premiers mois de 1999.

Les sources de la liquidité intrajournalière ont enregistré des évolutions sensibles sur les quatre premiers mois de 1999 ; les prêts garantis intrajournaliers reposant sur la mobilisation des créances privées, qui représentent en moyenne 38 % de la liquidité intrajournalière apportée dans le système, sont de plus en plus sollicités, atteignant presque 50 % des apports de liquidité certains jours d'avril ; inversement, les pensions livrées intrajournalières sur titres français, qui représentent sur la période la moitié de la liquidité intrajournalière, connaissent une lente décroissance ; enfin, les pensions livrées intrajournalières sur titres étrangers ont pris une part significative et stable de la liquidité, autour de 12 %.

Toutes ces évolutions vont dans le sens d'une réduction du coût du collatéral utilisé, puisque la mobilisation de créances privées (non négociables) ne génère aucun coût d'opportunité.

Crédit intrajournalier Répartition par collatéraux mobilisés



2.3. Des modalités d'utilisation qui témoignent d'une forte appropriation du système

La part des opérations de clientèle émises dans *Target* au départ de la place de Paris (15,4 %) est nettement inférieure, en nombre, à celle que l'on observe au niveau européen (20,5 %), mais leur montant est en moyenne plus élevé. Les participants français font donc du système *Target* un usage conforme à sa vocation, le privilégiant pour les opérations interbancaires ou les opérations de clientèle de montant élevé.

En revanche, la part des opérations de clientèle dans les virements reçus par les participants français est assez similaire, en nombre, à celle que l'on trouve globalement au niveau européen (21,9 %, contre 20,5 %), mais elles sont d'un montant moyen sensiblement plus faible.

Répartition des opérations échangées avec la France dans *Target*

Avril 1999

(en pourcentage)

	En volume	En valeur
Virements émis par les participants français		
Opérations de clientèle	15,4	2,6
Opérations interbancaires	84,6	97,4
Virements reçus par les participants français		
Opérations de clientèle	21,9	1,5
Opérations interbancaires	78,1	98,5

Un autre signe de l'appropriation du système par ses acteurs est son usage pour des flux de trésorerie intragroupe. Une étude spécifique a été réalisée en avril 1999 pour évaluer la part des flux échangés par les participants français dans l'interconnexion *Target* correspondant à de tels flux. Cette étude a été réalisée sur la base des données d'une semaine de fonctionnement et visait un échantillon représentatif de participants représentant les deux tiers des flux échangés dans *Target* avec la France.

Elle a montré que, pour ces participants, la part des flux intragroupe dans les flux échangés dans *Target* était de 26,7 % du total des capitaux et de 19,4 % du nombre total d'opérations⁷, en moyenne sur la période.

Enfin, contrairement à d'autres places financières, celle de Paris présente des flux nets dans *Target* très équilibrés à l'intérieur de la journée (cf. 1.2.3.).

Toutefois, les mouvements de liquidité intrajournalière alimentant les pays *pré-in* et plus particulièrement la place de Londres (environ 3 milliards d'euros chaque jour) sont à l'origine d'une position plutôt émettrice en début de journée et réceptrice en fin de journée.

⁷ Les opérations intragroupe étant d'un montant unitaire sensiblement plus important que les autres opérations

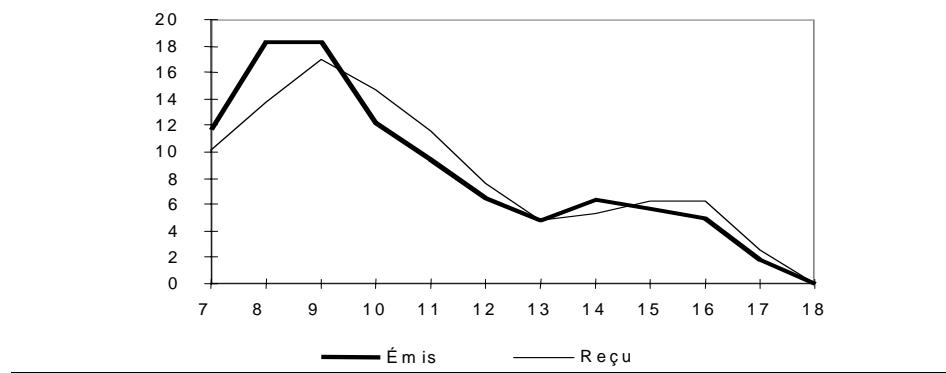
Par ailleurs, l'étude du profil intrajournalier des flux transfrontière échangés dans *Target* avec la place de Paris en avril 1999 met en évidence plusieurs phénomènes déjà observés globalement dans *Target* :

- les volumes de transactions sont concentrés en début de journée : plus de 56 % des opérations sont réalisées avant 10 heures ;

Répartition des volumes échangés dans *Target*

Pourcentage des opérations reçues ou émises, par tranches horaires

(moyenne sur une semaine type)

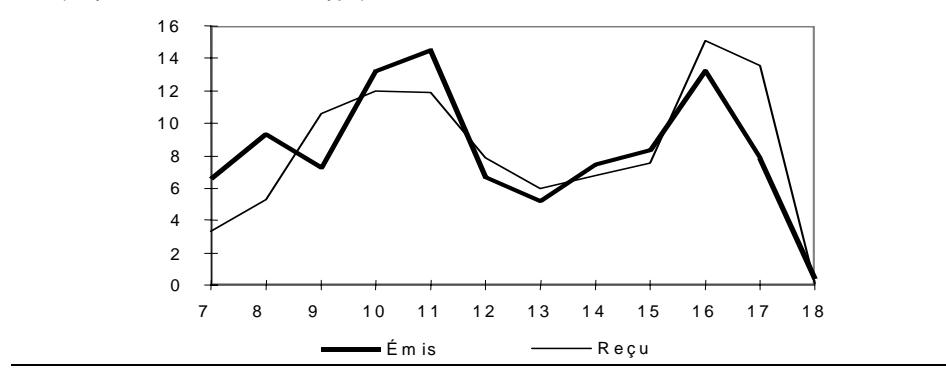


- en termes de valeur, on retrouve les deux pics d'activité en début de matinée et en fin de journée, observés dans *Target* au niveau européen ;

Profil intrajournalier des capitaux échangés dans *Target*

Pourcentage des capitaux reçus ou émis, par tranches horaires

(moyenne sur une semaine type)



- le montant moyen des transactions augmente de 8,5 millions d'euros dans les trois premières heures de fonctionnement (avec une prédominance d'opérations de clientèle et d'opérations interbancaires de montant moyen) à un palier de 22 millions d'euros entre 10 heures et 16 heures, puis de nouveau jusqu'à atteindre 178 millions d'euros dans la dernière heure de fonctionnement du système.

Mis à la disposition de la communauté bancaire à partir du 4 janvier 1999, *Target* a effectivement contribué, dès ses premiers mois de fonctionnement, à l'unification du marché monétaire et à la réduction des risques de règlement au sein de la zone euro, conformément aux objectifs qui lui avaient été fixés, en s'imposant comme le système principal de règlement des opérations de montant élevé.

Les acteurs de la place de Paris ont significativement participé à cette insertion réussie de *Target* dans l'infrastructure de paiement de l'euro, en utilisant largement ce système pour le règlement de leurs opérations transfrontière de gros montant.

Ils ont ainsi contribué à amorcer une restructuration des circuits de paiement au sein de la zone euro, qui semble devoir s'organiser sur le principe d'une spécialisation des systèmes en fonction de la nature et de la taille des paiements à effectuer, *Target* constituant le canal privilégié pour le règlement des opérations interbancaires ou des opérations commerciales de montant élevé.

Les flux d'investissements directs de la France avec l'étranger en 1998

Depuis 1985, excepté en 1995, la France a été constamment « exportatrice » nette de capitaux au titre des investissements directs.

Les flux d'investissements directs¹ — qui seront présentés dans le Rapport annuel sur la balance des paiements et la position de la France, publié sous le double timbre de la Banque de France et du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie — confirment, en 1998, les tendances observées les années précédentes :

- l'intensification du rôle tenu par la France dans le mouvement d'internationalisation des économies des pays industrialisés, avec un ancrage européen marqué ;*
- la progression des opérations financières intragroupes, qui traduit la dimension internationale, bien que limitée à un petit nombre de pays, de la gestion de trésorerie ;*
- le maintien d'un courant soutenu d'opérations en capital, « noyau dur » de l'investissement direct, qui tend à se diversifier géographiquement et sectoriellement ;*
- le positionnement de la France au quatrième rang mondial des pays investisseurs : avec 239,4 milliards de francs (+ 15,3 % par rapport à 1997), elle se classe après les États-Unis (778,1 milliards), le Royaume-Uni (674,1 milliards) et l'Allemagne (510,9 milliards) ; simultanément, avec des investissements directs de l'étranger atteignant 165,4 milliards de francs (+ 22,2 % par rapport à 1997), la France figure au troisième rang des pays d'accueil appartenant à la zone OCDE, après les États-Unis (1 157,3 milliards), le Royaume-Uni (372,6 milliards) et devant l'Allemagne (117,3 milliards). Il est à noter, hors OCDE, que les chiffres de la Chine ne sont pas disponibles.*

Alain DREYFUS
Direction de la Balance des paiements
Service des Investissements et des Placements extérieurs (SIPEX)

¹ Cf. note méthodologique en annexe 10 et disponibilité des informations en annexe 8

1. Ouverture croissante de l'économie française aux investissements directs avec l'étranger

Depuis 1985, à l'exception de l'année 1995, la France a été constamment exportatrice nette de capitaux d'investissements directs vers le reste du monde. Sur l'ensemble des dix dernières années, les placements nets à l'étranger dus aux investissements directs s'élèvent à 501 milliards de francs.

Flux d'investissements directs de la France avec l'étranger de 1989 à 1998

(en milliards de francs)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Flux d'investissements directs français à l'étranger										
Capital social	- 132,1	- 197,3	- 141,8	- 161,0	- 111,8	- 135,3	- 78,6	- 155,6	- 207,7	- 239,4
Bénéfices réinvestis	- 100,9	- 131,1	- 104,6	- 89,4	- 58,2	- 55,5	- 40,0	- 78,0	- 105,5	- 121,7
Autres opérations	- 7,9	- 6,2	- 6,6	4,8	5,8	- 8,1	15,3	- 7,0	- 10,9	- 12,7
<i>Long terme</i>	- 23,3	- 60,0	- 30,6	- 76,4	- 59,4	- 71,7	- 53,9	- 70,6	- 91,3	- 104,9
<i>Court terme</i>	- 14,9	- 16,3	- 11,8	- 12,3	- 11,6	- 5,9	- 13,9	- 15,2	- 11,2	1,6
	- 8,4	- 43,7	- 18,8	- 64,1	- 47,8	- 65,8	- 40,0	- 55,4	- 80,1	- 106,5
Flux d'investissements directs français en pourcentage du PIB										
	2,14	3,03	2,09	2,30	1,58	1,83	1,02	2,03	2,60	2,90
Flux d'investissements directs étrangers en France										
Capital social	83,3	85,0	85,6	94,5	93,1	86,5	118,2	112,3	135,3	165,4
Bénéfices réinvestis	53,5	38,0	55,4	75,4	65,1	51,0	59,1	51,1	75,9	91,3
Autres opérations	18,6	14,1	1,0	- 21,7	- 25,1	- 4,6	- 3,6	- 5,4	3,1	3,1
<i>Long terme</i>	11,2	32,9	29,2	40,8	53,1	40,1	62,7	66,6	56,2	70,9
<i>Court terme</i>	7,4	11,2	7,1	8,9	3,7	7,1	11,2	2,7	8,2	4,3
	3,8	21,7	22,1	31,9	49,4	33,0	51,5	63,9	48,0	66,6
Flux d'investissements directs étrangers en pourcentage du PIB										
	1,35	1,31	1,26	1,35	1,32	1,17	1,54	1,43	1,69	2,00
Solde net des investissements directs										
	- 48,8	- 112,3	- 56,2	- 66,5	- 18,7	- 48,8	39,6	- 43,3	- 2,4	- 74,0

Signe négatif : Investissements nets des entreprises résidentes à l'étranger ou désinvestissements nets des non-résidents en France

Sans signe : Investissements nets des entreprises non résidentes en France ou désinvestissements nets des résidents à l'étranger

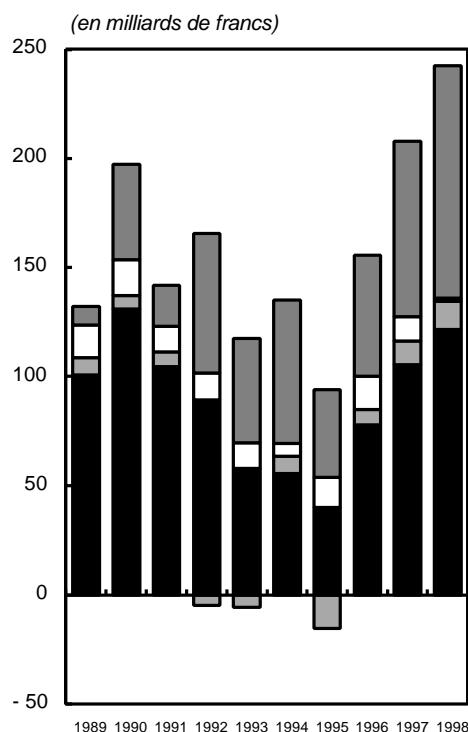
La mise en place du marché unique européen et la libéralisation des mouvements de capitaux ont permis aux *investissements directs français à l'étranger* de connaître un développement rapide entre 1985 et 1990. Connaissant par la suite un repli tendanciel de 1991 à 1995, ils se sont fortement redressés à partir de 1996 et progressent depuis continûment. L'année 1998 enregistre le meilleur résultat jamais atteint en valeur (239,4 milliards de francs) et le deuxième en pourcentage du PIB (2,9 %, contre 3,0 % en 1990).

Les *investissements directs étrangers en France* ont enregistré un nouveau record en 1998 (165,4 milliards de francs). D'un total de moins de 20 milliards de francs en 1985, les investissements étrangers en France ont vivement progressé jusqu'en 1989, sous l'effet conjugué de la construction du marché unique et de la politique française d'ouverture aux capitaux étrangers, se traduisant notamment par l'assouplissement des procédures de déclaration préalable auprès du ministre chargé de l'Économie,

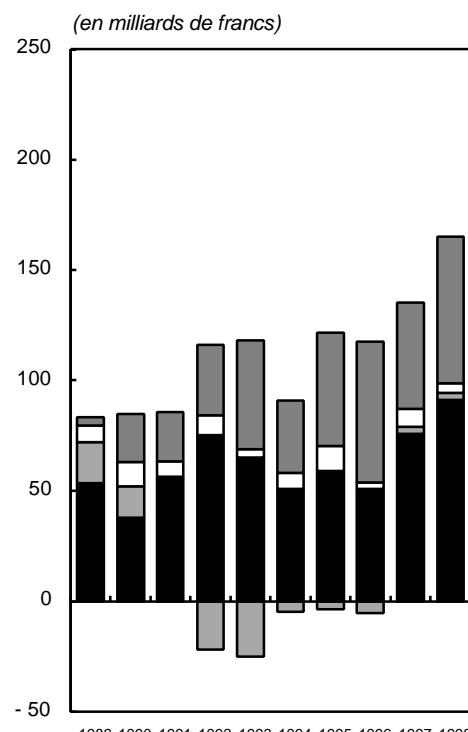
auxquelles ne restent soumis que les investissements dans des secteurs considérés comme sensibles — défense, ressources naturelles, santé publique.

Relativement stables jusqu'en 1993, marquant un léger recul en 1994, ils ont entamé en 1995 un nouveau cycle de progression. Exprimée en points de PIB, celle-ci est particulièrement significative : 1,2 % en 1995, 1,4 % en 1996, 1,7 % en 1997, 2,0 % en 1998.

Flux d'investissements directs français à l'étranger



Flux d'investissements directs étrangers en France



Conformément à la méthodologie internationale, les statistiques d'investissements directs intègrent les opérations de prêts à court terme et de dépôts entre affiliés. Pratiquement inexistantes à la fin des années quatre-vingt (4 milliards de francs en moyenne par an entre 1985 et 1989), ces opérations se sont fortement développées à partir de 1990, générant en moyenne, de 1990 à 1998, 58 milliards de francs par an de sorties nettes en *investissements français à l'étranger* et, dans le même temps, 43 milliards de francs d'entrées nettes en investissements étrangers en France.

La progression des flux à court terme entre affiliés procède de divers facteurs :

- tout d'abord, l'internationalisation des entreprises et le développement sans précédent, dès la fin des années quatre-vingt, des opérations de fusion-acquisition et d'implantation à l'étranger d'unités de production. Tout en stimulant les échanges de biens et services, l'acquisition ou la création de filiales à l'étranger suscite également des mouvements financiers (prêts) au sein du groupe ;

- ensuite, la délocalisation des sièges de *holdings* dans des pays offrant des fiscalités avantageuses pour les quartiers généraux, comme la Belgique, le Luxembourg ou les Pays-Bas. Dans de nombreuses structures de multinationales, les *holdings* délocalisées détiennent des participations majoritaires dans des sociétés du groupe, afin que les profits réalisés par les filiales et rapatriés vers le siège bénéficient globalement du taux d'imposition le plus avantageux, compte tenu des conventions fiscales permettant d'éviter une double imposition des dividendes versés par les filiales aux maisons mères ;
- enfin, la centralisation de la trésorerie du groupe au sein d'entités financières chargées d'ordonnancer les transferts de flux avec les filiales, de procéder à leur compensation en couvrant les besoins ou en rapatriant les excédents. Selon la stratégie retenue, les excédents sont réinvestis, prêtés aux filiales ou placés auprès du secteur bancaire.

2. Les investissements directs français à l'étranger au plus haut en 1998

2.1. Vue d'ensemble

La vigoureuse reprise des investissements français à l'étranger enregistrée depuis 1996 s'est confirmée en 1998 (239,4 milliards de francs, après 207,7 milliards en 1997) et bénéficie de manière égale aux opérations en fonds propres et aux *autres opérations* (+ 15 % d'une année à l'autre).

Flux d'investissements directs français à l'étranger

Ventilation par natures d'opérations

(en millions de francs)

	Année 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	Année 1998
Capital social						
(et investissements immobiliers)	- 105 456	- 27 320	- 19 341	- 31 055	- 44 031	- 121 747
Secteur bancaire (capital social)	- 12 387	- 3 145	- 5 550	- 6 847	- 2 473	- 18 015
<i>Constitutions</i>	- 16 099	- 4 375	- 6 000	- 7 196	- 2 682	- 20 253
<i>Liquidations</i>	3 712	1 230	450	349	209	2 238
Autres secteurs (capital social)	- 91 861	- 21 055	- 13 700	- 23 865	- 41 086	- 99 706
<i>Constitutions</i>	- 130 794	- 27 714	- 38 595	- 28 551	- 56 283	- 151 143
<i>Liquidations</i>	38 933	6 659	24 895	4 686	15 197	51 437
Investissements immobiliers	- 1 208	- 3 120	- 91	- 343	- 472	- 4 026
<i>Constitutions</i>	- 3 388	- 3 885	- 902	- 1 148	- 1 181	- 7 116
<i>Liquidations</i>	2 180	765	811	805	709	3 090
Bénéfices réinvestis	- 10 920	- 2 730	- 3 330	- 3 330	- 3 330	- 12 720
Autres opérations						
(autres secteurs)	- 91 312	- 18 582	- 40 033	- 21 372	- 24 917	- 104 904
Prêts à long terme (plus d'1 an d'échéance initiale)	- 11 156	3 473	- 2 090	4 396	- 4 181	1 598
<i>Octrois</i>	- 32 042	- 4 922	- 6 198	- 3 898	- 10 430	- 25 448
<i>Remboursements</i>	20 886	8 395	4 108	8 294	6 249	27 046
Prêts à court terme (moins d'1 an d'échéance initiale) et flux de trésorerie	- 80 156	- 22 055	- 37 943	- 25 768	- 20 736	- 106 502
TOTAL	- 207 688	- 48 632	- 62 704	- 55 757	- 72 278	- 239 371

2.1.1. Capital social

Le montant global des apports en fonds propres s'établit à 121,7 milliards de francs en 1998, contre 105,5 milliards en 1997, surtout sous l'influence des prises de participation réalisées par les *entreprises non bancaires* (99,7 milliards de francs, après 91,9 milliards) qui ont conclu d'importantes opérations (pour un montant total de 151 milliards), notamment dans les secteurs de la métallurgie (Framatome, Péchiney) et des assurances (Axa-UAP), tout en procédant, au cours de la même période, à des désinvestissements d'assez grande ampleur (51 milliards au total).

Pour sa part, le *secteur bancaire* a vu ses investissements à l'étranger progresser de 45 % (18 milliards de francs, au lieu de 12,4 milliards).

2.1.2. Bénéfices réinvestis

Les bénéfices réinvestis, enregistrés à partir des résultats nets des filiales à l'étranger diminués des dividendes rapatriés par les maisons mères résidentes, sont évalués à 12,7 milliards de francs.

2.1.3. Autres opérations

Les prêts à long terme des entreprises résidentes à leurs affiliés non résidents se soldent par des remboursements nets de 1,6 milliard de francs, contre des mises en place nettes de 11,2 milliards en 1997.

Le solde des prêts à court terme et flux de trésorerie entre affiliés fait apparaître une progression (106,5 milliards de francs, contre 80,1 milliards en 1997), signe d'une intensification des transactions financières intragroupes.

2.2. Répartition par pays ou par zone géographique² (hors bénéfices réinvestis)

La répartition géographique des flux d'investissements directs français à l'étranger est effectuée en fonction du pays « immédiat » de destination des flux.

Principaux pays d'accueil des flux d'investissements directs français à l'étranger (hors bénéfices réinvestis)

(montants en millions de francs et parts en pourcentage)

	1997		1998	
	Montant	Part	Montant	Part
États-Unis	- 46,9	23,8	- 42,4	18,7
Suisse	- 10,3	5,2	- 26,7	11,8
Royaume-Uni	- 39,0	19,8	- 24,6	10,9
Pays-Bas	- 5,8	2,9	- 21,9	9,7
Belgique	- 11,4	5,8	- 20,8	9,2
Allemagne	- 24,2	12,3	- 14,3	6,3
Brésil	- 6,9	3,5	- 9,2	4,1
Italie	- 11,6	5,9	- 6,9	3,1
Luxembourg	- 9,7	4,9	- 6,4	2,8
Espagne	- 7,6	3,9	- 5,7	2,5
Autres pays	- 23,4	11,9	- 47,6	21,0
dont : Japon	- 0,3	0,2	- 0,4	0,2
Total	- 196,8	100,0	- 226,7	100,0
dont : Union monétaire	- 62,8	31,9	- 83,3	36,8
Union européenne	- 103,1	52,4	- 104,0	45,9
Pour mémoire :				
Bénéfices réinvestis, non ventilés géographiquement	- 10,9	-	- 12,7	-
Total général	- 207,7	-	- 239,4	-

La concentration géographique des investissements français à l'étranger s'est légèrement réduite en 1998 : les dix premiers pays hôtes ont reçu 79 % des flux, après 88 % en 1997.

Les États-Unis maintiennent en 1998 leur situation de premier pays de destination. Les flux vers ce pays se sont toutefois contractés de 10 % et la part de ce dernier dans le total est revenue de 24 % à 19 %.

Les progressions les plus notables sont enregistrées par les flux vers la Suisse (dont la part dans le total est passée de 5 % à 12 %), vers les Pays-Bas (9,7 % du total, contre 2,9 % en 1997) et vers la Belgique (9,2 %, contre 5,8 % en 1997).

Le poids relatif des pays de l'Union européenne se tasse pour la troisième année consécutive, pour se situer à 45,9 % du total des flux. La part de la zone euro progresse légèrement (36,8 %, contre 31,9 % en 1997).

La localisation dans certains pays — Pays-Bas, Luxembourg, Belgique, Suisse, Royaume-Uni — des centres de trésorerie de groupes installés en France est à l'origine de la majorité des flux à court terme entre affiliés (63 % en 1998).

² Cf. annexe 4

Le Brésil, premier des pays émergents récepteurs d'investissements français, arrive au septième rang des pays d'accueil, avec des flux d'investissements français en progression de 33,5 % d'une année à l'autre.

Les flux vers les *pays d'Asie à développement rapide* sont passés de 5,7 milliards de francs à 9,3 milliards, soit une augmentation de 65 %.

2.3. Répartition par secteurs (hors bénéfices réinvestis)

Les industries manufacturières ont suscité 24 % des flux nets d'investissements directs à l'étranger, suivies par les *holdings* (21 %) et le secteur du commerce (13 % des flux nets).

3. Les investissements directs étrangers en France également à un niveau record en 1998

3.1. Vue d'ensemble

Les flux d'investissements directs étrangers en France ont représenté en 1998, en pourcentage du PIB, un niveau jamais atteint (2,0 %), à 165,4 milliards de francs, contre 135,3 milliards en 1997. Cette hausse (+ 22 %) résulte en premier lieu de la progression des flux nets de prêts et de dépôts des maisons mères étrangères vers leurs affiliés résidents (+ 26 %) et, en second lieu, des apport nets en capital social (+ 20 %). Enfin, les résultats nets des filiales résidentes diminués des dividendes rapatriés par les maisons mères non résidentes ont donné lieu à l'enregistrement de 3,1 milliards de francs de bénéfices réinvestis.

La France mène depuis plusieurs années une politique spécifique d'accueil des investissements étrangers. Des structures *ad hoc* ont été mises en place depuis 1992 à l'initiative de la Datar. En outre, de nouvelles dispositions fiscales ont été adoptées en faveur des quartiers généraux d'entreprises, avec l'ambition de créer un cadre incitatif à l'établissement en France des sièges administratifs et des centres de logistique des groupes internationaux.

Flux d'investissements directs étrangers en France
 Ventilation par nature d'opérations

(en millions de francs)

	Année 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	Année 1998
Capital social						
(et investissements immobiliers)	75 924	7 954	41 939	13 247	28 161	91 301
Secteur bancaire (capital social)	3 107	319	103	1 563	- 11	1 974
Constitutions	3 310	325	115	1 574	133	2 147
Liquidations	- 203	- 6	- 12	- 11	- 144	- 173
Autres secteurs (capital social)	64 146	5 312	38 974	8 852	24 068	77 206
Constitutions	73 266	9 243	43 499	10 578	27 006	90 326
Liquidations	- 9 120	- 3 931	- 4 525	- 1 726	- 2 938	- 13 120
Investissements immobiliers	8 671	2 323	2 862	2 832	4 104	12 121
Constitutions	11 048	3 204	3 497	3 716	4 845	15 262
Liquidations	- 2 377	- 881	- 635	- 884	- 741	- 3 141
Bénéfices réinvestis	3 120	780	780	780	780	3 120
Autres opérations (autres secteurs)	56 208	15 821	25 912	23 858	5 354	70 945
Prêts à long terme (plus d'1 an d'échéance initiale)	8 197	1 458	952	1 949	- 19	4 340
Octrois	28 661	5 463	4 454	6 545	8 185	24 647
Remboursements	- 20 464	- 4 005	- 3 502	- 4 596	- 8 204	- 20 307
Prêts à court terme (moins d'1 an d'échéance initiale) et flux de trésorerie	48 011	14 363	24 960	21 909	5 373	66 605
Total	135 252	24 555	68 631	37 885	34 295	165 366
Solde	- 72 436	- 24 077	5 927	- 17 872	- 37 983	- 74 005

3.1.1. Capital social

L'accroissement des opérations en fonds propres (91,3 milliards de francs, contre 75,9 milliards en 1997) est essentiellement imputable aux *entreprises non bancaires*, dont les flux ont augmenté de 20 % (77,2 milliards de francs, contre 64,1 milliards).

Dans le *secteur bancaire résident*, en revanche, les apports en fonds propres, qui avaient régulièrement progressé entre 1988 et 1995 — année marquée par d'importantes opérations de fusion-acquisition —, enregistrent, depuis, une décrue (2 milliards de francs, après 3,1 milliards en 1997 et 10,4 milliards en 1995).

Enfin, dans l'immobilier, les investissements étrangers nets augmentent de 40 % (12,1 milliards de francs, contre 8,7 milliards en 1997).

3.1.2. Bénéfices réinvestis

Les résultats dégagés par les filiales résidentes, diminués des dividendes encaissés par les maisons mères non résidentes, se traduisent par des bénéfices réinvestis de 3,1 milliards de francs.

3.1.3. Autres opérations

Les flux nets des autres opérations se sont inscrits en hausse (70,9 milliards de francs, au lieu de 56,2 milliards l'année précédente), sous l'effet d'une augmentation de 39 % du solde des mouvements financiers à court terme entre affiliés (66,6 milliards, au lieu de 48 milliards), le solde des prêts à long terme entre maisons mères et filiales s'inscrivant en baisse (4,3 milliards, au lieu de 8,2 milliards).

3.2. Répartition par pays ou zones géographiques³ (hors bénéfices réinvestis)

La répartition géographique des investissements étrangers en France est effectuée en fonction du pays « immédiat » de provenance des capitaux.

Principaux pays de provenances des flux d'investissements directs étrangers en France (hors bénéfices réinvestis)

(montants en millions de francs et parts en pourcentage)

	1997		1998	
	Montant	Part	Montant	Part
Allemagne	19,7	14,9	54,9	33,8
Royaume-Uni	38,1	28,8	33,4	20,6
États-Unis	15,2	11,5	25,6	15,8
Pays-Bas	12,1	9,1	15,1	9,3
Belgique	7,1	5,3	12,9	7,9
Luxembourg	4,2	3,2	6,6	4,1
Canada	0,6	0,4	1,9	1,2
Autres pays	35,2	26,8	11,8	7,3
dont : Japon	1,5	1,2	0,7	0,4
Total	132,2	100,0	162,3	100,0
dont : Union monétaire	55,1	41,7	94,5	58,2
Union européenne	94,4	71,5	129,9	80,1
Pour mémoire :				
Bénéfices réinvestis, non ventilés géographiquement				
	3,1	—	3,1	—
Total général	135,3	—	165,4	—

La répartition géographique des flux d'investissements directs étrangers en France émane en quasi-totalité (97 %) de l'Union européenne et des pays industrialisés non européens, après 86 % l'année précédente.

Les principaux pays de provenance des investissements directs étrangers en France ont été l'Allemagne, dont la part s'accroît (de 15 % à 34 %), le Royaume-Uni et les États-Unis. Les pays de l'Union européenne représentent dans leur ensemble 80 % des flux (58 % pour l'Union monétaire).

3.3. Répartition par secteurs (hors bénéfices réinvestis)

Les entreprises étrangères se sont principalement portées vers le secteur des *holdings* (34 %) et, dans une moindre mesure, dans les industries manufacturières (20 % des flux nets)⁴.

³ Cf. annexe 5

⁴ Cf. annexe 7

Annexe 1

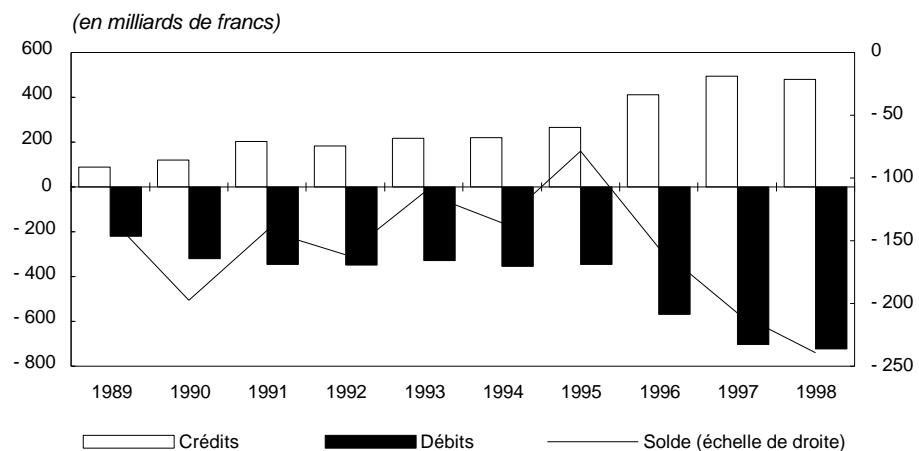
Flux d'investissements directs de 1989 à 1998

(en millions de francs)

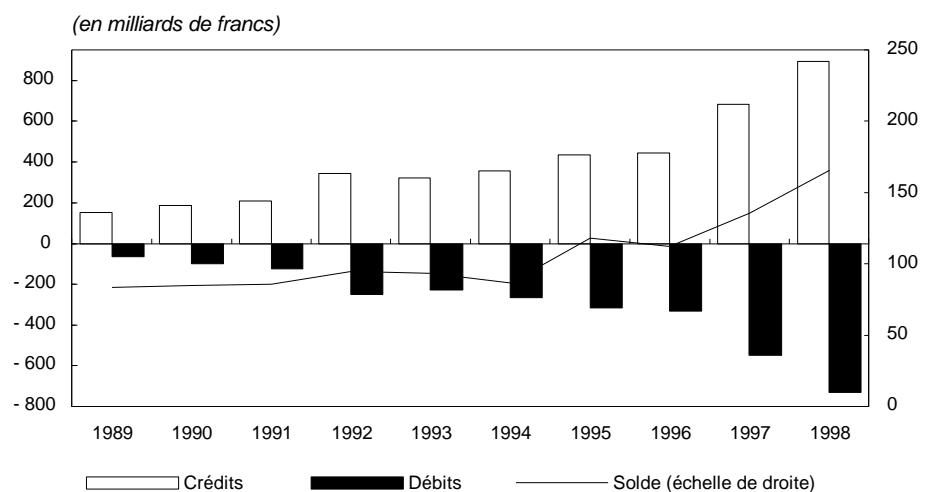
	Investissements directs						Soldes des investissements directs	
	Français à l'étranger			Étrangers en France				
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde		
1989	88 658	220 749	- 132 091	150 104	66 771	83 333	- 48 758	
1990	120 301	317 595	- 197 294	185 307	100 281	85 026	- 112 268	
1991	201 743	343 541	- 141 798	210 668	125 091	85 577	- 56 221	
1992	189 059	350 020	- 160 961	345 076	250 588	94 488	- 66 473	
1993	215 583	327 334	- 111 751	320 860	227 757	93 103	- 18 648	
1994	217 542	352 859	- 135 317	355 075	268 603	86 472	- 48 845	
1995	264 690	343 335	- 78 645	435 788	317 616	118 172	39 527	
1996	410 841	566 456	- 155 615	445 123	332 783	112 340	- 43 275	
1997	493 802	674 957	- 181 155	668 576	546 028	122 548	- 58 607	
1998	481 205	720 576	- 239 371	896 606	731 240	165 366	- 74 005	

Annexe 2

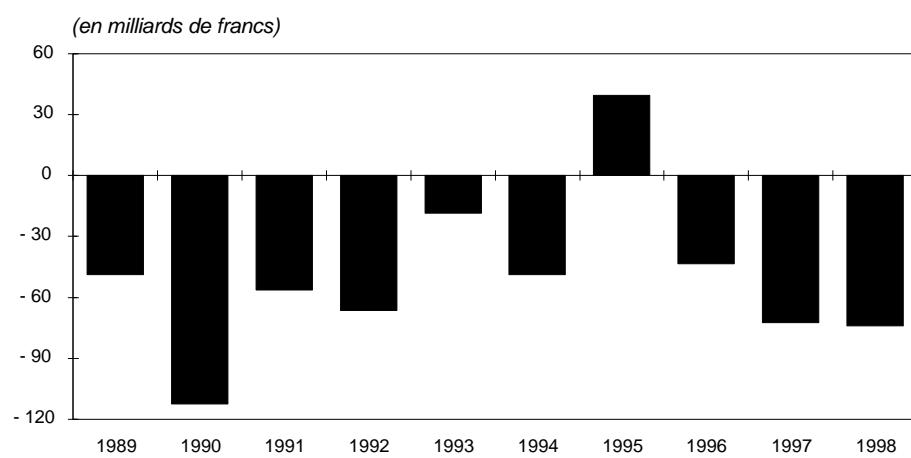
Flux d'investissements directs français à l'étranger



Flux d'investissements directs étrangers en France



Solde net des investissements directs entre la France et l'étranger



Annexe 3

Flux d'investissements directs français à l'étranger en 1998

Ventilation par tranches de montant (apports en fonds propres uniquement)

(montants en millions de francs et parts en pourcentage)

	Constitutions			Liquidations			Soldes	
	Nombre	Montant	Part	Nombre	Montant	Part	Montant	Part
Inférieur à 1 million	7 831	2 694	1,5	3 315	1 142	2,0	1 552	1,3
De 1 à 50 millions	3 707	26 778	15,0	1 247	7 124	12,6	19 654	16,2
De 50 à 200 millions	243	24 668	13,8	85	9 615	16,9	15 053	12,4
De 200 à 500 millions	84	25 497	14,3	30	9 564	16,8	15 933	13,1
De 500 millions à 1 milliard	34	22 593	12,7	6	4 593	8,1	18 000	14,8
Supérieur à 1 milliard	29	76 282	42,7	12	24 727	43,6	51 555	42,3
Total	11 928	178 512	100,0	4 695	56 765	100,0	121 747	100,0

Flux d'investissements directs étrangers en France en 1998

Ventilation par tranches de montant (apports en fonds propres uniquement)

(montants en millions de francs et parts en pourcentage)

	Constitutions			Liquidations			Soldes	
	Nombre	Montant	Part	Nombre	Montant	Part	Montant	Part
Inférieur à 1 million	13 839	5 185	4,8	2 706	1 004	6,1	4 181	4,6
De 1 à 50 millions	5 136	23 503	21,8	1 242	4 782	29,1	18 721	20,5
De 50 à 200 millions	136	12 310	11,4	21	1 769	10,8	10 541	11,5
De 200 à 500 millions	33	9 171	8,5	8	2 347	14,3	6 824	7,5
De 500 millions à 1 milliard	15	10 056	9,3	6	4 829	29,4	5 227	5,7
Supérieur à 1 milliard	7	47 510	44,1	1	1 703	10,4	45 807	50,2
Total	19 166	107 735	100,0	3 984	16 434	100,0	91 301	100,0

Annexe 4

Répartition géoéconomique des flux d'investissements directs français à l'étranger

(en millions de francs)

Sans signe : désinvestissement

Répartition géoéconomique des flux d'investissements directs étrangers en France

(en millions de francs)

Signe négatif : désinvestissement

Annexe 6

 Répartition sectorielle des flux d'investissements directs français à l'étranger
 (hors bénéfices réinvestis) – Année 1998

(montants en millions de francs et parts en pourcentage)

Secteurs d'activité (a) économiques résidents	Crédits	Débits	Soldes (b)	Répartition
Agriculture et pêche	49	69	- 20	0,0
Industries extractives	182	603	- 421	0,2
dont : <i>Extraction de pétrole et de gaz</i>	166	428	- 262	0,1
Industries manufacturières	136 390	190 403	- 54 013	23,8
dont : <i>Industries agricoles et alimentaires</i>	11 360	14 779	- 3 419	1,5
<i>Industries du textile et habillement</i>	3 680	5 505	- 1 825	0,8
<i>Industries du bois, édition et imprimerie</i>	5 786	6 560	- 774	0,3
<i>Raffinage de pétrole et autres traitements</i>	8 520	7 252	1 268	- 0,6
<i>Industrie chimique</i>	40 318	49 338	- 9 020	4,0
<i>Industries du caoutchouc et des plastiques</i>	345	644	- 299	0,1
<i>Industries métallurgiques et travail des métaux</i>	5 399	10 934	- 5 535	2,4
<i>Industrie mécanique</i>	4 676	5 849	- 1 173	0,5
<i>Matériel de bureau et informatique</i>	17 796	17 148	648	- 0,3
<i>Équipements radio, TV et communication</i>	1 223	1 210	13	0,0
<i>Véhicules automobiles</i>	1 195	4 473	- 3 278	1,4
<i>Autres matériels de transport</i>	2 842	5 803	- 2 961	1,3
Électricité, gaz et eau	5 924	17 247	- 11 323	5,0
Construction	6 305	8 827	- 2 522	1,1
Commerce et réparations	48 968	77 388	- 28 420	12,5
Hôtels et restaurants	440	2 023	- 1 583	0,7
Transports et communications	13 320	20 727	- 7 407	3,3
dont : <i>Transports terrestres</i>	349	1 495	- 1 146	0,5
<i>Transports maritimes et côtiers</i>	450	128	322	- 0,1
<i>Transports aériens</i>	502	28	474	- 0,2
<i>Télécommunications</i>	8 669	13 898	- 5 229	2,3
Intermédiation financière	43 205	77 543	- 34 338	15,2
dont : <i>Intermédiation monétaire</i>	1 603	20 372	- 18 769	8,3
<i>Autre Intermédiation financière</i>	31 023	42 486	- 11 463	5,1
<i>dont : Holdings financiers</i>	30 523	41 336	- 10 813	4,8
<i>Assurances et activités auxiliaires des assurances</i>	1 699	2 989	- 1 290	0,6
Immobilier et services entreprises	220 675	308 967	- 88 292	39,0
dont : <i>Immobilier</i>	8 963	18 864	- 9 901	4,4
<i>Informatique</i>	843	11 742	- 10 899	4,8
<i>Recherche-développement</i>	36	1 002	- 966	0,4
<i>Autres actions de services aux entreprises</i>	190 778	246 091	- 55 313	24,4
<i>dont : Actions juridiques, de conseil et de management</i>	180 713	229 023	- 48 310	21,3
<i>dont : Management de holdings</i>	180 333	226 941	- 46 608	20,6
<i>Publicité</i>	4 844	7 696	- 2 852	1,3
Autres services	5 747	4 059	1 688	- 0,7
Total	481 205	707 856	- 226 651	100,0
<i>Pour mémoire :</i>				
<i>Bénéfices réinvestis, non ventilés par secteur</i>	0	12 720	- 12 720	-

(a) Nomenclature d'activités française de l'INSEE (NAF)

(b) Sans signe : désinvestissement

Annexe 7

Répartition sectorielle des flux d'investissements directs étrangers en France
 (hors bénéfices réinvestis) – Année 1998

(montants en millions de francs et parts en pourcentage)

Secteurs d'activité (a) économiques résidents	Crédits	Débits	Soldes (b)	Répartition
Agriculture et pêche	1 031	295	736	0,5
Industries extractives	166	13	153	0,1
dont : <i>Extraction de pétrole et de gaz</i>	74	2	72	0,0
Industries manufacturières	300 994	268 324	32 670	20,1
dont : <i>Industries agricoles et alimentaires</i>	6 438	5 137	1 301	0,8
<i>Industries du textile et habillement</i>	5 312	1 960	3 352	2,1
<i>Industries du bois, édition et imprimerie</i>	11 163	8 668	2 495	1,5
<i>Raffinage de pétrole et autres traitements</i>	126 472	126 953	- 481	- 0,3
<i>Industrie chimique</i>	30 319	17 117	13 202	8,1
<i>Industries du caoutchouc et des plastiques</i>	2 105	1 138	967	0,6
<i>Industries métallurgiques et travail des métaux</i>	13 897	9 825	4 072	2,5
<i>Industrie mécanique</i>	5 274	3 481	1 793	1,1
<i>Matériel de bureau et informatique</i>	2 764	3 145	- 381	- 0,2
<i>Équipements radio, TV et communication</i>	2 835	341	2 494	1,5
<i>Véhicules automobiles</i>	28 269	28 463	- 194	- 0,1
<i>Autres matériels de transport</i>	416	162	254	0,2
Électricité, gaz et eau	812	1 007	- 195	- 0,1
Construction	1 064	391	673	0,4
Commerce et réparations	173 234	173 167	67	0,0
Hôtels et restaurants	1 599	1 682	- 83	- 0,1
Transports et communications	19 848	1 322	18 526	11,4
dont : <i>Transports terrestres</i>	305	17	288	0,2
<i>Transports maritimes et côtiers</i>	54	88	- 34	0,0
<i>Transports aériens</i>	613	54	559	0,3
<i>Télécommunications</i>	11 289	138	11 151	6,9
Intermédiation financière	57 119	44 197	12 922	8,0
dont : <i>Intermédiation monétaire</i>	1 918	179	1 739	1,1
<i>Autre Intermédiation financière</i>	32 719	25 680	7 039	4,3
<i>dont : Holdings financiers</i>	23 586	20 870	2 716	1,7
<i>Assurances et activités auxiliaires des assurances</i>	7 572	5 862	1 710	1,1
Immobilier et services entreprises	336 180	240 298	95 882	59,1
dont : <i>Immobilier</i>	55 179	47 555	7 624	4,7
<i>Informatique</i>	15 408	13 150	2 258	1,4
<i>Recherche-développement</i>	1 635	19	1 616	1,0
<i>Autres actions de services aux entreprises</i>	183 714	118 671	65 043	40,1
dont : <i>Actions juridiques, de conseil et de management</i>	173 725	111 969	61 756	38,1
<i>dont : Management de holdings</i>	165 350	109 684	55 666	34,3
<i>Publicité</i>	1 543	772	771	0,5
Autres services	1 439	544	895	0,6
Total	893 486	731 240	162 246	100,0
<i>Pour mémoire :</i>				
<i>Bénéfices réinvestis, non ventilés par secteur</i>	3 120	0	3 120	-

(a) Nomenclature d'activités française de l'INSEE (NAF)

(b) Signe négatif : désinvestissement

Annexe 8

Dernières publications sur les investissements directs

Études sur les stocks d'investissements directs¹

« Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1996 »

Bulletin de la Banque de France – n° 51 (mars 1998)

« Stock des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 1996 »

Bulletin de la Banque de France – n° 52 (avril 1998)

Données mensuelles sur les flux d'investissements directs¹

Résultats de la balance des paiements du mois de mars 1999

Bulletin de la Banque de France – n° 66 (juin 1999)

Données annuelles sur les flux et les encours d'investissements directs

Rapport annuel sur la balance des paiements et la position extérieure de la France en 1997, publié sous le double timbre de la Banque de France et du Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (août 1998)

Le Rapport annuel sur la balance des paiements et la position extérieure de la France *relatif à l'année 1998 sera publié en août prochain.*

¹ Informations disponibles sur Internet : www.banque-france.fr

Annexe 9

Autres publications sur les investissements directs

D'autres organismes publics diffusent également des données d'investissements directs internationaux, mais dans une autre optique que la quantification des flux et des stocks d'investissements directs.

Investissements directs français à l'étranger

– La DREE (direction des Relations économiques extérieures du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie) effectue, par l'intermédiaire de ses 170 postes d'expansion économique, une enquête annuelle axée sur l'activité des filiales d'entreprises françaises implantées à l'étranger (effectif employé, chiffre d'affaires, secteur d'activité, notamment).

Investissements directs étrangers en France

– La Délégation à l'aménagement du territoire et à l'action régionale (Datar) met l'accent sur les nouvelles implantations et sur les emplois bruts créés ou à créer par l'investissement étranger. En fait, les investissements étrangers productifs recensés par la Datar ne concernent que les capitaux étrangers contribuant à l'accroissement de la production et ne représentent qu'une partie de ceux comptabilisés par la Banque de France. Ne sont, par exemple, pas pris en compte par la Datar les opérations qui se traduisent par un simple transfert de propriété.

Investissement direct international

– La Conférence des Nations unies pour le commerce et le développement (Cnuced) publie chaque année un rapport sur l'investissement mondial, qui analyse, entre autres, les liens entre le commerce et l'investissement direct étranger et comporte des séries statistiques sur les flux et les stocks d'investissements directs par pays et par zones géographiques. Toutefois, les encours 1997 présentés dans l'édition 1998 sont estimés à l'aide d'un cumul de flux, depuis plusieurs années dans le cas de certains pays.

– Le Service des statistiques industrielles du secrétariat d'État à l'Industrie (Sessi) mène, quant à lui, une enquête sur les entreprises industrielles investies par l'étranger.

– La Délégation aux investissements internationaux, avec la collaboration du cabinet conseil Arthur Andersen, a mis en place une enquête intitulée « l'investissement international à l'horizon 2001 ». Cette enquête prospective, réalisée auprès de 320 dirigeants de firmes multinationales et experts internationaux, a pour objectif d'appréhender la stratégie des décideurs en termes d'investissement international.

Annexe 10

Note méthodologique

1. Définition de l'investissement direct

Selon la définition retenue par les instances internationales (FMI, OCDE) et européennes, l'investissement direct désigne l'opération effectuée par un investisseur résident d'une économie, afin d'acquérir ou d'accroître un intérêt durable dans une entité résidente d'une autre économie et de détenir une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle.

L'investissement direct met en relation des entreprises apparentées, c'est-à-dire :

- une entreprise « investisseur direct » (maison mère) et une entreprise d'investissement direct (entreprise « investie »), qu'il s'agisse filiale ou d'une succursale ;
- des entreprises détenant des participations croisées ou encore des entreprises affiliées à une même maison mère (sociétés sœurs).

Par convention, une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'un investisseur acquiert au moins 10 % du capital social de l'entreprise investie. En deçà de ce seuil, les acquisitions ou cessions de titres sont classées dans les investissements de portefeuille. Dès que le seuil de 10 % est atteint, toutes les opérations de prêts et tous les flux de trésorerie entre les entreprises apparentées entrent dans le champ des investissements directs.

2. Contenu du poste investissements directs

Le poste investissements directs en balance des paiements est composé des opérations en capital social, des bénéfices réinvestis et de l'ensemble des autres opérations entre entreprises apparentées. À l'exception des bénéfices réinvestis, qui par définition n'entraînent pas de transferts de fonds entre la France et l'étranger, tous les autres flux d'investissements sont recensés au moment où ils donnent lieu à un règlement effectif entre un résident français et un non-résident (et non pas, par exemple, lors de la signature du contrat d'acquisition d'une entreprise).

2.1. Capital social

Les opérations retracées sous la rubrique capital social englobent :

- la création d'entreprises, l'acquisition ou l'extension d'une entreprise existante. Elles peuvent concerner des titres (actions, parts...) ou des actifs productifs (exploitations agricoles, vignobles, forêts) ;
- l'acquisition d'obligations convertibles en actions, à partir du moment où l'opération atteint au moins 10 % du capital de la société « investie » ;
- les investissements immobiliers (à usage professionnel ou privé) ;
- les subventions d'équilibre et le financement des déficits d'exploitation des entreprises d'investissements directs ;
- les consolidations de prêts, les prêts subordonnés et les prêts participatifs du secteur bancaire (les prêts participatifs des autres secteurs étant recensés sous la rubrique des « autres opérations ») ;
- la liquidation de ces investissements.

.../...

Annexe 10 (suite)

2.2. Bénéfices réinvestis

Depuis la publication des résultats de l'exercice 1996, les bénéfices réinvestis sont inclus dans les flux d'investissements directs, avec rétropolation jusqu'en 1989 (cf. l'étude concernant « L'intégration des statistiques de bénéfices réinvestis dans les flux de balance des paiements » publiée dans le Bulletin de la Banque de France n° 40, avril 1997).

Conformément aux règles internationales, les bénéfices réinvestis correspondent aux résultats dégagés par les entreprises d'investissements directs au cours d'un exercice comptable, diminués des dividendes qu'elles ont versés au cours de ce même exercice à leur maison mère.

Les statistiques définitives de bénéfices réinvestis sont élaborées à partir des données sur les résultats et les dividendes des entreprises apparentées, collectées lors des enquêtes annuelles sur les stocks d'investissements français à l'étranger et étrangers en France. Toutefois, en raison des délais de disponibilité et de traitement de l'information, les chiffres définitifs ne sont disponibles que plus d'un an après la date d'arrêté de l'exercice (quatorze mois pour le stock des investissements étrangers en France et quinze mois pour le stock des investissements français à l'étranger). Cette contrainte implique la mise en œuvre de méthodes d'estimation (dès que des informations sur les dividendes sont disponibles) et de prévision (pour les périodes les plus récentes) afin d'alimenter cette rubrique dès la publication des premiers résultats mensuels de balance des paiements, soit deux mois après le mois de référence.

Les exemples d'autres pays utilisant les mêmes méthodes montrent qu'une révision plus fréquente des bénéfices réinvestis peut être à l'origine de corrections substantielles ou erratiques des chiffres publiés.

2.3. Autres opérations

Les autres opérations recouvrent, en octrois et en remboursements, toutes les opérations de prêts, d'avances et de dépôts entre affiliés (qu'elles soient à long ou à court terme), à l'exclusion des crédits commerciaux. Les opérations à court terme entre affiliés, auparavant incluses dans le poste « autres investissements », sont recensées depuis la publication des résultats de l'année 1996 sous la rubrique des « autres opérations » du poste investissements directs, avec rétropolation jusqu'en 1989.

Les flux de portefeuille dans la balance des paiements de 1998

En 1998, les mouvements de capitaux internationaux ont été animés par plusieurs phénomènes marquants : forte correction boursière au troisième trimestre, baisse des taux à long terme suscitée par la réallocation des portefeuilles vers les titres d'État, imminence du lancement de l'euro qui a encouragé la diversification des portefeuilles des gestionnaires ressortissants de l'Union monétaire.

De fait, la balance des paiements de la France a enregistré en 1998 des achats de titres étrangers d'une ampleur sans précédent (708,9 milliards de francs), concernant, à hauteur de 55,8 %, des valeurs émises par des entités appartenant à la zone euro (contre 45,0 % en 1997). Le mouvement de diversification s'est traduit par la forte progression des titres en devises in (58,2 % du total des flux nets, contre 36,0 % en 1997), au détriment des titres en eurofrancs (18,6 %, contre 35,5 %).

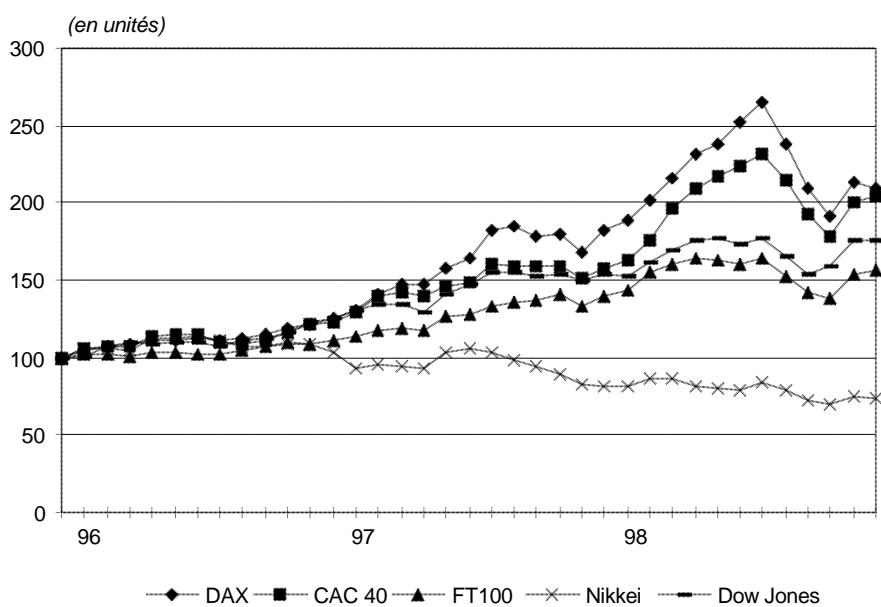
Les non-résidents, qui étaient revenus en 1997 sur les valeurs du Trésor français, ont intensifié en 1998 leurs achats de titres d'État, qui se sont élevés à 233 milliards de francs, soit 57 % des achats de titres français. Le ratio de détention par les non-résidents de la dette publique négociable est ainsi passé de 15,0 % à 19,5 % d'une fin d'année à l'autre.

David KARMOUNI
Direction de la Balance des paiements

En 1998, les mouvements de capitaux internationaux ont été animés à plusieurs titres : la crise monétaire et financière survenue en Asie du Sud-Est au cours de 1997 s'est étendue à la Russie, puis au Brésil, cependant que l'économie japonaise ne parvenait pas à surmonter ses difficultés (faillites bancaires, recul du PIB, hausse des taux à long terme). De ce fait, les marchés boursiers occidentaux, qui avaient nettement progressé au cours du premier semestre 1998, ont été affectés par une forte correction au cours du troisième trimestre, avant de se reprendre en fin d'année, dans un contexte marqué par un accroissement sensible de la volatilité. La réallocation des portefeuilles vers les titres jugés les plus sûrs et les plus liquides, à savoir les titres d'État, a suscité une baisse sans précédent des taux d'intérêt à long terme dans les pays industrialisés (150 points de base par exemple sur l'OAT à 10 ans). Enfin, l'imminence du lancement de l'euro a encouragé la tendance à la diversification des portefeuilles à l'intérieur de l'UEM, comme le montre l'évolution des flux de portefeuille dans la balance des paiements française.

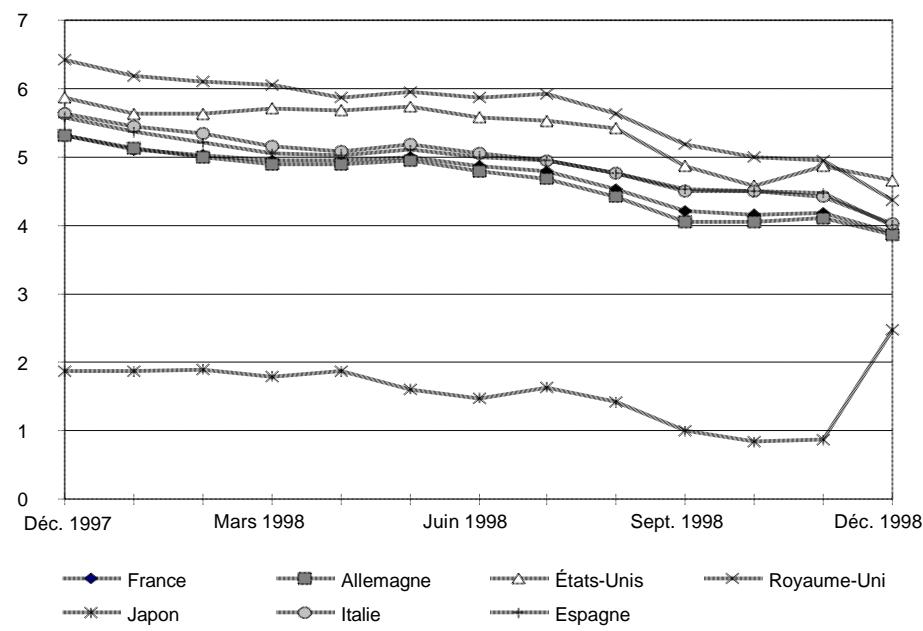
Principaux indices boursiers

Indices moyens mensuels base 100 : 31 décembre 1996



De fait, la balance des paiements de la France a enregistré en 1998 des achats de titres étrangers d'une ampleur sans précédent (708,9 milliards de francs), avec une nette préférence pour le compartiment des titres de dette (77,0 % des flux d'achats hors produits dérivés) et un intérêt marqué pour les titres libellés en monnaies éligibles à la monnaie unique (76,6 %, contre 71,5 % en 1997). Au total, les achats de titres étrangers par les résidents ont concerné, à hauteur de 55,8 %, contre 45,0 % en 1997, des valeurs émises par des entités résidant dans les pays de la zone euro.

Taux à 10 ans :



La progression des achats de titres français par les non-résidents n'est pas moins remarquable. Les non-résidents, qui étaient déjà revenus en 1997 sur les valeurs du Trésor français, ont intensifié en 1998 leurs achats de titres d'État, pour les porter à 233 milliards de francs. Le ratio de détention par les non-résidents de la dette publique négociable est ainsi passé de 15,0 % à 19,5 %. Quant aux actions françaises, malgré le tarissement des flux nets d'achats effectués par les non-résidents au cours du second semestre, lié à la forte baisse des marchés boursiers et à la hausse de la volatilité qui s'ensuivit, elles ont fait l'objet d'une demande importante en 1998 ; les non-résidents détenaient, à la fin de l'année, 29,5 % de la capitalisation boursière parisienne, contre 29,0 % un an plus tôt.

Évolution des flux de portefeuille

(en milliards de francs)

	1996			1997			1998		
	Crédits	Débits	Soldes	Crédits	Débits	Soldes	Crédits	Débits	Soldes
Avoirs									
Opérations des résidents sur titres étrangers									
hors produits financiers dérivés (a)	7 578,8	7 817,1	- 238,3	10 430,7	10 788,8	- 358,1	14 137,3	14 755,1	- 617,8
Produits financiers dérivés (b)	170,1	163,2	6,9	180,2	237,3	- 57,1	205,6	296,7	- 91,1
Engagements									
Opérations des non-résidents sur titres français									
hors produits financiers dérivés (a)	3 958,3	4 035,9	- 77,6	4 259,4	4 052,4	207,0	5 476,1	5 145,2	330,9
Produits financiers dérivés (b)	-	-	-	111,8	52,7	59,2	142,0	69,1	72,9
Sous total									
- Hors produits financiers dérivés	11 537,1	11 853,0	- 315,9	14 690,1	14 841,2	- 151,1	19 613,4	19 900,3	- 286,9
- Produits financiers dérivés	170,1	163,2	6,9	292,0	290,0	2,0	347,6	365,8	- 18,2
Total	11 707,2	12 016,2	- 309,0	14 982,1	15 131,2	- 149,1	19 961,1	20 266,2	- 305,1

(a) Après déduction des intérêts courus sur obligations et assimilés

(b) Qu'il s'agisse d'instruments émis par des résidents ou par des non-résidents

Par convention, les produits financiers dérivés sont enregistrés du côté des avoirs pour 1996.

1. Les opérations de résidents sur titres étrangers confirment l'accélération de la diversification des portefeuilles

1.1. Vue d'ensemble

Les résidents ont poursuivi en 1998 le mouvement de diversification internationale de leurs portefeuilles engagé depuis plusieurs années. Toutefois, même si la tendance de fond peut être caractérisée par la vive progression des flux annuels depuis 1995, l'ampleur des achats nets de titres étrangers reste sans précédent : 708,9 milliards de francs en 1998, en hausse de 71 % par rapport à 1997.

L'accélération des achats nets n'est pas propre à la France, elle est également marquée dans d'autres pays de la zone euro tels que l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie notamment.

Le mouvement de diversification des portefeuilles est fortement corrélé à l'entrée en vigueur de la phase III, qui s'est traduite par :

- la nette progression de flux nets d'achats, par les résidents, de titres étrangers libellés en monnaies *in* autres que le franc (58,2 % du total des flux nets, contre 36,0 % en 1997), qui vient compenser la diminution des flux nets en eurofrancs (18,6 %, contre 35,5 % en 1997) ;
- l'augmentation des achats de titres étrangers émis par des entités résidant dans les pays membres de l'UEM (55,8 %, contre 45,0 % en 1997).

La répartition des flux par natures de titres confirme la préférence des investisseurs pour les titres de dette, dont l'importance relative demeure élevée (77 % des flux, hors produits dérivés, contre 84 % en 1997).

Ventilation des investissements de portefeuille des résidents sur titres étrangers en fonction du pays de résidence de l'émetteur et par natures de titres

Année 1998

(en millions de francs)

	Actions	Titres d'OPCVM	Obligations et assimilés		Instruments du marché monétaire		Produits financiers dérivés	Total
			EMTN	Autres obligation	Bons du Trésor	Autres instruments		
			s					
Union européenne	- 111 659	- 7 929	- 32 361	- 182 673	- 82 166	8 556	- 36 823	- 445 055
Allemagne	- 31 201	9	- 7 565	- 25 103	175	4 256	- 15 245	- 74 674
Autriche	- 172	5	- 927	- 11 231	5	1 262	- 47	- 11 105
Belgique	- 9 979	8	- 331	4 345	- 9 625	1 966	- 714	- 18 262
Luxembourg	- 849	- 7 191	119	- 833	- 490	- 484	2 295	- 7 433
Danemark	- 1 476	-	- 258	4 102	- 347	108	- 50	2 079
Espagne	- 5 935	8	15	- 24 628	- 173	184	- 105	- 30 634
Finlande	- 1 867	-	302	- 10 462	-	403	24	- 11 600
Grèce	- 385	-	- 769	- 4 493	- 276	-	- 79	- 6 002
Irlande	- 1 025	- 291	- 2 284	- 1 592	-	- 562	- 353	- 6 107
Italie	- 12 414	30	- 536	- 24 370	- 69 361	9 155	- 1 693	- 99 189
Pays-Bas	- 11 975	- 272	- 9 837	- 61 996	- 956	739	- 830	- 85 127
Portugal	- 1 969	-	- 202	- 13 976	181	- 209	22	- 16 153
Royaume-Uni	- 31 187	- 235	- 7 524	2 589	419	- 6 171	- 20 043	- 62 152
Suède	- 1 225	-	- 725	- 9 393	- 1 718	1 841	- 5	- 11 225
Institutions de l'Union européenne	-	-	- 1 839	- 5 632	-	-	-	- 7 471
Autres pays industrialisés européens	- 8 464	- 169	- 329	- 2 292	- 80	937	471	- 9 926
dont : Norvège	- 750	-	- 93	32	- 83	- 69	- 403	- 1 366
Suisse	- 7 759	- 169	- 295	- 1 635	-	863	849	- 8 146
Pays industrialisés non européens	- 14 746	- 21	- 48 210	- 48 305	- 22 747	- 9 269	- 11 895	- 155 193
Australie	391	-	- 3 033	- 754	-	5 783	- 377	2 010
Canada	766	3	- 8 194	- 2 458	- 43	- 325	- 285	- 10 536
États-Unis	- 10 810	- 26	- 36 443	- 42 277	- 881	- 16 714	- 10 275	- 117 426
Japon	- 4 461	2	39	- 3 987	- 21 851	2 190	- 956	- 29 024
Mexique	- 457	-	- 488	- 90	13	2	- 2	- 1 022
Économies en transition	- 312	6	- 22	- 1 337	104	539	- 3	- 1 025
dont : Pologne	- 293	6	-	- 165	43	48	-	- 361
Russie	39	-	-	694	55	159	- 4	943
Pays de la zone franc	30	-	-	- 278	-	-	- 2	- 250
Pays d'Asie à développement rapide	- 1 329	- 51	394	290	-	19	- 2 833	- 3 510
dont : Hong-Kong	- 717	- 46	319	462	-	- 12	- 2 249	- 2 243
République de Corée	- 350	-	200	- 234	-	- 83	2	- 465
Reste du monde	- 4	- 213	- 33 407	- 24 173	596	237	- 39 974	- 96 938
Pays du Maghreb	329	-	-	- 191	-	-	-	138
Pays de l'OPEP	- 27	-	- 58	76	-	-	- 38	- 47
Centres financiers offshore	10	- 254	- 30 158	- 18 111	66	1 638	- 41 815	- 88 624
dont : Antilles néerlandaises	811	- 5	- 15 243	- 2 951	-	317	- 37 860	- 54 931
Îles Caïmanes	- 859	515	- 15 176	- 12 668	-	741	- 478	- 27 925
Autres pays	- 896	- 5	- 2 843	- 5 417	530	- 1 411	- 892	- 10 934
Total (coupons courus inclus)	- 136 484	- 8 377	- 113 935	- 258 768	- 104 293	1 019	- 91 059	- 711 897
(Pour mémoire : Montant des coupons)	-	-	-	(- 845)	(- 2 165)	-	-	(- 3 010)

1.2. Doublement des achats d'actions et titres d'OPCVM étrangers

1.2.1. Évolution générale

Les achats d'actions et de titres d'OPCVM étrangers ont été multipliés par 2,5, pour atteindre 145 milliards de francs en 1998, en dépit de la volatilité importante des

marchés boursiers au cours de l'année, qui n'a pas accru l'aversion au risque des investisseurs résidents. Par référence à la part des achats d'actions dans les flux sur titres étrangers de la balance des paiements de l'Allemagne (53 %, contre 20 % en France), il semble que le compartiment « actions » dispose encore d'un potentiel important dans l'allocation transfrontière de l'épargne financière des investisseurs français.

L'évolution des marchés d'actions a été heurtée en 1998. Après un premier semestre caractérisé par une forte progression des indices boursiers américains et européens, le troisième trimestre a été perturbé par des variations erratiques des marchés. La prise en compte brutale, par les opérateurs, de l'impact récessif de la crise financière en Asie du Sud-Est sur l'économie mondiale, nettement sous-estimé avant que les difficultés de l'économie russe n'apparaissent au grand jour — avec la dévaluation du rouble, les révisions en baisse des résultats attendus des entreprises et les craintes liées au risque de défaut bancaire, que la faillite du *hedge fund* LTCM a ravivées —, ont entraîné un net recul des indices boursiers au cours du troisième trimestre, effaçant l'essentiel des gains enregistrés au premier semestre.

Au dernier trimestre, les assouplissements importants de politique monétaire intervenus dans les principaux pays industrialisés et la publication de résultats d'entreprises meilleurs que prévu ont conduit les opérateurs financiers à corriger leur jugement, suscitant la reprise des marchés boursiers.

Les flux d'achats d'actions étrangères par les résidents ont évolué sous l'influence de l'orientation des marchés. L'essentiel des flux d'achats nets (70 %) a été effectué au cours du premier semestre, les investisseurs résidents ayant été nettement plus attentistes par la suite.

1.2.2. Concentration des flux sur les actions cotées dans la zone euro

Les flux se sont concentrés, à hauteur de 60,0 %, sur des actions cotées dans les pays de l'UEM (contre 27,6 % en 1997), essentiellement pour trois raisons. Premièrement, les plus fortes progressions indicielles ont été enregistrées dans la zone euro, en liaison avec les perspectives de croissance attendues des restructurations industrielles et des rapprochements d'entreprises au sein de la future Union monétaire. En deuxième lieu, l'émergence d'une monnaie unique élimine *de facto* le risque de change et permet des comparaisons instantanées au sein d'une zone plus large. Enfin, la constitution d'indices européens modifie les politiques de référencement (*benchmarking*) et impose une nouvelle dimension géographique à la gestion de portefeuille.

On peut, par ailleurs, noter l'importance des flux d'achats d'actions à Londres (22,9 %, contre 16,4 % en 1997), l'importance de cette place financière contrebalançant largement la non-appartenance du Royaume-Uni à l'UEM.

L'attrait particulier exercé par les places boursières de l'Union européenne, qui drainent 84 % des flux en 1998 (contre 42 % en 1997), a contribué à réduire sensiblement l'importance des flux d'achats d'actions étrangères sur d'autres marchés. On peut, à cet égard, souligner la forte diminution des achats d'actions américaines (6 % des flux, contre 37 % en 1997), évolution qui peut être attribuée à une surexposition en actions américaines et à des réallocations de portefeuilles au profit de l'Union européenne, dont les perspectives de croissance, au début de l'année 1998, apparaissaient plus prometteuses que celles des États-Unis.

1.3. Croissance plus mesurée des achats d'obligations étrangères (et assimilés)

1.3.1. Évolution générale

Dans le sillage de l'évolution enregistrée depuis 1995, les marchés de taux à long terme ont continué de bénéficier, en 1998, d'un contexte favorable dans les grands pays industrialisés. Le recul de l'inflation, tant anticipée qu'effective, alimenté par la baisse du prix des matières premières et de l'énergie, et la nette amélioration des situations budgétaires aux États-Unis et dans les pays de l'Union européenne ont été les principaux facteurs structurels de la baisse des rendements à long terme constatée dans les grands pays industrialisés, à l'exception du Japon. La détente des taux s'est accélérée au troisième trimestre, avec la brutale révision des perspectives de croissance de l'économie mondiale et les craintes d'une récession généralisée qui ont induit une réallocation des portefeuilles vers les marchés d'actifs les plus sûrs et les plus liquides. Dans la zone euro, le niveau moyen des rendements obligataires à 10 ans a ainsi reculé de près de 150 points de base en 1998, pour s'établir à 3,95 % à la fin de l'année. Aux États-Unis, le rendement du *T-Bond* à 10 ans s'est replié de près de 120 points de base pendant l'année, pour s'inscrire à 4,70 %.

La poursuite du *rally* obligataire en 1998 explique, en partie, l'importance des flux d'achats nets d'obligations étrangères enregistrées dans la balance des paiements française au cours de l'année écoulée. Ils se sont élevés à 369,7 milliards de francs, contre 259,7 milliards en 1997. Leur part dans les flux d'acquisitions de titres étrangers demeure prépondérante (52 %). À titre de comparaison, la part obligataire des flux d'achats de titres étrangers dans la balance des paiements allemande n'a été que de 36 % en 1998.

1.3.2. Diminution relative des achats de titres en francs

La part des titres libellés en francs est en forte diminution (29,2 %, contre 57,8 % en 1997). Le recul constaté est lié à une double évolution. L'imminence de la phase III de l'Union monétaire a contribué, du côté de l'offre de papier, à réduire le volume d'émissions nettes en eurofrancs effectuées par les non-résidents (160 milliards de francs, contre 172 milliards en 1997). Du côté de la demande, en raison de la quasi-élimination du risque de change, les investisseurs résidents ont manifesté un intérêt accru pour le papier libellé dans des monnaies autres que le franc et destinées à être converties en euros (53,9 % des flux nets d'achats d'obligations en 1998, contre 27,8 % en 1997).

Au total, la part relative des flux nets d'obligations étrangères libellées en francs et en monnaies *in est* stable (80,8 %, contre 84,8 % en 1997).

L'intérêt des résidents s'est porté, en particulier, sur des obligations en deutschemark (18,9 % du total des flux nets d'achats d'obligations étrangères, contre 10,5 % en 1997), intérêt à attribuer au mouvement de report vers la qualité et au développement des positions ouvertes sur le contrat *Bund* du marché à terme de Francfort. On peut également souligner la progression des flux libellés en écus (8,2 %, contre 2,8 % en 1997), liée en particulier à la forte croissance des émissions d'obligations internationales dans cette devise, dont l'encours a doublé en 1998. Enfin, il convient de noter l'importance des flux d'achats de titres obligataires en lires et en pesetas

(respectivement 10,0 % et 7,0 %, contre 3,6 % et 2,9 % en 1997), malgré l'achèvement quasi effectif, dès le début de l'année 1998, du mouvement de convergence des taux d'intérêt à long terme au sein de l'UEM.

En dépit des performances moindres relevées sur le marché obligataire américain en 1998, en comparaison de celles offertes par les euromarchés de titres libellés en futures monnaies *in*, les flux d'achats de titres en dollars ont été plus nourris qu'en 1997 (11,4 %, contre 6,3 %). Le report vers la qualité, consécutif aux crises financières en Asie et en Russie, a pu, aux yeux des investisseurs français, contrebalancer l'élargissement de l'écart de taux sur les titres à 10 ans (de 20 points de base au cours de l'année) entre le marché européen et le marché américain.

1.4. Les investissements en instruments des marchés monétaires étrangers concernent essentiellement les bons du Trésor

Les flux sur instruments des marchés monétaires étrangers ont atteint 103,3 milliards de francs, soit 14,6 % des flux globaux. Les résidents ont, essentiellement, procédé à des achats de bons du Trésor, à hauteur de 104,3 milliards de francs, alors qu'ils étaient globalement vendeurs sur d'autres catégories de titres à moins d'un an, pour 1 milliard de francs.

Les achats de bons du Trésor ont porté principalement sur les titres libellés en devises *in*, à hauteur de 76 %. Les achats de bons du Trésor italiens ont été prédominants, puisqu'ils ont représenté 66 % des flux. Les anticipations de convergence des taux à court terme d'autant plus fortes que le taux d'escompte italien était encore à 6,25 % en début d'année, pour être ramené au niveau des autres pays de la zone euro, soit 3,0 % à la fin de l'année, ont contribué à alimenter ces flux.

Les autres achats de bons du Trésor ont concerné surtout des bons du Trésor japonais (21,8 milliards de francs). L'atonie de la conjoncture au Japon a renforcé les anticipations des marchés quant à la probabilité d'une baisse des taux, effective en novembre 1998.

2. Les opérations des non-résidents sur titres français confirment l'attrait du marché français

2.1. Vue d'ensemble

Les non-résidents ont renforcé leurs achats de titres domestiques en 1998, pour les porter à 403,8 milliards de francs, en hausse de 51,7 % par rapport à 1997.

Les achats d'actions ont représenté 23,1 % des flux, contribuant à alimenter la progression de la place de Paris au cours de l'année.

Par ailleurs, les non-résidents, qui étaient sous-exposés sur le marché français depuis plusieurs mois, sont revenus massivement sur les valeurs du Trésor.

Ventilation des investissements de portefeuille des non-résidents sur titres français en fonction du pays de contrepartie et par natures de titres

Année 1998

(en millions de francs)

	Actions	Titres d'OPCVM	Obligations et assimilés			Instruments du marché monétaire		Produits financiers dérivés	Total
			EMTN	BMTN/ Autres obligation s	Bons du Trésor	Autres instruments			
Union européenne	93 246	5 580	24 794	200 340	5 990	- 4 708	35 283	360 525	
Allemagne	40 779	962	- 182	30 983	- 541	690	13 221	85 912	
Autriche	1 045	- 39	160	- 1 041	2 360	341	16	2 842	
Belgique	- 4 336	139	2 950	3 986	1 621	- 1 670	1 630	4 320	
Luxembourg	17 832	1 742	9 460	- 21 991	- 2 214	3 393	228	8 450	
Danemark	1 469	- 13	- 149	3 198	2 209	- 1	42	6 755	
Espagne	295	285	444	- 4 205	-	1	590	- 2 590	
Finlande	322	-	7	576	-	-	6	911	
Grèce	- 125	16	26	3 190	-	- 26	1	3 082	
Irlande	- 1 440	- 21	31	2 052	51	- 188	1	486	
Italie	4 453	1 445	40	3 829	419	- 250	582	10 518	
Pays-Bas	1 994	425	- 190	15 997	- 700	- 177	627	17 976	
Portugal	59	- 6	452	- 1 777	- 129	- 500	6	- 1 895	
Royaume-Uni	30 813	352	11 738	164 172	3 042	- 6 560	18 251	221 808	
Suède	86	293	7	1 371	- 128	-	82	1 711	
Institutions de l'Union européenne	-	-	-	-	-	239	-	239	
Autres pays industrialisés européens	- 857	201	1 947	2 543	2 878	366	- 1 647	5 431	
dont : Norvège	509	7	129	- 4 413	- 127	- 2	10	- 3 887	
Suisse	- 1 103	205	1 783	8 579	563	118	- 1 663	8 482	
Pays industrialisés non européens	- 3 543	228	- 3 260	4 070	- 6 668	- 33 577	8 482	- 34 268	
dont : Australie	- 591	18	- 776	331	852	1 029	28	891	
Canada	- 62	- 112	- 497	- 391	127	- 1	328	- 608	
États-Unis	- 3 887	290	- 2 306	- 12 148	- 2 914	- 34 791	6 846	- 48 910	
Japon	1 040	8	319	16 275	- 4 733	186	1 279	14 374	
Mexique	- 46	33	-	2	-	-	1	- 10	
Économies en transition	- 25	6	1	4 362	- 2 437	43	3	1 953	
dont : Pologne	- 12	- 6	-	1 116	- 2 411	- 5	-	- 1 318	
République tchèque	- 19	8	1	3 216	-	-	-	3 206	
Pays de la Zone franc	103	- 151	75	3 416	- 173	- 266	-	3 004	
dont : Côte d'Ivoire	39	- 73	24	3 498	- 162	156	-	3 482	
Pays d'Asie									
à développement rapide	- 3 088	7	- 85	13 699	645	1 692	578	13 448	
dont : Chine	169	- 10	1	107	-	-	-	267	
Hong-Kong	- 199	- 53	- 194	- 913	- 24	- 18	243	- 1 158	
Philippines	- 2	2	106	380	10	-	-	496	
Singapour	- 3 024	25	332	15 113	407	1 720	313	14 886	
Thaïlande	-	22	- 307	- 673	- 75	4	-	- 1 029	
Reste du monde	- 649	2 042	- 1 977	27 192	- 1 953	1 404	30 211	56 630	
Pays du Maghreb	- 498	326	6	- 84	- 462	- 98	-	- 810	
Pays de l'OPEP	- 331	1 989	89	1 216	- 19	- 37	27	2 934	
Centres financiers offshore	- 3 204	- 99	-	31 962	388	1 477	29 608	60 132	
dont : Antilles néerlandaises	19	- 99	- 308	13 975	- 20	- 140	27 847	41 274	
îles Caïmanes	260	7	-	1 930	-	-	1 079	3 276	
Total (coupons courus inclus)	85 187	8 273	21 495	255 622	- 1 718	- 35 046	72 946	406 723	
(Pour mémoire : Montant des coupons)	-	-	(- 66)	(2 998)	-	-	-	(2 932)	

2.2. Accroissement de 35 % des achats d'actions et titres d'OPCVM

Les investissements nets des non-résidents en actions et titres d'OPCVM se sont élevés à 93,4 milliards de francs en 1998, contre 68,9 milliards en 1997.

Même s'ils ne sont pas aussi importants que les flux d'acquisitions des non-résidents en actions allemandes (156 milliards de francs en 1998, en dehors de la fusion Daimler-Chrysler), ils confirment la forte internationalisation de la place de Paris.

La progression du volume des transactions boursières effectuées par les non-résidents en 1998 (+ 28 %) a été moindre que celle du volume global des transactions (+ 44 %) sur le marché de Paris. Toutefois, mesurées à partir des statistiques de la balance des paiements, les acquisitions des non-résidents, qui détenaient, au 31 décembre 1998, 29,8 % de la capitalisation boursière en actions au 31 décembre 1998, ont représenté 27 % du volume d'activité de la place de Paris.

Le dynamisme des achats de non-résidents est lié en partie à la forte croissance de l'économie française en 1998, qui explique largement la progression des indices CAC 40 (+ 31,5 %), SBF 120 (+ 29,5 %) et SBF 250 (+ 28,5 %).

D'autres facteurs plus spécifiques à la place de Paris ont contribué à alimenter les achats des non-résidents : la stabilité du dollar au cours de la période, l'accroissement de l'offre de papier résultant des programmes de privatisation (deuxième tranche de France Télécom, Air France), l'introduction en bourse de sociétés du secteur privé et enfin la progression du volume des émissions d'actions cotées (69 milliards de francs, contre 52,2 milliards en 1997).

Néanmoins, l'essentiel des achats a été effectué au cours du premier semestre (78 %) ; après la nette correction survenue au cours du troisième trimestre, qui a effacé la quasi-totalité des gains et conduit les non-résidents à procéder à des dégagements, le rebond de la Bourse de Paris n'a pas été de nature à susciter la même appétence qu'en début d'année pour les actions françaises. Le tarissement des flux d'achats tient en partie à la nette augmentation de la volatilité, qui a atteint au cours du dernier trimestre des niveaux élevés (pics de 50 %).

2.3. Triplement des achats d'obligations françaises

Les non-résidents ont procédé à des achats importants de titres obligataires français en 1998, qui se sont élevés à 274,2 milliards de francs, soit près de trois fois les flux d'achats nets enregistrés en 1997.

À titre de comparaison, les achats d'obligations allemandes par les non-résidents se sont élevés à 493,6 milliards de francs, en hausse de 21 %. Alors que la pondération des gestionnaires de portefeuilles internationaux en titres allemands était forte à la fin de l'année 1997, elle demeurait relativement faible sur les titres français, d'où la forte progression des flux sur obligations françaises en 1998.

Les achats des non-résidents ont porté pour l'essentiel sur des valeurs du Trésor (OAT et BTAN), à hauteur de 235 milliards de francs, soit 84 % des flux nets sur obligations. Le retour des non-résidents sur les valeurs du Trésor, déjà perceptible en 1997 (+ 15,8 milliards de francs), peut être rattaché à trois éléments : la forte baisse des taux à long terme au cours de la période (- 150 points de base, le rendement de l'OAT à 10 ans s'établissant à moins de 4 % à la fin de l'année) ; les incertitudes liées à la crise asiatique puis à la correction boursière intervenue au troisième trimestre ; enfin, la sous-pondération des non-résidents en valeurs du Trésor français depuis quelques années, injustifiée au regard des garanties de liquidité offertes par cette catégorie de titres et des perspectives de gains en capital comparables à celles des titres d'État allemands. Les non-résidents sont donc revenus de façon relativement plus importante sur les titres publics français que sur les titres publics allemands, sur lesquels les achats sont demeurés au même niveau qu'en 1997, soit 250 milliards de francs.

Le ratio de détention de la dette publique négociable détenue par les non-résidents a ainsi progressé de 15,0 % à 19,5 %, tout en demeurant notablement inférieur au ratio allemand (45 % environ).

Les non-résidents ont manifesté un intérêt moindre pour les obligations émises par d'autres entités que l'État. Les achats nets sur les autres obligations françaises ne se sont élevés qu'à 39,6 milliards de francs en 1998.

2.4. Cessions de titres du marché monétaire français

Les non-résidents ont procédé à des cessions de titres du marché monétaire français, à hauteur de 36,8 milliards de francs. Les dégagements observés sur les BTF ont été faibles (1,8 milliard de francs), les autres catégories de titres ayant fait l'objet de l'essentiel du mouvement. En effet, malgré des achats de titres émis par des entités résidentes en euros (5,5 milliards de francs), des remboursements importants de titres en dollars (équivalant à 35,6 milliards de francs) expliquent l'ampleur des cessions.

Dernières publications sur les investissements de portefeuille

- *Les flux de portefeuille dans la balance des paiements de 1997 :*
Bulletin de la Banque de France n° 54 – juin 1998
- *Rapport annuel sur la balance des paiements et la position extérieure de la France en 1997, publié sous le double timbre de la Banque de France et du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (août 1998)*

Le Rapport annuel sur la balance des paiements et la position extérieure de la France relatif à l'année 1998 sera publié en août prochain.

Opérations internationales des banques résidentes au quatrième trimestre 1998

Les chiffres commentés ci-après portent sur la contribution¹ de la France aux statistiques trimestrielles « euromonnaies » de la Banque des règlements internationaux (BRI).

Au cours du quatrième trimestre 1998, l'activité internationale des banques résidentes, marquée par l'approche de l'introduction de l'euro sur les marchés de change, a diminué de plus de 4 %, après un troisième trimestre exceptionnel.

D'après les chiffres publiés par la BRI, une évolution semblable a également été observée sur les encours recensés par la Banque d'Angleterre et le Système fédéral de réserve américain (Fed) avec des baisses de 1,8 % à 3,0 %.

À l'inverse, l'activité internationale des banques résidentes allemandes aurait fortement progressé au cours du dernier trimestre de l'année (+10,4 % pour les prêts et + 7,9 % pour les engagements).

Globalement, les encours déclarés à la BRI par les dix-huit banques centrales des pays déclarants ont progressé de 1,7 % pour les créances transfrontière et de 0,5 % pour les engagements de même nature.

La France continue de se situer au cinquième rang dans le monde pour les créances, avec 661,6 milliards de dollars, et au quatrième rang pour les engagements, avec 668,6 milliards de dollars, ce qui représente à peu près 6 % du total des positions transfrontière déclarées à la BRI à fin 1998.

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

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

Après un troisième trimestre marqué par une hausse exceptionnelle de l'activité internationale dans un contexte de crise majeure (effondrement financier de la Russie) et le repli des investisseurs vers les marchés américains et européens, les banques résidentes ont enregistré au quatrième trimestre 1998 une diminution significative de leurs créances (- 4,9 %) et de leurs engagements (- 4,7 %).

La contraction généralisée des encours s'est effectuée dans un environnement financier international caractérisé par la baisse à un niveau historique des taux longs (le rendement de l'emprunt de l'État américain est passé sous la barre des 5 % et celui de l'OAT sous le seuil des 4 %), une volatilité marquée des marchés financiers et un rebond de l'ensemble des grandes places boursières occidentales favorisé par la décision du Système fédéral de réserve de diminuer à deux reprises ses taux d'intervention au cours du quatrième trimestre.

En annexe, figure une série de tableaux et graphiques retracant l'évolution des encours des créances et engagements internationaux des banques résidentes ventilés par devises et par pays (annexe 1) et des créances et engagements transfrontière des principaux systèmes bancaires (annexe 2). Un rappel méthodologique est effectué en annexe 3.

1. Les créances internationales des banques résidentes : le repli au quatrième trimestre atténue la progression sur l'année

Au quatrième trimestre, l'encours des créances internationales des banques résidentes a reculé de 4,9 %, à 793,2 milliards de francs, revenant à un niveau a peu près identique à celui du deuxième trimestre. Sur un an, la progression a été de 4,9 %, celle-ci apparaissant principalement imputable à la hausse de l'encours des portefeuilles de titres.

Créances internationales des banques résidentes vis-à-vis des non-résidents et des résidents

(montants en milliards de dollars et variations en pourcentage)

	Déc. 1997	Mars 1998	Juin 1998	Sept. 1998	Déc. 1998	Variations sur 1 an
Portefeuille de titres	153,3	179,6	188,1	194,6	188,5	23,0
<i> Titres de dettes</i>	<i>135,6</i>	<i>156,1</i>	<i>164,5</i>	<i>177,4</i>	<i>166,8</i>	<i>23,0</i>
<i> Actions et titres d'OPCVM</i>	<i>17,7</i>	<i>23,5</i>	<i>23,6</i>	<i>17,2</i>	<i>21,7</i>	<i>22,6</i>
Prêts bancaires	602,7	617,6	599,7	639,5	604,7	0,3
donc : <i>Titres reçus en pension livrée</i>	<i>108,1</i>	<i>128,9</i>	<i>125,5</i>	<i>127,8</i>	<i>115,0</i>	<i>6,4</i>
Total	756,0	797,2	787,8	834,1	793,2	4,9

La baisse enregistrée au cours du dernier trimestre couvre l'ensemble des créances. L'encours des prêts sous forme de titres recule de 3,1 % et celui des prêts bancaires de 5,4 %.

Il est intéressant de souligner que la plus forte diminution des créances (prêts et titres) a porté sur le franc (- 24,3 %), notamment avec le Royaume-Uni. En revanche, la plus forte hausse a été réalisée sur le yen (+ 39,0 %), en particulier sur le portefeuille-titres.

Ventilation des créances internationales des banques résidentes vis-à-vis des non-résidents et des résidents

(montants en milliards de dollars)

	Créances externes vis-à-vis des non-résidents FRF et devises						Créances en devises sur résidents (a)				
	Déc. 1997	Mars 1998	Juin 1998	Sept. 1998	Déc. 1998	Déc. 1997	Mars 1998	Juin 1998	Sept. 1998	Déc. 1998	
	Portefeuille de titres	147,0	172,2	180,5	186,1	180,8	6,3	7,4	7,6	8,5	7,7
Prêts bancaires	498,8	502,4	488,1	519,2	480,8	103,9	115,2	111,6	120,3	123,8	
Total	645,8	674,6	668,6	705,3	661,6	110,2	122,6	119,2	128,8	131,5	

(a) Seuls sont repris les titres libellés en devises et émis par des résidents sur les marchés internationaux.

La répartition des créances bancaires internationales selon la résidence de l'emprunteur révèle une chute des créances transfrontière (- 6,2 %), dont l'encours représente toujours plus de 80 % du total des créances et une légère progression des créances en devises accordées aux résidents nationaux (+ 2,1 %).

Sur un an, les créances internationales des banques résidentes marquent des hausses de 2,4 % pour les créances externes (dont + 23,0 % sur le portefeuille-titres) et 19,3 % pour les créances en devises vis-à-vis des résidents.

2. Les engagements internationaux des banques résidentes : évolution parallèle à celle des créances

Au cours du quatrième trimestre, on constate une réduction de 4,7 % des engagements internationaux des banques résidentes, contre une hausse de 7,0 % le trimestre précédent.

La diminution a concerné non seulement les dettes représentées par un titre (- 4,2 %), mais aussi les emprunts bancaires (- 4,9 %).

Engagements internationaux des banques résidentes vis-à-vis des non-résidents et des résidents

(montants en milliards de dollars et variations en pourcentage)

	Déc. 1997	Mars 1998	Juin 1998	Sept. 1998	Déc. 1998	Variations sur 1 an
Dettes représentées par un titre	179,8	193,8	187,2	194,9	186,7	3,8
<i>Dettes à long terme et autres titres</i>	146,2	157,9	148,1	154,7	145,5	- 0,5
<i>Instrument du marché monétaire</i>	33,6	35,9	39,1	40,2	41,2	20,5
Emprunts bancaires	576,2	610,7	604,8	652,7	621,0	7,8
dont : <i>Titres donnés en pension livrée</i>	105,8	117,3	124,7	130,4	117,7	11,2
Total	756,0	804,5	792,0	847,6	807,7	6,8

Ventilation des engagements internationaux des banques résidentes vis-à-vis des non-résidents et des résidents

(montants en milliards de dollars)

	Engagements externes vis-à-vis des non-résidents FRF et devises					Engagements en devises sur résidents				
	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.
	1997	1998	1998	1998	1998	1997	1998	1998	1998	1998
Dettes représentées par un titre	163,3	178,3	171,4	177,8	169,6	16,5	15,5	15,8	17,1	17,1
Emprunts bancaires	471,7	498,9	495,1	534,2	499,0	104,5	111,8	109,7	118,5	121,9
Total	635,0	677,2	666,5	712,0	668,6	121,0	127,3	125,5	135,6	139,0

L'activité concernant les engagements externes s'est contractée de 6,1 % à fin décembre 1998 par rapport au troisième trimestre 1998. Sur un an, le taux de progression observé demeure, néanmoins, de 5,3 %, principalement du fait des emprunts bancaires.

Les engagements en devises vis-à-vis de résidents nationaux ont progressé de 2,5 % au dernier trimestre de 1998, l'augmentation ayant été de 14,9 % sur un an et de 8,0 % pour le seul troisième trimestre 1998.

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

D'après les statistiques « euromonnaies » à fin décembre 1998 publiées par la BRI, et sous réserve des différences méthodologiques qui peuvent subsister entre les modalités de *reporting* des différents pays déclarants à la BRI, la France se situe au cinquième rang pour les créances transfrontière des banques résidentes, avec 661,6 milliards de dollars (contre 705,3 milliards au troisième trimestre 1998) et au quatrième rang pour les engagements (668,6 milliards de dollars, contre 712 milliards au troisième trimestre 1998).

La part de la France — créances et engagements externes — représente plus de 6 %, contre plus de 7 % à fin septembre 1998, des encours déclarés par les dix-huit banques centrales déclarantes à la BRI et plus de 20 %, contre plus de 22 % en septembre 1998, de ceux reportés par les banques centrales membres de la zone euro².

La part du franc dans les statistiques mondiales — créances et engagements externes — représente 3,5 % du total des devises négociées, contre 3,7 % en septembre 1998 et 3,3 % à fin décembre 1997.

² Soit dix banques centrales sur onze, le Portugal n'étant pas actuellement déclarant à la BRI

Liste des tableaux et annexes

Annexe 1 : Crédits et engagements internationaux des banques résidentes

Tableau 1 : Prêts bancaires internationaux des banques résidentes répartis par monnaies

Tableau 2 et graphique 1 : Ventilation géographique des prêts bancaires des banques résidentes à des non-résidents

Tableau 3 : Emprunts bancaires internationaux des banques résidentes répartis par monnaies

Tableau 4 et graphique 2 : Ventilation géographique des emprunts bancaires des banques résidentes à des non-résidents

Tableau 5 : Répartition par monnaies du nominal des titres détenus par les banques résidentes, émis pour des non-résidents et par des résidents en devises

Tableau 6 : Répartition par pays des titres détenus par les banques résidentes émis par des non-résidents

Annexe 2 : Crédits et engagements transfrontière des principaux systèmes bancaires

Tableau 7 et graphique 3 : Crédits et engagements transfrontière des principaux systèmes bancaires

Graphique 4 : Crédits transfrontière nettes des principaux systèmes bancaires

Annexe 3 : Rappel méthodologique

Annexe 1

Créances et engagements internationaux des banques résidentes

Tableau 1
Prêts bancaires internationaux des banques résidentes répartis par monnaies

(montants en milliards de dollars et répartitions en pourcentage)

	Fin décembre 1997		Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin septembre 1998		Fin décembre 1998	
	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition
Opérations libellées en :										
Franc français	144,0	23,9	139,8	22,6	143,5	23,9	149,9	23,4	126,7	21,0
Dollar	259,2	43,0	252,2	40,8	236,9	39,5	238,3	37,3	242,4	40,1
Deutschmark	47,6	7,9	53,4	8,7	51,3	8,6	62,3	9,7	48,5	8,0
Yen	35,6	5,9	29,4	4,8	26,1	4,3	32,7	5,1	46,4	7,7
Écu	22,3	3,7	27,2	4,4	26,8	4,5	28,5	4,5	30,3	5,0
Livre sterling	19,3	3,2	24,6	4,0	28,9	4,8	32,3	5,1	26,1	4,3
Franc suisse	13,9	2,3	13,8	2,2	11,9	2,0	14,5	2,3	12,6	2,1
Lire	24,7	4,1	31,4	5,1	32,7	5,5	31,0	4,8	30,4	5,0
Autres devises	36,1	6,0	45,8	7,4	41,6	6,9	50,0	7,8	41,3	6,8
Total	602,7	100,0	617,6	100,0	599,7	100,0	639,5	100,0	604,7	100,0

Tableau 2
Ventilation géographique des prêts bancaires des banques résidentes à des non-résidents

(montants en milliards de dollars et répartitions en pourcentage)

	Fin décembre 1997		Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin septembre 1998		Fin décembre 1998	
	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition	Encours	Répartition
Pays industrialisés										
dont : Royaume-Uni	118,8	23,8	114,1	22,7	116,3	23,8	133,9	25,8	109,6	22,8
Japon	42,7	8,6	37,8	7,5	34,0	7,0	33,5	6,5	39,9	8,3
États-Unis	68,8	13,8	70,7	14,1	61,0	12,5	65,7	12,7	52,6	10,9
Belgique	17,8	3,6	19,8	3,9	18,2	3,7	19,7	3,8	18,2	3,8
Italie	21,6	4,3	25,9	5,2	22,9	4,7	24,4	4,7	21,7	4,5
Allemagne	17,6	3,5	19,1	3,8	21,6	4,4	22,7	4,4	30,0	6,2
Luxembourg	12,1	2,4	12,7	2,5	15,1	3,1	16,7	3,1	12,3	2,6
Espagne	15,7	3,1	19,9	4,0	18,0	3,7	18,3	3,5	16,0	3,3
Suisse	13,5	2,7	14,1	2,8	16,6	3,4	18,4	3,5	16,4	3,4
Autres pays	137,4	27,5	134,2	26,7	131,9	27,0	130,4	25,1	129,6	27,0
dont : Singapour	15,5	3,1	12,2	2,4	10,9	2,2	10,6	2,0	12,8	2,7
Hong-Kong	19,1	3,8	16,3	3,2	15,5	3,2	11,0	2,1	11,8	2,5
Îles Caïmanes	13,6	2,7	15,4	3,1	15,8	3,2	19,5	3,8	17,4	3,6
Russie	5,6	1,1	6,2	1,2	5,9	1,2	4,8	0,9	4,4	0,9
Brésil	3,7	0,7	4,1	0,8	4,0	0,8	3,3	0,6	2,8	0,6
Total (non-résidents)	498,8	100,0	502,4	100,0	488,1	100,0	519,2	100,0	480,8	100,0
<i>Pour mémoire :</i>										
Total Union européenne	233,3	46,8	249,3	49,6	248,2	50,9	276,6	53,3	248,4	51,7
Total Union monétaire à 11	107,3	21,5	124,4	24,8	123,9	25,4	134,7	25,9	131,9	27,4
dont : FRF	35,8	33,4	37,2	29,9	40,1	32,4	34,4	25,5	39,0	29,6

Graphique 1
Ventilation géographique des prêts bancaires
des banques résidentes à des non-résidents

(encours en milliards de dollars)

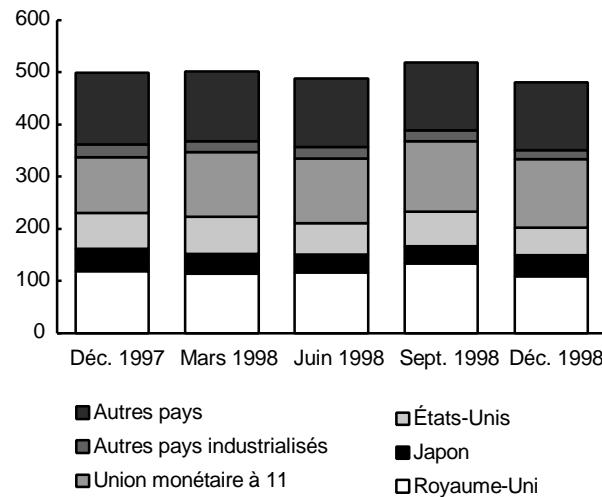


Tableau 3
Emprunts bancaires internationaux
des banques résidentes répartis par monnaies

(montants en milliards de dollars et répartitions en pourcentage)

	Fin déc. 1997		Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin sept. 1998		Fin déc. 1998	
	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition
Opérations libellées en :										
Franc français	107,3	18,6	103,2	16,9	113,8	18,8	122,1	18,7	97,0	15,6
Dollar	208,0	36,1	231,1	37,8	211,3	34,9	223,6	34,3	232,3	37,4
Deutschmark	69,1	12,0	65,8	10,8	67,3	11,1	74,4	11,4	58,7	9,5
Yen	40,9	7,1	31,1	5,1	28,1	4,7	30,9	4,7	41,1	6,6
Écu	24,2	4,2	27,3	4,5	27,0	4,5	29,9	4,6	38,9	6,3
Livre sterling	31,7	5,6	40,9	6,7	42,8	7,1	32,3	4,9	39,3	6,3
Franc suisse	13,8	2,4	14,2	2,3	14,0	2,3	15,4	2,4	14,9	2,4
Lire	30,5	5,3	36,4	6,0	40,7	6,7	37,9	5,8	43,3	7,0
Autres devises	50,7	8,8	60,7	9,9	59,8	9,9	86,2	13,2	55,5	8,9
Total	76,2	100,0	610,7	100,0	604,8	100,0	652,7	100,0	621,0	100,0

Tableau 4

Ventilation géographique des emprunts bancaires des banques résidentes à des non-résidents

(montants en milliards de dollars et répartitions en pourcentage)

	Fin déc. 1997		Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin sept. 1998		Fin déc. 1998	
	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition
	Pays industrialisés	377,5	80,0	386,5	77,5	388,1	78,4	418,6	78,4	377,2
dont : Royaume-Uni	121,5	25,8	126,5	25,4	125,6	25,4	141,9	26,6	122,0	24,4
Japon	22,3	4,7	17,2	3,4	18,8	3,8	21,4	4,0	23,1	4,6
États-Unis	44,5	9,4	56,5	11,3	49,8	10,1	56,0	10,5	40,8	8,2
Belgique	16,4	3,5	21,7	4,3	18,6	3,8	19,1	3,6	18,5	3,7
Italie	27,2	5,8	27,9	5,6	30,5	6,2	27,7	5,2	27,9	5,6
Allemagne	23,9	5,1	22,5	4,5	24,2	4,9	27,8	5,2	25,9	5,2
Luxembourg	22,8	4,8	25,4	5,1	29,7	6,0	29,6	5,5	32,0	6,4
Espagne	20,4	4,3	23,3	4,7	22,9	4,6	25,6	4,8	21,4	4,3
Suisse	48,7	10,3	42,5	8,5	42,8	8,6	47,3	8,9	53,2	10,7
Autres pays	94,2	20,0	112,4	22,5	107,0	21,6	115,6	21,6	121,8	24,4
dont : Singapour	5,4	1,1	5,6	1,1	5,2	1,1	6,5	1,2	7,0	1,4
Hong-Kong	8,6	1,8	8,6	1,7	7,4	1,5	8,9	1,7	12,5	2,5
Îles Caïmanes	9,2	2,0	12,8	2,6	15,9	3,2	17,2	3,2	13,6	2,7
Russie	0,8	0,2	0,9	0,2	0,9	0,2	0,7	0,1	0,7	0,1
Brésil	3,0	0,6	2,8	0,6	2,8	0,6	1,3	0,2	2,1	0,4
Total (non-résidents)	471,7	100,0	498,9	100,0	495,1	100,0	534,2	100,0	499,0	100,0
<i>Pour mémoire :</i>										
<i>Total</i>										
<i>Union européenne</i>	261,6	55,5	281,4	56,4	286,0	57,8	308,3	57,7	278,1	55,7
<i>Total</i>										
<i>Union monétaire à 11</i>	132,1	28,0	145,1	29,1	152,2	30,7	158,7	29,7	150,1	30,1
dont : FRF	21,5	16,3	23,0	15,9	25,9	17,0	28,4	17,9	25,5	17,0

Graphique 2

Ventilation géographique des emprunts bancaires des banques résidentes à des non-résidents

(en milliards de dollars)

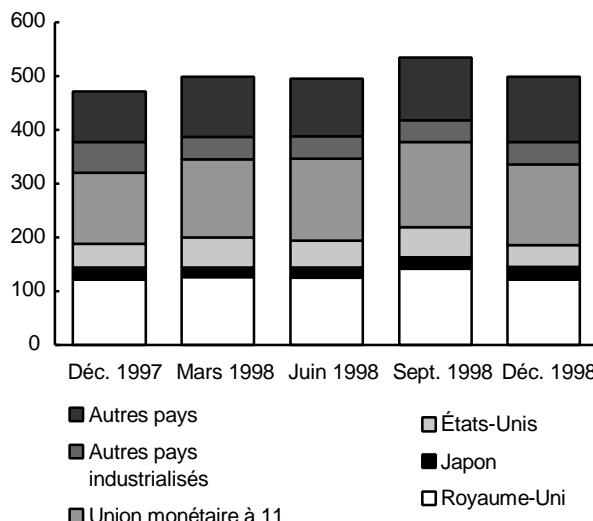


Tableau 5
Répartition par monnaies du nominal des titres détenus
par les banques résidentes,
émis par des non-résidents et par des résidents en devises

(montants en milliards de dollars et répartitions en pourcentage)

	Fin déc. 1997		Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin sept. 1998		Fin déc. 1998	
	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition
Franc français	19,1	12,4	24,4	13,6	27,2	14,5	31,2	16,0	30,1	16,0
Deutschmark	30,9	20,1	28,2	15,7	30,2	16,1	31,9	16,4	25,6	13,6
Dollar	33,2	21,6	43,1	24,0	40,1	21,3	38,8	19,9	35,0	18,6
Yen	18,2	11,9	17,5	9,7	16,8	8,9	17,3	8,9	23,1	12,3
Écu	4,7	3,1	5,6	3,1	7,6	4,0	8,5	4,4	8,5	4,5
Lire	14,3	9,3	18,7	10,4	23,9	12,7	27,5	14,1	34,2	18,1
Peseta	6,6	4,3	6,7	3,7	8,3	4,4	7,8	4,0	4,7	2,5
Livre sterling	7,3	4,8	7,1	4,0	6,6	3,5	7,6	3,9	3,8	2,0
Franc suisse	4,4	2,9	5,1	2,8	4,5	2,4	3,4	1,8	4,2	2,2
Florin	2,1	1,4	4,6	2,6	5,8	3,1	5,0	2,6	4,6	2,4
Franc belge	2,9	1,9	6,4	3,6	5,9	3,1	3,5	1,8	5,0	2,7
Autres devises	9,6	6,3	12,2	6,8	11,2	6,0	12,1	6,2	9,7	5,1
Total	153,3	100,0	179,6	100,0	188,1	100,0	194,6	100,0	188,5	100,0

Tableau 6
Répartition par pays des titres détenus
par les banques résidentes émis par des non-résidents

(montants en milliards de dollars et répartitions en pourcentage)

	Fin déc. 1997		Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin sept. 1998		Fin déc. 1998	
	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition	Encours	Répar- tition
Pays industrialisés	123,7	84,1	144,1	83,7	152,1	84,3	156,0	83,8	150,4	83,2
dont :										
États-Unis	17,4	11,8	25,4	14,7	23,0	12,7	23,7	12,7	22,0	12,2
Japon	15,1	10,3	14,3	8,3	12,2	6,8	13,4	7,2	18,2	10,1
Allemagne	29,2	19,9	27,8	16,1	30,8	17,1	31,4	16,9	25,4	14,0
Italie	15,6	10,6	20,1	11,6	25,5	14,1	28,1	15,1	35,0	19,4
Espagne	8,3	5,6	8,5	4,9	10,6	5,9	10,1	5,4	6,8	3,8
Royaume-Uni	11,1	7,6	11,5	6,7	12,1	6,7	13,4	7,2	9,0	5,0
Luxembourg	1,6	1,1	1,7	1,0	2,2	1,2	2,5	1,3	2,3	1,3
Suisse	3,7	2,5	4,6	2,7	4,0	2,2	2,9	1,6	3,6	2,0
Autres pays	23,3	15,9	28,1	16,3	28,4	15,7	30,1	16,2	30,4	16,8
dont :										
Argentine (a)	1,1	0,7	1,2	0,7	0,7	0,4	0,8	0,4	0,7	0,4
Brésil (b)	1,6	1,1	2,0	1,2	1,9	1,1	1,6	0,9	1,4	0,8
Mexique (c)	2,0	1,4	2,2	1,3	2,2	1,2	2,2	1,2	2,2	1,2
Îles Caïmanes	3,7	2,5	4,5	2,6	5,9	3,3	5,8	3,1	5,4	3,0
Antilles néerlandaises	3,6	2,4	3,6	2,1	3,7	2,0	4,6	2,5	5,2	2,9
Hong-Kong	0,6	0,4	0,6	0,3	0,4	0,2	0,4	0,2	0,4	0,2
Russie	0,7	0,5	0,8	0,5	0,6	0,3	0,5	2,7	0,5	0,3
Total	147,0	100,0	172,2	100,0	180,5	100,0	186,1	100,0	180,8	100,0
<i>Pour mémoire :</i>										
<i>Total Union européenne</i>	84,3	57,3	98,8	57,1	110,9	61,4	113,3	60,9	107,2	59,3
<i>Total Union monétaire à 11</i>	67,6	46,0	79,9	46,2	92,9	51,5	94,8	50,9	90,9	50,3

(a) *Titrisation de la dette en mars 1993*
 (b) *Titrisation de la dette en janvier 1991 et avril 1994*
 (c) *Titrisation de la dette en mars 1990*

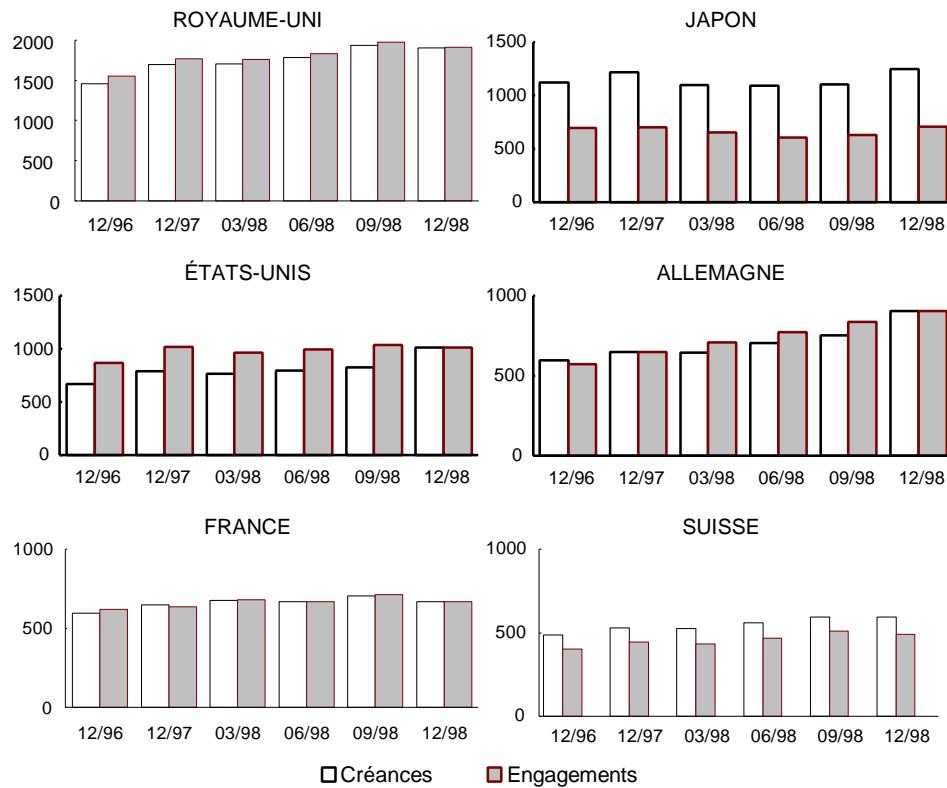
Annexe 2**Créances et engagements transfrontière
des principaux systèmes bancaires***Tableau 7***Créances et engagements transfrontière
des principaux systèmes bancaires***(montants en milliards de dollars)*

	Décembre 1997		Mars 1998		Juin 1998		Septembre 1998		Décembre 1998	
	Créances	Enga- gements								
Total	9 036,8	8 830,1	8 880,6	8 780,5	9 112,5	8 943,8	9 504,5	9 386,5	9 665,4	9 432,0
(a)										
dont :										
Royaume-Uni	1 703,9	1 774,6	1 711,8	1 764,5	1 788,4	1 833,9	1 939,5	1 980,3	1 904,8	1 921,3
										(a)
Japon	1 217,9	705,1	1 100,0	654,2	1 089,9	608,9	1 106,7	629,9	1 252,7	708,2
États-Unis	791,0	1 016,0	769,7	966,4	796,0	996,1	825,2	1 036,9	809,9	1 013,6
Allemagne	647,6	662,3	644,8	707,5	704,2	774,4	753,3	836,6	831,7	902,6
France	645,9	635,0	674,6	677,2	668,5	666,4	705,3	712,0	661,6	668,6
Suisse	530,3	443,9	523,2	432,6	558,4	466,1	593,1	509,2	593,9	491,4
<i>Union monétaire</i>	<i>2 676,9</i>	<i>2 752,0</i>	<i>2 758,5</i>	<i>2 923,7</i>	<i>2 885,0</i>	<i>3 022,3</i>	<i>3 053,5</i>	<i>3 248,8</i>	<i>3 059,0</i>	<i>3 262,2</i>

NB : Hors créances et engagements libellés en devises vis-à-vis de résidents(a) *Chiffres révisés par la BRI*

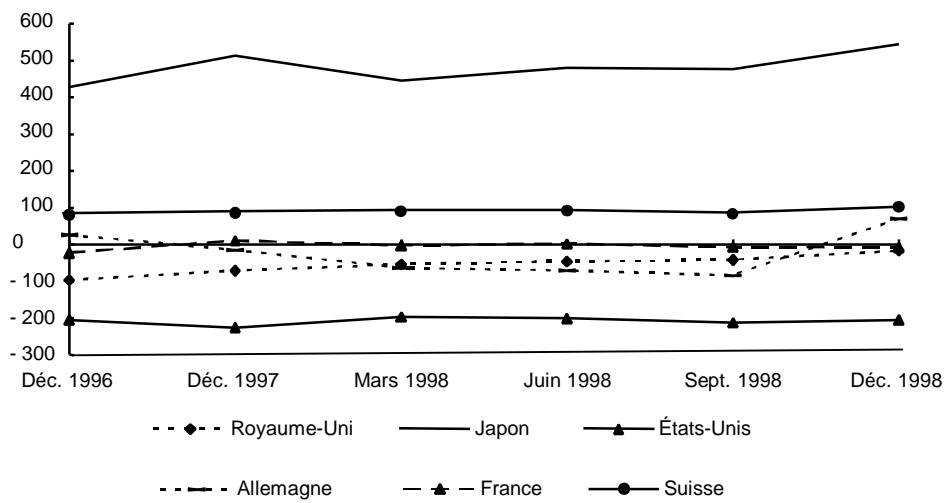
Graphique 3
Créances et engagements transfrontière
des principaux systèmes bancaires

(en milliards de dollars)



Graphique 4
Créances transfrontière nettes
des principaux systèmes bancaires

(en milliards de dollars)



Rappel méthodologique

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

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

Sources utilisées

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

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

Publications

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

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

Les crédits au logement consentis aux ménages en 1998

Les crédits nouveaux à l'habitat mis en force¹ en 1998 ont atteint 341,93 milliards de francs en données brutes², contre 307,9 milliards en 1997 (+ 11,1 %).

La production de crédits non aidés (76,75 % du total, à 330,77 milliards de francs) a augmenté de 11,9 % d'une année à l'autre ; celle de crédits aidés, à 11,16 milliards de francs, a chuté de 8,7 %.

Avec 72,2 % du total des crédits, les établissements non spécialisés représentent le plus important réseau de distribution des prêts au logement accordés aux ménages, devant les caisses d'épargne (15,3 %) et les établissements spécialisés (12,5 %).

Les flux de crédits ont progressé de 15,2 % dans le financement du logement neuf et de 11,6 % dans celui de l'acquisition-amélioration de logements anciens ; ils se sont repliés de 2,1 % dans celui de l'amélioration-gros entretien.

Jean PASCAL
Direction de la Conjoncture
Pôle logement

¹ Le concept de mise en force prend en compte la totalité du crédit dès le versement du premier franc.

² Le phénomène de renégociation, dont l'estimation avait été trop approximative les années précédentes, n'a pas été pris en compte en 1998 ; les comparaisons d'une année à l'autre ont donc été établies sur des données brutes, atténuant notamment la portée des commentaires exclusivement basés sur les variations.

Crédits mis en force accordés aux ménages en 1998

(données brutes en millions de francs et variations en pourcentage)

	1 ^{er} trimestre 1998	2 ^e trimestre 1998	3 ^e trimestre 1998	4 ^e trimestre 1998	Total 1998	Total 1997	Variations 1998/1997
1. Crédits							
PC	7 684	8 404	8 386	9 290	33 764	30 563	10,5
dont : PAS (a)	5 114	5 593	5 950	5 816	22 473	19 678	14,2
PEL	7 633	7 916	7 358	6 197	29 104	47 150	- 38,3
Marché hypothécaire	11 422	13 071	14 226	13 473	52 192	50 422	3,5
Libres	40 908	51 433	60 406	62 966	215 713	167 550	28,7
PAP (b)	4	6	—	—	10	62	- 83,9
PTZ (a)	2 908	2 714	2 735	2 794	11 151	12 157	- 8,3
Total	70 559	83 544	93 111	94 720	341 934	307 904	11,1
2. Réseaux							
Établissements spécialisés	8 623	10 229	11 254	12 596	42 702	37 704	13,3
Établissements non spécialisés	51 368	60 772	67 371	67 465	246 976	223 265	10,6
Caisses d'épargne	10 568	12 543	14 486	14 659	52 256	46 935	11,3
Total	70 559	83 544	93 111	94 720	341 934	307 904	11,1
3. Marchés							
Neuf	22 596	24 366	25 259	29 716	101 937	88 479	15,2
Ancien	40 468	49 950	58 946	55 703	205 067	183 760	11,6
Travaux	7 495	9 228	8 906	9 301	34 930	35 665	- 2,1
Total	70 559	83 544	93 111	94 720	341 934	307 904	11,1

(a) Source : Société de gestion du fonds de garantie de l'accession sociale

(b) Source : Crédit foncier de France

1. Évolution selon les types de crédits

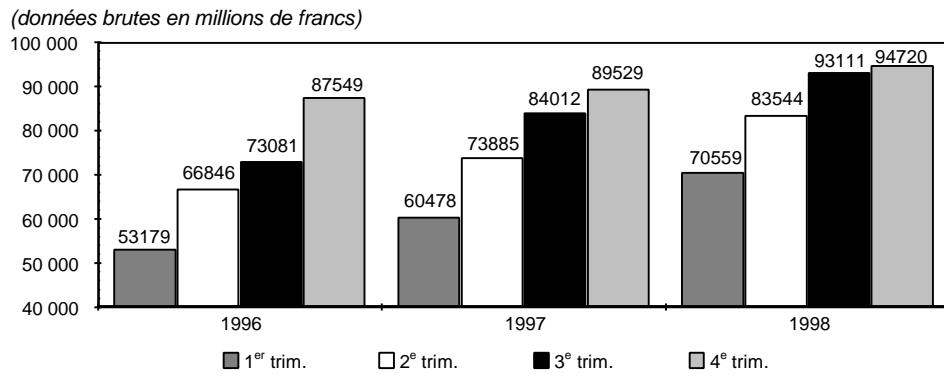
Les crédits mis en force en 1998 ont atteint 341,93 milliards de francs. Le repli d'une année à l'autre de la production de prêts aidés (- 8,7 %) est imputable à la baisse (- 8,3 %) des prêts à taux zéro (PTZ) et à la fin de la délivrance des PAP à compter du second semestre. L'évolution haussière des *crédits non aidés* (96,75 % du total des crédits, contre 96,0 % en 1997) résulte du bas niveau des taux du marché libre, dans un contexte économique et fiscal plus favorable à la construction de logements ; l'acquisition de logements anciens s'est aussi notablement accrue.

Le montant des prêts accordés au cours du premier trimestre a accusé une baisse sensible par rapport au dernier trimestre de l'année précédente. En forte reprise aux deuxième et troisième trimestres (respectivement + 18,4 %, puis + 11,5 % d'un trimestre à l'autre), les crédits ont connu une moindre progression au dernier trimestre (+ 1,7 %).

La progression annuelle d'ensemble (11,1 %) recouvre une décélération continue (respectivement + 16,7 %, + 13,1 %, + 10,8 % et + 5,8 %, en glissement annuel, pour chacun des quatre trimestres).

Production de crédits nouveaux à l'habitat accordés aux ménages

Ensemble des crédits



1.1. Crédits non aidés

1.1.1. Évolution par rapport à l'année précédente

Les crédits non aidés ont atteint 330,77 milliards de francs, en progression de 11,9 % d'une année à l'autre. L'augmentation des *prêts libres non éligibles au marché hypothécaire* (+ 28,7 %, à 215,71 milliards de francs) contraste avec le recul des *prêts d'épargne-logement* (- 38,3 %, à 29,11 milliards), qui se poursuit depuis le troisième trimestre 1997 ; elle traduit la forte reprise des concours octroyés par les établissements de crédit sur un marché où les taux sont devenus très attractifs. Les prêts libres ont, au total, représenté 63,1 % du total des crédits immobiliers accordés aux ménages (contre 54,4 % un an plus tôt), en dépit d'une décélération notable en glissement annuel (revenu de + 38,2 % au premier trimestre à + 20,3 % au dernier).

Les autres catégories de prêts non aidés ont connu des taux de croissance plus modérés. L'augmentation assez sensible (+ 14,2 %) des *prêts à l'accession sociale* (PAS), prêts conventionnés destinés aux ménages à revenus modestes, a permis une progression de 10,5 % des *prêts conventionnés* (PC) mis en force, celle des *prêts conventionnés classiques* s'étant limitée à + 3,7 % (suite à un net fléchissement au troisième trimestre) ; les mises en force de prêts à l'accession sociale (66,5 % du total des PC) se sont ralenties en fin d'année. L'évolution d'une année à l'autre des *prêts éligibles au marché hypothécaire* a été modeste (+ 3,5 %, malgré une hausse de 12,9 % pour le premier semestre).

1.1.2. Évolution des parts relatives des diverses catégories de prêts

Parmi les prêts non aidés (96,7 % des crédits), les prêts libres non éligibles au marché hypothécaire ont une part prépondérante (65,2 %, après 56,7 % en 1997).

Celle des prêts éligibles s'est repliée de 17,1 % à 15,8 %, par suite d'un fléchissement en fin d'année.

Les parts respectives des deux types de prêts conventionnés (seuls crédits au logement donnant droit à l'aide personnalisée au logement depuis l'arrêt de la délivrance des PAP) ont peu varié à un an d'écart : les PAS ont représenté 6,8 % des prêts non aidés, contre 6,7 % en 1997, et les PC classiques 3,4 %, contre 3,7 %.

Celle des prêts d'épargne-logement, dont les taux sont devenus beaucoup moins avantageux depuis la baisse de ceux du marché libre, est passée de 17,1 % à 8,8 % des crédits non aidés.

1.2. Crédits aidés

La production de crédits aidés (PAP et PTZ) n'a concerné que 3,25 % des crédits au logement octroyés aux ménages en 1998, en baisse de 8,7 % d'une année à l'autre.

Celle de PAP, déjà très marginale, a totalement cessé à partir du troisième trimestre 1998.

La distribution de PTZ a accusé un recul de 8,3 % ; après un repli au deuxième trimestre (- 6,7 % d'un trimestre à l'autre), elle a connu une reprise modérée. Attractif en termes de coût, le PTZ ne permet de financer qu'une partie de l'opération immobilière ; en outre, de nouvelles dispositions législatives pour 1998 ont provoqué une diminution du nombre de bénéficiaires potentiels. La baisse, par rapport à 1997, du nombre de PTZ accordés aurait ainsi avoisiné 6 %.

2. Évolution par réseaux distributeurs

La part des *établissements non spécialisés* est demeurée largement prépondérante, bien qu'en légère diminution d'une année à l'autre (72,2 %, contre 72,5 % en 1997). En 1998, ils ont assuré la distribution de 72,7 % des crédits non aidés et de 59,5 % des crédits aidés (mais ceux-ci n'ont représenté que 2,7 % du total des concours qu'ils ont octroyés). Les prêts libres ont représenté 65,7 % du total des prêts non aidés, contre 15,9 % pour les prêts éligibles, 9,6 % pour les prêts d'épargne-logement et 8,8 % pour les prêts conventionnés.

Malgré un net ralentissement au dernier trimestre, les *caisses d'épargne* ont stabilisé leur part de marché à 15,3 % : 13,8 % pour les crédits aidés (2,9 % des prêts) et 15,3 % pour les crédits non aidés. Les prêts libres ont représenté 71,2 % du total des prêts non aidés, contre 11,2 % pour les prêts d'épargne-logement, 9,3 % pour les prêts conventionnés et 8,3 % pour les prêts éligibles.

La part des *établissements spécialisés* s'est légèrement renforcée (12,5 %, après 12,2 % en 1997), les crédits mis en force ayant augmenté tout au long de l'exercice ; elle a été de 27 % pour les prêts aidés mais seulement de 12 % pour les prêts non aidés. Celle des prêts libres non éligibles au marché hypothécaire apparaît beaucoup plus faible que dans les autres réseaux (54,7 % des prêts non aidés, contre 24,7 % pour les prêts éligibles et 19,9 % pour les prêts conventionnés) ; le montant des prêts d'épargne-logement a été infime.

3. Évolution par marchés

Crédits au logement par marchés

(données brutes en millions de francs et variations en pourcentages)

	PC	PEL	Marché hyp.	Prêts libres	Prêts non aidés	Prêts aidés	Total
Logements neufs							
1997	21 100	11 901	10 955	34 339	78 295	10 184	88 479
1998	24 597	6 428	11 852	49 361	92 238	9 699	101 937
Variations 1998/1997	16,6	- 46,0	8,2	43,7	17,8	- 4,7	15,2
Acquisition-amélioration							
1997	8 314	22 869	36 980	113 562	181 725	2 035	183 760
1998	8 422	12 757	37 906	144 520	203 605	1 462	205 067
Variations 1998/1997	1,3	- 44,2	2,5	27,3	12,0	- 28,4	11,6
Amélioration-gros entretien							
1997	1 149	12 380	2 487	19 649	35 665	—	35 665
1998	745	9 919	2 434	21 832	34 930	—	34 930
Variations 1998/1997	- 35,2	- 19,9	- 2,1	11,0	- 2,1	—	- 2,1
Total							
1997	30 563	47 150	50 422	167 550	295 685	12 219	307 904
1998	33 764	29 104	52 192	215 713	330 773	11 161	341 934
Variations 1998/1997	10,5	- 38,3	3,5	28,7	11,9	- 8,7	11,1

Sources : Société de gestion du fonds de garantie à l'accession sociale, Crédit foncier de France, Banque de France

3.1. Marché des logements neufs

La part des crédits destinés au financement des logements neufs est passée de 28,7 % en 1997 à 29,8 % en 1998 (101,94 milliards de francs).

Les crédits se sont nettement accrus d'une année à l'autre (+ 15,2 %) ; cette évolution est due à la fois au rebond de la construction (augmentation des permis de construire de 20,4 % pour les maisons individuelles et de 32,1 % pour la construction collective) et à une meilleure orientation de la commercialisation des logements neufs en stock (progression des ventes de 17,9 % pour les logements individuels et de 16,0 % pour les appartements) au cours de l'année 1998. La forte hausse des crédits au quatrième trimestre (+ 17,6 % par rapport au précédent) est liée à l'accélération des autorisations de construire délivrées en fin d'année, tant en individuel qu'en collectif, mais aussi à celle de la commercialisation.

La part des *prêts non aidés* a avoisiné 90,5 %, contre 88,5 % en 1997. Les prêts libres (53,6 % des crédits non aidés), en hausse de 44,0 %, ont ainsi constitué près de 48,5 % des crédits de financement des logements neufs (38,8 % un an plus tôt). Le poids des autres types de prêts non aidés apparaît plus modeste (prêts conventionnés 24,1 % du total des crédits de financement de logements neufs, prêts éligibles au marché hypothécaire 11,6 %, prêts d'épargne-logement 6,3 %).

Les *prêts aidés*, en quasi-totalité des PTZ, ont représenté 9,5 % des crédits affectés au marché des logements neufs ; la baisse (- 4,7 %) a été moins accentuée que pour

l'ensemble des prêts aidés (– 8,7 %), ce qui traduit un renforcement de la part des PTZ destinés au logement neuf au détriment de l'acquisition-amélioration.

3.2. Marché de l'acquisition-amélioration

La part des crédits de financement pour l'acquisition-amélioration de logements anciens est passée de 59,7 % en 1997 à 60,0 % en 1998 (205,06 milliards de francs).

En dépit d'un recul sensible au dernier trimestre (– 5,5 % par rapport au précédent), les crédits ont connu une importante progression d'une année à l'autre (+ 11,6 %), grâce à une bonne évolution aux deuxième et troisième trimestres.

La part des *prêts non aidés* a atteint 99,3 %. Les prêts libres (près de 71 % des crédits non aidés) ont représenté 70,5 % du total des crédits de financement pour l'acquisition de logements anciens (61,8 % en 1997), en hausse de 27,3 % à un an d'écart. La contribution des autres types de prêts non aidés a notablement régressé d'une année à l'autre (prêts éligibles de 20,1 % à 18,5 %, prêts conventionnés de 4,5 % à 4,1 %, prêts d'épargne-logement de 12,5 % à 6,2 %).

La part des *prêts aidés* (PTZ) est restée modique ; leur montant a chuté de près de 30 %.

3.3. Marché de l'amélioration-gros entretien

Contrairement à l'évolution observée sur les autres marchés, les crédits finançant l'amélioration et le gros entretien de logements ont légèrement fléchi par rapport à 1997 (– 2,1 %) et leur part dans les crédits à l'habitat est revenue de 11,6 % à 10,2 %.

Sur un marché qui ne bénéficie pas de prêts aidés, la part des prêts libres a approché 62,5 %. En dépit d'une baisse sensible, celle des prêts d'épargne-logement est restée relativement importante (28,4 %). Les prêts éligibles (7,0 %) et les prêts conventionnés (2,1 %) interviennent plus modestement dans les opérations d'amélioration-gros entretien.