

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 69

SEPTEMBRE 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

L'impact des opérations avec l'extérieur
sur la création monétaire dans la zone euro

Détection des secteurs risqués – La méthode IRISK

Comportements des agents économiques
sur les marchés de valeurs mobilières au premier trimestre 1999

Achévé de rédiger le 15 septembre 1999

Éditorial

En France, l'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé, continue de se situer à un rythme très bas (0,4 % sur un an en juillet 1999). Elle se maintient aux alentours ou en dessous de 2 % — conformément aux objectifs définis par la Banque de France — depuis six ans. Dans la dernière période, la grande modération du rythme de l'inflation française a reflété la tendance des prix au niveau mondial. Cette dernière tire son origine aussi bien de facteurs transitoires — tels que la chute des prix du pétrole et des matières premières — que de facteurs plus structurels, en particulier l'intégration plus rapide du progrès technique dans les processus de production, accompagnée d'une large déréglementation des marchés. Maintenant que l'impact des facteurs transitoires se dissipe, notamment avec la reprise des prix du pétrole, la France maintiendra son rythme d'inflation durablement bas, grâce à la poursuite d'évolutions structurelles favorables.

Il ne faut pas mésestimer l'importance des prix importés dans l'explication de la faiblesse du rythme de l'inflation française sur la période récente. À la fin de 1998, les prix d'importation dans leur ensemble avaient diminué de 2,8 % sur un an. Le recul des prix de l'énergie explique à lui seul plus des deux tiers de cette baisse, sous l'effet de la chute marquée du prix du *Brent*. Les prix des matières premières se sont, eux aussi, fortement contractés (– 19 % sur un an à la fin de 1998, selon l'indice de la Banque de France).

La désinflation mondiale ne se résume toutefois pas à la contraction des prix des produits primaires : en effet, les prix des importations françaises de produits manufacturés ont également diminué, à un moindre degré toutefois (– 0,7 % sur un an à la fin de 1998). Il faut y voir les effets indirects de la baisse du prix des consommations intermédiaires décrite plus haut, mais aussi, sans doute, le produit de modifications structurelles au niveau mondial. Il est ainsi vraisemblable que le progrès technique, qui génère des gains de productivité et conduit directement à une baisse très sensible du prix de nouveaux produits (la micro-informatique en est l'exemple le plus clair), soit à l'origine d'une pression supplémentaire sur l'inflation par la modération des coûts unitaires qu'il permet. Cela joue, en particulier, dans les pays fortement innovateurs (États-Unis par exemple). Il semble également que la dérégulation, c'est-à-dire l'ouverture à la concurrence de nombreux pans de l'économie (télécommunications, électricité...), facilite la diffusion de ce processus à l'ensemble de l'économie mondiale.

Le ralentissement de l'inflation en France au cours des trois dernières années a substantiellement contribué à la consolidation de la reprise de l'activité réelle. Sans doute incomplètement anticipé par les agents, il a été à l'origine de l'orientation favorable des revenus réels depuis 1997. De plus, la baisse des prix des produits primaires a permis de limiter le coût des consommations intermédiaires : la légère reprise des coûts unitaires salariaux à partir de 1998 a pu ainsi être absorbée sans fléchissement du taux de marge. Enfin, ce faible rythme d'inflation, partagé par l'ensemble des pays de la zone euro, a permis la consolidation des anticipations de faible inflation et le desserrement progressif du niveau des taux d'intérêt à long terme : l'investissement des entreprises comme des ménages est aujourd'hui conforté par des conditions monétaires et financières très favorables.

Toutefois, la première moitié de l'année 1999 a vu se confirmer la reprise progressive du prix des produits primaires : le cours du pétrole a été multiplié par près de deux entre décembre 1998 et juillet 1999 et la baisse du prix des matières premières s'est ralentie, à - 3,3 % sur un an en juillet 1999. Les facteurs structurels de désinflation restent donc aujourd'hui seuls déterminants.

Au cours des trois dernières années, l'impact direct de la baisse marquée du prix des nouveaux produits (micro-informatique, audiovisuel) sur l'indice des prix à la consommation français est resté modeste : il semble être inférieur à 0,1 point. On peut s'attendre à ce que cet impact prenne progressivement de l'ampleur au cours des prochaines années, d'autant plus que l'économie française sera capable de développer encore ses capacités d'innovation. Les conséquences désinflationnistes de la déréglementation des marchés sont également restées pour l'instant limitées : l'ouverture à la concurrence des secteurs des télécommunications et de l'électricité n'a sans doute pas encore produit tous ses effets.

Mais, au-delà de l'impact désinflationniste de ces baisses de prix, le facteur désinflationniste structurel le plus important est, sans conteste, l'intégration du progrès technique dans les processus de production, susceptible d'entraîner une amélioration sensible de la productivité de l'économie française dans son ensemble. En effet, les gains de productivité limitent la progression des coûts unitaires. En outre, ils permettent d'augmenter la croissance potentielle : pour un même rythme de progression du PIB, la pression sur les capacités de production, et donc les tensions inflationnistes, se font moindres. Or, les gains de productivité en France, tout en se maintenant à un rythme de progression relativement élevé, ne paraissent pas s'être significativement accélérés au cours de la période récente. Il ne s'agit là, toutefois, que de la productivité apparente du travail. La variable clef est plutôt la productivité globale des facteurs capital et travail, qui reste difficile à mesurer.

Quoi qu'il en soit, la France doit, dans tous les cas, continuer à faire évoluer résolument ses structures, afin de faciliter l'émergence et l'intégration de l'innovation technologique de la manière la plus complète et la plus rapide possible. C'est ainsi qu'elle sera en mesure de soutenir la croissance potentielle et de préserver durablement cette croissance en maintenant en France, et donc en contribuant à maintenir dans la zone euro, un bas niveau d'inflation.

1. La situation économique de la France

Au cours du second semestre, les perspectives de croissance se sont améliorées, aussi bien en Europe que dans le reste du monde. En France, la croissance a été plus soutenue grâce à la bonne orientation de l'ensemble des composantes du PIB

1.1. L'économie réelle

Les informations les plus récentes tendent, dans l'ensemble, à confirmer que les perspectives de croissance s'améliorent, aussi bien en Europe que dans le reste du monde, et que les pressions inflationnistes restent modérées à court terme

Sous réserve des troubles politiques en Indonésie, le processus de redressement paraît solide en Asie.

En *Amérique du Sud*, le nord de la zone (Colombie, Venezuela où les effets bénéfiques de la hausse du pétrole ne sont pas visibles jusqu'à présent, Équateur en défaut de paiement depuis la fin août sur sa dette extérieure) est confronté à de graves difficultés et les évolutions au Brésil ou en Argentine demeurent incertaines.

Aux *États-Unis*, après avoir absorbé sans réaction majeure la hausse des taux directeurs du 24 août, les marchés se sont montrés particulièrement sensibles aux indices révélateurs du dynamisme de la demande, susceptibles de justifier un nouveau resserrement de la politique monétaire. Toutefois, l'annonce de créations d'emplois moins nombreuses que prévu en août a tempéré les craintes de tensions graves sur le marché du travail.

Le *Japon* a enregistré un accroissement du PIB au deuxième trimestre (0,2 %, après 2,0 % au trimestre précédent), marqué par une nouvelle progression de la consommation des ménages, mais aussi par un ralentissement plus précoce que prévu des dépenses publiques liées aux plans de relance décidés en 1998. Les indicateurs conjoncturels restent contradictoires, car les restructurations industrielles continuent de peser sur l'emploi, les salaires et la demande des ménages.

Au *Royaume-Uni*, après un semestre de stagnation, la croissance du PIB a été de 0,5 % au

deuxième trimestre 1999. Au vu des dernières prévisions d'inflation à deux ans, l'indice des prix de détail hors coût des prêts immobiliers, adopté comme objectif par la Banque d'Angleterre, pourrait sortir de sa cible (1,5 % à 3,5 %). Dans ce contexte, la Banque centrale a relevé de 5,0 % à 5,25 % son taux directeur le 8 septembre.

En *Allemagne*, le PIB a été stable au deuxième trimestre, une hausse de l'investissement en équipements et des stocks venant compenser le recul de la consommation et de la construction, tandis que la contribution du commerce extérieur à la croissance était nulle. Les perspectives pour le second semestre paraissent plus favorables, avec une forte reprise des commandes à l'industrie en juin-juillet et un redressement de la production industrielle en juillet.

Pour l'ensemble de la *zone euro*, les dernières données, telles que le recul du taux de chômage en juillet (de 10,3 % à 10,2 %), tendent à confirmer la fin du ralentissement conjoncturel (0,3 % seulement de croissance au deuxième trimestre). En particulier, un changement de climat a été observé en Italie au cours des dernières semaines.

Les données disponibles font apparaître une tendance à l'accélération du glissement annuel de l'indice des prix à la consommation en août, particulièrement aux Pays-Bas et en Espagne.

Au mois de juillet, la moyenne mobile sur trois mois du taux de croissance de M3 de la zone euro pour la période de mai à juillet 1999 est ressortie à 5,4 %, contre 5,3 % pour celle d'avril à juin, tandis que le taux de croissance annuel du crédit total aux résidents ralentissait de 7,8 % en juin à 7,3 % en juillet. La croissance des prêts au secteur privé est revenue de 10,3 % à 9,9 %.

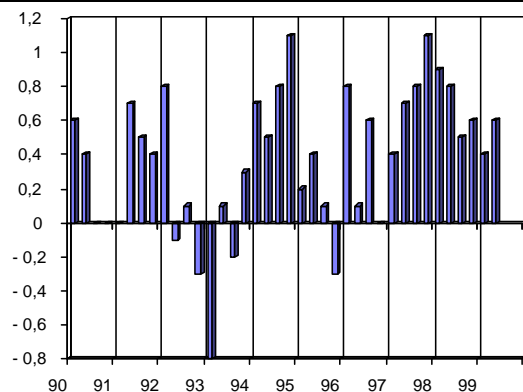
L'excédent des transactions courantes de la zone euro a atteint 26,4 milliards d'euros au premier semestre 1999, contre 29,8 milliards dans la première moitié de 1998. Le net recul de l'excédent des biens et services a été partiellement compensé par une amélioration du solde des revenus et des transferts courants. Les données relatives aux six premiers mois de 1999 montrent une augmentation significative des sorties nettes de capitaux au titre des investissements directs et des investissements de portefeuille.

En France, après une progression modérée du PIB au premier trimestre (+ 0,4 %), la croissance de l'économie française s'est renforcée au deuxième (+ 0,6 %), grâce principalement au rebond des exportations et de la consommation des ménages

Le glissement annuel du PIB atteint + 2,1 % à la fin du premier semestre 1999, contre + 2,3 % au trimestre précédent et + 3,8 % pour le trimestre correspondant de l'année précédente. L'acquis de croissance du produit intérieur brut s'élève à 1,7 % au terme du premier semestre. Par ailleurs, la croissance du produit intérieur brut en 1998 a de nouveau été révisée en hausse, de 0,1 point, à 3,4 %.

Produit intérieur brut en volume

(au prix de 1995, en pourcentage de variation t/t - 1)



Source : INSEE

L'analyse des composantes du PIB fait apparaître une meilleure orientation de la consommation des ménages et des exportations au deuxième trimestre.

- La croissance des *dépenses de consommation des ménages* a rebondi au deuxième trimestre (+ 0,6 %, contre + 0,2 % au trimestre précédent) et contribué pour 0,3 point à l'activité. Les dépenses des ménages en produits manufacturés se sont, toutefois, repliées de 0,4 point, sous l'effet, notamment, d'une baisse de 0,7 % des dépenses en biens de consommation. Les dépenses en produits énergétiques se sont réduites de 1,2 %. En revanche, les dépenses des ménages en services accélèrent au cours de ce trimestre (+ 0,7 %, contre + 0,5 % au trimestre précédent). Au total, le glissement annuel de la consommation des ménages atteint + 2,0 % à la fin du premier semestre (+ 2,8 % le trimestre précédent et + 4,2 % un an auparavant).

L'acquis de croissance de la consommation des ménages est de 1,8 % à la fin du deuxième trimestre 1999.

- Les *dépenses de consommation des administrations publiques* ont augmenté de 0,4 % au deuxième trimestre, sous l'effet d'une progression de 0,3 % de leur composante individualisable (qui correspond pour la plus grande part à des dépenses précédemment comptabilisées, en base 1980, dans la consommation des ménages) et de 0,5 % de leur part collective. Au total, les dépenses de consommation des administrations publiques contribuent, comme au premier trimestre, pour 0,1 point à la croissance du PIB.
- La *FBCF* s'est, de nouveau, inscrite en hausse au deuxième trimestre, de 1,0 %, contre + 2,2 % le trimestre précédent (chiffre revu à la baisse de 0,5 point) et contribue pour 0,2 point à la croissance ; son glissement annuel s'établit à 6,1 % (7,0 % au trimestre précédent et + 5,9 % un an auparavant) et son acquis de croissance atteint 5,2 %.

L'investissement des entreprises, qui augmente de 0,7 % (+ 2,3 % le trimestre précédent), est soutenu par un investissement en biens d'équipement toujours dynamique (+ 1,4 %, après + 2,9 %). Son glissement annuel atteint + 5,7 % et son acquis de croissance 4,9 %.

L'investissement logement des ménages s'accroît très nettement (+ 2,0 %, contre + 2,9 % le trimestre précédent). Son glissement annuel est inchangé, à + 7,6 %, et son acquis de croissance est de 6,8 %.

- Les *importations* de biens et services ont augmenté de 1,6 % au deuxième trimestre, contre une baisse de 1,3 % au trimestre précédent. Les importations de produits manufacturés se sont accrues de 1,9 %, après une diminution de 0,6 % au premier trimestre. Les importations de biens de consommation, en particulier, se redressent très nettement (+ 4,4 %, après – 1,4 %). Les importations en énergie chutent de nouveau (– 3,6 %, après – 0,6 %). À la fin du deuxième trimestre, le glissement annuel des importations de biens et services est de + 1,5 % et leur acquis de croissance redevient positif (+ 1,0 %). Les *exportations* se sont inscrites en hausse de 1,8 % (– 1,2 % le trimestre précédent), sous l'effet du rebond des exportations de produits manufacturés (+ 2,6 %, après – 1,3 %). Cette évolution s'explique par le net redressement

- des exportations de biens intermédiaires (+ 5,2 %) et de biens de consommation (+ 3,4 %). À la fin du premier semestre 1999, le glissement annuel des exportations est de + 0,4 % ; leur acquis de croissance est de – 0,1 %. Au total, la *contribution de l'extérieur à l'évolution du PIB* est légèrement positive au deuxième trimestre de l'année (+ 0,1 point).

- Les *stocks* (non compris les acquisitions nettes d'objets de valeur) ont été reconstitués à hauteur de 5,8 milliards de francs 1995 (+ 8,2 milliards le trimestre précédent) et contribuent négativement à l'évolution du produit intérieur brut, à hauteur de 0,1 point.

Produit intérieur brut et ses composantes

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

(variations trimestrielles en pourcentage)

	1998					1999		
	T1	T2	T3	T4	Année	T1	T2	Acquis
PIB	0,9	0,8	0,5	0,6	3,4	0,4	0,6	1,7
Importations	2,8	1,2	0,4	0,8	9,4	- 1,3	1,6	1,0
Dépenses de consommation des ménages	0,7	1,3	0,6	0,6	3,6	0,2	0,6	1,8
Dépenses de consommation des APU	0,3	0,3	0,0	0,2	1,1	0,4	0,4	0,9
FBCF totale	1,4	1,9	1,6	1,1	6,1	2,2	1,0	5,2
dont :								
FBCF des SQS et EI	1,9	2,1	1,8	0,8	7,3	2,3	0,7	4,9
FBCF des ménages	- 0,2	2,0	0,5	2,0	3,4	2,9	2,0	6,8
Exportations	0,9	0,8	1,2	- 1,4	6,9	- 1,2	1,8	- 0,1
Stocks (variation en milliards de francs 1995) (a)	13,7	9,3	1,6	12,9	37,5	8,2	5,8	–
Contributions à la croissance								
Solde extérieur	- 0,4	- 0,1	0,2	- 0,6	- 0,3	0,0	0,1	- 0,3
Demande intérieure hors stocks	0,7	1,1	0,6	0,6	3,3	0,6	0,6	2,1
Variation de stocks (a)	0,6	- 0,2	- 0,4	0,5	0,4	- 0,2	- 0,1	- 0,1

(a) Hors acquisitions nettes d'objets de valeur

Source : INSEE (Comptes trimestriels base 1995)

Dans la zone euro, le PIB a progressé de 0,5 % au premier trimestre de 1999 par rapport aux trois mois précédents, le glissement annuel de croissance revenant de 2,0 % au quatrième trimestre de 1998 à 1,8 % au premier trimestre de 1999.

Les perspectives d'activité dans le secteur industriel se sont sensiblement redressées

En France, la production industrielle a progressé de 0,8 % en juin par rapport au mois précédent, après + 0,5 % en mai ; sur l'ensemble du deuxième trimestre, elle a augmenté de 0,6 %, après une baisse de 0,7 % au premier trimestre. Au cours des prochains mois, l'accélération de la demande et de l'activité dans le secteur industriel devrait se poursuivre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France et l'INSEE.

De même, dans la zone euro, la production industrielle est apparue mieux orientée au deuxième trimestre. Elle a ainsi augmenté de 0,3 % par rapport aux trois mois précédents, après une hausse de 0,2 % au premier trimestre.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle s'est, dans l'ensemble, stabilisée en juillet, après les progrès enregistrés depuis le printemps. En hausse dans l'automobile, la production s'est repliée dans les biens de consommation et, dans une moindre mesure, dans les biens intermédiaires ; elle est demeurée stable dans les industries agro-alimentaires et les biens d'équipement. La demande globale a peu varié dans l'ensemble. Les carnets de commandes se sont étoffés et apparaissent, à l'issue des congés d'été, correctement garnis dans tous les secteurs. Les stocks, qui se sont allégés, se situent, dans l'ensemble, au niveau désiré ; jugés supérieurs à la normale dans les biens de consommation, ils sont considérés comme inférieurs à la normale dans l'automobile et dans les biens d'équipement. Les perspectives sont bonnes : au cours des prochains mois, l'activité devrait nettement progresser dans tous les secteurs.

Par ailleurs, selon les enquêtes européennes de conjoncture, l'indice de confiance des industriels de la zone euro s'est encore redressé en juillet et retrouve son niveau du début de l'année, après avoir atteint un point bas en mars. Cette amélioration s'applique tant aux perspectives de production qu'au niveau des stocks.

L'activité s'est accélérée dans le bâtiment et dans les services marchands

Le rythme de progression des mises en chantier de logements au cours des trois derniers mois (mai, juin et juillet) s'est encore accru : + 31,3 % par rapport à la période correspondante de 1998 (après + 16,7 % pour la période d'avril à juin, comparée aux trois mois correspondants de 1998), selon les résultats du ministère de l'Équipement. Ce mouvement a concerné l'habitat individuel (+ 14,2 %, contre + 12,4 %) et surtout l'habitat collectif (+ 52,1 %, contre + 19,5 %).

Dans les services marchands, l'activité s'est également raffermie dans la quasi-totalité des branches, selon l'enquête de la Banque de France portant sur les mois de mai et juin, à l'exception des transports routiers de marchandises et de la réparation d'automobiles, où elle est restée stable. La reprise de l'activité industrielle et le dynamisme du secteur du bâtiment, en particulier, ont permis de soutenir l'activité dans le secteur du travail temporaire.

Les immatriculations d'automobiles progressent fortement

Après avoir fortement augmenté en juillet grâce aux ventes du nouveau millésime, les immatriculations de voitures particulières neuves se sont repliées de 10,9 % en août par rapport au mois précédent. À un an d'intervalle, en données brutes, elles progressent cependant de 24,7 %, contre + 22,5 % le mois précédent. En cumul depuis le début de l'année, les immatriculations ont augmenté de 14,8 % par rapport à la période correspondante de 1998.

La confiance des ménages est en hausse

L'indicateur résumé des opinions des ménages, stable depuis le mois d'avril, s'est redressé en juillet et retrouve son niveau du début de l'année. En particulier, les soldes d'opinions portant sur le niveau de vie passé et futur des ménages en France sont en hausse sensible.

Malgré des créations d'emplois moins nombreuses, le chômage a poursuivi sa décrue

Au deuxième trimestre de 1999, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles s'est accru de 0,4 %, avec une création nette de 56 600 postes, contre 72 200 le trimestre précédent (+ 0,6 %). Sur un an, 242 400 emplois ont été créés.

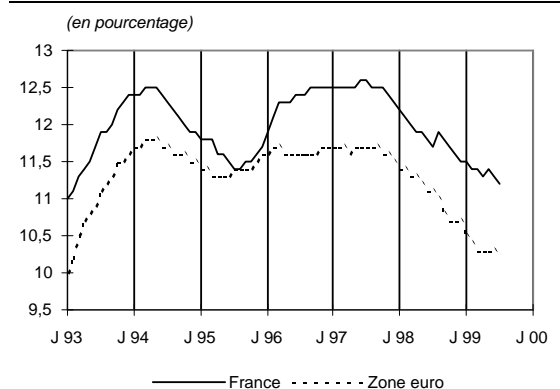
En juillet, l'amélioration du marché du travail s'est poursuivie, le taux de chômage diminuant de 0,1 point, pour revenir à 11,2 % de la population active, contre 11,7 % en juillet 1998. Le nombre de demandeurs d'emploi de catégorie 1 (ayant travaillé moins de 78 heures dans le mois) a diminué de 52 600 personnes (soit - 1,9 % sur le mois et - 6,6 % sur un an).

Le nombre de demandeurs d'emploi inscrits depuis plus d'un an à l'ANPE s'est réduit de 2,1 % en juillet (- 9,1 % sur un an).

Le nombre de journées de chômage partiel est en baisse de 21,2 % sur le mois, mais en hausse de 34,6 % sur un an. Par ailleurs, selon les derniers renseignements recueillis par la Banque de France auprès des industriels, les situations de sureffectif sont restées stables au premier semestre 1999, mais les projets de résorption rapide de la main-d'œuvre excédentaire sont plus fréquemment évoqués.

Dans la zone euro, le taux de chômage a également diminué en juillet, à 10,2 % de la population active, contre 10,9 % un an auparavant.

Taux de chômage au sens du BIT



Sources : Dares, Eurostat

Le revenu réel des ménages s'accroît

Le dynamisme de la consommation des ménages est également lié à la progression des salaires réels. Au deuxième trimestre 1999, le taux de salaire horaire ouvrier a ainsi augmenté de 0,4 % par rapport au premier trimestre (+ 1,7 % sur un an) et le gain de pouvoir d'achat s'est établi à + 1,4 % en glissement annuel.

La situation financière des entreprises et des ménages demeure aisée

Au deuxième trimestre 1999, selon les résultats de la dernière enquête financière de la Banque de France, la situation de trésorerie de l'ensemble des entreprises est apparue très satisfaisante ; la situation financière des petites et moyennes entreprises a atteint, notamment, son plus haut niveau depuis le début de l'enquête (troisième trimestre 1991) et les trésoreries des grandes entreprises sont considérées comme très aisées. Les difficultés de paiement se sont encore réduites, sous l'effet d'une hausse notable des résultats bruts d'exploitation.

En juin, le rythme de croissance des crédits bancaires aux sociétés s'est accéléré (+ 6,3 % en glissement annuel, après + 5,3 % en mai). Les crédits de trésorerie se sont accrus de 7,6 % sur un an, après + 6,6 % le mois précédent. Le taux de croissance annuel des crédits à l'investissement s'inscrit en hausse notable (+ 8,6 %, après + 7,1 %), grâce, notamment, à des conditions de financement très favorables : au deuxième trimestre 1999, le coût moyen du crédit aux entreprises s'établissait, selon l'enquête de la Banque de France, à 3,93 % pour les crédits à moyen et long termes, contre 4,91 % pour la période correspondante de l'année précédente.

Selon la dernière enquête mensuelle de conjoncture de l'INSEE auprès des ménages, l'opinion de ces derniers sur leur situation financière à venir, stable en juillet, apparaît toujours très favorable, à un niveau historiquement élevé.

Selon cette enquête, la proportion des ménages qui jugent la période actuelle propice à épargner est restée stable en juillet, mais ils sont plus nombreux à estimer être capables de le faire au cours des prochains mois.

Les crédits bancaires distribués aux ménages ont, par ailleurs, conservé un rythme de progression soutenu en juin (+ 7,5 % sur un an, comme en mai). Cette progression a principalement concerné les crédits à l'habitat (+ 7,4 % sur un an, après + 6,7 % le mois précédent).

L'activité devrait accélérer progressivement au second semestre

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

Ainsi, selon la dernière enquête trimestrielle de l'INSEE, les chefs d'entreprise de l'industrie manufacturière anticipent une accélération assez sensible de la demande, particulièrement de sa composante externe.

Dans les services marchands, les prévisions d'activité pour le bimestre juillet-août sont confiantes. Dans le travail temporaire, en particulier, les professionnels interrogés sont nombreux à estimer que le volume d'affaires du second semestre 1999 devrait être supérieur à celui du premier.

Dans le bâtiment et les travaux publics, selon la dernière enquête trimestrielle de la Banque de France, les prévisions pour le troisième 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. Les carnets de commandes ont continué de s'accroître et représentent à présent, selon l'enquête mensuelle de l'INSEE de juin, 4,7 mois d'activité dans le bâtiment, contre 4,3 mois en début d'année et 4,1 mois à la fin du deuxième trimestre 1998.

Les anticipations des chefs d'entreprise sur l'évolution des effectifs salariés apparaissent également nettement mieux orientées à la fin du premier semestre qu'elles ne l'étaient en début d'année. Selon la dernière enquête trimestrielle de conjoncture de l'INSEE dans l'industrie, les industriels prévoient, en effet, une augmentation de leurs effectifs au troisième trimestre.

Au total, selon l'INSEE, la croissance du PIB devrait passer d'un rythme annualisé de 2,0 % au premier semestre à plus de 2,5 % au second.

1.2. L'évolution des prix

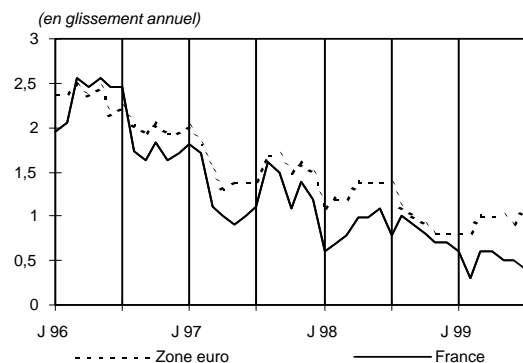
Une hausse modérée des prix de détail

La France a enregistré, en juillet 1999, la deuxième meilleure performance européenne en termes d'inflation, la hausse des prix en moyenne annuelle glissante, selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), ayant été de 0,4 %, contre 0,2 % en Suède et 0,4 % en Allemagne et en Autriche. Les taux les plus élevés ont été enregistrés en Grèce (3,3 %), au Portugal (2,4 %) et en Irlande (2,3 %).

Pour l'ensemble de la zone euro, l'augmentation de l'IPCH, en moyenne annuelle glissante, atteignait 0,9 % en juillet comme en juin.

Selon l'INSEE, l'indice définitif des prix de détail (base 100 en 1998) a diminué en juillet de 0,2 % en données brutes et a augmenté de 0,1 % en données cvs. En glissement sur douze mois, l'indice des prix à la consommation augmente de 0,4 %, en données brutes comme en données cvs (+ 0,3 % le mois précédent).

Indice des prix à la consommation harmonisé



Sources : INSEE, Eurostat

Les *prix alimentaires* ont diminué de 0,7 % en juillet (– 0,1 % sur un an). Les prix des produits frais ont, en effet, baissé de 6,8 % sur le mois, en raison de conditions climatiques favorables (– 6,2 % sur un an), tandis que ceux de l'alimentation hors produits frais augmentaient de 0,3 % sur le mois (+ 0,8 % sur douze mois).

Les *prix des produits manufacturés y compris l'énergie* ont également baissé en juillet, de 0,9 %. Sur un an, ils diminuent de 0,3 %.

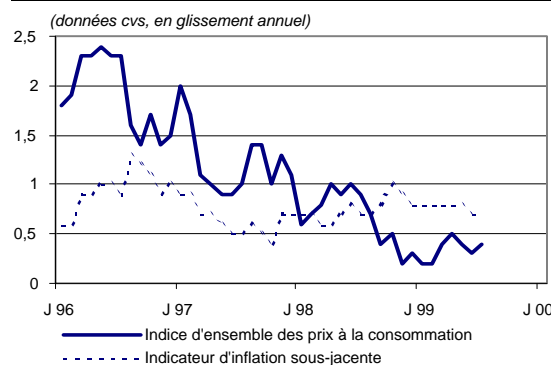
- Les *prix des produits manufacturés* se sont repliés de 1,4 % sur le mois (– 0,5 % sur un an). Ceux de l'habillement-chaussure ont baissé sous l'effet des soldes, de 6,1 % (0 % sur un an). Ceux des produits de santé ont augmenté de 0,1 % (stabilité sur un an).
- Les *prix de l'énergie* ont progressé de 1,3 % sur le mois (+ 0,6 % sur douze mois), du fait de l'augmentation de 2,3 % des prix des produits pétroliers (+ 5,2 % sur un an). Ceux des carburants se sont accrus de 1,7 % (+ 4,4 % sur un an).

Les *prix des services* ont progressé de 0,4 % sur le mois (+ 1,1 % sur un an). Les prix de l'ensemble loyer et eau n'ont pas varié (+ 1,7 % sur un an). Ceux des transports et télécommunications se sont accrus de 1,8 % (+ 0,6 % en glissement annuel), en raison, principalement, de la hausse saisonnière des transports aériens (+ 10,9 %). Les prix des autres services se sont accrus de 0,4 % (+ 1,1 % sur un

an) et ceux des services de santé de 0,1 % (+ 0,3 % sur un an).

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 se situe à + 0,7 % en juillet, comme en juin.

Indice national des prix à la consommation et inflation sous-jacente



Source : INSEE

Les prix de vente industriels des biens intermédiaires et des matières premières se raffermissent

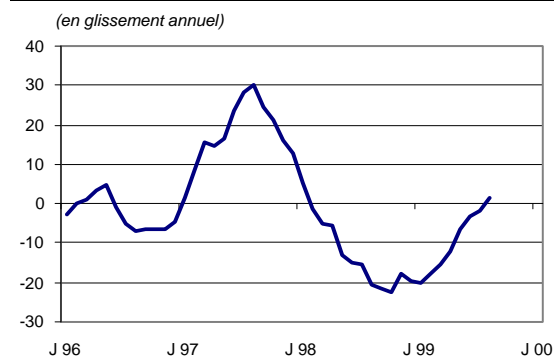
Après avoir légèrement progressé en mai (+ 0,1 %), les prix de vente industriels des biens intermédiaires sont restés stables en juin, leur glissement annuel revenant à – 2,1 %, contre – 2,4 % le mois précédent (– 0,7 % en juin 1998).

Dans la zone euro, les prix à la production industrielle des biens intermédiaires ont légèrement progressé en juin (+ 0,2 %). En glissement annuel, ils diminuent encore (– 2,2 %), mais à un rythme de nouveau ralenti par rapport au mois précédent (– 2,8 % en mai).

Sur les marchés mondiaux de matières premières, l'indice Moody a enregistré une hausse de 3,28 %, mais l'indice Banque de France du coût en monnaie nationale des matières premières importées par la France a légèrement reculé (– 0,7 %, contre + 1,7 % le mois précédent).

Toutefois, son glissement annuel redevient positif, pour la première fois depuis janvier 1998 (+ 1,6 % en juillet, contre – 1,6 % en juin et – 15,6 % en juillet 1998).

Indice Banque de France du coût des matières premières importées



Les prix du *Brent* ont de nouveau augmenté en août, pour coter, en moyenne, 20,24 dollars le baril, en hausse de 6,58 % par rapport au mois précédent et de 70,08 % sur un an.

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 cours des prochains mois.

1.3. La compétitivité

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

Évolution récente

En moyenne mensuelle, le dollar s'est replié en août, tandis que le yen a continué de s'apprécier. Au sein de l'Union européenne, la livre sterling a connu une baisse modérée. Le bloc des devises de l'Asie émergente, en progression depuis près d'un an, a sensiblement reculé, en particulier la roupie indonésienne. De même, les monnaies d'Amérique latine se sont inscrites en retrait, alors qu'elles s'étaient globalement stabilisées au cours des trois mois précédents.

Au total, la variation de l'indicateur calculé vis-à-vis d'un ensemble de 42 pays¹ fait apparaître, en août, une légère dégradation de la compétitivité de l'économie française exprimée en euro.

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).

Pour la méthodologie utilisée, il convient de se reporter au tableau 4 de la partie « Statistiques » de ce *Bulletin*.

Ce mouvement d'ensemble n'a, cependant, pas concerné le Japon, à l'égard duquel la compétitivité de la France continue de s'améliorer.

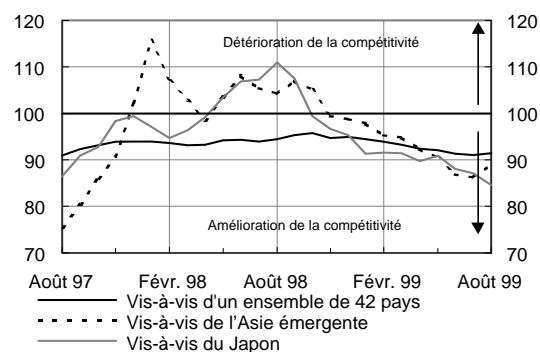
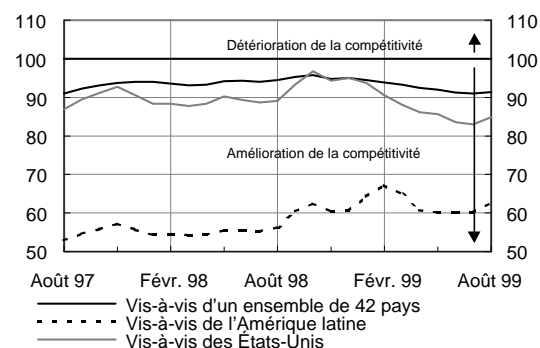
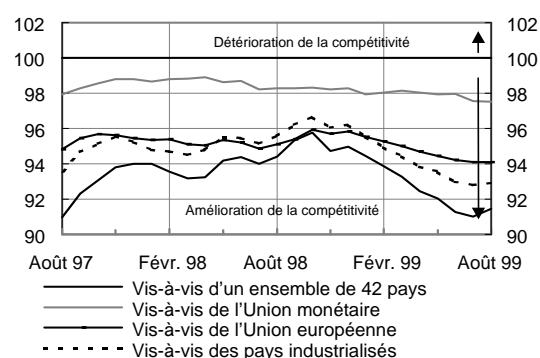
Évolution de long terme

À l'exception du Japon, les évolutions en fin de période contrastent avec les tendances observées au cours des mois précédents, mais, par rapport au niveau moyen de l'année 1987, la France conserve en août 1999 un avantage de compétitivité quel que soit le groupe de partenaires considéré.

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

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

(indices base 100 = 1987)

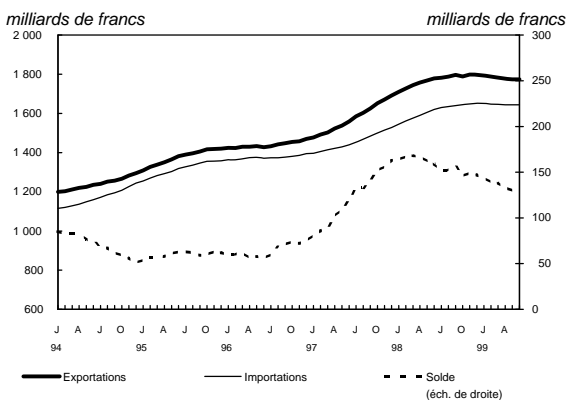


Sources : Banque de France, BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Bloomberg

1.4. Le commerce extérieur en juin 1999

Évolution globale (données douanières FAB-FAB cvs)

Commerce extérieur
Cumuls sur douze mois (cvs)



Source : Douanes

Après avoir connu un creux au mois de mai 1999 (+ 5,9 milliards de francs), l'excédent commercial s'établit en juin à 10,6 milliards en données cvs (1,6 milliard d'euros) et repasse au-dessus de la moyenne des six derniers mois (8,5 milliards). Ce résultat provient d'un vif redressement des exportations, à 149,6 milliards de francs, en hausse de 3,4 %, et d'une stabilité des importations, à 139 milliards. En glissement annuel, le rythme de progression des exportations s'établit à - 0,3 % et celui des importations à + 1,5 %.

La progression des exportations par rapport à mai provient pour l'essentiel d'une meilleure orientation des ventes de biens d'équipement (+ 6,1 %) et de biens intermédiaires (+ 4,8 %). Côté importations, on note une progression des achats d'automobiles (+ 12,7 %) et une baisse des achats agro-alimentaires (- 6,5 %). Fait marquant, en juin, l'excédent avec la zone Amérique atteint un niveau record de 2,4 milliards de francs, en raison de livraisons d'Airbus au Canada et à l'Amérique du Sud, tandis qu'il recule avec les pays de l'Union européenne (+ 6,1 milliards, contre + 8,7 milliards en mai).

Le solde cumulé sur le premier semestre 1999 (+ 51,2 milliards de francs) s'inscrit en net retrait par rapport à son niveau de 1998 (+ 68,2 milliards). Ce fléchissement s'explique principalement par le tassement du solde excédentaire des biens d'équipement (- 32,7 %, avec une progression des importations et un recul des exportations), malgré la bonne tenue des ventes d'Airbus, et de celui de l'industrie automobile (- 22,7 %).

De même, les ventes de matériel militaire se sont fortement contractées sur la même période (8,2 milliards de francs, après 14,6 milliards).

En cumul sur les six premiers mois, les échanges avec l'Union européenne se sont ralentis, mais le solde excédentaire est en hausse de près de 5 milliards de francs, sous l'effet d'une plus forte baisse des importations (- 1,3 %) que des exportations (- 0,4 %). Le déficit avec les pays d'Asie (hors Japon) s'est aggravé, atteignant 22,1 milliards de francs, contre 12,9 milliards au premier semestre de 1998, tandis que le solde excédentaire avec les pays du Proche- et du Moyen-Orient a pratiquement doublé (+ 8,1 milliards, au lieu de + 4,3 milliards).

Orientation géographique (données douanières CAF-FAB cvs)

Après un excédent record de 5,8 milliards de francs au mois de mai, le solde des échanges avec la zone euro s'est sensiblement contracté, à 2,3 milliards de francs, sous l'effet conjugué d'un recul des exportations (- 2,9 %) et d'une progression des importations (+ 1,8 %). D'un côté, le repli des ventes d'Airbus n'a pu être compensé, malgré des résultats en hausse dans certaines branches des biens d'équipement et des biens intermédiaires, notamment vers l'Allemagne et l'Espagne. De l'autre, aux achats automobiles très soutenus en juin, après la phase de retrait observée depuis le début de l'année, se sont ajoutées des importations relativement importantes de produits pharmaceutiques et parachimiques, ainsi que de matériel et équipement électrique et électronique provenant essentiellement d'Allemagne, d'Espagne, mais aussi d'Irlande. Seul l'excédent avec la Belgique et le Luxembourg affiche une nette progression, grâce au dynamisme des ventes de certaines branches industrielles. En revanche, le repli du solde global avec l'Union européenne, qui s'établit à 6,1 milliards de francs contre 8,7 milliards le mois précédent, a été atténué par le maintien de l'excédent avec le Royaume-Uni et l'amélioration enregistrée vis-à-vis des autres pays de l'Union n'appartenant pas à la zone euro.

Grâce à de moindres achats d'aéronefs, le déficit avec les États-Unis, bien que d'un niveau toujours élevé, s'est sensiblement atténué, passant de - 2,5 milliards de francs à - 1,5 milliard, sous l'effet d'un recul de 8,7 % des importations et d'un repli de 2,3 % des exportations par rapport à celui de mai.

Avec - 2,9 milliards de francs, le déficit avec le Japon est resté stable à un niveau élevé, alors que les échanges se sont considérablement accrus (+ 26,7 % pour les exportations — ventes soutenues d'uranium et de biens de consommation — et + 9,8 % pour les importations — biens d'équipement et surtout motocycles).

De la même manière, les exportations vers les *pays d'Asie hors Japon*, après la forte contraction observée en mai, ont été très soutenues (+ 23,3 %), et permettent ainsi une amélioration du déficit avec la zone (– 3,7 milliards de francs, contre – 5 milliards un mois plus tôt).

Après un creux en mai, les exportations vers les pays du *Proche- et du Moyen-Orient* se sont sensiblement redressées (+ 52,2 %), grâce à une reprise des livraisons d'Airbus. L'excédent avec la zone s'établit ainsi à un bon niveau (+ 1,6 milliard de francs).

Enfin, le solde avec l'Afrique, à la faveur d'un repli assez marqué des importations (– 13,8 %) a progressé à + 2,6 milliards de francs en juin, contre + 1,8 milliard en mai.

1.5. La balance des paiements du mois de juin 1999

L'excédent en données brutes du *compte de transactions courantes* s'élève à 18,5 milliards en juin (18,6 milliards en données cvs, soit 2,8 milliards d'euros). Pour les six premiers mois de l'année, l'excédent se situe à 106,1 milliards de francs (16,2 milliards d'euros), en retrait de 5 milliards par rapport à la période correspondante de 1998. Cette réduction reflète surtout celle de l'excédent des échanges de marchandises et, à un moindre degré, des revenus, tandis que le surplus des échanges de services s'accroît quelque peu, grâce à l'excédent record des « voyages » (11 milliards de francs) en juin. Le repli des revenus tient, pour l'essentiel, à l'écart de rémunération des créances et des engagements des résidents dans un contexte de valorisation différente des stocks de titres français et surtout étrangers, qui ont pourtant augmenté fortement à l'issue des achats massifs opérés par les résidents ; ainsi, entre fin 1997 et fin 1998, en dépit de l'excédent toujours élevé des transactions courantes, la position extérieure créditrice de la France a diminué.

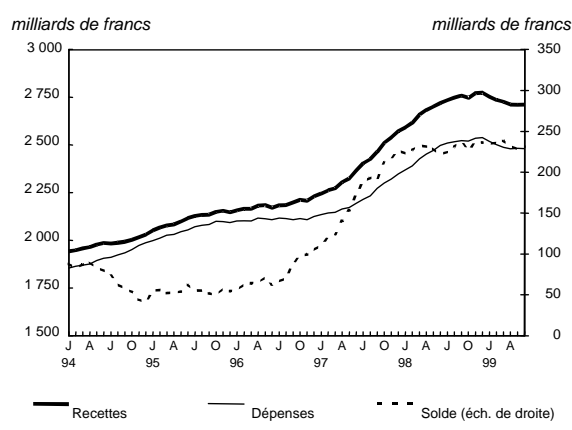
En ce qui concerne le *compte financier*, qui met en évidence des placements à l'étranger de 37 milliards de francs (5,2 milliards d'euros) en juin et de 168,2 milliards (25,6 milliards d'euros) sur six mois, contre 126,5 milliards au premier semestre 1998, il faut noter le fort développement des investissements directs français à l'étranger, dont le flux net sur six mois atteint – 193,8 milliards (– 111,3 milliards sur la période correspondante de l'année précédente). Les *investissements étrangers en France*, pour leur part, s'établissent à un niveau équivalent à celui de l'an passé (89 milliards de francs, contre 93 milliards) avec, toutefois, un repli sensible de la composante « capital social » par rapport aux « autres opérations de prêts entre affiliés ».

Cette dernière observation est sans doute à rapprocher des acquisitions importantes d'actions françaises par les non-résidents, qui détiennent actuellement près de 32 % de la capitalisation boursière nationale.

Les non-résidents ont ainsi poursuivi leurs achats de titres français en juin, pour 47,6 milliards de francs — dont 2,3 milliards en actions —, ce qui porte le total sur six mois à 354 milliards, soit un tiers de plus que pour la période correspondante de 1998. Par ailleurs, les résidents ont continué à acheter des titres étrangers : 54,6 milliards de francs en juin et 513 milliards sur les six premiers mois.

1.5.1. Les transactions courantes

Transactions courantes
Cumuls sur douze mois



Avec un excédent de 18,6 milliards de francs en données cvs, le solde des transactions courantes s'est sensiblement redressé, bénéficiant de la conjonction de l'amélioration de l'excédent des biens et du retournement du solde des revenus. L'écart qui s'était creusé à fin mai entre le cumul depuis le début de l'année et celui de la période correspondante de l'année précédente a pu être ainsi en partie comblé, l'excédent s'établissant à fin juin à 96,3 milliards de francs, contre 100,7 milliards douze mois plus tôt.

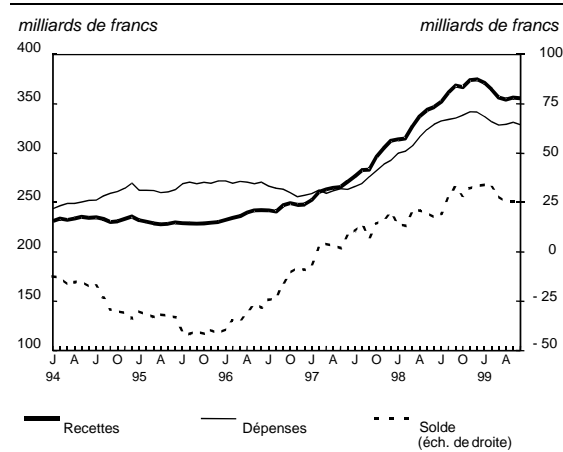
Les biens (données cvs)

Grâce à un solde douanier en forte progression d'un mois à l'autre, l'excédent des biens se rapproche de son niveau du mois d'avril, avec + 10,6 milliards de francs, contre + 7,8 milliards en mai. Néanmoins, les résultats du premier semestre sont en recul par rapport au premier semestre 1998 (+ 64,8 milliards de francs, contre + 73,5 milliards), période qui avait été marquée par la forte progression de l'excédent commercial de la France.

Les revenus (données cvs)

Revenus

Cumuls sur douze mois (cvs)



Les revenus ont retrouvé en juin un solde excédentaire, après deux mois négatifs. Cette évolution est essentiellement imputable aux revenus des investissements, même si les revenus des salariés ont également contribué à ce résultat. En cumul sur six mois, le solde de la ligne demeure en retrait sur le premier semestre de 1998 (+ 2,7 milliards de francs, contre + 9 milliards), celui des revenus des investissements étant déficitaire (– 2,1 milliards, contre + 3,4 milliards)

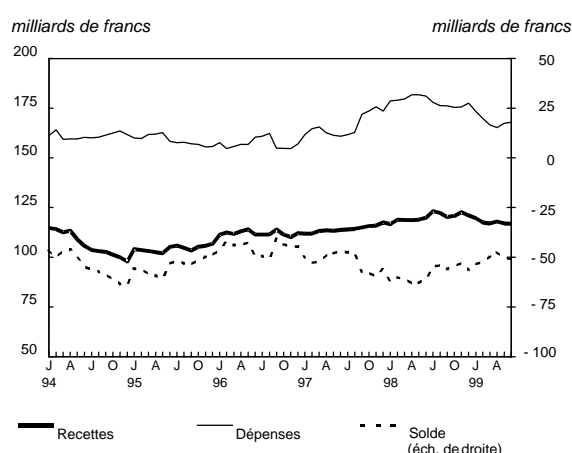
- En juin, l'excédent des *revenus des investissements directs* a de nouveau progressé, en données brutes, par rapport au mois précédent. Si les rapatriements de dividendes se sont accrus au même rythme (un peu plus de 18 %), les versements des sociétés françaises à leurs actionnaires étrangers se sont, en revanche, accélérés (+ 33,1 %). Sur six mois, les revenus nets ressortent en hausse par rapport au premier semestre de 1998, grâce à une augmentation des dividendes versés par les sociétés étrangères à leurs actionnaires résidents.
- Après les importants versements d'intérêts et de dividendes aux détenteurs étrangers de titres français effectués en mai, le déficit des *revenus des investissements de portefeuille* s'atténue, pour s'établir à – 4,1 milliards de francs, contre – 6,3 milliards. À fin juin, les versements nets aux actionnaires non résidents demeurent sensiblement moins élevés qu'en 1998.

- En revanche, le déficit des *revenus des autres investissements* se creuse très nettement en juin, accentuant ainsi l'écart entre les revenus nets cumulés à la fin du premier semestre 1999 et ceux de la période correspondante de 1998 (respectivement, – 2,1 milliards de francs et + 14,4 milliards). Cet écart est essentiellement imputable aux opérations de prêts et placements et opérations sur *swaps* du secteur bancaire, en liaison avec la baisse des taux d'intérêt.

Les transferts courants (données brutes)

Transferts courants

Cumuls sur douze mois



Le déficit des *transferts courants* s'est sensiblement atténué en juin, par suite d'une hausse de plus de 17 % des recettes, tandis que les dépenses fléchissaient légèrement. La progression des recettes concerne l'ensemble des composantes de la ligne : salaires, retraites et prestations sociales, impôts, taxes et droits divers ainsi que les transferts en provenance de l'Union européenne, malgré une baisse des rentrées au titre du Feoga-garantie. En cumul depuis le début de l'année, le déficit des transferts courants diminue par rapport aux six premiers mois de 1998 (13,2 milliards de francs, contre 18,6 milliards), grâce à une réduction sensible du déficit de la France vis-à-vis des institutions européennes, sous l'effet de recettes plus importantes au titre du Feoga-garantie et de moindres versements aux institutions au titre de la TVA.

1.5.2. Le compte de capital

Après deux mois d'excédents relativement élevés, de l'ordre de 1,5 milliard de francs, le solde des transferts en capital régresse à 0,7 milliard, à la suite de moindres recettes comptabilisées au titre du Feoga-orientation et du Feder. L'excédent cumulé à fin juin est cependant comparable à celui de l'année précédente (3,5 milliards de francs).

1.5.3. Le compte financier

En juin, les flux financiers (hors avoirs de réserve) ont donné lieu à des sorties nettes, de 28 milliards de francs (4,2 milliards d'euros), conformément à la tendance observée depuis le début de l'année. Ces opérations portent le total des sorties nettes du premier semestre à 180,5 milliards de francs (27,5 milliards d'euros).

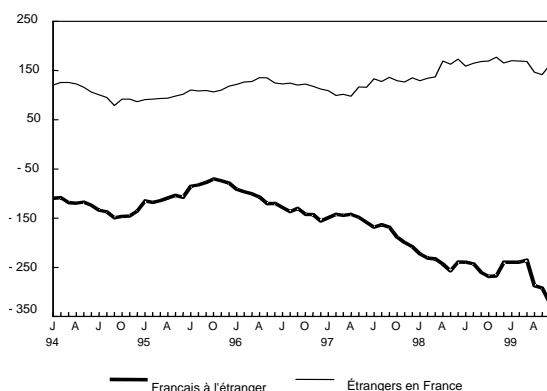
Investissements directs

Investissements directs

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois

(milliards de francs)



Le solde des investissements directs a été faiblement négatif en juin (-3,7 milliards de francs, contre -29,1 milliards en mai). Pour les six premiers mois de l'année, le solde déficitaire est toutefois particulièrement élevé (-105,3 milliards de francs, soit 16 milliards d'euros), les investissements directs français à l'étranger ayant crû de 193,8 milliards (29,5 milliards d'euros), alors que les investissements directs étrangers en France n'augmentaient que de 88,5 milliards (13,5 milliards d'euros).

Les flux nets d'investissements directs français à l'étranger ont été de 36,2 milliards de francs au mois de juin, en léger retrait par rapport aux mois précédents. On peut, en particulier, souligner la diminution des opérations en capital social, trois fois plus faibles qu'en mai (12,9 milliards de francs, contre 36,7 milliards), alors que les flux liés aux autres opérations étaient plus nourris (19,8 milliards, contre 0,3 milliard).

Les flux nets d'investissements directs étrangers en France ont été plus élevés qu'en mai (32,6 milliards de francs, contre 10,9 milliards), du fait de la forte progression des opérations en capital social (7,5 milliards de francs, contre 1,7 milliard) et surtout du gonflement des autres opérations de prêts entre affiliés (22,6 milliards, contre 6,7 milliards).

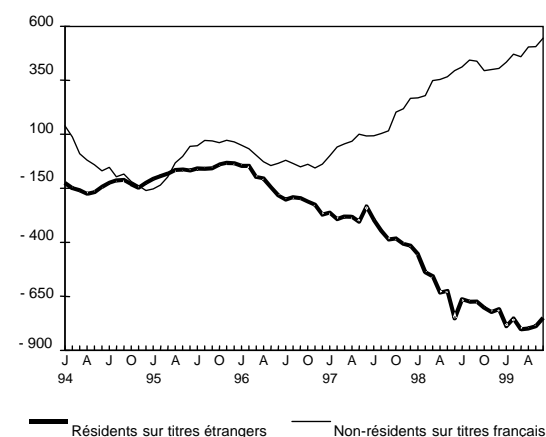
Investissements de portefeuille

Investissements de portefeuille

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois

(milliards de francs)



Pour la première fois depuis le début de l'année, le solde des investissements de portefeuille a été excédentaire, de 21,1 milliards de francs, en juin. Pour l'ensemble du semestre, toutefois, le solde des investissements de portefeuille est fortement déficitaire (-158,6 milliards de francs, soit -24,2 milliards d'euros), du fait de l'importance des achats de titres étrangers par les résidents (512,9 milliards, soit 78,2 milliards d'euros), comparativement aux acquisitions de titres français par les non-résidents (354,3 milliards, soit 54 milliards d'euros).

Les achats de titres étrangers par les *résidents* se sont élevés à 54,6 milliards de francs en juin. La bonne orientation des marchés boursiers explique en partie l'importance des achats d'actions étrangères (22,9 milliards de francs, contre 14,6 milliards en mai), notamment japonaises et américaines. En raison de la hausse des taux à long terme, les achats d'obligations étrangères ont été plus faibles qu'en mai (30,8 milliards de francs, contre 39 milliards).

On peut, en outre, souligner les dégagements sur instruments du marché monétaire (12 milliards de francs en juin, contre 8,6 milliards en mai), largement suscités par la volatilité observée sur les marchés de taux.

Les *non-résidents* ont intensifié leurs achats de titres français en juin. La forte progression du CAC 40, de l'ordre de 4,3 %, contribue à des achats sans précédent d'actions et titres d'OPCVM français (27 milliards de francs, contre 2,2 milliards en mai). Les achats d'obligations françaises sont en léger recul par rapport à mai (33,8 milliards de francs, contre 45,5 milliards), du fait de la hausse des taux à long terme qui a conduit les non-résidents à préférer le papier privé, plus rémunérateur, aux titres d'État (OAT et BTAN), dont les achats n'ont atteint que 9,2 milliards en juin, contre 23,4 milliards en mai.

La repentification de la courbe des taux a, par ailleurs, entraîné un report vers les titres du marché monétaire, qui ont fait l'objet d'une demande soutenue (7,1 milliards de francs en juin, après des dégagements de 8 milliards en mai).

Autres investissements

En juin 1999, les « Autres investissements » ont été à l'origine de sorties nettes de 45,4 milliards de francs, rompant avec le mouvement d'entrées nettes de capitaux enregistrés depuis le début de l'année. Ce mouvement est imputable à un accroissement conjoint des avoirs et des engagements, à hauteur de, respectivement, 215,9 milliards de francs et 170,5 milliards.

En ce qui concerne le secteur bancaire, les opérations des banques résidentes avec l'extérieur se sont soldées par des entrées nettes de 49,2 milliards de francs, découlant d'une diminution marquée des créances (50,9 milliards) accompagnée d'un fléchissement limité des engagements (1,7 milliard).

Les opérations libellées en euros expliquent en grande partie ce mouvement, avec une diminution des avoirs de 60,7 milliards de francs et des engagements de 31,6 milliards, soit un flux positif de 29,1 milliards. De même, les opérations en devises se sont soldées par des entrées nettes de 20,1 milliards de francs.

S'agissant des autorités monétaires, on enregistre des sorties nettes à hauteur de 81,1 milliards de francs, sous l'effet d'une augmentation concomitante des créances (262,5 milliards) et des engagements (181,4 milliards).

Les flux financiers des autres secteurs se sont traduits par des sorties nettes de 13,5 milliards de francs.

Avoirs de réserve

En juin 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 6,1 milliards de francs.

2. Les comportements monétaires et financiers

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire M3 s'est établi à 5,6 % en juillet 1999, après + 5,3 % en juin (chiffre révisé). Cette accélération s'explique par l'accentuation de la croissance des composantes de M2 et, plus particulièrement, celle des dépôts à vue, passée de + 13,4 % en juin à + 16,3 % en juillet. On note, en revanche, le moindre dynamisme de la croissance des titres d'OPCVM monétaires et des instruments du marché monétaire, dont l'encours a crû de 8,0 % en juillet, au lieu de 14,2 % en juin. En France, les mêmes tendances se retrouvent : la progression des titres d'OPCVM monétaires et des instruments du marché monétaire est revenue de + 13,1 % à + 9,2 %, alors que la hausse des dépôts à vue s'est accélérée, passant de + 6,1 % à + 10,5 % d'un mois à l'autre.

Dans la zone euro, la croissance annuelle des crédits s'est légèrement ralentie mais reste dynamique. Elle s'est établie à + 8,5 % en juillet, après + 8,9 % en juin. Le développement des

crédits au secteur privé a été un peu moins prononcé que le mois précédent (+ 9,9 %, après + 10,3 % en juin) et les concours au secteur public n'ont progressé que modérément (+ 0,5 % en juillet, au lieu de + 1,0 % en juin). En France, la croissance des crédits a également fléchi en juillet, revenant de + 5,0 % à + 4,4 %, du fait d'une moindre hausse des crédits au secteur privé (+ 5,4 %, après + 6,0 % en juin), tandis que les encours de crédits aux administrations publiques continuaient de se contracter (- 3,4 % en juillet, après - 2,6 % en juin 1999). L'accroissement de la dette des ménages s'est quelque peu accentué en juillet (+ 5,3 %, au lieu de + 5,1 %) et celui des sociétés s'est stabilisé à + 9,6 %, après + 9,5 % en juin. Le taux de croissance de l'endettement intérieur total sur douze mois a atteint + 5,8 % en juillet, en repli par rapport à la variation enregistrée en juin (+ 6,8 %), sous l'effet du ralentissement de la hausse de l'endettement de l'État.

Principaux indicateurs monétaires et financiers – Zone euro et France

	Encours en milliards d'euros (a)	Taux de croissance annuel en % (b)		Part dans la zone euro en %
	Juillet 1999	Juin 1999	Juillet 1999	Juillet 1999
ZONE EURO				
Billets et pièces en circulation	332,0	2,9	3,8	
+ Dépôts à vue	1 538,8	13,4	16,3	
= M1	1 870,7	11,4	13,8	
+ Dépôts à terme ≤ 2 ans	853,7	- 3,8	- 2,6	
+ Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	1 269,6	6,3	6,6	
= M2	3 993,9	6,2	7,6	
+ Pensions	161,7	- 16,1	- 23,2	
+ Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	378,2	14,2	8,0	
+ Titres de créance émis ≤ 2 ans	60,5	- 19,2	- 16,6	
= M3	4 594,2	5,3	5,6	
Crédits	6 153,6	8,9	8,5	
dont : Secteur privé	5 325,8	10,3	9,9	
FRANCE				
Principaux actifs monétaires				
Dépôts à vue	295,5	6,1	10,5	19,2
Comptes sur livrets	279,0	3,9	4,3	22,0
Dépôts à terme ≤ 2 ans	38,9	- 15,9	- 10,4	4,6
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	227,9	13,1	9,2	60,3
Crédits	1 040,1	5,0	4,4	16,9
dont : Secteur privé	928,3	6,0	5,4	17,4
Endettement intérieur total	1 899,7	6,8	5,8	
dont : État	634,4	5,2	2,9	
Sociétés	679,7	9,5	9,6	
Ménages	438,3	5,1	5,3	

(a) Dans ce tableau, les agrégats relatifs à un territoire donné mesurent les dettes ou les créances des institutions financières monétaires résidentes vis-à-vis des autres résidents (hors administration centrale). Toutefois, l'endettement intérieur total recouvre tous les financements obtenus par les résidents non financiers, quelle que soit leur forme ou leur origine.

(b) Les évolutions des agrégats européens et français sont, en principe, corrigées des variations ne résultant pas de transactions effectives (reclassements, changements de périmètre du secteur des IFM, passages en pertes, fluctuations de taux de change et autres effets de valorisation). Néanmoins, s'agissant des statistiques françaises détaillées, les taux de croissance des placements et de l'endettement répartis par agents, objets ou réseaux distributeurs ne font pour l'instant l'objet d'aucun ajustement. Les adaptations nécessaires seront apportées prochainement.

Sources : Banque de France, BCE

2.1. Placements intermédiés

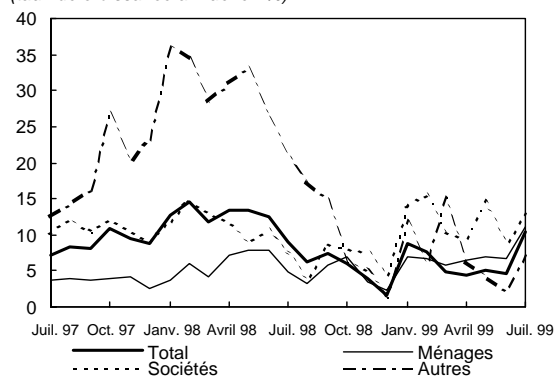
Accélération de la croissance des dépôts à vue des résidents

Le taux de croissance des dépôts à vue des résidents en France, toutes devises confondues, s'est accéléré en juillet : + 10,5 %, après + 4,7 % en juin :

- les dépôts à vue des ménages ont enregistré une progression plus soutenue que celle du mois précédent : + 11,1 %, après + 6,8 % ;
- la croissance des dépôts à vue des sociétés s'est accélérée : + 12,9 %, après + 8,7 % ;

Dépôts à vue par agents

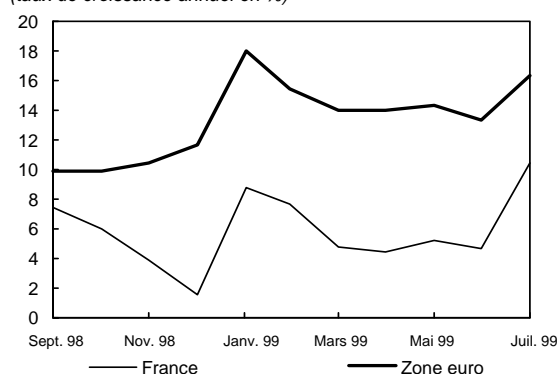
(taux de croissance annuel en %)



- enfin, les dépôts à vue des autres agents (organismes publics, administrations privées, OPCVM non monétaires, etc.) se sont fortement accrus : + 7 %, après + 2 %.

Dépôts à vue

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Le rythme de progression des dépôts à vue est demeuré, en France, inférieur à celui observé dans la zone euro, où ils ont progressé en juillet de 16,3 % sur un an.

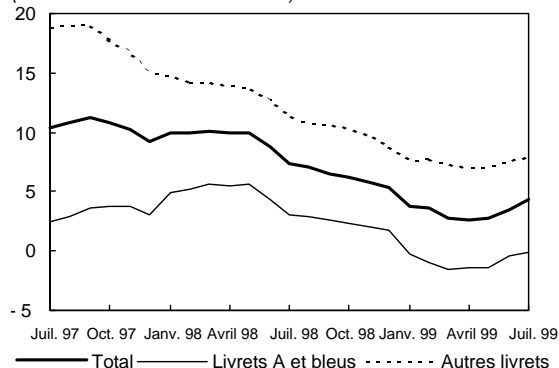
Poursuite de la reprise des comptes sur livrets

La croissance annuelle des comptes sur livrets s'est accentuée en juillet, avec un taux de + 4,3 % sur douze mois, après + 3,5 % en juin :

- le mouvement de repli qui affecte les livrets A et bleus depuis janvier 1999 s'est estompé : – 0,1 %, après – 0,4 % ;
- la progression annuelle des autres livrets est restée soutenue : + 7,9 %, après + 7,7 %.

Comptes sur livrets

(taux de croissance annuel en %)



La baisse de rémunération des produits à taux réglementés, qui a pris effet à compter du 1^{er} août 1999, devrait tempérer cette tendance.

Au plan européen, la progression annuelle des comptes sur livrets, qui entre dans la catégorie des *dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois*, a été, en juillet, voisine de celle constatée en juin (+ 6,6 %, après + 6,3 %) et demeure plus forte qu'en France.

Révision des données relatives au bilan des IFM entre septembre 1998 et juin 1999

L'ajustement des données mensuelles sur les données trimestrielles nouvellement collectées auprès des établissements de crédit a conduit à réviser les chiffres de septembre 1998 à juin 1999. Ces séries révisées sont diffusées pour la première fois dans le numéro de juillet 1999 des « Tendances monétaires et financières ».

Les modalités de cette révision appellent quelques explications.

La Banque de France collecte auprès des établissements de crédit des situations trimestrielles et des situations mensuelles. Les situations trimestrielles sont adressées par l'intégralité des établissements, avec un degré de détail différencié selon leur taille.

Les situations mensuelles, en revanche, sont adressées par une partie seulement des établissements de crédit, ceux qui, classés par tailles de bilan décroissantes, représentent 95 % du total de bilan global de la population. De surcroît, elles sont moins détaillées que les situations trimestrielles.

À chaque fin de trimestre, les états de déclaration trimestriels diffèrent des états mensuels correspondants d'un montant qui correspond à la fois aux erreurs de déclaration des établissements et à la différence dans les périmètres de collecte. Ce montant est désigné sous le terme de résidu.

Jusqu'en juin 1999, compte tenu de la réception tardive des états trimestriels entre septembre 1998 et mars 1999, ce résidu était calculé sur la base des données de juin 1998, qui ne comprenaient pas, notamment, de distinction entre euros et autres monnaies de répartition par durées initiales.

Depuis juillet 1999, le résidu est calculé à chaque fin de trimestre pour chaque série, et pour chaque informateur, à savoir les 14 plus gros établissements traités individuellement, les caisses d'épargne, le groupe des autres banques AFB, celui des autres établissements de crédit et celui des établissements ayant leur siège dans les DOM, et il est reporté sur les deux mois qui suivent l'arrêté trimestriel pour lequel il a été calculé.

Les révisions résultantes affectent principalement les dépôts à vue et les instruments négociables inclus dans M3. S'agissant des dépôts à vue, elles trouvent leur origine dans une sous-estimation du résidu pour les établissements établis dans les DOM, qui n'étaient pas inclus auparavant dans la masse monétaire. S'agissant des titres, les établissements de crédit semblent avoir des difficultés à estimer correctement dans des délais brefs le montant de leurs opérations de marché.

En ce qui concerne les contreparties de M3, les principales révisions affectent la position externe nette des IFM vis-à-vis du reste du monde et l'endettement non monétaire des établissements de crédit. Elles trouvent leur origine essentiellement dans la confusion opérée par nombre d'établissements de crédit entre les non-résidents de la zone euro et ceux du reste du monde, ainsi que d'une confusion entre les obligations de durée supérieure à deux ans, qui entrent dans l'endettement non monétaire des établissements de crédit, et les titres du marché monétaire.

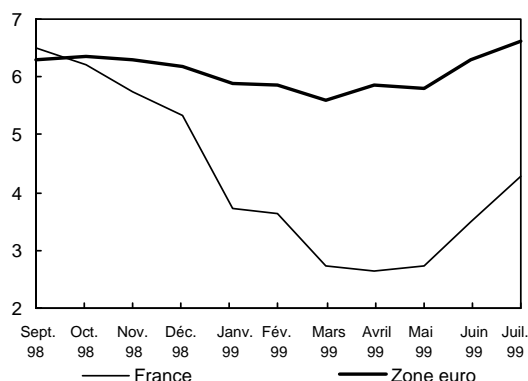
Impact des révisions sur les principaux actifs monétaires et sur l'endettement

(en milliards d'euros)

	Sept. 1998	Oct. 1998	Nov. 1998	Déc. 1998	Janv. 1999	Fév. 1999	Mars 1999	Avril 1999	Mai 1999	Juin 1999
Principaux actifs monétaires										
Dépôts à vue	2,6	2,6	2,6	3,1	3,1	3,0	9,4	4,6	5,7	1,5
Dépôts à terme d'une durée ≤ 2ans	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	1,6	1,1	1,1	1,0
Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	0,9	0,9	0,9	0,5	0,5	0,2	1,2	1,3	1,1	1,2
Titres d'OPCVM monétaires										
et instruments du marché monétaire	- 0,7	- 1,6	- 0,5	- 0,6	- 0,6	- 0,6	- 0,5	- 0,4	- 1,2	- 1,3
Crédits										
Crédits aux administrations publiques	0,9	0,9	- 1,8	- 0,8	- 0,8	- 0,8	0,0	0,0	- 0,1	- 0,1
Crédits au secteur privé	- 7,5	- 7,5	- 4,8	- 4,4	0,2	0,2	- 7,2	- 7,6	- 7,4	- 6,9
Endettement intérieur total	9,4	9,4	10,8	5,6	14,7	12,7	22,4	17,0	19,5	12,1
dont : État	0,7	- 1,1	- 0,2	- 0,1	2,9	1,9	11,0	6,0	7,1	- 0,3
Sociétés	5,8	7,4	7,4	7,2	10,4	12,6	10,8	10,5	11,2	10,6
Ménages	1,0	1,3	1,7	- 1,5	1,6	- 1,5	0	0	0	0,1

Dépôts remboursables avec préavis inférieur ou égal à 3 mois

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

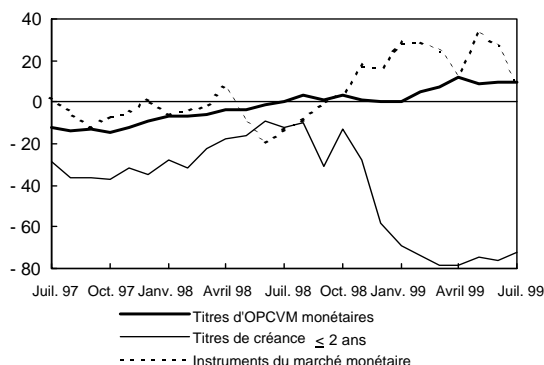
Ralentissement de la progression des placements monétaires à terme ou négociables

Ce mouvement reflète les évolutions suivantes :

- le repli des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est atténué (–10,3 % sur douze mois, après –19,2 % en juin) ;
- la progression des placements en certificats de dépôt des banques (instruments du marché monétaire) a sensiblement ralenti (+7,7 %, après +27,1 % en juin) ;
- les pensions ont, de nouveau, enregistré un fort repli (–19,2 %, après –21,0 % en juin) ;

Placements en titres monétaires

(taux de croissance annuel en %)

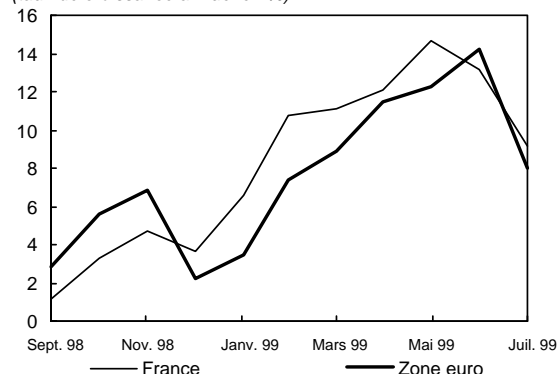


- les titres d'OPCVM monétaires, en hausse constante depuis janvier 1999, ont enregistré une hausse annuelle de 9,6 % en juillet, après +9,2 % en juin.

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 8,0 %, inférieur à celui de juin (+14,2 %), et aussi à celui observé en France en juillet (+9,2 %).

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

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

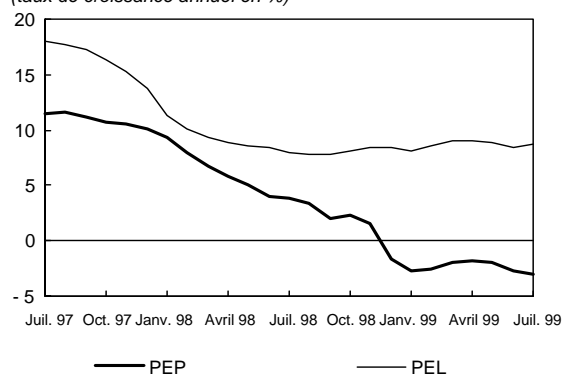
Stabilisation de la croissance des dépôts non monétaires

Au mois de juillet, les placements non monétaires ont progressé de +5,1 %, après +4,9 % en juin :

- la contraction des PEP s'est poursuivie à un rythme proche de celui du mois précédent : –3,0 %, après –2,8 % en juin. Cette tendance s'explique en partie par la venue à terme des premiers plans et par l'attrait persistant des placements concurrentiels tels que les produits d'assurance-vie ;
- les PEL ont maintenu un taux de croissance soutenu (+8,7 %, après +8,5 % en juin), les nouveaux dépôts étant principalement affectés aux plans les plus anciens. La baisse des taux des plans intervenue le 26 juillet 1999 ne devrait infléchir que légèrement cette progression.

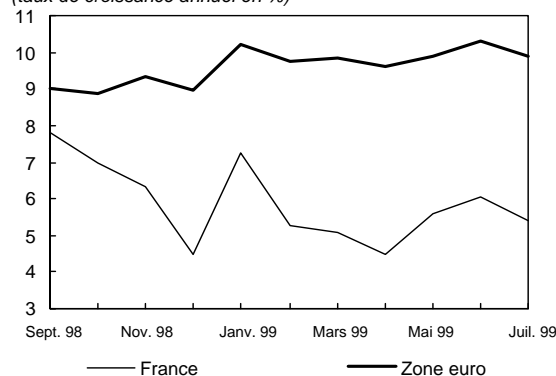
Principaux dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

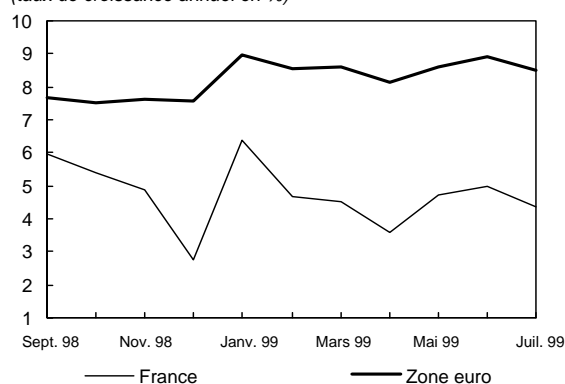
2.2. Endettement

Décélération de la distribution de crédit

Le taux de croissance annuel des crédits obtenus en France par les résidents auprès des IFM s'est ralenti, passant de + 5,0 % en juin à + 4,4 % en juillet. Il demeure inférieur à celui du crédit dans la zone euro, bien que ce dernier ait également fléchi.

Crédits

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

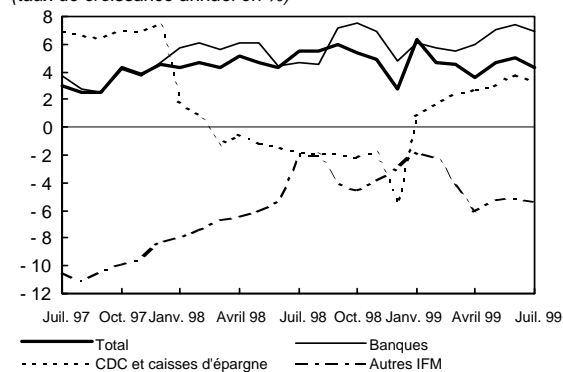
Croissance ralentie des crédits bancaires²

Le ralentissement de la distribution de crédit est constaté dans l'ensemble des réseaux distributeurs :

- la progression annuelle des crédits distribués par les banques est passée de + 7,3 % en juin à + 6,9 % en juillet ;
- celle des crédits obtenus auprès de la Caisse des dépôts et consignations et des caisses d'épargne est revenue de + 3,9 % en juin à + 3,3 % en juillet ;
- l'activité de crédit des autres institutions financières monétaires s'est à nouveau affaiblie : - 5,4 %, après - 5,1 % en juin.

Crédits par réseaux distributeurs

(taux de croissance annuel en %)



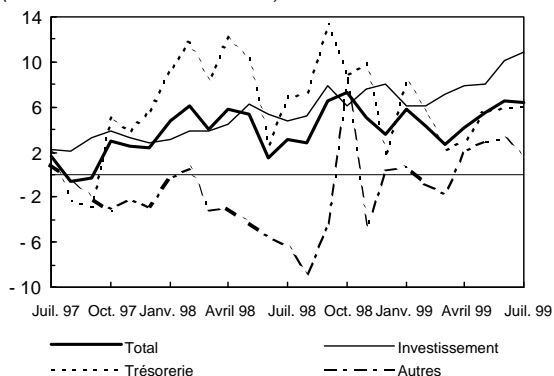
² Les taux de croissance commentés et illustrés dans cette section sont des glissements annuels calculés à partir des encours bruts de fin de mois.

Stabilisation de la croissance des crédits aux sociétés et aux ménages

La progression annuelle des crédits aux sociétés non financières s'est stabilisée (+ 6,4 % en juillet, après + 6,5 % en juin), notamment pour les crédits de trésorerie (+ 6,0 % pour les deux mois). En revanche, le dynamisme des crédits à l'investissement s'est légèrement accentué (+ 10,9 %, après + 10,1 % en juin) ;

Crédits des banques aux sociétés non financières

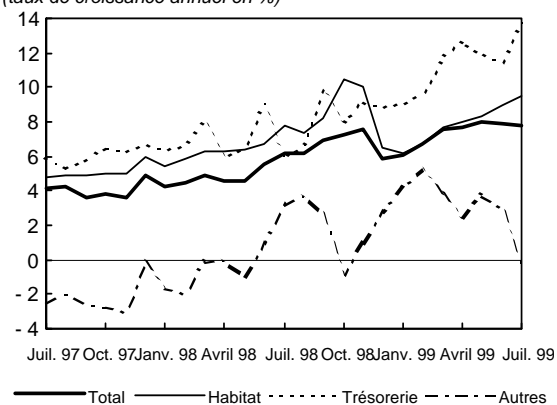
(taux de croissance annuel en %)



Le taux de croissance annuelle des crédits distribués aux ménages a été également stable (+ 7,8 %, après + 7,9 % en juin). Cependant, la répartition par objets de ces crédits montre une accélération de la distribution des crédits de trésorerie (de + 13,6 %, après + 11,4 % en juin) et des crédits à l'habitat (de + 9,5 %, après + 9,0 % en juin).

Crédits des banques aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



Le fléchissement du taux de croissance des crédits bancaires *stricto sensu*, qui sont les plus significatifs pour le financement du secteur privé, provient du ralentissement de la progression des crédits aux autres agents (hors sociétés non financières et ménages).

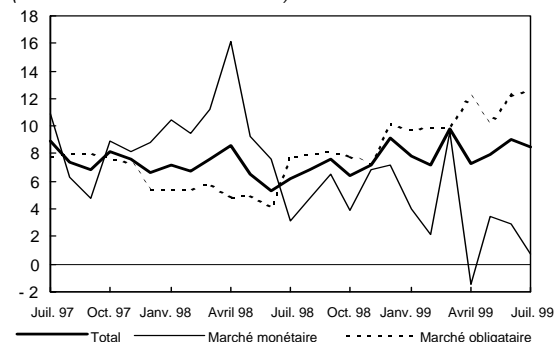
Ralentissement de l'endettement via les marchés internes

Le taux de croissance annuel de l'endettement des agents non financiers *via* les marchés internes s'est ralenti (+ 8,5 % en juillet, après + 9,0 % en juin), en raison du fléchissement des émissions intervenues sur le marché monétaire, alors que les émissions obligataires poursuivaient leur croissance :

- la progression annuelle de l'endettement monétaire s'est établi à + 0,8 %, après + 2,9 % le mois précédent : celle de l'encours des billets de trésorerie s'est accélérée sur un an (+ 36,3 %, après + 35,1 % en juin), mais l'encours des bons du Trésor s'est fortement contracté sur la même période (– 4,7 %, après – 1,2 % en juin) ;
- par ailleurs, le taux de croissance annuel de l'endettement obligataire s'est légèrement renforcé (+ 12,7 %, après + 12,2 % en juin), du fait de l'augmentation des émissions obligataires des sociétés non financières.

Endettement des agents non financiers via les marchés internes

(taux de croissance annuel en %)



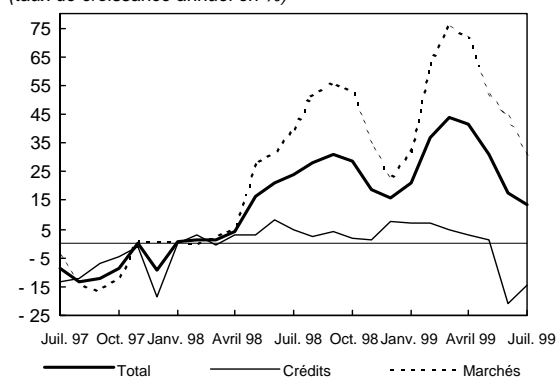
Poursuite de la décélération de l'endettement à l'étranger

La progression annuelle de l'endettement à l'étranger s'est établie à + 13,6 %, après + 17,5 % en juin, chiffre révisé ³ :

- les crédits obtenus auprès des non-résidents ont diminué de 14,5 % en rythme annuel, après – 20,9 % à fin juin, chiffre révisé ² ;
- le taux de croissance annuel de l'encours des obligations émises à l'étranger s'est également affaibli, s'établissant à + 30,6 %, après + 44,0 % en juin, chiffre révisé ².

Endettement des agents non financiers à l'étranger

(taux de croissance annuel en %)



Décélération de l'endettement intérieur total

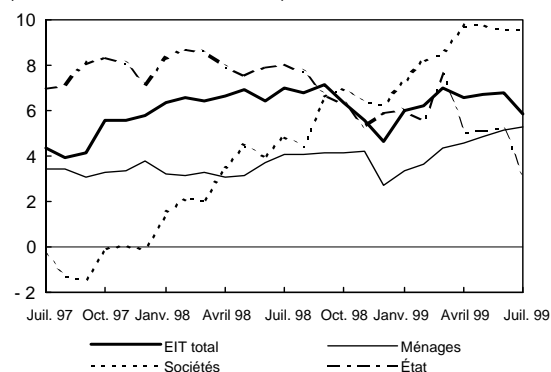
Globalement, le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total s'est infléchi d'un mois à l'autre (+ 5,8 %, après + 6,8 % en juin).

L'analyse des comportements d'endettement par agents fait, notamment, ressortir que :

- la progression annuelle de l'endettement de l'État s'est ralentie (+ 2,9 %, après + 5,2 % en juin) ;
- en revanche, le rythme de croissance annuel de l'endettement des ménages est demeuré soutenu (+ 5,3 %, après + 5,1 % en juin), ainsi que celui des sociétés non financières (+ 9,6 %, après + 9,5 % en juin).

Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



2.3. Taux d'intérêt bancaires

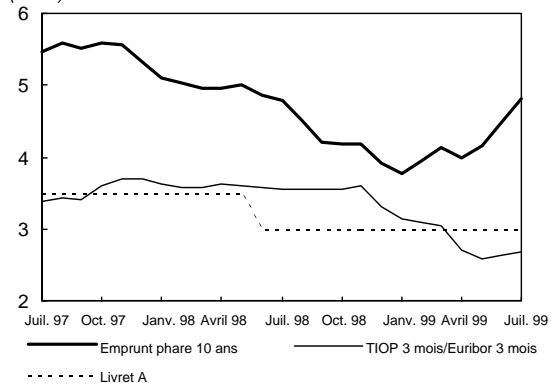
Augmentation de la pente des taux

Malgré une légère reprise de l'Euribor 3 mois, la pente des taux, mesurée par l'écart entre les taux du marché à court terme et à long terme, a continué à augmenter du fait de la hausse des taux à long terme, qui ont retrouvé un niveau proche de celui du mois d'août 1998.

Le livret A est resté supérieur à son plafond théorique, défini par la moyenne des taux courts minorés de 0,5 point. L'abaissement de son taux à 2,25 %, à compter du 2 août, ne devrait pas modifier cette situation.

Taux de marché et taux réglementés

(en %)



³ Suite à l'ajustement des données mensuelles sur les données trimestrielles exhaustives fournies par les établissements de crédit (cf. encadré).

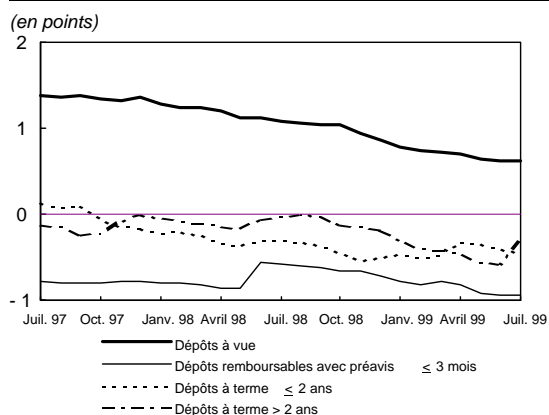
Réduction de la rémunération des dépôts moins rapide en France que dans la zone euro

Le taux de rémunération des dépôts à vue de la zone euro a poursuivi sa baisse, dans le sillage de la baisse générale des taux à court terme. L'écart avec la France, où ces dépôts ne sont pas rémunérés, a donc continué de se réduire.

En revanche, l'écart de rémunération s'est accru en faveur de la France pour les dépôts remboursables avec préavis inférieur ou égal à trois mois. En effet, cette catégorie étant principalement constituée, au niveau français, de produits à taux réglementés, elle n'a pas été affectée par la baisse des taux à court terme.

Pour les dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, l'écart de rémunération a diminué, la répercussion de la hausse des taux à long terme ayant été plus sensible en France que dans l'ensemble de la zone.

Rémunération des dépôts Écarts zone euro-France



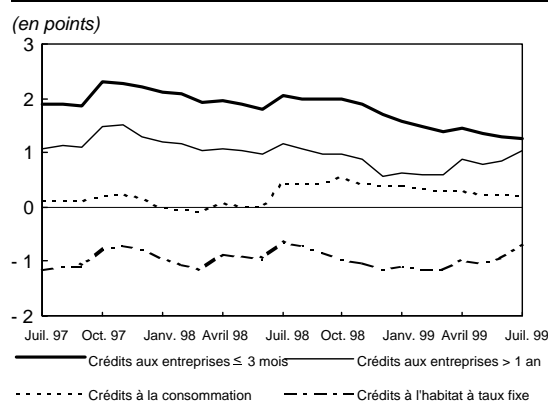
Sources : Banque de France, BCE

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

Au mois de juin, l'écart de taux entre la zone euro et la France a été stable en ce qui concerne les crédits aux particuliers. Les conditions débitrices appliquées aux prêts à l'habitat sont restées moins favorables en France, contrairement aux autres types de crédits.

L'écart de taux des prêts aux entreprises à moins d'un an s'est légèrement resserré, tandis que celui des prêts à plus d'un an s'est maintenu à un niveau proche de celui du mois d'avril.

Coût du crédit Écarts zone euro-France



Sources : Banque de France, BCE

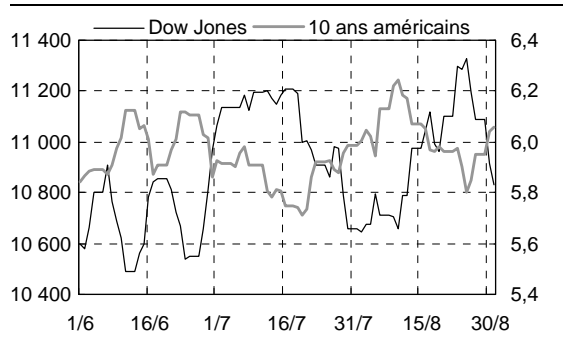
3. Les marchés de capitaux

3.1. Les marchés financiers internationaux en août 1999

Les principaux développements sur les marchés internationaux de capitaux au cours du mois d'août ont été : le resserrement de la politique monétaire américaine, la force persistante du yen, la poursuite de la remontée des taux obligataires et la bonne orientation des marchés boursiers dans la zone euro, et des tensions perceptibles sur certains marchés émergents.

Le resserrement de la politique monétaire américaine

**Indice Dow Jones
et taux de rendement
des titres d'État américains à 10 ans (annualisé)**



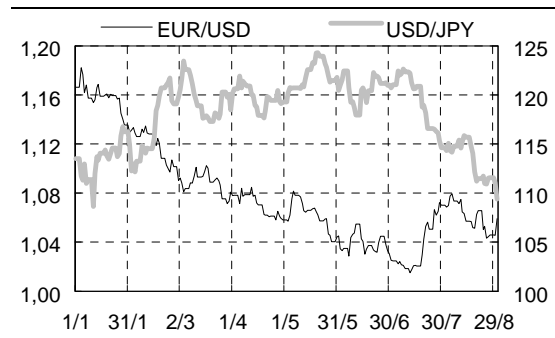
Le Comité fédéral de l'*Open Market* a décidé, lors de sa réunion du 24 août, de remonter le taux objectif des fonds fédéraux et le taux d'escompte de 25 points de base, à 5,25 % et 4,75 % respectivement. Ce resserrement monétaire, accompagné par l'annonce du maintien d'un biais neutre, a été principalement motivé par la croissance toujours forte de la demande domestique américaine et les tensions persistantes sur le marché du travail américain. Cette décision a alimenté le net rebond enregistré par les marchés d'actifs financiers américains depuis le milieu du mois d'août. D'une part, le marché boursier a repris sa tendance haussière interrompue entre mi-juillet et mi-août : le gain sur le mois passé s'est établi à 1,65 % pour l'indice Dow Jones.

D'autre part, le marché obligataire, qui avait poursuivi jusqu'à la mi-août sa dégradation entamée mi-juillet, s'est par la suite retourné, les rendements perdant 5 points de base à 10 points de base, selon les échéances. En toute fin de période, de nouvelles tensions sont apparues sur les rendements obligataires.

La force persistante du yen

Au cours du mois d'août, le yen s'est renforcé contre dollar de plus de 3 % et s'est apprécié contre euro à hauteur de 5,45 %. Les signes de reprise économique (révision à la hausse de la progression du PIB au cours du deuxième trimestre, hausse marquée de la production industrielle au mois de juin) ont favorisé ces évolutions.

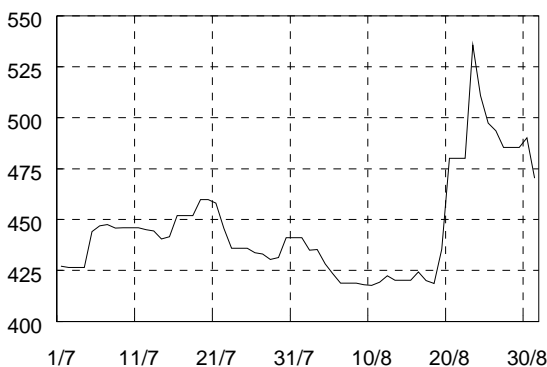
Euro/dollar et dollar/yen



Les investisseurs non résidents ont, en effet, poursuivi leurs réallocations de portefeuille en faveur des actions japonaises. Les valeurs bancaires, après l'annonce d'une alliance entre trois grandes banques nippones, ont particulièrement été recherchées. Par ailleurs, la clôture des comptes semestriels au Japon, au mois de septembre, entraînant des rapatriements de fonds, a constitué un facteur de soutien du yen. Enfin, la remontée récente des taux obligataires au Japon a incité les opérateurs nippons à réorienter leurs flux d'investissement vers leur marché obligataire domestique.

Pour autant, les participants de marché restent prudents quant à l'éventualité d'une intervention de la Banque du Japon sur les marchés de change pour empêcher une « appréciation prématurée » du yen.

Indice boursier des banques japonaises

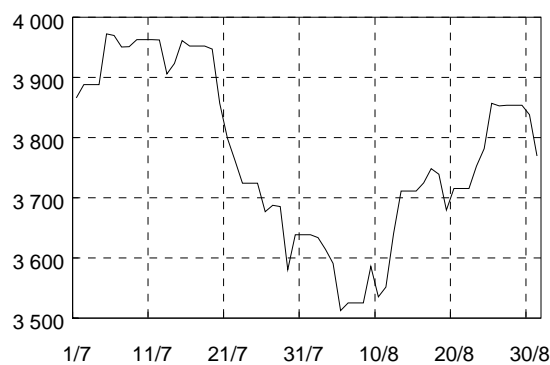


La poursuite de la remontée des taux obligataires et la bonne orientation des marchés boursiers dans la zone euro

L'évolution rapide récente de l'agrégat M3 et la multiplication des signes de reprise économique au sein de la zone euro ont alimenté la poursuite de la hausse des rendements obligataires. Ceux-ci ont progressé de 10 points de base à 15 points de base, selon les échéances. Par contagion, les tensions enregistrées sur le marché obligataire américain, au cours de la première partie du mois d'août, ont aussi pesé sur les taux longs de la zone.

Par ailleurs, ces meilleures perspectives économiques ont favorisé la bonne tenue des marchés boursiers européens : l'indice EuroStoxx 50 a ainsi progressé de près de 4 % et l'indice CAC 40 a enregistré un gain de 4,7 %.

Indice EuroStoxx 50



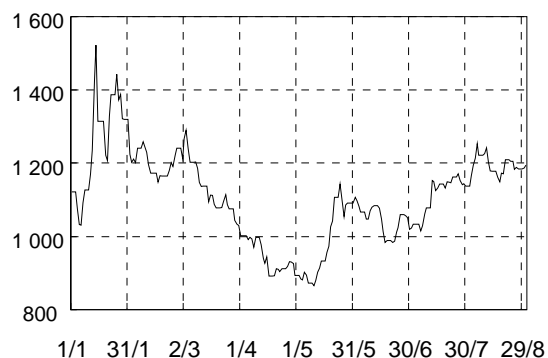
Des tensions perceptibles sur certains marchés émergents

Des facteurs de risque concernant certains pays émergents, déjà visibles au cours des mois précédents, se sont confirmés en août. Les rumeurs de dévaluation du yuan ont persisté, alors que les autorités politiques chinoises ont, pour la première fois, envisagé publiquement un ajustement du taux de change. Au Brésil, la montée de l'opposition politique au président Cardoso a suscité des inquiétudes quant à la poursuite des réformes. La Banque centrale a été conduite à intervenir sur les marchés de change pour soutenir le real. En Argentine, les incertitudes sur le maintien de l'actuel régime de change subsistent.

En outre, le défaut de paiement de l'Équateur sur les titres Brady et l'annonce d'une restructuration de cette dette, dans un contexte macroéconomique et financier très dégradé, ont constitué un facteur nouveau alimentant l'élargissement de l'écart de rendement des dettes des pays émergents vis-à-vis de la dette américaine.

Écart de rendement entre dettes des pays émergents et dette américaine

(en points de base)



3.1.2. L'activité financière de la place de Paris

Comme chaque année, le mois d'août a été marqué par une réduction de l'activité sur la place de Paris, plus ou moins sensible selon les marchés. Néanmoins, les marchés d'actions, bien orientés, ont connu une baisse d'activité bien moindre que celle des marchés de taux.

Sur le marché interbancaire, les volumes quotidiens moyens traités sur l'Eonia ont baissé de 17 % par rapport aux volumes moyens constatés sur les sept premiers mois de l'année 1999. La pente de la courbe des taux à court terme s'est de nouveau accentuée, sous l'influence principalement de la multiplication des signes du redressement des économies européennes.

Dans des volumes de transaction stables par rapport au mois de juillet, *l'activité du marché de la pension livrée* a été marquée par une augmentation de la part des pensions à taux fixe au détriment des pensions à taux variable. Ce phénomène s'est accompagné d'une concentration des transactions sur les échéances courtes.

Sur le marché des bons du Trésor, les émissions ont été marquées par une baisse sensible des ratios de couverture et une tension des taux, également perceptible sur le marché secondaire. Les titres publics à court terme sont néanmoins restés très recherchés, notamment par rapport aux *swaps*, l'écart de taux entre ces deux catégories d'instrument se maintenant à un niveau relativement élevé.

Sur le marché des titres de créances négociables, l'encours global des titres en circulation s'est élevé à 229,9 milliards d'euros à la fin du mois d'août, contre 224,3 milliards à fin juillet. Cette légère augmentation, en regard d'un faible niveau d'activité, marque un redressement, après la baisse observée à la fin du premier semestre. La hausse la plus sensible concerne l'encours des certificats de dépôt, qui a crû de 5,7 milliards d'euros.

Dans un contexte marqué par la hausse des taux à long terme, mais aussi par la traditionnelle pause du mois d'août sur le marché parisien, *le montant des émissions brutes obligataires* réglées par les résidents a fortement baissé d'un mois à l'autre.

Il dépasse à peine 3 milliards d'euros, contre 12,2 milliards en juillet, soit une diminution de plus de 73 %, imputable essentiellement à la baisse des capitaux levés par les sociétés non financières et les établissements de crédit. Les remboursements se sont élevés à 2,1 milliards d'euros, ramenant le montant global des émissions nettes à 1,2 milliard. Au cours des huit premiers mois de l'année 1999, les émissions brutes se sont élevées à 72,3 milliards d'euros, en hausse de 40 % par rapport à la période correspondante de 1998.

Comme c'est le cas depuis janvier 1999, la totalité des titres réglés en août a été émise en euros, portant — en l'absence de nouvelle conversion — l'encours nominal de la dette en euros à 76 % du total des encours nominaux des résidents sur la place de Paris.

Sur le marché secondaire obligataire, les taux longs européens se sont montrés très volatils, fluctuant dans une bande comprise entre 4,86 % et 5,21 %, tout en demeurant orientés à la hausse du fait de l'amélioration des perspectives de croissance dans la zone euro. Au total, le rendement de l'emprunt phare à 10 ans français s'est tendu de 8 points de base, clôturant à 5,03 % le 31 août. Cette tension s'est accompagnée d'un nouveau renchérissement relatif des conditions des emprunts du secteur privé, reflétant une réappréciation du risque de crédit et le jeu de facteurs techniques.

À la Bourse de Paris, l'activité a été soutenue du fait de diverses opérations de rapprochement. Les volumes de transactions se sont accrus de plus de 40 % par rapport au mois d'août 1998 et n'accusent qu'une baisse modérée par rapport au mois de juillet 1999. Le CAC 40 s'est apprécié de 4,7 % d'une fin de mois à l'autre, malgré la correction qui a caractérisé la première décade du mois, dans le sillage du mois précédent.

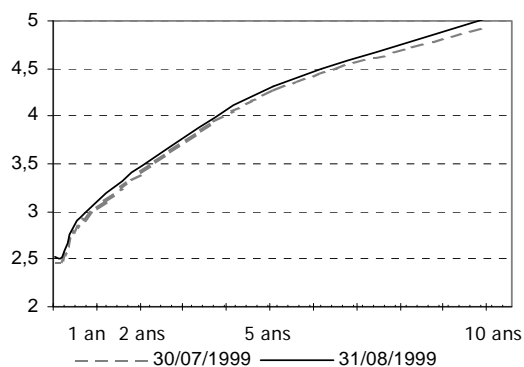
Le ralentissement du rythme de progression annuel des *encours de titres d'OPCVM* observé depuis mai s'est interrompu (+ 14,6 %, après + 12,6 % en juillet). Ce mouvement reflète essentiellement l'incidence de l'augmentation des cours sur la valeur des titres des OPCVM actions et le maintien de l'intérêt des souscripteurs pour les placements monétaires.

Activité financière sur la place de Paris Vue d'ensemble

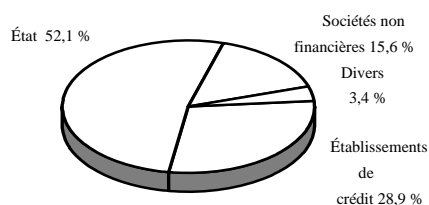
Titres d'État

Courbe des taux de rendement

(en %)

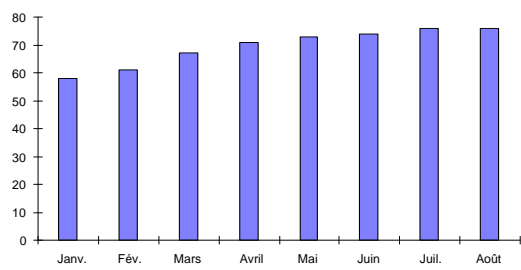


Obligations – Encours nominaux (résidents) Ventilation par secteurs émetteurs – Août 1999



Encours nominal de la dette obligataire en euros

(en %)

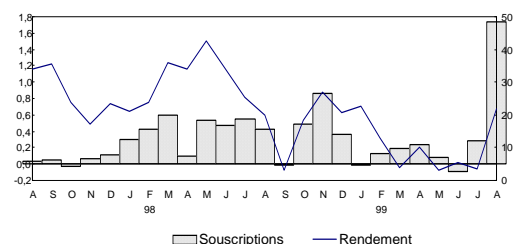


Sicav monétaires

Souscriptions nettes et rendement

en milliards d'euros

en %



Source : Fininfo

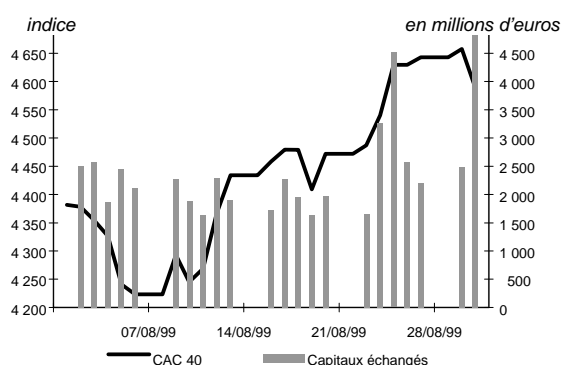
Obligations et titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en août 1999		Encours à fin août 1999
	brutes	nettes	
BTF et BTAN	12,20		201,00
Certificats de dépôt négociables	63,80	5,70	118,50
BMTN	0,60	- 0,60	62,40
Billets de trésorerie	38,20	0,50	49,00
Obligations	3,28	1,23	732,64
– État	2,58	2,58	381,76
– Établissements de crédit et assimilés	0,50	- 1,29	211,49
dont : Devises			0,92
– Sociétés non financières	0,20	- 0,01	114,47
– Autres émetteurs résidents	–	- 0,05	24,92

Bourse de Paris

Cours et volume traité



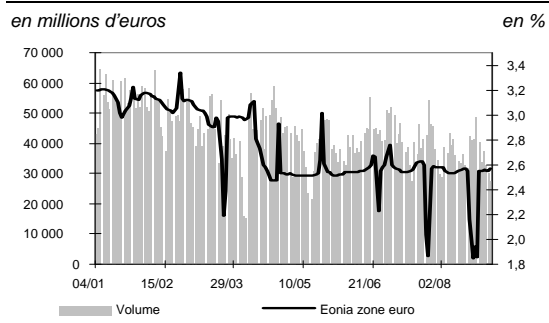
3.2. Le marché interbancaire

Au cours du mois d'août, l'activité du marché interbancaire au jour le jour s'est réduite sensiblement, le volume moyen quotidien des prêts pour l'ensemble de la zone euro s'établissant à 36,7 milliards d'euros, à comparer au volume moyen traité de 44,2 milliards depuis le début de l'année. La part des banques françaises est restée prépondérante, avec 48,4 % des montants échangés. Sur l'ensemble de la période de réserves considérée (24 juillet-23 août), la moyenne du taux Eonia s'est établie à 2,46 %, en baisse sensible par rapport à la moyenne observée lors de la période précédente (2,54 %). À noter que l'Eonia est descendu, le 23 août, à 1,86 %, niveau le plus bas observé depuis le début de l'année, que l'on peut expliquer par le maintien, au sein de la zone euro, d'une situation de liquidité abondante jusqu'à la fin de période.

Le mois sous revue s'est également caractérisé par une nouvelle accentuation de la pente de la courbe des taux sur les échéances de 3 mois à 12 mois, dans le sillage des évolutions enregistrées sur le marché des *futures* (+ 6 points de base et + 11 points de base, respectivement, pour les taux implicites des contrats Euribor mars 2000 et juin 2000). Des indicateurs économiques attestant une reprise de la croissance en Europe

— notamment en France — plus franche que prévu influencent, en effet, les intervenants du marché. Certains d'entre eux ont construit des scénarios de hausse des taux directeurs en Europe déterminant des stratégies de couverture et de réduction de la sensibilité des positions de taux.

Marché interbancaire au jour le jour



L'activité du marché de la pension livrée sur titres d'État français s'est inscrite au même niveau qu'en juillet, mettant fin à la décrue du mois de juin. Les volumes traités ont atteint 542 milliards d'euros au total sur le mois, soit 24,6 milliards par jour en moyenne.

Cependant, la stabilisation des volumes est allée de pair avec une *modification de la répartition de l'activité entre pensions à taux fixe et à taux variable*. Ainsi, la part des premières dans le volume global a progressé de 47 % en juillet à 49 %, confortant un mouvement amorcé au mois de mai et correspondant au fait que les intervenants de marché n'attendent plus de baisse des taux de la part de la BCE, voire anticipent une hausse à plus ou moins longue échéance. Cette progression du volume de l'activité à taux fixe (263 milliards d'euros en août, contre 256 milliards en juillet) s'est accompagnée d'une baisse de 4 % de celui traité sur les pensions à taux variable (279 milliards en août, contre 290 milliards en juillet). De même, *au plan des instruments sous-jacents*, on a assisté sur la période à une légère redistribution de l'activité en défaveur des OAT, dans le prolongement d'un mouvement amorcé au mois de mai : les volumes traités sur ce marché sont ainsi revenus de 322 milliards d'euros en juillet à 305 milliards.

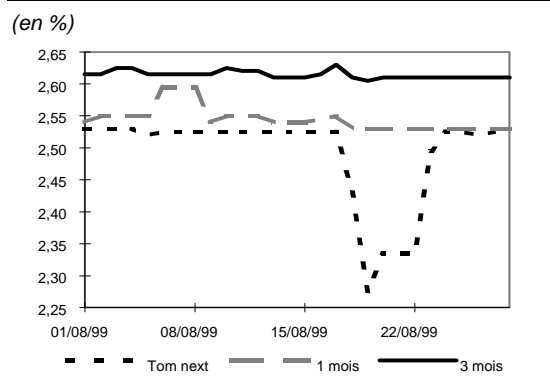
À la différence de juillet, où le compartiment bénéficiaire de ce report d'activité était celui des BTAN, en août, c'est le volume des pensions livrées sur BTF qui a progressé, de 42 milliards d'euros à 64 milliards. Cette évolution correspond à des stratégies de réduction de durée des portefeuilles. La concentration des transactions sur les échéances courtes s'est accentuée, les opérations d'échéance inférieure ou égale à la semaine représentant 79 % du total en août, contre 67 % en juillet, dont 51 % négociées en *overnight*, contre 41 % sur la période précédente.

Activité sur le marché de la pension livrée

	Juillet 1999		Août 1999	
	Volume en milliards d'euros	Part en %	Volume en milliards d'euros	Part en %
OAT	322	59	305	56
Pensions à taux fixe	149	27	150	27
Pensions à taux variable	173	32	155	29
BTAN	182	33	173	32
Pensions à taux fixe	89	16	88	16
Pensions à taux variable	93	17	85	16
BTF	42	8	64	12
Pensions à taux fixe	18	3	25	5
Pensions à taux variable	24	5	39	7
TOTAL	546	100	542	100
Pensions à taux fixe	256	47	263	49
Pensions à taux variable	290	53	279	51

Source : Sicovam SA

Taux des pensions livrées



La prise en compte du passage à l'an 2000 sur le marché monétaire et le marché des TCN

Les établissements de crédit et plus généralement l'ensemble des acteurs financiers ont engagé de longue date les analyses et les adaptations informatiques destinées à prévenir les risques du bogue de l'an 2000. En particulier, les dispositions mises en œuvre pour le basculement vers l'euro, le 1^{er} janvier 1999, intégraient déjà pleinement cette préoccupation, et la coordination des travaux se fait dans le cadre, qui a fait ses preuves, du dispositif interbancaire mis en place pour la préparation à la monnaie unique.

Au-delà de ces mesures techniques, les autorités de place ont prévu que la journée du 31 décembre serait considérée comme un jour non ouvré. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a ainsi décidé de fermer ce jour-là l'ensemble des systèmes nationaux de règlement brut en temps réel composant Target (TBF pour la France). En France, conformément à la recommandation de l'Afecei, les autres systèmes interbancaires de paiement et de règlement seront également fermés ce même jour. Il en est de même des systèmes de négociation, de compensation et de règlement-livraison (Relit et RGV) des marchés gérés par le groupe ParisBourse SA et Sicovam SA. Le Conseil des marchés financiers a, par ailleurs, publié le 18 juin 1999 un communiqué recommandant notamment d'éviter les opérations arrivant à échéance ou débutant le 31 décembre 1999.

Quant aux aménagements de positions opérés par les divers acteurs du marché monétaire, leurs effets sont perceptibles dans les principaux compartiments d'activité.

Sur le marché interbancaire

Le passage de fin d'année génère traditionnellement des tensions sur le coût de la liquidité. Cette année, le passage de millénaire accentue le phénomène, les intervenants cherchant par sécurité à réduire l'importance de leurs positions et à en améliorer relativement la liquidité. À partir des cotations disponibles sur différents instruments du marché de l'argent à court terme, il est possible d'estimer un taux au jour le jour anticipé sur la période du 30 décembre 1999 au 3 janvier 2000, en supposant que les tensions éventuelles de ce taux ne se produiraient que sur cette phase de quatre jours.

Taux au jour le jour anticipés

(mise à jour au 2 septembre 1999)

(en %)

Instrument	Taux au jour le jour sur le « passage »
Dépôt (taux Euribor)	13,03
Swap Eonia	5,85
Pension « en vrac »	4,88

Ces taux anticipés tirés d'observations instantanées des conditions de marché ont un caractère théorique. Ils tendent néanmoins à confirmer que c'est sur le marché interbancaire du dépôt en blanc que la tension est la plus nette. Un phénomène analogue est perceptible sur le marché américain, où le taux au jour le jour actuellement anticipé sur le passage atteint plus de 16,5 %. En revanche, l'impact est moindre sur le marché des instruments hors bilan, sans échange de fonds, ce qui traduit le fait que, pour l'heure, le passage du millénaire donne lieu principalement à des aménagements de trésorerie liés à des comportements de précaution. Ce renchérissement du coût de la liquidité est illustré par le fait qu'actuellement les dépôts interbancaires à 1 mois s'effectuent à un taux supérieur de 5 points de base au taux de swap alors que les dépôts interbancaires à 4 mois sont cotés à 30 points de base au-dessus de ce même taux. Sur le marché de la pension livrée, l'impact est également atténué en raison de la faculté qu'ont les établissements à mobiliser des actifs éligibles aux opérations du SEBC.

.../...

Sur le marché des titres de créances négociables

Les émetteurs de titres de créances négociables ont, à l'occasion du renouvellement d'opérations au mois de juillet 1999, commencé à adapter leur gestion de trésorerie pour limiter le montant des lignes à renouveler autour du 31 décembre. On observe les deux points suivants.

- Une forte progression, depuis le mois de juin 1999, des émissions venant à échéance en janvier 2000

Titres d'échéance janvier 2000

	Mois d'émission		
	Juin	Juillet	Août
Certificats de dépôt (en millions d'euros)	183	3 770	2 533
Part dans l'ensemble des émissions de la période (en %)	0,3	3,58	3,97
Billets de trésorerie (en millions d'euros)	159	1 127	1 704
Part dans l'ensemble des émissions de la période (en %)	0,5	2,25	4,46

- En corollaire, un renchérissement relatif des rendements des titres émis sur chacun des deux marchés (certificats de dépôt et billets de trésorerie)

L'écart entre les taux de ces TCN et celui du swap contre Eonia est passé progressivement de – 9 points de base en mai à + 26 points de base en août sur le marché des certificats de dépôt, et de + 5 points de base en juin à + 28 points de base en août pour les billets de trésorerie.

Compte tenu du caractère atypique de la période de fin d'année et des aménagements introduits progressivement par les intervenants des marchés pour gérer le passage, des comportements de précaution pourraient conduire à deux sortes de déséquilibres : des fluctuations inhabituelles du besoin de refinancement des banques, en raison d'une demande accrue de billets de banque, par exemple, et des perturbations de la répartition de la liquidité entre banques, certaines pouvant désirer conserver une liquidité supérieure à leurs besoins. Dans cette perspective, la BCE a annoncé le 11 août 1999 que ses opérations de politique monétaire devraient suffire à répondre à un éventuel surcroît de demandes de monnaie centrale. Le dispositif de l'Eurosystème est, en effet, suffisamment souple et doté de mécanismes conçus pour faire face sans encombre à l'éventualité d'un accroissement substantiel de la demande de monnaie centrale.

- Le calibrage des opérations principales de refinancement et à plus long terme permettra, bien entendu, de gérer les fluctuations anticipées de la liquidité bancaire.
- Les facilités permanentes (facilité de dépôt et de prêt marginal) permettront de faire face de façon automatique à toute fluctuation de la liquidité de banque centrale. L'efficacité de cet instrument est assurée par son large accès (tout établissement de crédit de la zone pouvant participer aux opérations de politique monétaire) et par la large gamme de garanties mobilisables pour la facilité de prêt. S'agissant des banques françaises, il convient de rappeler qu'elles disposent, outre une large gamme de titres français et étrangers, d'un encours de 25 milliards d'euros de créances privées.
- Les opérations de réglage fin — conduites avec un cercle réduit de contreparties — pourront être éventuellement utilisées pour répondre à une demande ponctuelle de liquidité.
- La constitution en moyenne des réserves obligatoires sur une période d'un mois (en l'occurrence, du 24 décembre au 23 janvier) assure une réelle flexibilité pour la gestion des trésoreries bancaires. À titre indicatif, les établissements de crédit français disposent actuellement en moyenne de 18 milliards d'euros d'avoirs en compte à la Banque de France, volant sur lequel ils peuvent agir à tout moment en cours de période de réserves pour faire face à des besoins de liquidité temporaires et imprévus.

3.3. Les titres d'État

3.3.1. Le marché primaire

Adjudications des bons du Trésor à taux fixe

Date d'adjudication	Catégorie	Durée	Servi	Ratio de couverture	Taux actuariel annuel moyen
	(a)		(b)		
2 août 1999	BTF	13 sem.	1 025	3,38	2,48
2 août 1999	BTF	49 sem.	550	3,77	3,07
9 août 1999	BTF	13 sem.	1 056	2,88	2,53
9 août 1999	BTF	27 sem.	525	3,42	2,82
16 août 1999	BTF	13 sem.	1 657	2,58	2,56
16 août 1999	BTF	47 sem.	566	3,61	3,08
19 août 1999	BTAN 3,0 %	2 ans	1 626	2,78	3,39
19 août 1999	BTAN 3,5 %	5 ans	1 272	2,44	4,24
23 août 1999	BTF	13 sem.	1 711	2,71	2,57
23 août 1999	BTF	25 sem.	717	2,99	2,78
30 août 1999	BTF	13 sem.	1 028	4,56	2,52
30 août 1999	BTF	45 sem.	513	0,97	3,09

(a) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés

BTAN : Bons du Trésor à intérêts annuels

(b) En millions d'euros

Afin de faire face à des tombées d'échéances importantes, le Trésor a procédé à des adjudications plus conséquentes qui ont permis de résorber en partie le manque de liquidité observé depuis trois mois sur les échéances inférieures à six mois. Dans ce contexte et dans le sillage des tensions enregistrées sur les autres secteurs de la courbe des rendements, les taux moyens pondérés (TMP) des émissions de BTF 3 mois se sont tendus de 8 points de base entre l'adjudication du 2 août et celle du 23 août.

Les adjudications de BTF 6 mois ont également moins suscité de demandes qu'au cours du mois précédent. Toutefois, les taux à l'émission se sont légèrement détendus lors de la seconde adjudication du mois.

Le TMP des émissions de BTF 1 an s'est maintenu au voisinage de 3,08 % au cours du mois pour des volumes adjugés de l'ordre de 500 millions d'euros à chaque opération.

L'adjudication du 30 août a été marquée par un volume important de tombées (5 399 millions d'euros, contre 1 500 millions en moyenne), ce qui a conduit pour le BTF 3 mois à un ratio de couverture en forte hausse (4,56, contre 3,20 en moyenne sur les autres adjudications du mois).

Le Trésor a également procédé au réabondement de 1 626 millions d'euros de BTAN 2 ans et de 1 272 millions d'euros de BTAN 5 ans avec des ratios de couverture en baisse, sur le 2 ans comme sur le 5 ans.

Émissions d'obligations (État)

(en millions d'euros)

Date de règlement	Juin 1999	Juillet 1999	Août 1999	8 mois 1999
OAT émises par voie d'adjudication				
OAT TEC 10 Janvier 2009				
Valeur nominale	456			1 005
Prix d'émission	100,05			
Émission brute	456			1 000
OAT 4 % Avril 2009				
Valeur nominale				12 550
Prix d'émission				
Émission brute				12 546
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale		576		2 562
Prix d'émission		100,88		
Émission brute		581		2 577
OAT 4 % Octobre 2009				
Valeur nominale	2 522	2 828	2 224	10 596
Prix d'émission	96,71	95,20	91,42	
Émission brute	2 439	2 693	2 033	10 165
OAT 5,50 % Avril 2029				
Valeur nominale		540	495	1 907
Prix d'émission		101,59	96,98	
Émission brute		549	480	2 015
OAT destinées aux particuliers				
OAT 4 % Avril 2009				
Valeur nominale				386
Prix d'émission				
Émission brute				393
OAT 4 % Octobre 2009				
Valeur nominale	62	70	71	263
Prix d'émission	98,76	97,25	93,47	
Émission brute	61	68	66	255
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale	52	11	4	152
Prix d'émission	104,49	103,31	100,98	
Émission brute	54	12	4	155
TOTAL				
Valeur nominale	3 092	4 025	2 794	29 420
Émissions brutes	3 010	3 903	2 583	29 109
Amortissements				11 597
Émissions nettes	3 010	3 903	2 583	17 512

Au cours du mois sous revue, les émissions brutes de l'État se sont élevées à 2,6 milliards d'euros (3,9 milliards en juillet). La part de l'État représente 78,7 % de la collecte des résidents du mois d'août sur la place de Paris et plus de 52 % des encours du marché parisien en fin de période. Les fonds ont été levés sur l'OAT 4 % octobre 2009 et sur l'OAT 5,50 % avril 2029. Lors de l'adjudication du 5 août 1999, qui portait sur les deux lignes d'OAT, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 2,7 milliards d'euros, auxquels il faut ajouter 34 millions d'euros de soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'emprunt à 10 ans s'est établi à près de 5,10 %, en hausse de 51 points de base par rapport à l'adjudication du 1^{er} juillet 1999. Le rendement actuariel de l'OAT 5,50 % avril 2029 s'est établi à 5,71 %, en hausse de 32 points de base par rapport à l'adjudication de juillet 1999.

Les souscriptions auprès des personnes physiques (du 1^{er} août au 25 août) ont porté sur l'OATi 3 % juillet 2009 et sur l'OAT 4 % octobre 2009. Le règlement de ces deux lignes s'est établi à 75 millions d'euros, en baisse de plus de 7 % par rapport au mois précédent. Les rendements actuariels ont été fixés à 2,93 % pour l'OATi 3 % juillet 2009 et 4,83 % pour l'OAT 4 % octobre 2009.

À la fin des huit premiers mois de l'année 1999, l'État avait réalisé près de 65 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 45 milliards d'euros.

Sur la même période, l'abondement de la ligne d'OATi juillet 2009 a représenté plus de 2,7 milliards d'euros, soit plus de 9 % du montant émis par l'État depuis janvier 1999. Sur cette ligne, l'État a ainsi réalisé plus de 45 % de ses prévisions de l'année, qui portent sur un montant programmé de 6 milliards d'euros.

3.3.2. Le marché secondaire

Bons du Trésor

Sur l'ensemble du mois d'août, les cours des bons du Trésor se sont légèrement repliés. Les titres jusqu'à 2 ans ont été les plus vendus : les taux du 3 mois, 6 mois, 12 mois et 24 mois se sont ainsi tendus de, respectivement, 4 points de base, 5 points de base, 6 points de base et 8 points de base.

Les BTF sont toutefois restés très demandés. Les *spreads* entre les rendements des titres et les taux des *swaps* continuent à être relativement élevés, notamment sur le secteur court de la courbe des taux — où ils se maintiennent à une vingtaine de points de base —, confirmant l'intérêt manifesté par les investisseurs pour les titres d'État français.

Écart de taux au sein de la zone euro au 31 août 1999

(en points de base)				
Maturité	France	Allemagne	Italie	Belgique
3 mois	2,52	ns	9	9
6 mois	2,83	ns	19	11
12 mois	3,08	1	21	14
2 ans	3,49	- 1	21	ns
5 ans	4,31	- 4	17	13

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

Les taux des BTAN autour de l'échéance 2001 ont évolué en ligne avec les taux interbancaires, affichant une hausse des rendements de 8 points de base, contre 3 points de base pour le 5 ans, dans d'étroits volumes cependant et avec une volatilité assez forte.

À titre d'exemple, le BTAN 7 janvier a touché un plus haut niveau, à 3,52 % le 5 août, et un plus bas niveau, à 3,34 % le 23 août.

Après la forte accentuation de la courbe des rendements observée au cours du mois précédent, le mois d'août n'a donné lieu qu'à un léger accroissement de l'écart entre le taux à trois mois et le taux à cinq ans. Toutefois, la structure de la courbe a évolué, compte tenu de la tension plus marquée des échéances à 2 ans et de la relative bonne tenue du 5 ans, avec un *spread* 2 ans-5 ans, qui s'est réduit de 7 points de base.

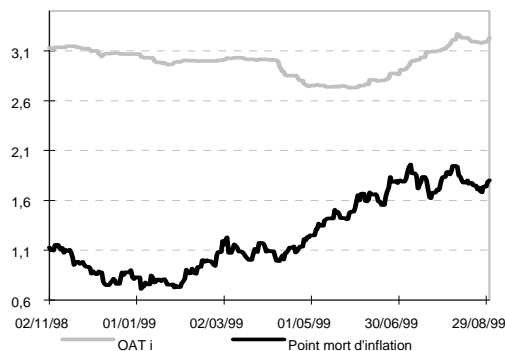
Obligations

D'une fin de mois à l'autre, le taux de l'emprunt phare français à 10 ans est passé de 4,95 % au 31 juillet à 5,03 % au 31 août, soit une hausse de 8 points de base. Toutefois, à l'intérieur de la période, ce taux a fluctué dans de larges proportions, entre 4,86 % et 5,21 %.

Deux séries de facteurs — internes et externes — ont exercé une pression haussière sur les rendements longs européens. Ces derniers ont d'abord réagi à l'amélioration sensible des perspectives économiques dans la zone euro, bien que celle-ci ne semble pas s'accompagner de tensions inflationnistes. Le point mort d'inflation, qui se mesure par l'écart séparant le taux de l'emprunt phare français à 10 ans du taux de rendement de l'OAT indexée sur l'inflation (OATi), a peu varié au mois d'août, traduisant une stabilité des anticipations d'inflation sans doute liée à la bonne tenue des indices de prix au mois de juillet. Depuis le début de l'année 1999, la hausse du point mort d'inflation s'élève à 100 points de base environ, reflétant, dans une large mesure, l'anticipation d'une accélération de la croissance en Europe, mais aussi un accroissement possible des incertitudes sur le niveau futur d'inflation.

OATi et point mort d'inflation

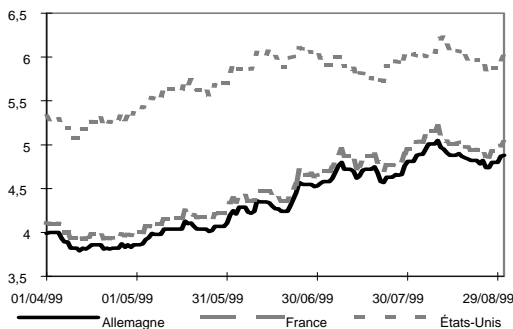
(en %)



Dans une moindre mesure, l'évolution des taux français, et plus généralement européens, a aussi été influencée par celle des taux longs américains, orientés par les anticipations de hausse des taux directeurs du Système fédéral de réserve — qui se sont vérifiées *in fine*.

Taux des emprunts phares à 10 ans

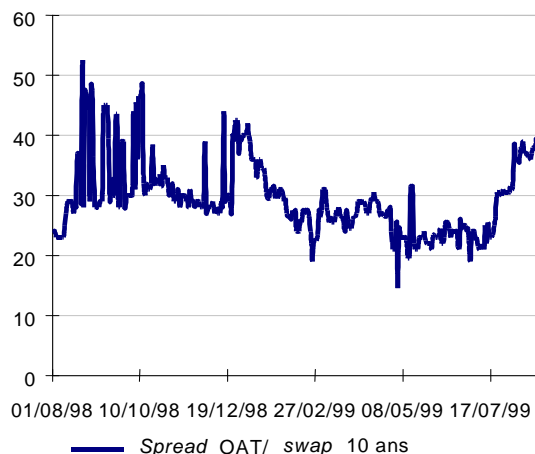
(en %)



La tension des rendements des emprunts d'État s'est accompagnée d'une augmentation sensible des écarts de taux des titres d'État à 10 ans contre *swaps* et obligations du secteur privé. Ce phénomène, qui a débuté fin juin 1999, s'est accentué courant juillet, dans un contexte de redéfinition des anticipations après la hausse de taux du Système fédéral de réserve le 30 juin dernier. Il trouve sa source dans une réappréciation du risque de crédit, combinée à des facteurs liés à la liquidité et au fonctionnement des marchés des *swaps* et des obligations privées.

Écart de taux à 10 ans entre *swap* et titres d'État en France

(en points de base)



La réappréciation du risque de crédit observée actuellement — qui touche en premier lieu les signatures bancaires mais aussi, dans une moindre mesure, les entreprises — est nourrie par la situation tendue sur certains marchés émergents d'Amérique latine et d'Asie — le défaut de l'Équateur a ainsi conforté la circonspection des investisseurs — et par des défauts de paiement d'entreprises au premier semestre aux États-Unis à des niveaux jamais atteints, tels que mesurés par certaines agences de notation. La situation du marché du crédit demeure cependant moins tendue que lors de la crise de l'automne 1998, le niveau actuel des écarts étant explicable par un renchérissement des primes de risque, mais aussi par un regain de l'attrait des titres d'État.

En effet, l'offre abondante de titres privés en Europe depuis le lancement de l'Union économique et monétaire (360 milliards d'euros depuis le début de l'année, contre 350 milliards aux États-Unis) rencontre aujourd'hui une demande moins importante, les investisseurs se portant de nouveau sur les titres d'État dont les rendements redeviennent attractifs, compte tenu de leur hausse observée depuis le début de l'année. Elle pèse également indirectement sur le marché des *swaps*, les entreprises émettant à taux variable — plus recherché par les investisseurs dans une période d'anticipation de hausse des taux —, puis échangeant ce taux variable contre un taux fixe. Les payeurs de taux fixe sont ainsi prépondérants sur le marché des *swaps*, orientant les taux à la hausse.

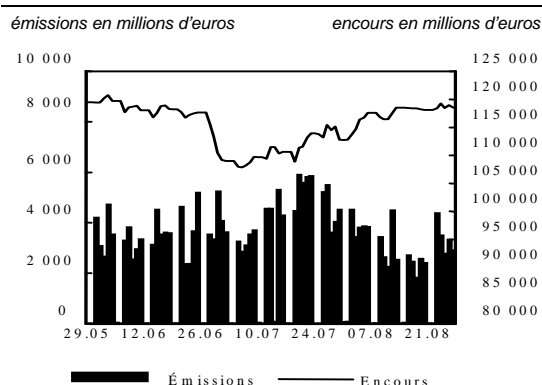
3.4. Les titres des entreprises financières et non financières

Les émissions des *entreprises financières* ont été marquées par une activité relativement faible et par une augmentation de la part des OPCVM dans les souscriptions de titres de créances négociables. Pour les *entreprises non financières*, l'encours des billets de trésorerie a progressé et, même si le mois d'août a connu un creux d'activité, les émissions obligataires privées non bancaires s'inscrivent en nette progression sur les huit premiers mois de 1999 par rapport à la période correspondante de 1998.

3.4.1. Les entreprises financières

Les émissions de certificats de dépôt négociables

Certificats de dépôt négociables



Émissions de CDN en août 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	18,7	29,3
De 10 jours à moins de 1 mois	5,5	8,6
De 1 mois à moins de 3 mois	21,6	33,8
De 3 mois à moins de 6 mois	15,3	24,1
De 6 mois à 1 an	2,7	4,2
Total	63,8	100,0

Taux de rendement à l'émission des CDN

	(en pourcentage)			
	31 juillet au 6 août	7 au 13 août	14 au 20 août	21 au 27 août
Certificats à 1 jour	2,59	2,58	2,28	2,35
Certificats à 10 jours	2,56	2,49	2,35	2,23
Certificats à 30 jours	2,64	2,63	2,61	2,61
Certificats à 90 jours	2,73	2,75	2,73	2,73

Malgré un niveau d'activité assez faible, l'encours des certificats de dépôt s'est légèrement redressé après le creux saisonnier enregistré lors des deux mois précédents. Il s'établissait, en données provisoires, à 118,5 milliards d'euros le 27 août, contre 112,8 milliards à la fin du mois de juillet (titres libellés en monnaies *in* globalisés en contre-valeur euros).

Le nombre d'émetteurs gérant un encours s'est établi à 305 le 27 août. À cette date, les 6 premiers d'entre eux, seuls établissements à disposer d'un encours supérieur à 5 milliards d'euros, représentaient 30,4 % de l'encours global : la Banque fédérative du crédit mutuel (6,9 milliards), la Société générale (6,7 milliards), la Caisse centrale des caisses d'épargne et la BNP (5,8 milliards chacune), le Crédit Lyonnais (5,7 milliards) et Paribas (5,2 milliards).

Face aux *tombées*, qui s'élèvent à 58,1 milliards d'euros, contre 110,6 milliards au mois de juillet, les *émissions* ont porté sur un assez faible volume, en net retrait par rapport au mois précédent : 63,8 milliards d'euros, contre 105,7 milliards.

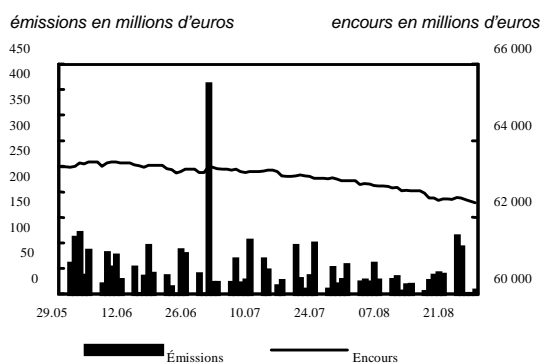
La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteur*, a été caractérisée par une présence plus marquée des OPCVM, à l'origine de 27,5 % du montant global des souscriptions. Les établissements de crédit sont malgré tout restés les principaux investisseurs, avec 29,4 % du total, devant les sociétés industrielles et commerciales (28,5 %).

La ventilation des opérations selon les *durées* à l'émission révèle un allongement des termes traités. La part des opérations conclues entre un mois et trois mois progresse de 9 points, principalement au détriment des émissions à moins de dix jours. En outre, l'importance actuelle prise par les émissions réalisées entre trois mois et six mois, pour partie liées à la gestion du passage de fin d'année (cf. encadré), est confirmée : elle représente près du quart du total.

En dehors d'une légère tension en fin de mois concernant les certificats à un jour, du fait d'un réajustement de l'Eonia au commencement de la nouvelle période de constitution des réserves obligatoires, les *taux à l'émission* ont été orientés à la baisse sur les durées inférieures ou égales à dix jours. Au 27 août, le niveau des taux de rendement moyens s'établissait en retrait de 26 points de base par rapport à la fin du mois précédent pour les certificats à un jour et de 36 points de base pour les certificats à dix jours. Sur les autres échéances, les taux n'ont pas évolué de manière significative excepté pour le six mois, terme pour lequel la rémunération mensuelle moyenne gagne 21 points de base par rapport à son niveau de juillet.

Les émissions de bons à moyen terme négociables

Bons à moyen terme négociables



Émissions de BMTN en août 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	0,09	14,8
De 2 ans à moins de 3 ans	0,32	53,9
De 3 ans à moins de 5 ans	0,10	16,9
De 5 ans à moins de 7 ans	0,03	5,3
De 7 ans et plus	0,05	9,1
Total	0,59	100,0

Taux de rendement à l'émission des BMTN

(en pourcentage)

	31 juillet au 6 août	7 au 13 août	14 au 20 août	21 au 27 août
Bons à 1 an 1 jour	3,18	3,31	—	—
Bons à 2 ans	3,83	3,80	3,76	3,51
Bons à 3 ans	—	4,36	4,19	3,68
Bons à 5 ans	—	4,89	4,58	—
Bons à 7 ans	—	5,08	5,03	—
Bons à 10 ans	5,41	5,50	5,50	—

Au 27 août, l'*encours* total des BMTN, dont 98,3 % provenaient des entreprises financières (le solde étant constitué d'une douzaine d'émetteurs non bancaires), s'élevait à 62,4 milliards d'euros, contre 63 milliards le 30 juillet ; il se répartissait entre 214 émetteurs, contre 212 à fin juillet. Les trois principaux émetteurs, disposant d'un encours égal ou supérieur à 3 milliards d'euros, étaient la Société générale (5,9 milliards), Paribas SA (3,6 milliards) et le Crédit Lyonnais (3 milliards).

Trois nouveaux émetteurs — fait relativement rare — sont arrivés sur le marché au cours de la période sous revue : la société financière Cyril Finance Gestion, avec un programme de 15 millions d'euros, la société des paiements PASS-S2P (groupe Carrefour) pour un encours maximum de 150 millions et la Financière Atlas (groupe BHF Bank), dont le plafond d'émission pourra atteindre 30 millions.

Le mois d'août a été caractérisé par une activité particulièrement réduite, une bonne partie des principaux émetteurs restant à l'écart du marché. Le volume des *émissions* a atteint 638 millions d'euros face à des *tombées* de 1,2 milliard, la Banque Petrofigaz étant l'émetteur le plus actif avec 89 millions d'euros d'émissions, devant Paribas (50 millions), la Caisse nationale de crédit agricole (45 millions) et la Caisse régionale de crédit agricole mutuel de Paris-Île-de-France (40 millions).

La répartition mensuelle par catégories de *souscripteurs* fait apparaître une contribution inférieure à celle du mois de juillet pour les établissements de crédit, avec 61,7 % du montant global d'émissions, et les sociétés industrielles (8,9 %, contre 15,1 %). À l'inverse, les OPCVM, avec 17,7 % de la production, et les non-résidents, avec 5,4 %, ont sensiblement accru leur présence sur le marché. La souscription des assurances, caisses de retraite et mutuelles n'a constitué que 5,4 % du volume total.

Les *durées initiales* des émissions du mois traduisent une certaine concentration des opérations sur les termes compris entre deux ans et trois ans, qui ont recueilli près de 54 % du total des émissions, contre 38 % le mois précédent.

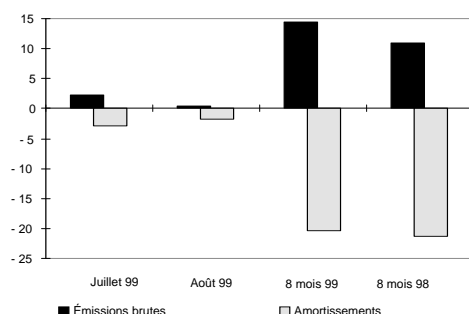
Les émissions de titres à taux fixe ont représenté 47,2 % du montant global d'émission. Les contrats à taux variable ont constitué 44,6 % du total, les titres indexés sur l'Euribor 3 mois entrant pour 80 % de la valeur agrégée de ces émissions. Le solde des opérations (8,2 %) a été composé de produits structurés.

Le marché obligataire (primaire et secondaire)

Émissions d'obligations

Établissements de crédit et assimilés

(en milliards d'euros)



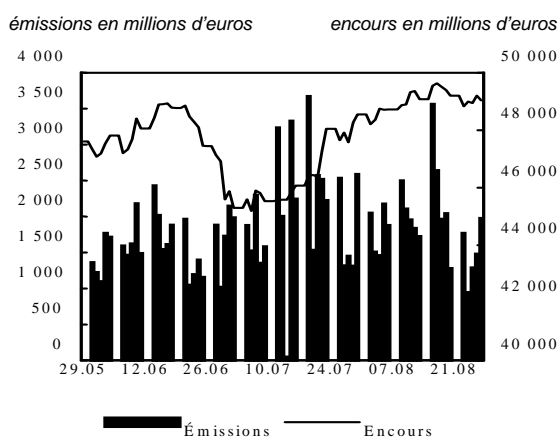
En août, le montant des émissions brutes d'obligations des établissements de crédit a fortement régressé (0,5 milliard d'euros, après 2,3 milliards en juillet). Compte tenu de l'importance des amortissements, l'endettement obligataire de ce secteur poursuit une baisse sensible depuis un an, les encours revenant de 224,5 milliards d'euros en août 1998 à 211,5 milliards, soit 28,9 % des encours totaux de l'endettement obligataire des résidents sur la place de Paris. Durant les huit premiers mois de l'année 1999, les émissions brutes se sont élevées à 14,5 milliards d'euros, en hausse de plus de 33 % par rapport à la période correspondante de 1998.

Aucune conversion en euros n'a été enregistrée au mois d'août 1999, conformément au calendrier publié le 11 mai 1999 par le Conseil des marchés financiers (CMF).

3.4.2. Les entreprises non financières

Les émissions de billets de trésorerie

Billets de trésorerie



Émissions de BT en août 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	12,2	31,9
De 10 jours à moins de 1 mois	3,5	9,0
De 1 mois à moins de 3 mois	16,7	43,7
De 3 mois à moins de 6 mois	4,1	10,8
De 6 mois à 1 an	1,7	4,6
Total	38,2	100,0

TAUX DE RENDEMENT A L'EMISSION DES BT

(en pourcentage)

	31 juillet au 6 août	7 au 13 août	14 au 20 août	21 au 27 août
Billets à 1 jour	2,59	2,58	2,61	2,60
Billets à 10 jours	2,56	2,49	2,47	2,64
Billets à 30 jours	2,64	2,63	2,69	2,66
Billets à 90 jours	2,73	2,75	2,76	2,84

Après une pause à la fin du premier semestre, la reprise de la croissance de l'encours des billets de trésorerie s'est confirmée : il s'élevait ainsi à 49 milliards d'euros le 27 août, contre 48,5 milliards le 30 juillet. Le montant des émissions a atteint 38,2 milliards d'euros, contre 50,1 milliards en juillet, tandis que celui des tombées s'élevait à 37,7 milliards, contre 49 milliards le mois précédent.

Le nombre d'émetteurs s'établissait, le 30 juillet, à 99 unités, dont 16 entités non résidentes. Un nouvel émetteur, le groupe Faurecia, a procédé à ses premières opérations sur le marché dans le cadre d'un programme de 300 millions d'euros. En fin de période, General Electric Capital ressortait comme le principal émetteur, avec un encours de 4,4 milliards d'euros, en augmentation de 240 millions par rapport au mois de juillet, devant le groupe Vivendi (2,6 milliards) et LVMH (2,4 milliards).

La répartition des émissions du mois selon le type de souscripteur révèle une moindre présence des établissements de crédit, qui ont souscrit 55,1 % du montant des émissions, contre 61,6 % précédemment. À l'inverse, la présence des sociétés industrielles continue de s'affirmer, pour atteindre près de 30 % de la production globale. La part des OPCVM recule, comme en juillet (baisse de 3 points) et ne représente plus que 12 %.

La structure des émissions, en termes de durée, dénote une tendance au raccourcissement des échéances travaillées, les opérations à moins de 10 jours représentant 32 % du montant total, contre 25 % le mois précédent. Les opérations à 24 heures ont constitué à elles seules plus de 25 % du montant total des émissions.

Parmi les émissions relativement longues, celles qui vont au-delà de la fin de l'année se sont, toutefois, multipliées.

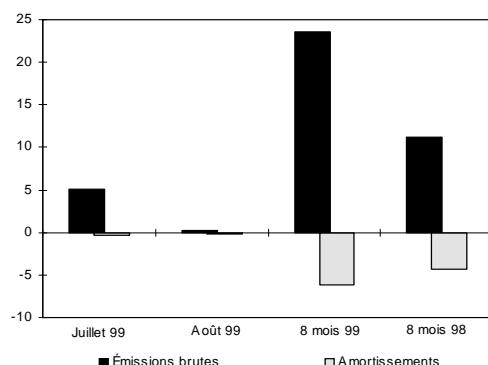
Les *taux de rendement à l'émission* révèlent une relative stabilité sur les durées très courtes, une volatilité un peu plus marquée sur les termes intermédiaires et une légère tension sur le trois mois, qui gagne 11 points de base entre le début et la fin de période.

Les émissions obligataires

Émissions d'obligations

Secteur non financier

(en milliards d'euros)



En août, les émissions obligataires des *sociétés non financières et des autres émetteurs* se sont sensiblement contractées, s'établissant à 0,2 milliard d'euros, contre près de 6 milliards en juillet 1999. Les emprunts obligataires convertibles en actions atteignent plus de 35 millions d'euros, représentant environ 17 % des émissions du secteur pour le mois.

Pour les huit premiers mois de 1999, les émissions brutes du secteur non financier se sont élevées à plus de 23,6 milliards d'euros, représentant plus de 32 % des émissions totales, contre 16 % pour la période correspondante de 1998.

3.5. Les actions

3.5.1. Le marché primaire

Émissions d'actions

et de certificats d'investissement

(en milliards d'euros)

	Année 1998	7 mois 1998	7 mois 1999	Juin 1999	Juillet 1999
Sociétés non financières	47,39	33,62	18,43	2,56	2,65
Établissements de crédit	1,34	0,86	0,84	0,20	0,32
Compagnies d'assurance	0,23	0,20	0,32	0,29	—
Administrations publiques	0,02	—	—	—	—
Total émis (a)	48,98	34,68	19,59	3,05	2,97
dont : Titres cotés (b)	10,54	7,75	6,20	1,32	0,82
Appel public à l'épargne (b)	7,19	5,04	4,86	0,88	0,52

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

(b) Cote officielle, Second marché

Sources : SBF-Bourse de Paris, Banque de France

Le mois de juillet a été marqué par une légère diminution des émissions d'actions réglées en numéraire, passées de 3,05 milliards d'euros en juin ⁴ à 2,97 milliards. Les sociétés non financières restent les acteurs principaux du marché.

La plus importante émission d'actions en numéraire a été effectuée par la société Elco participations (plus de 450 millions d'euros).

Pour les sept premiers mois de l'année, le montant des émissions d'actions atteint 19,59 milliards d'euros, en recul de plus de 43 % d'une année à l'autre.

Sur la même période, le montant des émissions de titres cotés est revenu de 7,75 milliards d'euros en 1998 à 6,20 milliards. À fin juillet, il représentait près de 32 % du montant total des émissions d'actions, contre plus de 22 % pour la période correspondante de l'année 1998.

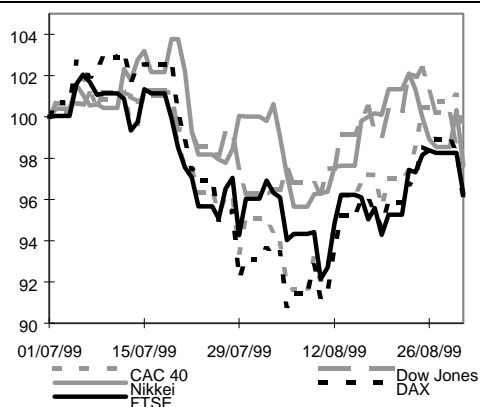
⁴ La connaissance tardive d'opérations parfois importantes conduit à conférer un caractère provisoire pendant six mois aux statistiques d'un mois donné.

3.5.2. Le marché secondaire

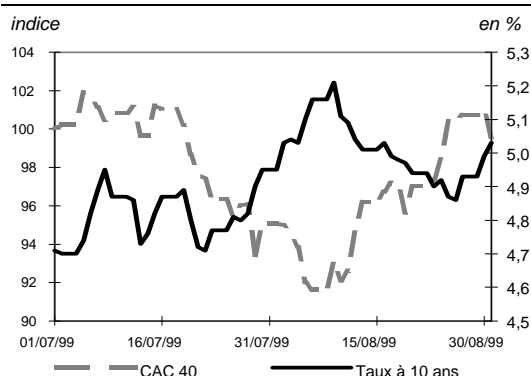
Après une correction sensible au mois de juillet, qui s'est prolongée durant la première décade d'août, la Bourse de Paris s'est inscrite en vive progression. D'une fin de mois à l'autre, le CAC 40 s'est apprécié de 4,7 %, soit davantage que l'indice synthétique EuroStoxx 50, qui s'est adjugé 3,9 %.

Plus encore que le mois précédent, l'évolution de la Bourse de Paris a été influencée par les mouvements de taux longs et ceux du marché boursier américain. La progression de l'indice phare parisien a ainsi été particulièrement vive pendant l'épisode de détente des rendements longs, qui est intervenu au cours du mois, le CAC 40 regagnant 8,7 % par rapport à son creux du 8 août. Dans une moindre mesure, les fluctuations de la parité euro/dollar, il est vrai plus limitées qu'en juillet, ont continué d'influencer également la tendance.

Évolution des principaux indices boursiers



CAC 40 et taux à 10 ans



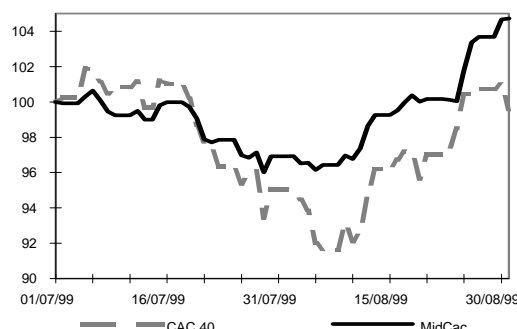
En dépit de l'absence d'introductions, l'activité de la place parisienne est restée soutenue pour un mois d'août — 2,3 milliards d'euros de capitaux échangés sur le règlement mensuel en moyenne quotidienne, en baisse de 16 % par rapport au niveau record de juillet, mais en hausse de 43 % par rapport à celui du mois d'août 1998 — l'animation du marché ayant été favorisée par les opérations de rapprochement touchant plusieurs valeurs phares de la cote :

- OPE croisées Elf-Total, projets de regroupement BNP-Société générale-Paribas ;
- annonce du rapprochement Pechiney-Alcan-Algroup et de l'OPE de Carrefour sur Promodès.

Les 25 et 31 août ont d'ailleurs été des journées d'activité record, avec, respectivement, 4,5 milliards d'euros et 4,8 milliards d'euros de capitaux échangés sur le règlement mensuel.

L'évolution du marché parisien a également été marquée par les réallocations de portefeuille qui ont accompagné la révision annuelle des indices européens étroits Stoxx. Le nombre de groupes français représentés dans l'indice EuroStoxx 50 s'est accru — entrée de Sanofi-Synthelabo et Suez-Lyonnaise des eaux, sortie de Schneider —, à l'inverse de l'évolution observée pour l'indice Europe Stoxx 50 — aucune entrée et deux sorties, Rhône Poulenc et Société générale. Les révisions ont aussi concerné — quoique de façon plus limitée — l'indice phare parisien, qui a retrouvé 40 valeurs à l'issue de la réintégration de la Société générale et du remplacement de Paribas par le Crédit Lyonnais à partir du 7 septembre.

Évolution des indices CAC 40 et MidCac



La tendance à une évolution différenciée des cours des grosses et des moyennes capitalisations s'est prolongée en août, l'indice MidCac, composé d'une centaine de valeurs moyennes, ayant progressé de 8,0 %, contre 4,7 % pour le CAC 40. Du fait de leur base essentiellement domestique, les valeurs moyennes ont bénéficié des perspectives d'accélération de la croissance en France au second semestre sans pour autant être affectées par les incertitudes liées au ralentissement de l'activité outre-Atlantique. Ce rattrapage des valeurs moyennes contribue à resserrer l'écart de progression entre les deux indices, qui s'établit à 1,6 % depuis le début de l'année et 22,6 % sur un an.

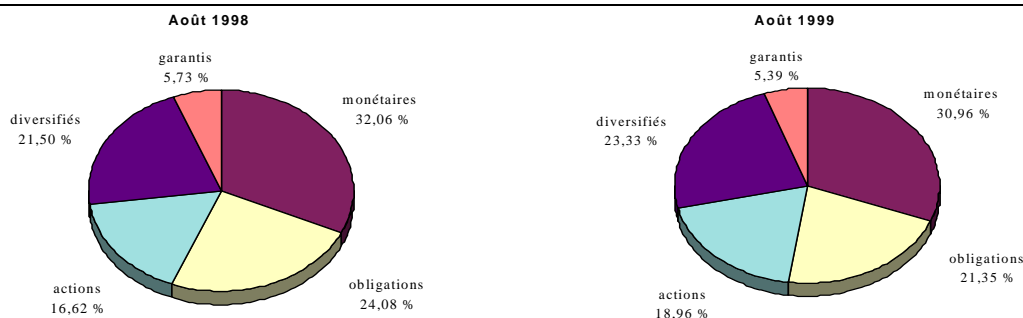
3.6. Les titres d'OPCVM

Moindres que le mois précédent, les souscriptions sont, toutefois, restées soutenues et ont permis à l'encours des titres d'OPCVM monétaires de s'accroître de 5,2 milliards d'euros, pour s'établir à 190,7 milliards. Le rythme annuel de progression de l'encours s'est de nouveau redressé (+ 10,7 %, après + 8,8 % en juillet), et atteint ainsi son plus haut niveau de l'année.

L'encours des titres d'OPCVM obligataires a été quasiment stable (131,5 milliards d'euros), reflétant l'atonie tant des souscriptions que des performances. Le ralentissement de la croissance annuelle de ces placements se confirme depuis plusieurs mois (+ 19,9 % en avril, + 4,5 % en juin et + 1,6 % en août).

L'encours des titres d'OPCVM « actions » a atteint 116,8 milliards d'euros. Sa progression annuelle a renoué avec ses plus hauts niveaux (+ 30,7 % en août, après + 19,3 % en juillet), grâce à une nette reprise de l'effet performance soutenu par un regain de souscriptions. Les titres d'OPCVM « diversifiés », dont l'encours est resté assez stable depuis mai (143,7 milliards d'euros), ont conservé un rythme de croissance annuel élevé (+ 24,4 %, après + 24,1 % en juillet). L'encours des OPCVM garantis s'est de nouveau légèrement contracté (33,2 milliards d'euros) et sa progression annuelle a continué à fléchir (+ 7,8 %, après + 10,0 % en juillet et + 21,8 % en août 1998).

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



Source : Commission des opérations de bourse

*Comportement des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières
au premier trimestre 1999*

Transactions sur titres français

Les transactions sur les actions françaises cotées ont été principalement le fait des non-résidents clients des dépositaires français. Les investisseurs institutionnels (entreprises d'assurance et caisses de retraite, établissements de crédit, OPCVM) ont été à l'origine de la quasi-totalité des opérations sur obligations françaises. Les sociétés ont réalisé un peu moins de la moitié des échanges sur les titres d'OPCVM monétaires et les investisseurs institutionnels sont intervenus dans plus de 30 % des transactions sur les titres d'OPCVM monétaires et dans près de 50 % des transactions sur les titres d'OPCVM non monétaires.

Part des transactions	(%)			
	Actions cotées	Obligations	Titres d'OPCVM monétaires	Titres d'OPCVM non monétaires
Ménages	4,3	0,1	2,7	19,4
Sociétés	2,7	0,4	46,0	18,6
Autres agents non financiers	0,3	0,2	20,4	10,9
Investisseurs institutionnels	13,2	97,5	30,2	48,8
Non-résidents	79,6	1,8	0,7	2,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Pour mémoire :				
Transactions de l'enquête (a)	491,9	5 249,2	658,0	137,6
Transactions Sicovam-COB (a)	711,6	5 809,3	nd	nd

(a) Montants en milliards d'euros
nd : non disponible

Détention des titres français

La part des investisseurs institutionnels dans la capitalisation actions de la Bourse de Paris représente un peu plus du quart des encours recensés. Les non-résidents clients des dépositaires français détiennent plus du tiers du capital des entreprises françaises cotées.

Près des trois quarts des obligations françaises sont détenues par les investisseurs institutionnels.

Les sociétés et les investisseurs institutionnels détiennent respectivement plus du tiers des titres d'OPCVM monétaires et globalement plus de 58 % des titres d'OPCVM non monétaires. La part des ménages, deuxième détenteur de ces valeurs, avoisine 33 %.

Part de détention	(%)			
	Actions cotées	Obligations	Titres d'OPCVM monétaires	Titres d'OPCVM non monétaires
Ménages	10,5	7,6	16,4	32,5
Sociétés	21,1	3,9	33,4	9,6
Autres agents non financiers	8,2	1,5	14,0	7,5
Investisseurs institutionnels	26,3	74,0	35,2	48,6
Non-résidents	34,0	13,1	1,0	1,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Pour mémoire :				
Encours de l'enquête (a)	748,7	723,5	139,3	309,3
Capitalisation boursière Sicovam-COB (a)	908,0	742,9	173,5	399,2

(a) Montants en milliards d'euros

Investissements nets en titres français

Les comportements des agents économiques ont été nettement différenciés et ont varié en fonction des catégories de valeurs. Pour les actions françaises cotées, tous les secteurs, à l'exception des autres agents non financiers (administrations publiques et associations et groupements divers), présentent une position d'acheteurs nets. Les sociétés, les investisseurs institutionnels et les non-résidents clients des dépositaires français ont renforcé leurs positions en obligations françaises. Tous les secteurs résidents apparaissent acheteurs nets de titres d'OPCVM monétaires. Seuls les autres agents non financiers ont été vendeurs nets de titres d'OPCVM non monétaires.

Montant du flux net rapporté à l'encours de début de trimestre	(%)			
	Actions cotées	Obligations	Titres d'OPCVM monétaires	Titres d'OPCVM non monétaires
Ménages	0,9	- 2,0	1,8	1,3
Sociétés	0,2	3,8	15,4	7,9
Autres agents non financiers	- 0,6	- 3,4	6,2	- 1,3
Investisseurs institutionnels	0,3	5,5	7,6	5,0
Non-résidents	6,0	4,6	13,2	4,6
Total	2,1	4,6	9,0	3,5

NB : Principaux résultats de l'enquête de la Banque de France
Les résultats détaillés sont disponibles sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr)

4. Chronologie

21 juillet

Un arrêté, publié au *Journal officiel* du 27 juillet, homologue des règlements du Comité de la réglementation bancaire et financière relatifs à la garantie des dépôts d'espèces. Ils fixent notamment les règles d'indemnisation des déposants, les ressources et les modalités de fonctionnement du fonds de garantie des dépôts, ses conditions d'intervention et le montant global des cotisations annuelles des établissements de crédit.

2 août

Un décret, publié au *Journal officiel* du 3 août, autorise la cession de la participation de la Caisse des dépôts et consignations au capital du Crédit foncier de France.

4 août

Un arrêté ministériel, publié au *Journal officiel* du 8 août, étend l'accord sur les 35 heures dans les banques rendant obligatoires, pour tous les employeurs et salariés du secteur, les dispositions de l'accord national professionnel du 4 janvier 1999 relatif au temps de travail et à l'emploi.

13 août

Le Conseil des marchés financiers rend publics les résultats des offres publiques de la BNP et de la Société générale. À l'issue de son OPE, la BNP contrôle 65 % du capital de la banque Paribas et 31,8 % des droits de vote de la Société générale.

27 août

Le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) se réunit pour examiner la demande formulée par la BNP à la suite de l'offre publique d'échange des titres de la Société générale. Il décide de ne pas autoriser la BNP à détenir une participation au capital de la Société générale représentant 31,8 % des droits de vote, en l'absence, d'une part, d'un « pouvoir effectif de contrôle » sur cette dernière et, d'autre part, d'une « solution industrielle claire et concertée ».

30 août

Le gouvernement annonce une baisse des impôts à hauteur de FRF 38 milliards, dont 24 milliards en faveur des ménages, sous la forme d'une baisse ciblée de la TVA sur les travaux d'entretien de 20,6 % à 5,5 % et d'une nouvelle réduction des droits de mutation de 6,0 % à 4,8 %.

L'impact des opérations avec l'extérieur sur la création monétaire dans la zone euro

Les données disponibles pour 1998 et le premier semestre 1999 indiquent, pour l'agrégat monétaire M3 de la zone euro, une croissance annuelle un peu supérieure en moyenne à 5 %, c'est-à-dire très proche de la « valeur de référence » fixée à + 4,5 % dans le cadre de la stratégie de la politique monétaire unique du SEBC.

Cependant, l'analyse des sources de cette création monétaire permet de mettre en évidence deux évolutions opposées : alors que les opérations avec l'extérieur ont entraîné une destruction monétaire substantielle, les financements distribués aux agents non financiers résidents par les institutions financières monétaires (IFM) ont, en revanche, fortement contribué à la création monétaire globale.

Les opérations avec l'extérieur ont « détruit » de la monnaie, pour environ 114 milliards d'euros en 1998 (soit près de 2 % du PIB de la zone euro), et ce, en dépit d'un excédent d'épargne sur l'investissement de l'ordre de 1,2 % du PIB dans la zone euro reflété par le solde positif de 72 milliards d'euros des transactions courantes. Ce mouvement se serait encore accéléré depuis l'introduction de l'euro : les données publiées par la Banque centrale européenne (BCE) pour le premier semestre 1999 indiquent une destruction de monnaie par l'extérieur égale à 132 milliards d'euros, supérieure au chiffre de l'ensemble de l'année 1998, alors que le solde des transactions courantes de la zone euro est demeuré largement positif (26,4 milliards sur les six premiers mois de 1999).

Il faut donc chercher l'explication de ce phénomène dans les opérations financières des agents non financiers avec l'extérieur. Cette destruction monétaire apparaît d'abord liée à leurs flux d'investissements directs, mais les opérations de portefeuille et de prêts/emprunts ont également contribué à la destruction de monnaie par l'extérieur.

On peut avancer plusieurs facteurs explicatifs à ces sorties de capitaux des agents non financiers : essor des opérations de fusions-acquisitions transfrontière, facteur fiscal incitant à des investissements dans les centres extra-territoriaux (offshore) et à une délocalisation croissante des centres de trésorerie hors de la zone euro, rééquilibrage de la structure des portefeuilles consécutif au passage à l'Union monétaire (le « risque euro » serait surpondéré). Cependant, toutes ces stratégies ont été facilitées par le niveau relativement bas des taux d'intérêt dans la zone euro, qui ne peut qu'inciter au financement sur le marché domestique d'opérations ou de placements plus rémunérateurs à l'extérieur, notamment en dollars.

Même s'il est aujourd'hui difficile de le valider statistiquement, un phénomène du type « euro carry-trade » (portage financé en euros) est donc plausible, à l'instar de ce que l'on observe dans le cas du yen. Un tel comportement n'est d'ailleurs pas dénué de risque en cas de retournement du cours de change de l'euro, et la persistance d'anticipations de poursuite de la baisse du cours euro/dollar risquerait de l'accroître.

La France, à tout le moins, s'est singularisée par rapport au restant de la zone euro avec une contribution positive de l'extérieur à la création monétaire d'environ 15 milliards d'euros pour l'année 1998. Cette singularité s'explique principalement par l'importance de l'excédent des transactions courantes (2,9 % du PIB de la France), qui a plus que compensé les sorties de capitaux enregistrées au niveau des opérations financières des agents non financiers résidents français.

*Direction des Études et Statistiques monétaires
Direction de la Balance des paiements*

1. D'après le bilan des IFM, il y a eu destruction monétaire par l'extérieur pour 114 milliards d'euros en 1998, et pour 132 milliards sur le premier semestre 1999

Sur l'ensemble de la zone euro, le bilan global des institutions financières monétaires (IFM) indique la contribution de la contrepartie extérieure à la création monétaire (cf. tableau 1).

En 1998, le solde de – 114 milliards d'euros résulte d'une croissance plus importante des engagements des IFM sur les non-résidents (+ 12,8 %) que l'augmentation de leurs créances (+ 3,4 %). Il permet ainsi une progression des créances sur les résidents (crédits et titres) plus rapide que l'expansion annuelle de M3 (7,4 %, contre 4,7 %).

Les données provisoires disponibles fin juillet pour le début de la phase III de l'UEM confirment ce diagnostic et font même ressortir une amplification de ce phénomène. Sur le premier semestre 1999, les flux de créances sur l'extérieur (69 milliards d'euros) restent très inférieurs aux flux d'engagements (201 milliards), et font ainsi apparaître une destruction monétaire de 132 milliards ¹.

¹ Le flux de créances nettes sur l'extérieur s'élève à – 70 milliards d'euros pour le premier trimestre 1999, et à – 62 milliards pour le deuxième trimestre.

Tableau 1

Bilan consolidé des IFM de la zone euro*(en milliards d'euros sauf indication contraire)*

	Encours fin décembre 1997	Encours fin décembre 1998	Flux 1998 (a)	Taux de croissance annuel 1998 (en %)	Flux 1999/ 6 mois (a)
M3	4 260	4 448	201	4,7	106
Ressources non monétaires	3 310	3 392	102	3,1	142
Total passif	7 569	7 839	303	4,0	248
Créances nettes sur l'extérieur	488	370	- 114	- 23,4	- 132
Créances	1 887	1 905	65	3,4	69
Engagements	1 399	1 535	179	12,8	201
Crédits	5 552	5 938	426	7,7	253
Titres	1 584	1 692	105	6,6	90
Créances nettes entre IFM et divers	- 56	- 161	- 113	ns	37
Total actif	7 569	7 839	303	4,0	248

(a) Les flux sont obtenus en corrigeant les variations d'encours des effets ne résultant pas de transactions économiques (reclassements d'établissements, passages en perte, effets de valorisation...).

ns : non significatif

Sources : BCE, Banque de France (calculs DESM – SASM)

Les variations des créances et des engagements des IFM sur les non-résidents peuvent revêtir deux significations : d'une part, les IFM effectuent pour leur compte des opérations avec les non-résidents (investissement d'une banque de la zone euro dans une filiale bancaire non résidente...); d'autre part, les IFM reportent dans leur bilan la contrepartie des opérations des agents non financiers (sociétés, entreprises d'assurance...) avec les non-résidents.

2. Les origines de cette destruction de monnaie par l'extérieur peuvent être trouvées dans les indications fournies par la balance des paiements

La balance des paiements agrège les opérations avec l'extérieur des agents non financiers et celles des agents financiers. Analyser la balance pour examiner les incidences de l'extérieur sur la création monétaire suppose donc, en premier lieu, de distinguer les opérations financières relevant des IFM et celles relevant des agents non financiers (cf. encadré 1).

En dehors des flux de prêts/emprunts pour lesquels les opérations du secteur bancaire sont clairement distinguées dans la balance des paiements provisoire publiée par la BCE, une ventilation approximative a dû, à ce stade des statistiques disponibles, être effectuée pour les autres lignes du compte financier. Les estimations données ci-après ont ainsi été élaborées sur la base des hypothèses suivantes :

- les flux nets d'investissements directs sont pour un quart le fait des banques, et trois quarts le fait des agents non financiers ;
- les erreurs et omissions nettes ont été imputées aux opérations des agents non financiers, ce qui se justifie par le fait que le recensement de cette catégorie de transactions est, en règle générale, beaucoup plus difficile que celui réalisé pour les opérations du secteur bancaire ;
- les flux nets d'investissements de portefeuille et sur produits dérivés du secteur bancaire sont alors obtenus par différence pour retrouver la variation totale des créances et des engagements des IFM sur les non-résidents issue du bilan consolidé des IFM tel qu'il est retenu dans le calcul de la masse monétaire de la zone euro et de ses contreparties.

Ces différents retraitements permettent d'effectuer une répartition par types d'opérations des flux des agents financiers avec l'extérieur (cf. tableau 2) et d'obtenir en contrepartie ceux du secteur non financier (cf. tableau 3), rendant ainsi possible une analyse des facteurs de la destruction monétaire par l'extérieur pour la zone euro.

Tableau 2
Opérations monétaires des agents financiers de la zone euro
avec les non-résidents

	<i>(en milliards d'euros)</i>		
	1997	1998	1999/6 mois
Opérations du secteur bancaire	nd	- 106	- 110
Investissements directs	–	25	16
Investissements de portefeuille et produits dérivés	–	62	- 22
Autres investissements	–	- 193	- 104
Avoirs de réserve et autres opérations des autorités monétaires	nd	- 8	- 22
Total contrepartie extérieure de M3 dans la zone euro (proxy)	50	- 114	- 132

nd : non disponible

Sources : BCE (agrégation des balances des paiements nationales)

Banque de France (calculs BDP – SEMEX ; signes de balance des paiements inversés)

Encadré 1

*Le passage de la position extérieure nette des IFM
à l'incidence monétaire des opérations en balance des paiements*

L'évolution de la contrepartie « extérieur » de la masse monétaire M3 est mesurée par la variation du solde des créances et des engagements vis-à-vis de l'extérieur des IFM (banques et institutions assimilées et autorités monétaires).

Le moyen le plus direct de mesurer la contrepartie « extérieur » est d'exploiter les bilans des IFM. Une autre façon est de se reporter à la balance des paiements qui permet d'aboutir au même résultat sous réserve de certaines approximations (proxy) (opérer les ventilations nécessaires entre les opérations du secteur bancaire et celles des autres secteurs sur les lignes du compte financier, affectation du poste « Erreurs et omissions nettes », et valorisation des flux en devises).

En pratique, les variations de la position extérieure nette des IFM (solde entre les créances et les engagements vis-à-vis des non-résidents) résultent uniquement des opérations menées par les agents non financiers (ANF). Cette relation apparaît de façon parfaitement claire dans la balance des paiements où le flux net des agents financiers est l'inverse du flux net enregistré pour les ANF, aux erreurs et omissions près :

- soit les ANF recueillent des disponibilités en devises à raison de leurs opérations avec les non-résidents et ils les déposent ou en demandent la conversion en euros auprès du secteur financier résident (existence d'un excédent de transactions courantes ou d'achats de titres par les non-résidents). L'acquisition de ces disponibilités en devises en contrepartie de la création monétaire ainsi générée permet de contribuer au financement des opérations avec l'extérieur pour compte propre du secteur bancaire ou, éventuellement, à l'accroissement des réserves de change ;*
- soit les ANF empruntent des devises pour financer des importations ou des opérations financières à l'étranger. La contrepartie de ces prêts en devises à la clientèle résidente se trouvera alors dans un accroissement de l'endettement extérieur du secteur bancaire résident auprès des correspondants étrangers ou éventuellement dans une diminution des réserves de change.*

Si la variation de la position extérieure nette des IFM permet de mesurer l'évolution de la contrepartie « extérieur » de la masse monétaire, elle ne peut expliquer les origines de la création ou de la destruction monétaire par l'extérieur. Ces explications sont à rechercher dans la balance des paiements par l'examen détaillé des opérations des agents non financiers avec les non-résidents. La balance des paiements permet de déterminer si les flux avec les non-résidents proviennent d'opérations à caractère économique (transactions courantes) ou financier.

Dans le premier cas, l'origine de la destruction monétaire peut être reliée à un déficit de l'épargne sur l'investissement au sein de la zone.

Dans le second cas, les opérations se traduisent par des placements financiers des ANF à l'extérieur qui excèdent le montant de leurs disponibilités monétaires acquises à l'extérieur. Ceci correspond bien à la situation qui a prévalu dans la zone euro au cours de l'année 1998.

Avec la monnaie unique, la création monétaire par l'extérieur doit désormais être mesurée à l'échelle de la zone euro. Les opérations de dépôt-crédit du secteur bancaire dans les balances des paiements nationales perdent leur signification monétaire dans la mesure où il n'y a plus de retour de la monnaie créée dans son pays d'émission. Un prêt en euros d'une banque résidente française pourra être déposé sur un compte de correspondant dans une banque de n'importe quel autre pays de la zone euro.

Ainsi, les différents systèmes bancaires nationaux ont vocation à être soit créanciers soit débiteurs — éventuellement de façon structurelle — à l'égard du restant de la zone euro, sans compter le rôle d'intermédiaires susceptible d'être joué, grâce au système Target, par les quatre pays out.

Tableau 3
Opérations des agents non financiers de la zone euro
avec les non-résidents

	(en milliards d'euros)		
	1997	1998	1999/6 mois
Opérations non financières	106	80	31
Transactions courantes	96	67	26
Compte de capital	11	13	5
Opérations financières non monétaires	- 36	- 107	- 165
Investissements directs	nd	- 75	- 48
Investissements de portefeuille	nd	- 38	- 112
Prêts/emprunts	nd	6	- 5
Erreurs et omissions nettes (a)	- 20	- 87	2
Total contrepartie extérieure de M3 dans la zone euro (proxy) (b)	50	- 114	- 132

(a) Classées par convention dans les opérations des ANF

(b) Sans changement de signe par rapport à la balance des paiements

nd : non disponible

Sources : BCE pour les données 1998 et 1999 (agrégation des flux extra)

Eurostat pour les données 1997 (agrégation des balances des paiements nationales)

Banque de France (calculs direction de la Balance des paiements – SEMEX)

L'excédent de transactions courantes de la zone euro, bien qu'en légère baisse sur la période la plus récente, est demeuré en permanence à un niveau élevé. *Ce sont donc les sorties de capitaux des agents non financiers au titre de leurs opérations financières (investissements directs et de portefeuille + prêts et emprunts) qui expliquent la contribution négative de l'extérieur à la création monétaire en 1998 et sur le premier semestre 1999.*

Dans la mesure où ces sorties ont largement dépassé l'excédent de transactions courantes, cela traduit le fait qu'elles ont dû en partie être financées par les agents financiers de la zone euro, en l'occurrence par le secteur bancaire puisque les avoirs de réserve n'ont enregistré que des fluctuations limitées.

Les entreprises de la zone euro ont puisé dans leur trésorerie ou, mettant à profit le faible niveau des taux d'intérêt, contracté des emprunts auprès de banques résidentes pour financer leurs opérations financières à l'extérieur. Il en a résulté un accroissement de l'endettement net extérieur de ces banques résidentes.

L'ampleur de ces sorties de capitaux s'explique d'abord par la forte croissance des flux d'investissements directs des agents non financiers à l'extérieur de la zone euro. Ce mouvement est allé de pair avec l'accélération des opérations de fusion-acquisition à l'intérieur de la zone euro, les grandes entreprises européennes conjuguant leur course à une taille critique sur le nouveau marché unique avec le développement d'une stratégie internationale qui s'est, notamment, concrétisée par d'importantes acquisitions ou alliances aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Mais des mouvements très importants sont également constatés sur les autres lignes du compte financier. Les agents non financiers résidents de la zone euro ont nettement accru leurs placements à l'extérieur sous forme d'acquisitions de titres et de dépôts. En sens inverse, les achats de titres de la zone euro par les agents non résidents sont demeurés d'une ampleur nettement plus modérée, ce qui s'explique largement par la faible rémunération de ces titres et la tendance à la dépréciation de la monnaie européenne vis-à-vis du dollar.

Dans l'ensemble de la zone euro, la France s'est cependant singularisée par une contribution globale positive à la création monétaire en 1998 (cf. encadré 2).

Encadré 2

La singularité de la France vis-à-vis du restant de la zone euro au regard de la contribution extérieure à la création monétaire

En France, la création monétaire par l'extérieur peut être estimée à environ 15 milliards d'euros pour l'année 1998.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer la situation particulière de la France :

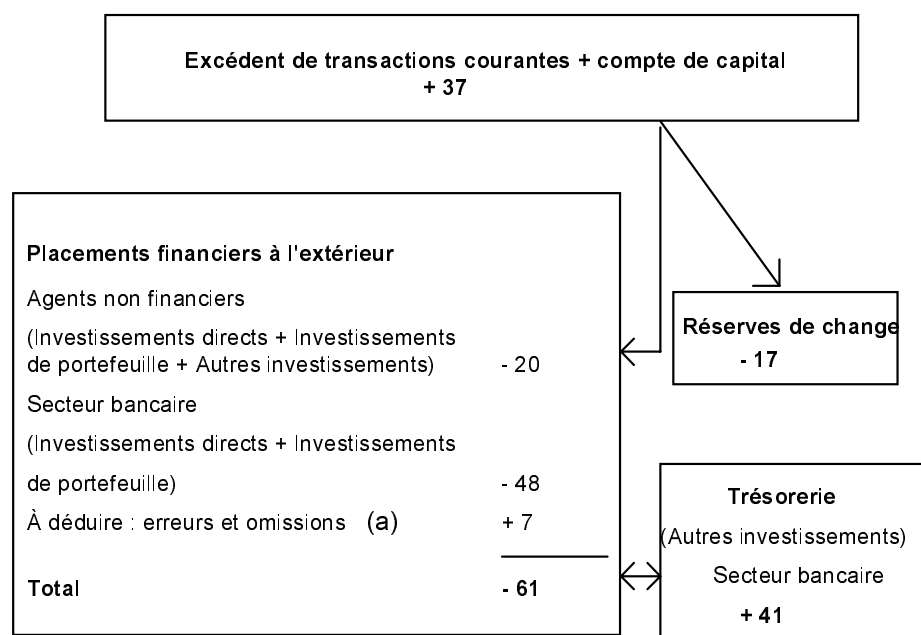
- *un excédent de transactions courantes (2,9 % du PIB en 1998), nettement plus élevé que la moyenne de la zone euro (1,2 % du PIB en 1998) ;*
- *des flux d'investissements directs nettement moins négatifs qu'en Allemagne (la France est le premier pays d'accueil d'investissements directs étrangers dans la zone euro) ;*
- *enfin, les sorties nettes de capitaux constatées au niveau des opérations financières non monétaires des agents non financiers ont été limitées par l'ampleur des flux d'achats nets des non-résidents en titres émis par le Trésor français (+ 35 milliards d'euros en 1998).*

Par conséquent, l'équilibre général de la balance des paiements s'est effectué d'une manière sensiblement différente de celle observée pour le reste de la zone euro en 1998.

Le solde excédentaire du compte de transactions courantes et du compte de capital (37 milliards d'euros) a permis de financer en même temps une forte progression des avoirs de réserve (17 milliards) et des flux financiers non monétaires des agents non financiers (20 milliards). Dans ce contexte, les banques résidentes ont emprunté auprès des non-résidents essentiellement pour leur propre compte (financement de leurs investissements de portefeuille) et leur endettement extérieur net — titres et dépôts/crédits — a enregistré une progression très limitée.

Balance des paiements de la France simplifiée en 1998

(en milliards d'euros)



(a) Sous hypothèse que les erreurs et omissions correspondent en fait à des entrées de capitaux au bénéfice des agents non financiers, qui n'ont pas été enregistrées en balance des paiements.

Les facteurs explicatifs à l'origine de ces sorties de capitaux imputables aux agents non financiers sont cependant communs à l'ensemble des pays de la zone euro :

- *du côté des entreprises*, la progression très importante des investissements directs à l'extérieur a pu générer des sorties additionnelles de capitaux de la part des entreprises résidentes de la zone euro sous forme d'acquisitions de titres ou de prêts transfrontière. Les prêts entre entreprises affiliées sont normalement enregistrés sur la ligne « Investissements directs », mais l'on sait que les erreurs de recensement sont particulièrement importantes dans ce domaine et certaines opérations ont probablement dû être logées dans les rubriques « Investissements de portefeuille » et « Autres investissements » ;
- *tant de la part des ménages que des entreprises*, les placements à l'extérieur de la zone ont pu être amplifiés pour des motifs essentiellement fiscaux. Des entreprises résidentes de la zone euro peuvent ainsi trouver avantage à centraliser (ou à faire gérer) leur trésorerie sur des places financières comme Londres et Zurich, voire des centres extra-territoriaux ;
- *enfin, les compagnies d'assurance et les autres investisseurs institutionnels* se sont probablement engagés dans une politique active de diversification de leurs placements, qui procède de la recherche d'une meilleure division des risques. Dans la mesure où les opérateurs font de moins en moins de différence entre les actifs des différents marchés nationaux de la zone euro, ils tendent à accroître la pondération dans leur portefeuille des avoirs libellés dans des monnaies tierces. L'Union monétaire aurait ainsi mécaniquement entraîné une « surpondération » du risque euro des portefeuilles des investisseurs (résidents et non résidents). Les anticipations de baisse de taux d'intérêt, favorisant une appréciation du dollar, ont pu accélérer le mouvement.

Toutes ces stratégies ont été facilitées par le niveau relativement bas des taux d'intérêt dans la zone euro, qui rend intéressant un financement sur le marché domestique pour aller investir en dollars à des taux plus attractifs. Il semble ainsi plausible que l'accélération des flux d'investissements directs à l'étranger en 1998 — qui semble avoir essentiellement profité aux États-Unis, alors que les investissements dans les pays émergents ont globalement stagné — ait pu être facilitée par ce contexte de taux bas. Ceci serait également cohérent avec le succès rencontré depuis le début de l'année par le marché des titres libellés en euros, où l'on constate une forte croissance du volume des émissions, notamment de la part des emprunteurs privés résidents de la zone euro. Pour autant, aucun indicateur statistique fiable ne permet de valider des stratégies d'euro carry trade actives développées sur une grande échelle par les agents non financiers. Les risques induits par l'utilisation de cet effet de levier dans le cadre d'une stratégie spéculative apparaissent donc importants, compte tenu de l'incertitude sur l'évolution du cours de change de l'euro contre dollar.

Détection des secteurs risqués – La méthode IRISK

Les risques sectoriels constituent l'une des sources des risques bancaires. Mobilisant l'information centralisée par la direction des Entreprises de la Banque de France, la méthode IRISK a pour objet d'évaluer les secteurs en fonction d'une batterie de critères de risque. Cet article en présente la méthodologie et les résultats pour l'année 1997. À titre d'illustration, deux secteurs sont analysés en détail dans le but de montrer le caractère multidimensionnel du risque sectoriel.

Mireille BARDOS
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises
Dominique PLIHON
Secrétariat général de la Commission bancaire

Les difficultés récentes de plusieurs banques, en France et à l'étranger, s'expliquent en partie par les mauvais risques accumulés par celles-ci dans des secteurs en crise, tel que celui de l'immobilier. Dans ce contexte, les autorités de supervision bancaire ont été amenées à rechercher une détection précoce de ces risques sectoriels.

Le projet IRISK — Indicateurs de risques sectoriels — tente de répondre à cette préoccupation. Développé dans le cadre d'une collaboration entre la direction des Entreprises de la Banque de France et le Secrétariat général de la Commission bancaire, IRISK a un double objectif : premièrement, détecter et suivre les secteurs qui présentent les risques de crédit les plus importants ; deuxièmement, repérer les établissements de crédit affectés par ces risques. Ce résultat est recherché en mobilisant sous une forme synthétique, et reposant sur des indicateurs avancés, l'information contenue dans les fichiers de la direction des Entreprises de la Banque de France.

1. La méthodologie développée par IRISK

1.1. Trois sources d'information

Les indicateurs de risque sectoriels d'IRISK sont élaborés à partir de trois sources d'information indépendantes¹ gérées par la direction des Entreprises :

- les défaillances d'entreprises, repérées par l'ouverture d'une procédure judiciaire, information recueillie quotidiennement par les comptoirs auprès des greffes des tribunaux de commerce ;

¹ Dans un avenir proche, la cotation sera également un instrument d'évaluation du risque sectoriel, mais son intégration a été différée du fait que ses modes d'attribution ont changé récemment. La cote 3, devenant cote d'excellence, est désormais attribuée de manière plus sélective. Ainsi, un moindre pourcentage de cote 3 ne signifie pas forcément une aggravation du risque.

- la base comptable, constituée par les bilans fiscaux annuels des entreprises réalisant plus de 5 millions de francs de chiffre d'affaires ou ayant contracté des emprunts bancaires supérieurs à cinq fois le seuil d'enregistrement à la Centrale des risques ;
- le Fichier central des risques, qui recense mensuellement les montants individuels des prêts supérieurs à 500 000 francs² consentis aux entreprises par chaque banque.

1.2. Une analyse en trois étapes

L'analyse du risque de crédit dans les secteurs se déroule en trois étapes :

- repérage des secteurs : des indicateurs synthétiques construits à partir des sources d'information mentionnées ci-dessus permettent de classer les secteurs, sur l'année 1997, selon leurs risques ;
- description détaillée des secteurs les plus risqués dans la période 1992-1997 : les secteurs en difficulté peuvent présenter des risques de crédit de différentes natures ;
- identification des banques engagées dans ces secteurs. Grâce à la connaissance du secteur d'activité des entreprises bénéficiaires des prêts bancaires, le *Fichier central des risques* permet de ventiler les engagements bancaires de chaque établissement de crédit par secteurs.

Dans le présent article, seules les deux premières étapes seront présentées.

1.3. Une nomenclature sectorielle détaillée

Le découpage sectoriel retenu est celui fourni par les trois premiers chiffres de la nomenclature NAF. Cette segmentation a le double avantage d'être détaillée, puisqu'elle permet de distinguer 107 groupes sectoriels, et d'être disponible depuis le changement de nomenclature opéré en 1993.

1.4. Représentativité des données statistiques utilisées

Les sources d'information de la direction des Entreprises ont une *représentativité très élevée* :

- le fichier Fiben enregistre environ 180 000 bilans d'entreprises par an ; le taux de couverture exprimé en termes d'effectifs salariés, comparativement aux données *Suse* pour les entreprises imposées au bénéfice réel normal, est supérieur à 85 % pour les firmes employant 20 salariés et plus ;
- les entreprises défaillantes recensées dans cet échantillon ne comprennent pas les affaires personnelles ; elles sont donc un peu moins nombreuses que celles recensées par l'INSEE ;
- la Centrale des risques recueille les déclarations des banques. Elles concernent environ 600 000 entreprises, collectivités locales et administrations. La Banque de France est le seul organisme en France à disposer de l'ensemble de cette information.

² 700 000 francs avant la centralisation du mois de juillet 1997

Tableau 1
Sources d'information de la direction des Entreprises

Sources	Nombre d'observations	Taux de couverture (en %)	Périodicité de disponibilité des données
Fichier des entreprises défaillantes	1 300 000 observations (a) 65 000 entreprises (b)	97	mois
Fiben comptable	180 000 entreprises (b)	85 à 95 (c)	année
Industrie	40 000 entreprises	88 (c))
Commerce	52 000 entreprises	87 (c))
Transport	7 500 entreprises	83 (c)) année
Services	22 000 entreprises	60 (c))
Construction	15 000 entreprises	84 (c))
Centrale des risques	400 000 entreprises	110 (d)	mois

(a) Nombre d'observations dans le fichier historique

(b) Nombre maximal d'entreprises concernées chaque année

(c) Pour les firmes employant plus de 20 salariés, comparativement aux données BIC-BRN (bénéfices industriels et commerciaux déclarés au bénéfice réel normal — source : INSEE)

(d) Taux de couverture calculé en montant d'endettement dans la Centrale des risques par rapport à Fiben

La représentativité des données, mesurée par le taux de couverture de la population étudiée, est une condition essentielle de fiabilité des indicateurs de risque. On peut penser que cette représentativité est variable selon les secteurs et qu'elle évolue dans le temps. En effet, la composition de l'échantillon se transforme par suite de la disparition et de l'arrivée d'entreprises dans le fichier Fiben, ce qui, selon l'importance de ces mouvements, peut en modifier la représentativité, en particulier s'il s'agit de grandes entreprises présentes dans des secteurs fortement concentrés.

Le contrôle de la robustesse des indicateurs de risque calculés annuellement est également une nécessité pour en assurer la fiabilité. Pour cela, l'évolution de l'échantillon de chaque secteur est soigneusement étudiée. D'une année à l'autre, des entreprises peuvent sortir de l'échantillon, d'autres y entrer. Les sorties peuvent être dues à des cessations d'activité liées ou non à des défaillances, des restructurations entraînant une modification de leur identité, tandis que les entrées s'expliquent par les créations. Tous ces motifs sont identifiables, grâce aux données descriptives des bases de la direction des Entreprises.

De même, il peut advenir qu'une entreprise change de secteur d'activité. Ce fait est repérable. En revanche, des fluctuations d'échantillons non liées aux causes précédentes existent et elles peuvent altérer l'évolution des indicateurs de risque.

Tous les mouvements d'entrées-sorties sont donc systématiquement examinés. Leur incidence sur le niveau d'endettement et les indicateurs de risque des secteurs est étudiée, afin de ne pas surestimer, ou au contraire sous-estimer, leurs évolutions.

1.5. La fraîcheur de l'information

Ces sources d'information sont mises à jour quotidiennement dans les succursales de la Banque de France. Elles sont exploitables statistiquement sous forme de fichiers mensuels, qui évoluent donc au fil du temps. La périodicité mensuelle ou trimestrielle, pour étudier l'évolution des défaillances et des encours déclarés, permet de suivre les risques avec la plus grande fraîcheur. En revanche, bien que mises à jour quotidiennement, les données bilantielles ne conduisent à une actualisation de l'échantillon qu'au bout d'un an et les évolutions conjoncturelles ne sont perceptibles que sur cette durée. Les statistiques présentées dans les tableaux IRISK sont donc annuelles et les dernières en date, suivant le moment où elles sont établies, ont un statut provisoire ou définitif. Les tableaux présentés dans cet article ne comportent que des chiffres définitifs : les données bilantielles sur lesquelles ils reposent ont été extraites en novembre 1998 et sont complètes jusqu'en 1997, celles relatives à 1998 n'étant pas encore disponibles à la date de l'extraction.

1.6. Les critères de repérage des secteurs à risque

Quatre critères ont été retenus.

Critère 1 : *la fréquence des événements judiciaires* : un indicateur de défaillance³ est calculé en rapportant pour chaque secteur le nombre annuel de défaillances⁴ au nombre total des entreprises du secteur considéré recensées par l'INSEE dans le fichier BIC-BRN. Cet indicateur concerne l'ensemble du champ des entreprises.

Critère 2 : *l'importance de l'endettement bancaire*⁵.

Critère 3 : *la proportion d'entreprises ayant les scores*⁶ les plus défavorables, c'est-à-dire dont la probabilité de défaillance est supérieure à 31 %.

Critère 4 : *la part risquée de l'endettement bancaire* : il est évalué à partir d'une approche probabiliste ; pour chaque secteur, un indicateur synthétique est construit, qui combine la probabilité de défaillance⁷ p_i de chaque entreprise i du secteur et le montant de son endettement bancaire E_i .

³ Cet indicateur n'est pas un taux de défaillance car le nombre de défaillances concerne l'ensemble du champ des entreprises hors affaires personnelles et le dénominateur est restreint aux firmes BIC-BRN. Néanmoins, il permet de prendre en compte les défaillances des très petites entreprises.

⁴ À la date d'élaboration des statistiques de cet article, les défaillances annuelles étaient connues de façon complète jusqu'en 1997.

⁵ Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit figurant au bilan des entreprises + effets escomptés non échus

⁶ Le score utilisé ici est le nouveau score industrie de la Banque de France (score BDFI). Il est constitué par une fonction linéaire de 7 ratios économiques et financiers calculés à partir de la liasse fiscale. À chaque valeur du score est associée une probabilité de défaillance. Cf. Mireille Bardos, « *Le score BDFI, du diagnostic individuel à l'analyse de portefeuille* », Études de l'Observatoire des entreprises, Banque de France, direction des Entreprises, 1998.

⁷ La probabilité de défaillance p_i est calculée à partir de la valeur du score BDFI de l'entreprise i et estime le risque de défaillance au cours des trois années qui suivent la clôture du bilan sur lequel est calculé le score.

La part risquée (r) de l'endettement bancaire du secteur sur les trois prochaines années est définie par :

$$r = 100 \times \frac{\sum_{i=1}^n p_i E_i}{\sum_{i=1}^n E_i}$$

n étant le nombre total d'entreprises observées dans le secteur. Cet indicateur prend donc en compte toutes les firmes du secteur et non uniquement les firmes apparemment les plus risquées selon le score.

Il a également été décidé de calculer la part risquée de l'endettement en tenant compte de la taille des entreprises⁸. Les taux moyens de défaillance sont une fonction décroissante de la taille des entreprises : les plus grandes ont des taux de défaillance plus faibles, notamment parce que leurs difficultés ne se traduisent que rarement par un dépôt de bilan et une procédure judiciaire⁹, mais souvent par des restructurations. La part risquée de l'endettement corrigée de l'effet-taille (rt) est ainsi plus proche de la réalité des pertes potentielles liées à la défaillance *stricto sensu*¹⁰ :

$$rt = 100 \times \frac{\sum_{i=1}^n p_{ti} E_i}{\sum_{i=1}^n E_i}$$

où p_{ti} est la probabilité de défaillance estimée en tenant compte de la taille de l'entreprise i .

Enfin, les indicateurs r et rt sont des indicateurs moyens. Pour une bonne connaissance du risque, il convient d'estimer ce qui peut advenir dans le pire des cas. Pour cela, la borne supérieure de l'intervalle de confiance de p_i fournit la probabilité maximale à 5 % près : pm_i .

La part risquée maximale (rm) est alors :

$$rm = 100 \times \frac{\sum_{i=1}^n pm_i E_i}{\sum_{i=1}^n E_i}$$

Les trois indicateurs rt , r et rm sont présentés dans les tableaux. Ils constituent les critères 4A, 4B et 4C. Leur comparaison est intéressante. Les indicateurs r et rm sont peu différents car l'intervalle de confiance sur r est assez étroit ; rt , par contre, peut être assez sensiblement inférieur à r , et *a fortiori* à rm , quand le secteur comporte beaucoup de grandes entreprises. Dans le tri des secteurs pour en identifier les plus risqués, c'est rm qui est retenu.

On dispose ainsi de 4 critères dont on a pu vérifier l'indépendance (corrélation très faible). Suivant le secteur examiné, c'est l'un ou l'autre (ou plusieurs de ces indicateurs) qui peut atteindre un niveau élevé. La nature du risque pouvant sensiblement varier d'un secteur à l'autre, des indicateurs complémentaires sont calculés afin d'identifier la spécificité des secteurs risqués (cf. infra).

⁸ Quatre tailles ont été définies en termes de chiffre d'affaires : moins de 5 millions de francs, de 5 à 50 millions de francs, de 50 à 100 millions de francs, plus de 100 millions de francs.

⁹ Pour une analyse détaillée, cf. Mireille Bardos, « *Risque et taille des entreprises industrielles* », Études de l'Observatoire des Entreprises, Banque de France, direction des Entreprises, 1998.

¹⁰ La défaillance ainsi définie ne prend pas en compte les autres risques liés au crédit aux entreprises comme les renégociations de dettes et de taux d'intérêt ou l'établissement de moratoires.

2. Les résultats commentés d'IRISK

Afin d'avoir des éléments de comparaison, les critères et les variables sont d'abord présentés sur l'industrie prise globalement (cf. 2.1.). Sont ensuite analysés les secteurs dont le risque apparaît supérieur à la moyenne d'après les critères IRISK (cf. 2.2.). L'étude porte sur la période 1992-1997, qui débute par une récession et s'achève par un mouvement de reprise économique.

2.1. L'industrie sur la période 1992-1997

Les différents indicateurs de risque convergent pour montrer que, pour l'industrie dans son ensemble, il y a eu une diminution généralisée des risques depuis le creux du cycle en 1993. D'après les données du tableau 2, le poids des classes les plus risquées — mesuré en termes du nombre d'entreprises (tableau 2A) et du volume des crédits bancaires (tableau 2B) — a fortement chuté, tandis que, symétriquement, le poids des classes les moins risquées a nettement augmenté.

Tableau 2

Répartition dans les classes de risque

A – Nombre d'entreprises industrielles

(en %)

B – Crédits bancaires

(en %)

Année	Classes de risque					Classes de risque				
	Très risquée	Risquée	Neutre	Favorable	Très favorable	Très risquée	Risquée	Neutre	Favorable	Très favorable
1992	10,7	11,9	17,7	20,2	39,2	9,6	12,3	23,6	25,5	29,1
1993	10,5	11,2	16,7	19,9	41,1	10,8	11,7	19,6	28,6	29,8
1994	8,8	9,9	15,9	19,9	45,0	6,2	8,4	16,6	25,5	43,3
1995	8,3	9,5	15,6	19,5	46,6	5,7	9,7	16,8	26,0	41,7
1996	7,2	8,5	14,5	19,3	49,8	5,3	7,5	15,6	26,8	44,7
1997	6,3	7,6	13,6	19,1	52,7	4,6	7,3	13,5	24,0	50,5

Le diagnostic découlant des quatre indicateurs de risque, qui figurent en caractères gras dans le tableau 3, est également favorable. La fréquence des défaillances (critère 1), la proportion des entreprises ayant les scores les plus défavorables (critère 3), ainsi que les parts risquées de l'endettement (critères 4) ont diminué régulièrement de 1993 à 1997. Quant au volume de l'endettement bancaire (critère 2), il a baissé de 1992 à 1996, pour augmenter à nouveau en 1997 à la suite de la reprise de l'activité.

Le nombre d'entreprises (mesuré par les bases de données Fiben et INSEE BIC-BRN¹¹) a augmenté significativement depuis 1993, traduisant à la fois un enrichissement des bases et un mouvement de créations d'entreprises, notamment par filialisations. En revanche, les effectifs salariés ont diminué de l'ordre de 6 % entre 1992 et 1997, entraînant au total une baisse du nombre moyen de salariés par entreprise.

¹¹ Le fichier INSEE BIC-BRN correspond au champ d'entreprises du fichier comptable Fiben, c'est-à-dire celles ayant un bilan complet. Il sert de référence pour calculer les taux de couverture, qui, en 1997, sont de 48,3 % en termes de nombre d'entreprises, et de 83,5 % en termes d'effectifs salariés. Ceci confirme l'importance économique des firmes du fichier comptable Fiben.

Tableau 3
Indicateurs IRISK dans l'industrie

Année	Critère 1 Indicateur de défaillance (en %)	Critère 2 Endettement bancaire du secteur (en millions de francs)	Critère 3 % d'entreprises à probabilité $p_i > 31\%$	Critère 4A Part risquée d'endettement bancaire utilisant la taille rt en %	Critère 4B Part risquée moyenne de l'endettement bancaire r en %	Critère 4C Part risquée maximale de l'endettement bancaire rm en %	Nombre d'entreprises Fiben
1992	7,2	354 239	10,7	4,7	10,4	11,4	37 643
1993	8,2	323 553	10,5	4,7	10,4	11,3	38 259
1994	6,8	304 113	8,8	3,7	8,1	8,8	39 822
1995	5,9	300 404	8,3	3,7	8,1	8,9	41 113
1996	6,3	266 870	7,2	3,5	7,5	8,2	41 401
1997	5,8	270 427	6,3	3,2	6,9	7,6	41 149

Année	Nombre d'entre- prises INSEE BIC-BRN	Effectifs salariés Fiben	Effectifs salariés INSEE BIC-BRN	Effectifs salariés moyens Fiben	% des effectifs des entreprises les plus risquées	Part d'endet- tement bancaire des 1 % les plus endettées %	Part d'apports externes des 1 % les plus endettées %
1992	84 670	3 283 754	3 894 396	87,2	5,8	44,0	55,5
1993	80 831	3 156 895	3 684 472	82,5	6,2	46,1	56,9
1994	85 817	3 126 836	3 672 360	78,5	4,8	47,2	57,8
1995	86 479	3 149 625	3 684 719	76,6	4,4	46,3	56,9
1996	85 119	3 122 409	3 674 750	75,4	3,6	44,4	57,6
1997	85 119	3 067 968	3 674 750	74,6	3,1	46,7	58,9

De plus, entre 1992 et 1997, le poids économique des firmes les plus risquées dans l'industrie a très nettement diminué. Ce résultat se retrouve avec les trois méthodes de calcul retenues qui utilisent, respectivement, les proportions d'entreprises dont la probabilité de défaillance est supérieure à 31 % (critère 3), le pourcentage d'effectifs salariés situé dans les classes les plus risquées, ainsi que la part du crédit bancaire portée par ces entreprises (première colonne du tableau 2B).

2.2. Analyse détaillée des secteurs à risque

2.2.1. Repérage des secteurs risqués en 1997

La méthode IRISK permet d'identifier les secteurs les plus risqués en comparant les quatre critères (définis plus haut) calculés pour chaque secteur, au niveau moyen de l'industrie, figurant dans le tableau 3 pour les critères 1, 2 et 4C, ou au niveau médian des secteurs pour le critère 2 qui s'établit à 3 100 millions de francs ¹².

Pour l'année 1997, les secteurs sont classés par ordre décroissant pour chacun des quatre critères de risque, ceux classés en tête (c'est-à-dire au-dessus du niveau moyen ou médian pour le critère 2) permettent d'identifier les plus risqués d'entre eux.

¹² Les groupes sectoriels sont ordonnés selon leur endettement croissant, la valeur du montant de l'endettement qui partage cette série en deux parties égales est le niveau médian.

En cumulant ces quatre critères de risque, on peut regrouper les groupes sectoriels en 5 classes de risque sectoriel :

- classe 1 : secteurs (les plus risqués) concernés par les quatre critères de risque ;
- classe 2 : secteurs concernés par trois critères de risque ;
- classe 3 : secteurs concernés par deux critères de risque ;
- classe 4 : secteurs concernés par un seul critère de risque ;
- classe 5 : secteurs (les moins risqués) concernés par aucun critère de risque.

Cette comparaison des critères sectoriels aux niveaux de référence (moyenne ou médiane de l'industrie) conduit à une large sélection de secteurs considérés comme risqués, environ la moitié pour chaque critère. L'écart au niveau de référence est, pour certains, faible, pour d'autres, plus accentué.

Dans la plupart des cas, il s'agit plutôt d'indiquer les secteurs à surveiller. Néanmoins, quand deux critères ou plus ont des valeurs très élevées (c'est-à-dire en tête de classement), une étude plus approfondie peut être nécessaire à partir de données plus détaillées sur les entreprises elles-mêmes, que les fichiers utilisés par IRISK permettent de fournir ¹³.

Le résultat de ce classement est donné dans le tableau 4 pour les groupes sectoriels appartenant aux classes de risque 1 et 2. Chaque classe y est ordonnée par le critère 2 décroissant.

Les critères de classement (critère 1, critère 2, critère 3, critère 4C) figurent en caractères gras quand ils sont supérieurs aux niveaux de référence respectifs. C'est la conjonction d'un niveau élevé de plusieurs de ces critères (supérieurs aux moyennes ou médiane de l'industrie) qui permet de détecter les secteurs les plus risqués selon IRISK.

On notera enfin que cette analyse ne prend pas directement en compte certains risques, notamment ceux qui sont liés à la structure des secteurs (concentration, importance des groupes industriels et financiers, relations de sous-traitance). L'objet du tableau 4 est d'apporter également les éléments d'analyse permettant de mieux caractériser la structure des groupes sectoriels.

Le tableau 4 constitue donc le cœur de l'analyse dans l'identification des secteurs risqués.

¹³ Cet aspect déborde le cadre du présent article.

Tableau 4

Tableau synthétique de la méthode IRISKGroupes sectoriels ordonnés par classes de risque en 1997
et critère 2 décroissant

Classes de risque sectoriel	Groupe sectoriel (a)	Critère 1 Indicateur de défaillance %	Critère 2 Endettement bancaire du secteur (en millions de francs)	Critère 3 % d'entreprises à probabilité $p_i > 31\%$	Critère 4A Part risquée de l'endettement bancaire utilisant la taille r en %	Critère 4B Part risquée moyenne de l'endettement bancaire r en %	Critère 4C Part risquée maximale de l'endettement bancaire r_{max} en %
1	222	6,89	6 188	6,72	4,69	7,80	8,53
1	182	21,07	4 522	9,23	6,77	12,37	13,38
1	361	8,93	3 639	7,15	5,09	10,09	10,90
1	221	8,81	3 402	10,64	3,71	6,96	7,69
1	321	5,82	2 812	8,45	4,64	11,82	13,81
2	341	9,26	10 651	21,67	0,69	2,36	2,71
2	245	4,40	6 010	6,59	3,23	8,22	9,27
2	300	8,15	4 022	12,77	1,69	5,58	6,55
2	292	5,72	3 846	8,42	4,87	8,99	9,78
2	274	4,33	3 669	7,25	2,70	8,05	8,69
2	332	4,56	3 269	8,03	4,04	9,24	9,95
2	283	6,20	2 294	9,26	7,44	11,51	12,57
2	281	8,49	1 938	8,66	6,98	11,67	12,75
2	351	8,64	1 566	11,34	13,91	23,87	25,59
2	152	8,24	1 538	8,13	4,92	11,41	12,50
2	203	7,68	1 503	8,42	5,32	9,49	10,41
2	366	6,63	1 173	10,93	5,67	9,50	10,32

Classes de risque sectoriel	Groupe sectoriel (a)	Nombre d'entreprises Fiben	Effectifs salariés Fiben	Effectifs salariés moyens Fiben	Part d'endettement bancaire des 1 % les plus endettées %	Part d'apports externes des 1 % les plus endettées %	Endettement du secteur par rapport au total industrie %	VA du secteur par rapport au total industrie %
1	222	2 426	76 887	31,69	33,21	30,89	2,29	2,22
1	182	1 549	79 444	51,29	28,23	39,85	1,67	1,51
1	361	1 091	69 756	63,94	26,69	29,86	1,35	1,61
1	221	1 006	56 002	55,67	33,24	39,50	1,26	2,74
1	321	343	39 940	116,44	57,04	39,87	1,04	1,40
2	341	60	162 842	2 714,03	55,20	40,86	3,94	5,92
2	245	349	44 797	128,36	51,64	52,74	2,22	2,00
2	300	141	37 764	267,83	81,45	69,59	1,49	2,10
2	292	1 330	82 220	61,82	31,21	35,73	1,42	2,43
2	274	138	24 460	177,25	30,51	36,09	1,36	0,85
2	332	585	56 157	95,99	42,48	69,77	1,21	1,96
2	283	1 425	59 065	41,45	28,73	67,64	0,85	1,59
2	281	982	35 719	36,37	28,87	25,08	0,72	0,88
2	351	194	14 158	72,98	70,03	51,09	0,58	0,34
2	152	160	11 274	70,46	26,24	27,97	0,57	0,27
2	203	487	20 287	41,66	18,64	21,93	0,56	0,49
2	366	311	15 915	51,17	23,60	20,33	0,43	0,39

(a) 222 : Imprimerie – 182 : Fab. Vêt. textile – 361 : Fab. de meubles – 221 : Édition – 321 : Fab. de composants électroniques – 341 : Const. de véhicules autom. – 245 : Fab. de savons, de parfums et de prod. d'entret. – 300 : Fab. machines de bureau et mat. Informat. – 292 : Fab. de mac. usage gén. – 274 : Prod. mét. non ferreux – 332 : Fab. inst. mesure et cont. – 283 : Chaudronnerie – 281 : Fab. él. métal pour const. – 351 : Const. navale – 152 : Ind. du poisson – 203 : Fab. charpentes et menuis. – 366 : Aut. ind. diverses.

La méthode IRISK a permis de repérer cinq groupes sectoriels appartenant à la première classe de risque (la plus risquée) et douze à la deuxième classe. Pour l'analyse détaillée, on retient les secteurs 222 : Imprimerie, de la classe 1, et 300 : Fabrication de machine de bureau et matériel informatique, de classe 2. Ces deux secteurs ont été retenus à titre d'illustration, car leurs caractéristiques sont différentes.

2.2.2. Les critères de sélection des secteurs 300 et 222

Tableau 5

Secteur 222

A – Répartition des entreprises industrielles bancaires dans les classes de risque
(en %)

B – Répartition des crédits dans les classes de risque
(en %)

Année	Classes de risque					Classes de risque				
	Très risquée	Risquée	Neutre	Favorable	Très favorable	Très risquée	Risquée	Neutre	Favorable	Très favorable
1992	9,50	11,60	18,80	20,10	39,50	10,90	12,30	21,60	26,90	28,10
1993	10,10	11,60	16,20	19,50	41,80	13,70	14,00	19,00	24,10	29,10
1994	8,40	10,40	15,90	19,60	44,90	8,20	12,50	19,90	19,60	39,40
1995	8,00	10,40	16,10	18,00	46,50	6,60	11,30	25,60	21,60	34,70
1996	7,80	9,60	14,30	19,90	47,80	7,60	8,70	19,40	20,10	44,00
1997	6,70	8,50	14,20	19,10	50,80	5,50	8,50	18,10	20,70	47,20

Tableau 6

Secteur 222

Année	Critère 1 Indicateur de défaillance en %	Critère 2 Endettement bancaire du secteur (en millions de francs)	Critère 3 % d'entreprises à $p_i > 31\%$	Critère 4A Part risquée d'endettement bancaire utilisant la taille r en %	Critère 4B Part risquée moyenne d'endettement bancaire rt en %	Critère 4C Part risquée maximale d'endettement bancaire rm en %	Nombre d'entreprises Fiben	Nombre d'entreprises INSEE
1992	9,50	6 362	9,50	6,80	10,60	11,50	2 111	6 042
1993	9,50	6 145	10,10	7,10	11,50	12,50	2 250	6 354
1994	7,60	5 926	8,40	5,90	9,60	10,50	2 316	6 451
1995	6,30	6 019	8,00	5,70	9,40	10,20	2 410	6 506
1996	7,40	6 179	7,70	5,30	8,60	9,30	2 448	6 404
1997	6,90	6 188	6,70	4,70	7,80	8,50	2 426	6 404

Année	Effectifs salariés Fiben	Effectifs salariés INSEE	Effectifs salariés moyens Fiben	Part d'endettement bancaire des 1 % les plus endettées en %	Part d'apports externes des 1 % les plus endettées en %	Endettement du secteur par rapport au total industrie en %	VA du secteur par rapport au total industrie en %
1992	74 257	106 688	35,20	21,30	23,80	1,80	2,20
1993	75 991	105 494	33,80	21,60	24,30	1,90	2,40
1994	78 002	105 992	33,70	25,80	25,00	1,90	2,40
1995	78 712	106 846	32,70	26,70	31,20	2,00	2,30
1996	78 440	104 654	32,00	29,20	27,20	2,30	2,30
1997	76 887	104 654	31,70	33,20	30,90	2,30	2,20

Pour 1997, les quatre critères de risque du secteur de l'imprimerie sont légèrement supérieurs à la référence industrie. Pour les autres années, le risque porte surtout sur les critères 1, 2 et 4C.

Les tableaux 5A et 5B révèlent une proportion assez importante de firmes dans la classe risquée, mais surtout de crédits bancaires proportionnellement plus importants dans les deux classes les plus risquées que ce n'est le cas dans l'industrie. Ceci explique le niveau élevé du critère 4C : part risquée maximale de l'endettement bancaire.

Ainsi, les facteurs de risque sont :

- d'une part, le fait que le secteur dans son ensemble est assez fortement endetté vis-à-vis des établissements de crédit (critère 2) : l'endettement du secteur représente 2,3 % de celui de l'industrie ;
- d'autre part, le fait que les entreprises ayant une probabilité élevée de défaillance au cours des trois prochaines années (1998, 1999, 2000) ont un endettement important relativement aux autres firmes en situation plus favorable.

Tableau 7

Secteur 300

A – Répartition des entreprises industrielles bancaires dans les classes de risque
(en %)

B – Répartition des crédits dans les classes de risque
(en %)

Année	Classes de risque					Classes de risque				
	Très risquée	Risquée	Neutre	Favorable	Très favorable	Très risquée	Risquée	Neutre	Favorable	Très favorable
1992	9,40	10,40	19,80	23,60	35,90	6,90	1,10	12,40	13,70	65,70
1993	10,50	9,70	20,20	16,90	42,70	12,80	3,30	25,30	2,20	56,40
1994	8,90	10,50	14,50	19,40	46,00	1,10	2,40	5,50	2,50	88,60
1995	10,30	10,30	21,30	19,90	36,80	5,10	1,30	3,00	28,30	62,40
1996	10,60	12,10	14,20	14,90	47,50	2,00	4,00	0,80	8,00	85,20
1997	12,70	9,90	12,80	15,60	48,90	7,30	1,00	1,10	1,10	89,40

Tableau 8

Secteur 300

Année	Critère 1	Critère 2	Critère 3	Critère 4A	Critère 4B	Critère 4C	Nombre d'entreprises Fiben	Nombre d'entreprises INSEE
	Indicateur de défaillance %	Endettement bancaire du secteur (en millions de francs)	% d'entreprises à probabilité $p_i > 31\%$	Part risquée d'endettement bancaire utilisant la taille r en %	Part risquée moyenne d'endettement bancaire r en %	Part risquée maximale d'endettement bancaire r en %		
1992	4,60	4 928	9,40	2,30	5,40	5,70	106	197
1993	5,50	5 883	10,50	2,70	9,10	9,70	124	291
1994	7,80	4 936	8,90	1,10	3,80	4,40	124	319
1995	2,90	4 881	10,30	1,50	4,50	4,80	136	314
1996	8,80	4 399	10,60	1,40	4,20	4,80	141	319
1997	8,20	4 022	12,80	1,70	5,60	6,50	141	319

Année	Effectifs salariés Fiben	Effectifs salariés INSEE	Effectifs salariés moyens Fiben	Part d'endettement bancaire des 1 % les plus endettées en %	Part d'apports externes des 1 % les plus endettées en %	Endettement du secteur par rapport au total industrie en %	Valeur ajoutée du secteur par rapport au total industrie en %
1992	49 536	53 443	467,30	70,60	81,20	1,40	2,70
1993	45 384	47 602	366,00	69,40	71,80	1,80	2,30
1994	41 090	44 552	331,40	81,80	72,50	1,60	2,30
1995	38 725	40 866	284,70	73,90	63,30	1,60	2,30
1996	34 431	37 547	244,20	78,40	66,80	1,60	2,10
1997	37 764	37 547	267,80	81,50	69,60	1,50	2,10

Pour 1997, la proportion de firmes risquées et très risquées est particulièrement élevée dans le secteur de la fabrication des machines de bureau et matériel informatique. C'était déjà le cas depuis 1994. Par contre, sauf en 1993, les crédits bancaires se concentrent spectaculairement dans les firmes en situation favorable et très favorable, ce que traduisent les faibles valeurs du critère 4C. Ainsi, le risque dans le secteur 300 est caractérisé par un endettement bancaire assez important (critère 2), surtout vu le faible nombre de firmes de ce secteur, et des proportions de défaillances (critère 1) et de firmes risquées (critère 3) assez élevées.

2.2.3. Structures et évolution

L'analyse qui suit vise à approfondir les différences de nature du risque entre les deux groupes sectoriels.

Le *poids économique* du secteur est approché par :

- le pourcentage de la valeur ajoutée totale du secteur dans l'industrie ;
- le pourcentage de l'endettement bancaire total du secteur dans l'industrie.

La *concentration du secteur* est évaluée par cinq indicateurs diversifiés repris dans le tableau ci-après.

Tableau 9
Concentration dans les secteurs risqués en 1997

	Ensemble de l'industrie	222 Imprimerie	300 Fabrication de machines de bureau et matériel informatique
Effectif moyen par entreprise	74,6	31,7	267,8
Valeur ajoutée moyenne (a)	26,6	10,0	163,1
Endettement bancaire moyen (a)	6,6	2,6	28,5
Part de l'endettement bancaire du secteur de 1 % des firmes les plus endettées (b)	46,7	33,2	81,5
Part des apports externes (c) dans le secteur de 1 % des firmes ayant le plus d'apports externes (b)	58,9	30,9	69,6

(a) En millions de francs

(b) En pourcentage

(c) Apports externes = endettement bancaire + obligations + autres emprunts + billets de trésorerie
+ dettes vis-à-vis du groupe et des associés + emprunts participatifs

Source : Fiben

Les groupes 222 et 300 ont des tailles et des structures très différentes, comme le montrent les indicateurs contenus dans les tableaux 6, 8, 9 et 10. Le poids économique des deux groupes sectoriels apparaît comparable en termes de valeur ajoutée, celle-ci représentant de l'ordre de 2 % de la valeur ajoutée totale industrielle. En revanche, ces deux secteurs sont dans des situations contrastées si l'on retient d'autres critères, en particulier les niveaux de l'emploi et de l'endettement. Les effectifs salariés sont deux fois plus importants dans le groupe 222 que dans le groupe 300. Quant à l'endettement bancaire, son encours global dans le groupe 222 est supérieur de 50 % à celui du groupe 300. En revanche, l'encours de l'ensemble des apports externes du groupe 300 dépasse de 50 % celui du groupe 222. Cette dernière caractéristique tient à la présence de très grandes entreprises dans le secteur 300 qui recourent davantage aux marchés financiers (obligations, billets de trésorerie).

Les structures productives des deux groupes présentent également des différences importantes. D'un côté, le groupe 222 : Imprimerie est composé de nombreuses entreprises de tailles petite et moyenne, comprenant en moyenne 32 salariés, contre 75 dans l'industrie. À l'opposé, le groupe 300 : Fabrication de machines de bureau et matériel informatique, qui est dominé par quelques grandes firmes, comprend un petit nombre d'entreprises dont la taille est en moyenne 3,5 fois plus importante que la taille moyenne des firmes industrielles, lorsque l'on retient le critère des effectifs salariés. Ce facteur multiplicatif est de 6 si l'on prend pour référence la valeur ajoutée.

Tableau 10
Évolution des secteurs risqués

(montants en millions de francs)

Secteur	Année	Nombre d'entreprises	Effectifs salariés	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Endettement bancaire	Apports externes	Investissement
222	1993	2 250	75 991	50 612	23 377	6 145	8 607	2 044
	1994	2 316	78 002	54 538	24 636	5 927	8 152	3 411
	1995	2 410	78 712	57 521	24 959	6 019	9 097	3 173
	1996	2 448	78 440	56 780	24 320	6 180	8 610	3 507
	1997	2 426	76 887	56 609	24 343	6 189	8 587	2 905
300	1993	124	45 384	67 850	21 697	5 883	13 165	3 399
	1994	124	41 090	70 069	23 631	4 937	13 044	2 906
	1995	136	38 725	78 844	24 864	4 882	13 220	2 763
	1996	141	34 431	76 560	22 233	4 399	12 588	2 772
	1997	141	37 764	81 881	22 997	4 022	12 808	2 288
Industrie	1993	38 259	3 156 895	3 217 882	961 147	323 554	721 747	147 769
	1994	39 822	3 126 836	3 406 087	1 028 021	304 114	701 018	158 362
	1995	41 113	3 149 625	3 655 375	1 066 314	300 404	705 990	174 078
	1996	41 401	3 122 409	3 676 598	1 049 470	266 870	678 430	181 437
	1997	41 149	3 067 968	3 861 598	1 094 189	270 427	692 583	211 930

Source : Fiben

L'évolution des groupes sectoriels 222 et 300 a été relativement différenciée depuis le point bas du cycle en 1993. Dans ces deux secteurs, comme dans l'industrie prise globalement, on enregistre un accroissement du nombre d'entreprises et une baisse des effectifs salariés. Les différences entre l'évolution récente des deux groupes apparaissent particulièrement sur trois points :

- l'activité, mesurée par la valeur ajoutée (en francs courants), a légèrement progressé dans les deux secteurs depuis 1993, mais celle-ci a été moins dynamique dans le groupe 300 où elle a chuté de 7,5 % de 1995 à 1997 (en unités monétaires courantes), cette baisse étant limitée à 2,5 % dans le groupe 222. Ces deux secteurs à risque se caractérisent par une croissance de l'activité sur la période nettement moins rapide que celle de l'industrie ;

- l'investissement en 1997 est supérieur de 42,1 % au niveau de 1993 dans le groupe 222, ce qui constitue une progression voisine de celle enregistrée par l'industrie, égale à 43,4 % ; en revanche, sur la même période, l'investissement a diminué de 32,6 % dans le groupe 300 ;
- l'endettement bancaire global est demeuré stable entre 1993 et 1997 dans le groupe 222, tandis que les entreprises du groupe 300 se sont fortement désendettées, l'encours de crédit ayant été réduit de plus de 30 % ; en revanche, si l'on prend en compte l'ensemble des apports externes, on observe une quasi-stabilité de l'encours des financements dans les deux secteurs.

Ces résultats doivent être interprétés avec prudence pour deux séries de raisons :

- des restructurations amples et nombreuses sont intervenues dans ces secteurs, ce qui a modifié les échantillons pendant la période étudiée ¹⁴ ;
- les évolutions analysées sont mesurées en valeur nominale ; or des baisses de prix ¹⁵ importantes ont affecté plus particulièrement la valeur ajoutée et l'investissement, surtout dans le secteur 300.

2.2.4. Des profils de risque différents

La structure des bilans est un élément important de l'analyse du risque, tant au niveau individuel que sectoriel. Les secteurs 222 et 300 et l'industrie prise dans son ensemble font apparaître des différences significatives retracées par le tableau 11. Si l'on se concentre sur l'endettement auprès des banques et des fournisseurs, ainsi que sur les créances clients appréhendées par les découverts clients ¹⁶, la situation du groupe 222 est moins bonne que celles de l'industrie et du groupe 300. Les ratios d'endettement y sont nettement plus élevés ; ce constat se vérifie particulièrement pour les concours bancaires. De plus, le ratio d'endettement bancaire global est deux fois plus élevé pour le groupe 222 que pour le groupe 300 et l'industrie. En revanche, si l'on prend en compte l'ensemble des financements externes (y compris notamment l'endettement obligataire), il apparaît que la situation du groupe 222 est voisine de celle de l'industrie, tandis que le ratio d'endettement global du groupe 300 est supérieur aux moyennes enregistrées dans l'industrie et le groupe 222 (cf. tableau 11).

¹⁴ Les critères IRISK sont examinés annuellement. Aussi pour l'année étudiée, toutes les firmes disponibles sont prises en compte, afin de donner sur le risque la vision la plus complète possible. Il en résulte que sur plusieurs années consécutives, l'échantillon n'est pas constant. Comme il a été présenté au 1.4., le contrôle de l'évolution de l'échantillon et de la fiabilité du diagnostic est néanmoins maîtrisé grâce à l'examen détaillé des données Fiben.

¹⁵ Les indices des prix des secteurs de la Nomenclature économique de synthèse (NES) fournis par la comptabilité nationale s'établissent comme suit :

- Secteur C2 : Édition, imprimerie, reproduction, dont fait partie le groupe 222 :
1993 : 97,8 ; 1994 : 98,3 ; 1995 : 100,0 ; 1996 : 101,1 ; 1997 : 101,6 ; 1998 : 101,8 ;
- Secteur E3 : Industrie des équipements électriques et électroniques, dont fait partie le groupe 300 :
1993 : 106,6 ; 1994 : 105,0 ; 1995 : 100,0 ; 1996 : 97,5 ; 1997 : 89,6 ; 1998 : 87,3.

¹⁶ Découvert clients = stocks de produits en cours – avances et acomptes clients + créances clients + effets escomptés non échus

Tableau 11

Structure des bilans en pourcentage du total du bilan en 1997

Secteur	Dettes – avances fournisseurs	Découverts clients	Endettement bancaire	Concours bancaires courants	Apports externes	Capital engagé
222	13,97	24,67	9,12	3,60	12,66	54,39
300	14,52	18,94	4,48	1,13	14,28	55,54
Industrie	10,87	15,38	4,95	2,38	12,68	57,01

L'analyse de l'évolution de l'endettement risqué, présenté dans le tableau 12, permet d'affiner ce diagnostic. La part de l'endettement porté par les entreprises appartenant aux classes les plus risquées est, en général, sensiblement plus élevée dans le groupe 222 que dans l'industrie et le groupe 300. Toutefois, la situation du groupe 300 au regard du risque de crédit apparaît défavorable pour deux séries de raisons :

- la part de l'endettement bancaire risqué a fortement augmenté dans ce secteur entre 1996 et 1997, alors que celle-ci tend à se réduire dans le groupe 222 et dans l'industrie ; cette évolution négative est la conséquence de la dégradation des performances économiques, mentionnée plus haut, de certaines entreprises du groupe 300 ;
- mais surtout, il apparaît que, dans le secteur 300, l'endettement est fortement concentré : 1 % des entreprises les plus endettées auprès des banques détiennent 81,5 % de l'endettement total du secteur, cette proportion tombant à 46,7 % dans l'industrie et à 33,2 % dans le groupe 222 (cf. tableau 9). Cette concentration du risque résulte en grande partie des structures industrielles très concentrées dans ce secteur, comme on l'a vu précédemment.

Tableau 12

Évolution du risque de crédit

(en pourcentage)

Secteur	Part des firmes les plus risquées dans les dettes bancaires du secteur			Part des firmes les plus risquées dans les apports externes du secteur			Part risquée moyenne des dettes bancaires en tenant compte de la taille rt			Part risquée maximale des dettes bancaires rm		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996	1997
222	6,6	7,6	5,5	7,4	8,8	6,5	5,7	5,3	4,7	10,2	9,3	8,5
300	5,1	2,1	7,3	9,8	9,7	2,9	1,5	1,3	1,6	4,8	4,8	6,5
Industrie	5,7	5,3	4,6	4,8	5,3	3,8	3,7	3,5	3,2	8,9	8,2	7,6

Les tableaux et les commentaires précédents se réfèrent à des indicateurs globaux sur le secteur ou moyens par entreprise. Or, l'évaluation des risques sectoriels doit également prendre en compte la distribution de ces risques au sein de la population des entreprises. Le tableau 13 fait état des distributions du score BDFI¹⁷ et des contributions de deux ratios importants, liés à la rentabilité (contribution 1) et au taux d'endettement (contribution 5). Ces statistiques prennent donc en compte la diversité des situations retracées par ces indicateurs synthétiques des structures économiques et financières des entreprises. Elles permettent donc de compléter le diagnostic du risque obtenu à partir de statistiques globales.

Premier constat : l'indicateur central qu'est la médiane indique que la structure financière du secteur 222 est en 1997 moins bonne que celle de l'industrie, mais meilleure que celle du secteur 300.

Second constat : la dispersion appréciée grâce aux premier et troisième quartiles se révèle plus forte dans le groupe 300 que dans le secteur 222 et dans l'industrie ; ce résultat est encore plus net quand on examine les premier et neuvième déciles. De plus, on constate que plus du quart des entreprises du groupe 300 a un score négatif, ce qui n'est pas le cas du groupe 222, ni de l'industrie ; et plus d'un dixième des firmes du groupe 300 a même un score inférieur à -1. Ainsi, dans le secteur 300, la dispersion des risques est forte : il y a des entreprises en situation très favorable, comme le montrent les troisième quartile et neuvième décile, mais il y a également une proportion d'entreprises risquées plus importante que dans l'industrie et dans le secteur 222, ce qui rejoint le constat fait à partir des données des tableaux 7 et 8.

Tableau 13
Score BDFI et principales contributions en 1997

Secteur	Variable score	1 ^{er} décile	1 ^{er} quartile	Médiane	3 ^e quartile	9 ^e décile
222	Score BDFI	- 0,620	0,161	0,928	1,566	1,931
	dont :					
	Contribution 1	- 0,234	- 0,093	0,042	0,177	0,310
	Contribution 5	- 0,285	0,170	0,578	0,891	1,041
300	Score BDFI	- 1,116	- 0,054	0,897	1,472	2,131
	dont :					
	Contribution 1	- 0,569	- 0,209	- 0,030	0,126	0,404
	Contribution 5	- 0,568	- 0,022	0,574	0,983	1,064
Industrie	Score BDFI	- 0,568	0,204	0,984	1,611	2,037
	dont :					
	Contribution 1	- 0,287	- 0,124	0,031	0,209	0,403
	Contribution 5	- 0,365	0,115	0,558	0,880	1,038

L'examen des contributions pour l'année 1997 montre que :

- la rentabilité (contribution 1) est généralement plus faible dans le secteur 300 que dans l'industrie et dans le secteur 222 ; la rentabilité des entreprises médianes du groupe 300 a même une contribution négative, à la différence de l'industrie et du groupe 222. Toutefois, le dixième des firmes du groupe 300 qui se trouve dans la situation la plus favorable a une rentabilité comparable aux 10 % des firmes les plus rentables dans l'industrie ;

¹⁷ Le score BDFI est la somme de sept contributions de ratios qui permettent de repérer les points faibles et les points forts de l'entreprise. L'interprétation se fait dans le sens suivant :

- plus le score est élevé, meilleure est la situation de l'entreprise ;
- plus la contribution d'un ratio est élevée, moindre est sa contribution au risque.

- le taux d'endettement (contribution 5) a une contribution médiane du même ordre pour les secteurs 300 et 222. Les situations de ces secteurs sont en revanche très différentes en termes de dispersion des risques ; pour les entreprises situées dans le premier quartile et le premier décile, les risques liés à l'importance de l'endettement apparaissent beaucoup plus marquants dans le secteur 300 que dans l'industrie et dans le secteur 222.

3. Synthèse et conclusions

La méthode IRISK permet d'identifier des secteurs risqués à partir de différents critères de risque complémentaires. Cette approche, qui intègre indicateurs moyens, indicateurs globaux et indicateurs en distribution, présente l'intérêt de mettre en évidence le risque sectoriel global, mais aussi d'identifier différents types de risques.

L'analyse de cas qui a été présentée dans cet article a montré la diversité des facteurs à examiner. S'agissant du risque global, le diagnostic est nuancé : d'un côté, le groupe 300 apparaît comme le plus risqué en termes d'endettement total, qui, mesuré par le rapport des apports externes à la valeur ajoutée du secteur, s'élève à 55,7 % pour le groupe 300, contre 35,3 % pour le groupe 222 ; mais ces ratios d'endettement total sont inférieurs à celui de l'industrie prise globalement, qui s'élève à 63,2 %. Si l'on se limite à l'endettement bancaire, le taux d'endettement du groupe 222 est de 25,4 %, contre 17,5 % pour le groupe 300, alors que le taux moyen d'endettement bancaire de l'industrie est égal à 24,7 %.

Ainsi, la vulnérabilité des secteurs 222 et 300 n'apparaît pas seulement liée à leur risque global tel qu'il vient d'être analysé. Deux autres sources de risques semblent jouer un rôle prépondérant au cours de la période récente. Il y a, en premier lieu, un risque lié à la situation conjoncturelle de ces secteurs : la croissance de l'activité y a été faible, voire négative ces dernières années, à la différence de ce qui a été observé dans le reste de l'industrie. Ce facteur a directement contribué à la montée des défaillances d'entreprises dans ces deux secteurs, augmentant la proportion d'entreprises risquées. Cette situation a été le résultat d'effets-volume et d'effets-prix, ces derniers ont été particulièrement nets dans le secteur 300.

La seconde source de risque provient des structures financières des groupes 222 et 300. En particulier, une forte concentration de l'endettement bancaire dans le secteur 300 constitue un facteur de vulnérabilité important. Car même si le petit nombre d'entreprises sur lequel se concentre l'endettement bancaire est en général peu risqué, la défaillance (ou plus simplement des difficultés), toujours possible dans l'une d'entre elles, induirait des pertes potentielles notables pour les banques.

La méthode IRISK constitue un progrès dans l'évaluation et l'analyse de ces différentes formes de risque. Elle est déjà utilisée par le Secrétariat général de la Commission bancaire dans le cadre de son dispositif de détection des risques dans les établissements assujettis (Système d'aide à l'analyse bancaire – SAABA). Des développements devront être réalisés pour s'adapter aux transformations continues de l'environnement et du comportement des entreprises afin d'améliorer encore cette détection.

L'intérêt de la méthode dans son approche, à la fois globale et diversifiée, provient de sa capacité à mobiliser les données disponibles à la direction des Entreprises de la Banque de France. Cette source unique d'information forme un ensemble complet permettant d'élaborer des indicateurs avancés sur les secteurs d'activité. Elle conduit à réaliser des synthèses susceptibles de compléter les évaluations de risque des responsables et acteurs économiques, en particulier les analystes de banque ou d'agence de notation.

L'application actuelle, réservée aux seules entreprises industrielles, sera étendue au fur et à mesure de l'extension de la méthode des scores à d'autres secteurs d'activité.

Les orientations récentes prises par le Comité de Bâle en faveur d'une reconnaissance prudentielle possible des systèmes de notations internes des banques ajoutent un intérêt certain à cette démarche.

Comportements des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au premier trimestre 1999

Les résultats de l'enquête-titres¹ pour le premier trimestre 1999 reflètent une hausse significative du marché des actions et l'activité soutenue du marché des obligations, dans le contexte favorable du passage réussi à la monnaie unique.

Trois faits marquants caractérisent le premier trimestre 1999 :

- l'accroissement sensible des investissements en actions françaises cotées ;*
- l'importance des flux de capitaux nouveaux investis en obligations étrangères ;*
- la reprise des investissements nets en titres d'OPCVM monétaires.*

Les principales évolutions sectorielles sont les suivantes :

- le portefeuille des ménages enregistre une hausse sensible sur les actions françaises cotées — en relation avec la privatisation d'Air France en février 1999 — et les OPCVM français ; à l'inverse, les encours d'obligations françaises accusent une légère baisse ;*
- l'épargne investie par les sociétés en obligations françaises et étrangères et en titres d'OPCVM français a fortement augmenté ;*
- les investisseurs institutionnels et les non-résidents clients des dépositaires français, ont accru leurs investissements dans quasiment toutes les catégories de titres, en privilégiant respectivement les obligations étrangères, pour les premiers, et les actions françaises cotées, pour les seconds.*

Dans des proportions voisines de celles du trimestre précédent, 81 % des transactions réalisées par l'ensemble des détenteurs du champ de l'enquête ont porté sur des obligations, contre 11 % pour les titres d'OPCVM et 8 % pour les actions. Près de 80 % des transactions sur les actions françaises cotées recensées dans l'enquête ont été le fait des non-résidents clients des dépositaires français. Les investisseurs institutionnels ont été à l'origine de la quasi-totalité — plus de 95 % — des opérations sur les obligations françaises et étrangères et de près de 50 % des opérations d'achats et de rachats de titres d'OPCVM non monétaires. Les sociétés ont réalisé plus de 45 % des transactions sur les titres d'OPCVM monétaires. Les durées moyennes de détention des titres par les acteurs les plus actifs sur les marchés sont relativement courtes (de 3,5 mois pour les non-résidents clients des dépositaires français, sur les actions françaises cotées, à moins de 1 mois pour les investisseurs institutionnels sur les obligations françaises).

Monique CHOCRON
Hervé GRANDJEAN
Lydie MARCHAND

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

¹ L'enquête couvre désormais plus de 80 % de la capitalisation boursière des actions françaises cotées.

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

Rappel méthodologique

1. Objectifs généraux de l'enquête

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

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

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

Les informations fournies par les informateurs de l'enquête à partir des deux filières de règlement-livraison SBI (sociétés de bourse intermédiaires) et Slab (service de livraison par accord bilatéral) ne correspondent pas à celles observées, respectivement, en bourse et hors bourse, dans la mesure où il n'est pas possible actuellement d'isoler les montants importants de transactions liées aux « suites de marché » dénouées dans la filière Slab pour les reclasser avec celles recensées sur le marché. Par ailleurs, les opérations entre membres du marché transitant par la filière ISB (inter sociétés de bourse) n'ont pas vocation à figurer dans cette étude car, du fait de l'existence de la Chambre de compensation de la Bourse de Paris, elles ne sont pas répertoriées directement par les informateurs de l'enquête. En revanche, les opérations réalisées par les membres du marché pour leur compte propre ou celui de leur clientèle seront intégrées à moyen terme dans l'enquête-titres, grâce à la contribution de certains d'entre eux en tant qu'informateurs ¹.

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

Les mouvements sans contrepartie monétaire pour les intervenants correspondent, par exemple, à :

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

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

.../...

¹ À titre indicatif, des éléments statistiques consolidés, indiquant les volumes de transactions effectuées sur les marchés actions durant chaque trimestre, seront communiqués par ParisBourse SBF SA.

2. Caractéristiques de l'enquête

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

Par ailleurs, une différence de méthode réside dans le fait que l'enquête-titres comptabilise les valeurs mobilières faisant l'objet de cessions temporaires dans le portefeuille des cessionnaires, alors que, dans la balance des paiements et les comptes nationaux financiers, elles demeurent à l'actif du cédant ².

3. Sources d'information

Les informations de base de l'enquête proviennent des principales conservations de titres en France des établissements de crédit (environ 30 conservations représentant 70 établissements de crédit). L'enquête bénéficie, pour l'année 1999, du label d'intérêt général n° 99T710BF délivré par le Conseil national de l'information statistique (Cnis).

4. Secteurs

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

² L'inclusion des cessions temporaires de titres dans les flux (qui va de pair avec l'inclusion des encours correspondants dans le portefeuille du cessionnaire) correspond au traitement retenu dans les conservations de titres, d'où sont tirées les données des enquêtes-titres.

1. Les marchés de valeurs mobilières ²**1.1. Évolution**

La capitalisation boursière des actions françaises cotées, qui a progressé de 14,8 % entre mars 1998 et mars 1999, représentait 65,0 % du PIB, à la fin de l'année 1998. À titre indicatif, aux États-Unis, le niveau de ce même ratio s'élevait à 180 % à la même date.

Après une forte hausse de l'indice SBF 250 (+ 20,5 % entre septembre 1998 et décembre 1998), la Bourse de Paris a enregistré une évolution heurtée mais positive (+ 6,4 %) au premier trimestre 1999. En effet, après l'accueil très favorable réservé par le marché au passage à l'euro, la hausse des taux d'intérêt à long terme au mois de février a pesé sur la cote ; toutefois, en fin de période, sous les effets conjugués de la publication de résultats annuels favorables aux grandes entreprises françaises, de la hausse des prix du pétrole qui a soutenu les cours de valeurs comme Elf et Total et des anticipations de baisse des taux dans la zone euro, les placements en actions se sont révélés plus attractifs.

² Cf. annexe

Par ailleurs, en volume, l'activité a fortement progressé au premier trimestre 1999, pour atteindre un montant de transactions sur actions françaises cotées de 309,8 milliards d'euros, en hausse de 28,5 % par rapport au trimestre précédent.

Les obligations ont bénéficié au début de l'année 1999 du climat de confiance suscité par la réussite du passage à la monnaie unique ; puis, sous l'influence de la dégradation du marché obligataire américain, les rendements se sont nettement tendus en cours de trimestre pour évoluer au mois de mars de façon contrastée selon les échéances. Au cours du premier trimestre 1999, l'indice CNO (Comité de normalisation obligataire – titres d'État) a progressé de 0,3 %, contre, respectivement, 2,0 % au quatrième trimestre 1998 et 12,4 % sur l'ensemble de l'année 1998.

L'évolution de l'actif net des OPCVM français au cours du trimestre sous revue (+ 7,1 %, contre + 4,8 % au quatrième trimestre 1998) est à imputer essentiellement aux OPCVM non obligataires, les plus fortes progressions étant enregistrées respectivement par les OPCVM monétaires euro (+ 10,5 %), les OPCVM diversifiés (+ 6,9 %), les OPCVM garantis (+ 5,8 %) et les OPCVM actions françaises (+ 5,1 %).

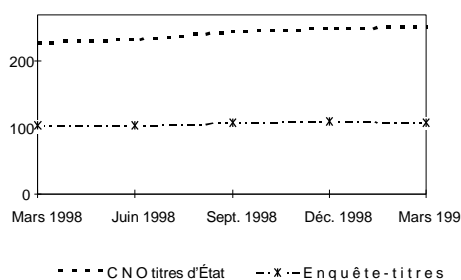
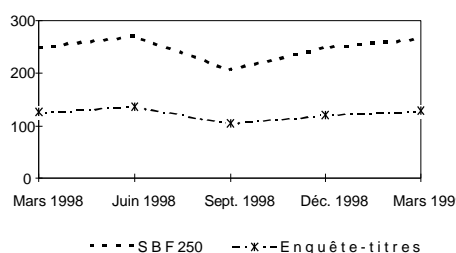
À l'inverse de la période précédente, les encours des titres d'OPCVM monétaires ont progressé de manière significative, tous les secteurs ayant été acheteurs nets. Comme au quatrième trimestre 1998, les secteurs ont été, globalement, acheteurs nets de titres d'OPCVM non monétaires.

Enfin, il convient de rappeler que la France occupe la deuxième place, derrière les États-Unis, dans le classement des OPCVM pour le montant des actifs gérés, ces derniers étant en hausse de près de 15 % depuis mars 1998.

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

Actions françaises cotées

Obligations françaises



Marchés de valeurs mobilières françaises

(encours globaux en valeur de marché)

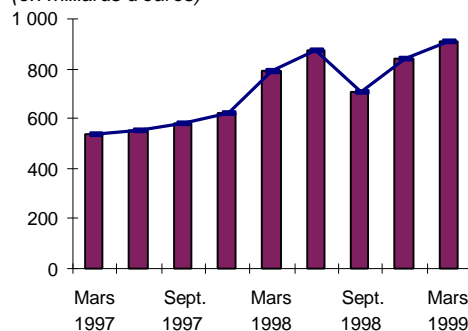
Actions cotées

Capitalisation boursière

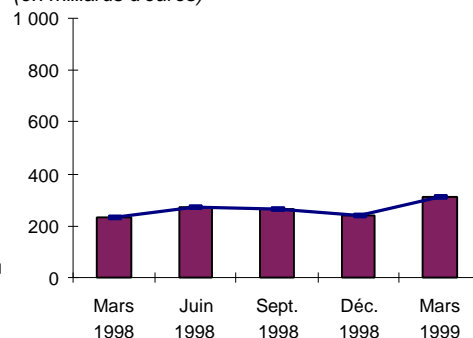
Transactions globales

sur les marchés

(en milliards d'euros)



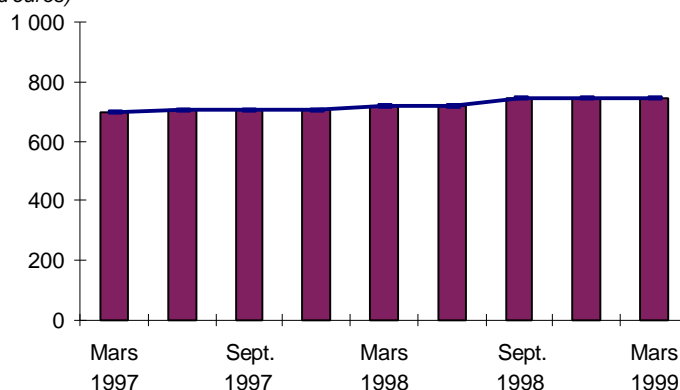
(en milliards d'euros)



Source : ParisBourse SBF SA

Capitalisation boursière des obligations

(en milliards d'euros)



Source : ParisBourse SBF SA

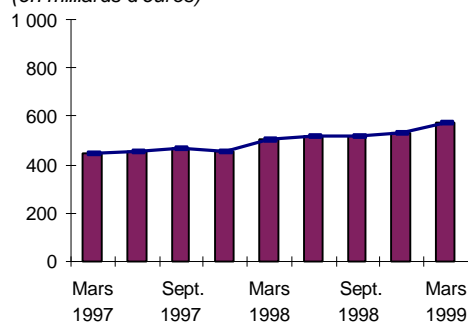
Actif net

Titres d'OPCVM

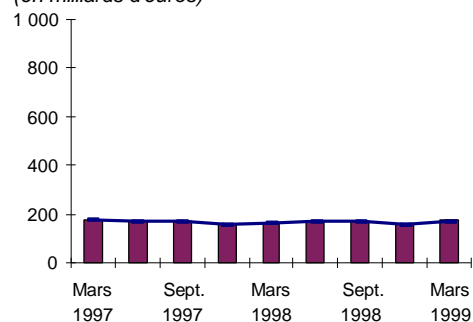
dont :

Titres d'OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)



(en milliards d'euros)



Source : COB

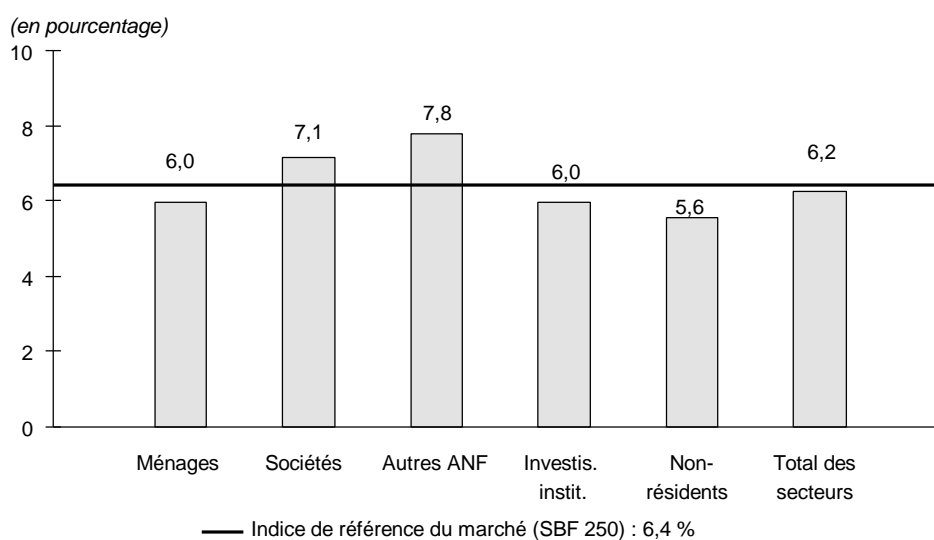
1.2. Performances

Les performances des secteurs détenteurs d'actions françaises cotées et d'obligations françaises, qui sont évaluées à partir d'indices tenant compte des encours valorisés au prix du marché au début et en fin de période, des flux nets et des mouvements sans contrepartie monétaire, ont connu au cours du premier trimestre de l'année 1999 les tendances suivantes ³ :

- tous les secteurs détenteurs d'actions françaises cotées enregistrent une performance positive relativement proche de celle de l'indice de référence du marché (indice SBF 250). Les sociétés et les autres agents non financiers sont les seuls détenteurs de cette catégorie de titres à enregistrer une performance supérieure à celle de l'indice de référence. En revanche, les non-résidents clients des dépositaires français et les investisseurs institutionnels, qui sont les deux plus importants détenteurs de ce type de titres, occupent les deux derniers rangs du classement des meilleures performances relevées sur le marché des actions françaises cotées ;
- sur le marché des obligations françaises, les investisseurs institutionnels, qui détiennent près de 75 % des encours dans l'enquête, obtiennent les meilleurs résultats.

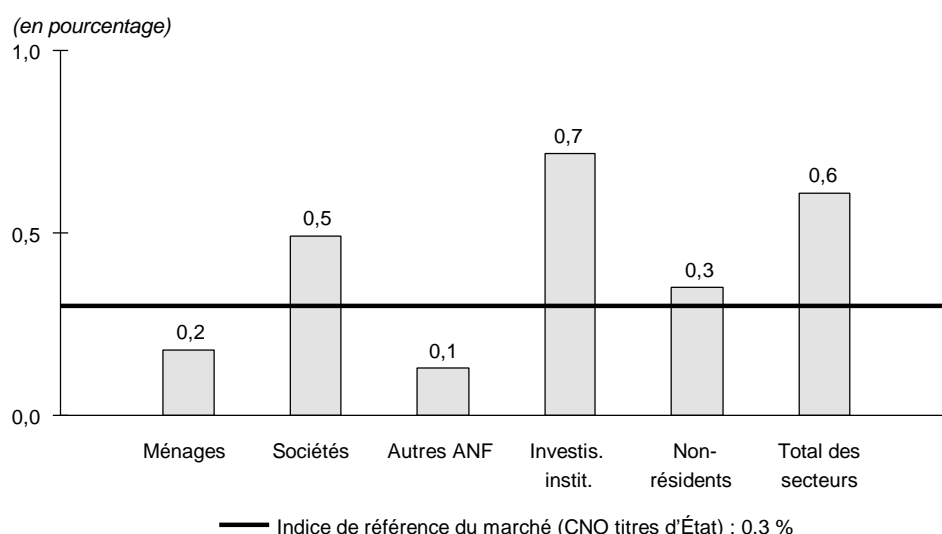
Performances par secteurs détenteurs au premier trimestre 1999

Actions françaises cotées



³ Les résultats présentés sont perfectibles dans la mesure où les informations sur les mouvements sans contrepartie monétaire ne sont pas encore transmises de façon exhaustive par toutes les conservations de titres participant à l'enquête.

Obligations françaises



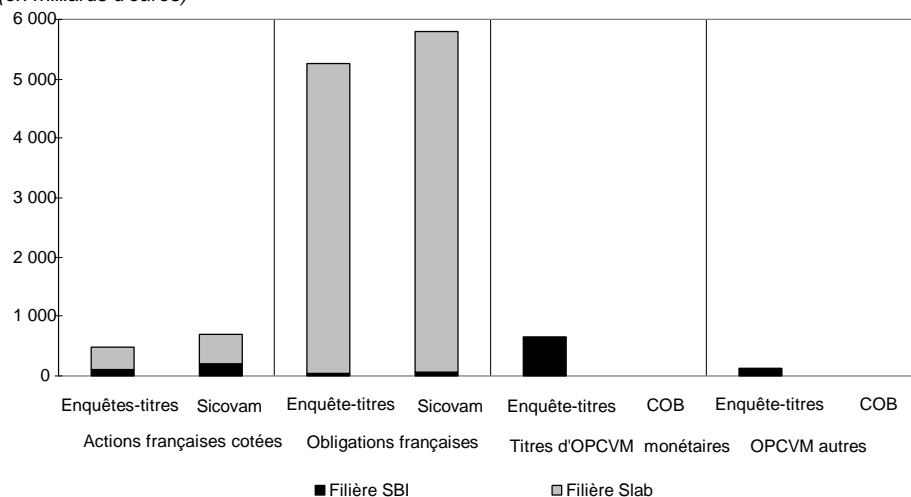
1.3. Volume d'activité

L'analyse du volume des transactions sur les différents marchés de titres français au premier trimestre 1999 met en évidence une situation très contrastée. En effet, le volume d'activité du marché des obligations françaises représente les quatre cinquièmes (80,3 %) du total des transactions tous marchés confondus. Les titres d'OPCVM français et les actions françaises cotées se partagent le solde à hauteur de, respectivement, 12,2 % et 7,5 %.

Par ailleurs, selon l'enquête, plus des trois quarts des transactions sur les actions françaises cotées et près de 99 % des transactions sur les obligations françaises sont dénouées à partir de la filière Slab (gré à gré et « suites de marché »). En effet, cette filière permet aux intervenants de conclure plus facilement des opérations correspondant à leurs besoins en termes de montant ou d'échéance. Le montant de ce type de transactions, réalisées essentiellement par les investisseurs institutionnels sur des obligations françaises dans le cadre des transferts temporaires de titres, a atteint près de 5 200 milliards d'euros pour le trimestre.

Transactions au premier trimestre 1999

(en milliards d'euros)



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

1.4. Structure de détention et composition des portefeuilles

La structure de détention des valeurs mobilières et la composition par valeurs des portefeuilles des secteurs offrent les principaux traits suivants.

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

La part des investisseurs institutionnels dans la capitalisation actions de la Bourse de Paris, qui est relativement stable — environ 25 % — entre décembre 1997 et mars 1999, est encore faible comparée à celles observées sur les places financières anglo-saxonnes. Cette situation s'explique, notamment, par le poids relativement limité des OPCVM actions et surtout par l'absence de fonds d'épargne-retraite.

Les parts d'actions françaises cotées détenues directement par les ménages et les sociétés non financières s'établissent à, respectivement, 10,5 % et 21,1 %, contre 13,0 % et 19,0 % en décembre 1997. Par ailleurs, les placements en actions ne concernent qu'une partie réduite des épargnants (5,2 millions de Français en avril-mai 1999⁴) et la concentration des portefeuilles est forte (plus de 70 % de l'encours d'actions françaises se trouvait logé dans un peu plus de 10 % des comptes à fin 1998).

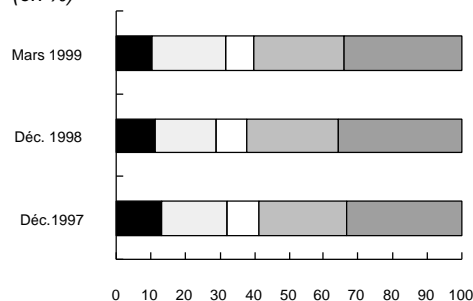
Les non-résidents clients des dépositaires français détenaient la part la plus importante du capital des entreprises françaises de décembre 1997 à mars 1999. Leur part relative de détention des actions françaises cotées représentait un peu plus du tiers de la capitalisation boursière au cours de la période susvisée⁵.

⁴ Selon les derniers résultats du sondage réalisé par la SOFRES pour le compte de la Banque de France et de ParisBourse SBF SA

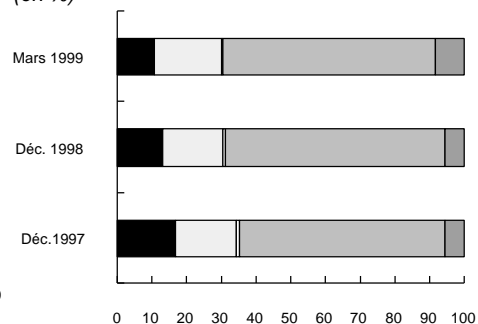
⁵ Selon les statistiques de la balance des paiements, le taux de détention des actions françaises cotées par les non-résidents était d'environ 31,5 % de la capitalisation boursière à fin mars 1999.

Structure de détention des valeurs mobilières**Actions françaises cotées****Actions étrangères**

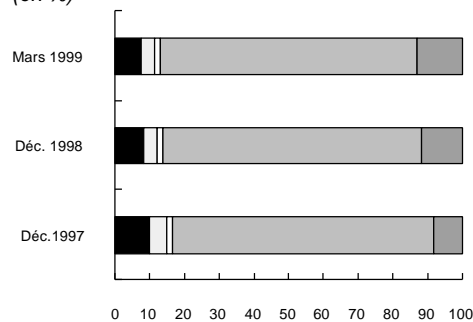
(en %)



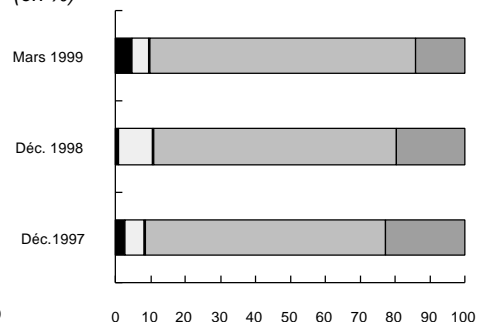
(en %)

**Obligations françaises****Obligations étrangères**

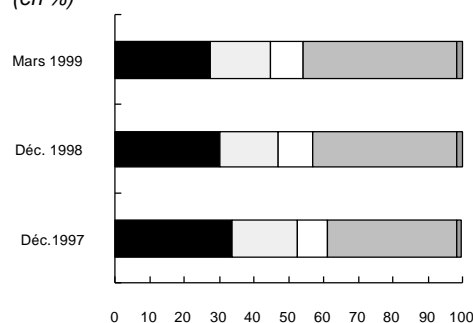
(en %)



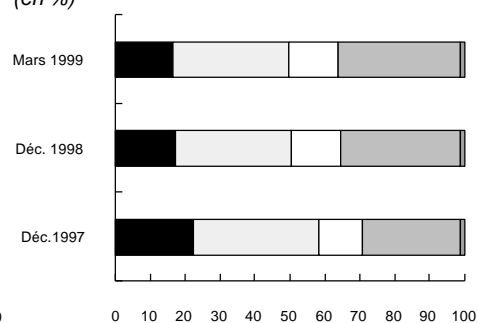
(en %)

**Titres d'OPCVM français****dont : Titres d'OPCVM monétaires**

(en %)



(en %)



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

*Une prépondérance des produits de taux
et une progression de l'ouverture internationale
des portefeuilles de valeurs mobilières des résidents*

De décembre 1997 à mars 1999, les instruments de taux représentent une part dominante des portefeuilles des résidents, à l'exception de ceux des sociétés non financières et des administrations publiques ⁶. En fin de période, le poids de cette catégorie de titres variait entre 50 % et plus de 75 % des portefeuilles totaux des résidents. Malgré l'évolution des conditions de marché au cours de la période susvisée, caractérisée notamment par une diminution des rendements obligataires, les investissements en valeurs mobilières des résidents sont restés principalement orientés vers ce type de produit.

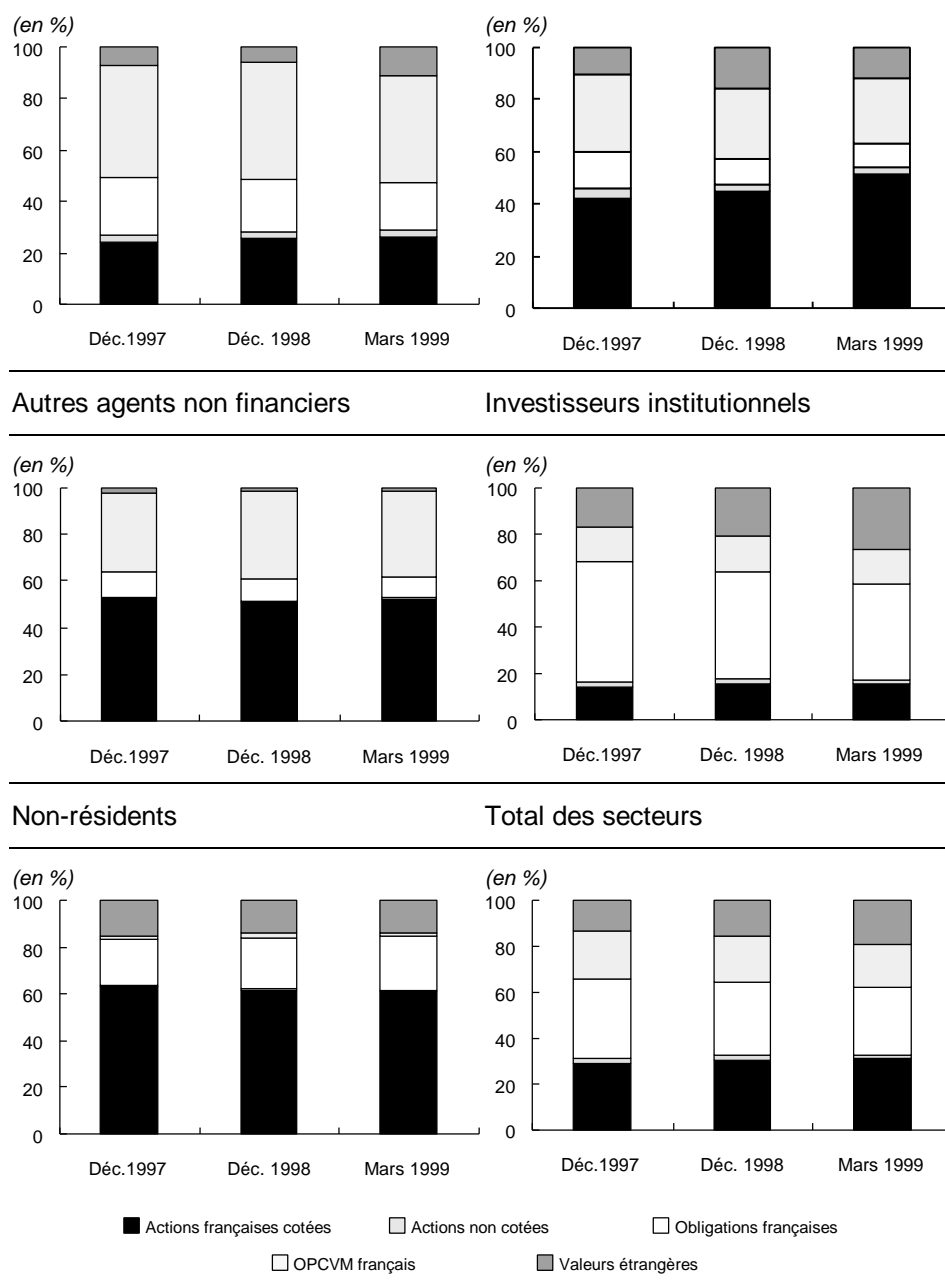
La part peu élevée des secteurs résidents dans les portefeuilles de valeurs étrangères caractérisait une ouverture internationale encore faible de ces secteurs. Néanmoins, les parts relatives des valeurs étrangères dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, des ménages et des sociétés non financières ont progressé très sensiblement (respectivement 9 points, 3 points et 2 points).

L'ouverture de la place de Paris aux capitaux étrangers se traduit par un poids d'actions françaises cotées qui s'élevait à plus de 60 % ⁷ du portefeuille des non-résidents clients des dépositaires français, à fin mars 1999.

⁶ La situation de ces deux secteurs s'explique respectivement par l'importance des participations croisées des entreprises non financières et par la valorisation au prix du marché d'une fraction du capital des sociétés privatisées non mise sur le marché et détenue par les administrations publiques.

⁷ Par la nature même de l'enquête, ce pourcentage ne tient pas compte du poids des obligations émises à l'international par les résidents et détenues par les non-résidents et qui sont conservées à l'étranger.

Poids respectif des différentes valeurs dans le portefeuille des secteurs



2. La détention des valeurs mobilières par secteurs

2.1. Les actions

2.1.1. Analyse de la variation d'encours

Actions

Analyse de la variation d'encours

(encours en milliards d'euros, variations et structures en %)

	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre (b)		
	Décembre 1998	Mars 1999	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
Françaises cotées	693,5	748,7	8,0	2,1	6,3	- 0,5
Ménages	72,9	78,3	7,3	0,9	6,0	0,5
Sociétés	147,9	157,8	6,7	0,2	7,2	- 0,7
Autres agents non financiers	57,0	61,0	7,2	- 0,6	7,8	- 0,1
Investisseurs institutionnels	186,7	197,2	5,7	0,3	6,0	- 0,6
Non-résidents	229,0	254,4	11,1	6,0	5,7	- 0,7
Étrangères	92,7	105,7	14,0	4,1	5,9	3,9
Ménages	11,3	11,5	1,4	- 3,6	6,0	- 1,0
Sociétés	20,0	20,1	0,4	- 7,8	7,1	1,1
Autres agents non financiers	0,7	0,8	12,3	6,9	7,0	- 1,6
Investisseurs institutionnels	55,8	64,7	15,9	7,3	5,3	3,3
Non-résidents	4,9	8,7	76,2	33,1	8,5	34,6
<i>Pour mémoire en balance des paiements (investissements de portefeuille)</i>						
– Non-résidents						
sur actions françaises cotées	237,7	254,2	6,9	0,5	6,4	
– Résidents sur actions étrangères	113,8	120,7	6,1	1,2	4,8	

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

(b) Montant de la variation rapporté à l'encours de début du trimestre en pourcentage

Au premier trimestre 1999, les portefeuilles d'actions françaises cotées ont augmenté de 8,0 %, contre 20,9 % au trimestre précédent, alors que la capitalisation boursière enregistrait une hausse très proche de 8,2 %, après une progression de 35,3 % au cours de l'année 1998. Après l'augmentation très importante des cours observée l'année précédente (+ 28,5 % pour l'indice SBF 250), la valorisation du marché des actions s'est poursuivie à un rythme soutenu au cours des trois premiers mois de l'année 1999 (+ 6,4 %). Dans l'enquête, la progression des encours d'actions françaises cotées (+ 8,0 %) est due principalement à la valorisation positive relevée sur cette ligne de titres (+ 6,3 %).

Tous les secteurs, à l'exception des autres agents non financiers, sont restés en position d'acheteurs nets de valeurs françaises. En revanche, les ménages et les sociétés ont cédé une partie de leur portefeuille en valeurs étrangères.

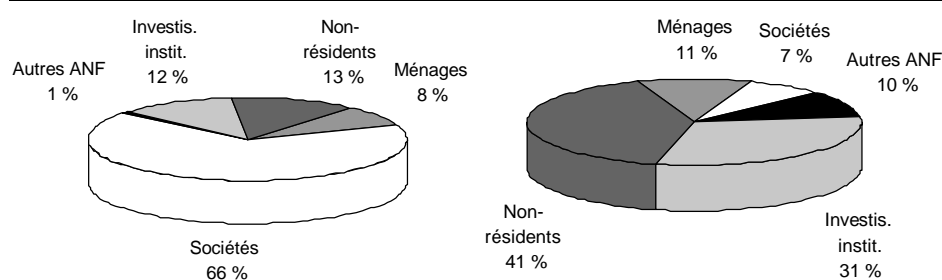
La répartition entre les agents économiques des encours d'actions françaises cotées émises au nominatif pur est très différente de celle observée pour les autres actions, au porteur ou au nominatif administré.

En effet, les titres émis au nominatif pur, qui représentent environ 20 % de la capitalisation boursière, sont détenus aux deux tiers par les sociétés. En revanche, les autres valeurs — au porteur ou au nominatif administré — sont recensées dans les portefeuilles des non-résidents clients des dépositaires français, et des investisseurs institutionnels respectivement pour 41 % et 31 %. Les sociétés possèdent seulement 7 % de ce type de titre.

Détention des actions cotées au 31 mars 1999

Au nominatif pur

Hors nominatif pur (a)



(a) Au porteur et au nominatif administré

2.1.2. Transactions sur les actions

Actions

Volume des transactions au premier trimestre 1999

(montants en milliards d'euros, rotation et structures en %)

	Souscrip- tions	Achats	Ventes	Transactions (a)		Taux de rotation des encours (b)
	Montants	Montants	Montants	Montants	Structures	
Françaises cotées	0,6	252,7	238,5	491,8	100,0	0,68
dont : <i>Filière SBI</i>	0,6	54,6	52,9	108,1	22,0	
<i>Filière Slab</i>	0,0	198,2	185,6	383,8	78,0	
Ménages	0,1	10,8	10,2	21,0	4,3	0,28
Sociétés	0,1	6,7	6,4	13,1	2,7	0,09
Autres agents non financiers	0,0	0,7	1,0	1,6	0,3	0,03
Investisseurs institutionnels	0,4	32,2	32,1	64,7	13,2	0,34
Non-résidents	0,0	202,5	188,8	391,4	79,6	1,62
Étrangères	0,0	37,2	33,5	70,7	100,0	0,71
dont : <i>Filière SBI</i>	0,0	26,2	24,1	50,2	71,0	
<i>Filière Slab</i>	0,0	11,1	9,4	20,5	29,0	
Ménages	0,0	1,7	2,1	3,8	5,3	0,33
Sociétés	0,0	0,5	2,1	2,6	3,6	0,13
Autres agents non financiers	0,0	0,2	0,1	0,3	0,5	0,45
Investisseurs institutionnels	0,0	22,8	18,8	41,6	58,8	0,69
Non-résidents	0,0	12,0	10,4	22,4	31,7	3,30
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>						
<i>(investissements de portefeuille)</i>						
– Non-résidents						
sur actions françaises cotées		79,7	78,4	158,1		
– Résidents sur actions étrangères		50,7	49,3	100,0		

(a) Transactions : souscriptions + achats + ventes

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

Les opérations sur actions françaises cotées sont dénouées dans la filière Slab, à hauteur de 78 % ; en revanche, 71 % de l'activité du marché des actions étrangères passe par la filière SBI.

Au premier trimestre 1999, comme précédemment, les principaux intervenants sur les marchés d'actions sont les non-résidents clients des dépositaires français, qui réalisent près de 80 % des transactions sur les actions françaises cotées, et les investisseurs institutionnels, dont l'activité représente presque les trois cinquièmes des transactions sur les actions étrangères.

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

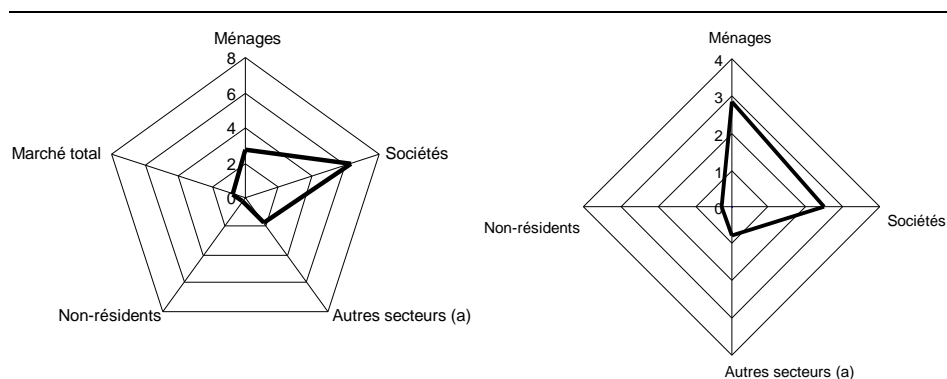
Par ailleurs, l'écart observé entre le montant des transactions sur actions françaises cotées réalisées par les non-résidents dans la balance des paiements et celui relevé dans l'enquête-titres provient, pour partie, de la différence de méthode de traitement des cessions temporaires de titres (cf. encadré *Rappel méthodologique*). Les montants de transactions relevés dans l'enquête de mars 1999 apparaissent élevés (comme pour les trimestres précédents) par rapport à ceux de la balance des paiements, dans la mesure où une transaction réalisée en bourse par un non-résident met en jeu plusieurs intervenants au sein de la filière Slab et nécessite, par conséquent, des transferts successifs des titres concernés impliquant à chaque fois un changement de propriété qui justifie son recensement dans l'enquête.

2.1.3. Durée de détention des actions

Durée de détention apparente sur un an (mars 1998-mars 1999) (en années)

Actions françaises cotées

Actions étrangères



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

Au premier trimestre 1999, la durée de détention moyenne apparente des actions françaises cotées est de 8,5 mois⁸, résultat proche de celui qui ressort des données du marché (7 mois).

- La durée de détention moyenne des actions par les ménages est de 2 ans 9 mois pour les actions françaises cotées et de 2 ans 10 mois pour les actions étrangères, ce qui traduit une stabilité de l'actionnariat individuel.

⁸ Le marché total des actions étrangères dépassant le cadre de l'enquête, la durée de détention moyenne apparente des actions étrangères n'a pas fait l'objet d'une évaluation.

- Les sociétés, dans une logique de participation, conservent en moyenne plus longtemps les actions françaises cotées qu'elles détiennent (6 ans 5 mois).
- La durée de détention des actions françaises par les non-résidents clients des dépositaires français est de 3,5 mois (3 mois pour les actions étrangères).

2.2. Les obligations

2.2.1. Analyse de la variation d'encours

Obligations

Analyse de la variation d'encours

(encours en milliards d'euros, variations et structures en %)

	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre (b)		
	Décembre 1998	Mars 1999	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
Françaises	682,2	723,5	6,0	4,6	0,6	0,8
Ménages	55,9	54,7	- 2,2	- 2,0	0,2	- 0,3
Sociétés	26,7	28,3	5,7	3,8	0,5	1,4
Autres agents non financiers	11,0	10,5	- 4,2	- 3,4	0,1	- 0,9
Investisseurs institutionnels	504,3	534,9	6,1	5,5	0,7	- 0,2
Non-résidents	84,3	95,1	12,8	4,6	0,4	7,8
Étrangères	250,3	348,7	39,3	35,9	3,0	0,4
Ménages	16,3	17,1	5,0	3,0	3,0	- 1,0
Sociétés	14,9	15,7	5,7	8,6	2,2	- 5,1
Autres agents non financiers	0,9	0,8	- 17,0	- 19,3	1,4	0,9
Investisseurs institutionnels	173,7	266,3	53,3	49,3	3,0	0,9
Non-résidents	44,5	48,9	9,8	5,5	3,3	1,0
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>						
– Non-résidents						
sur obligations françaises	203,2	212,1	4,4	4,6	- 0,2	
– Résidents sur obligations étrangères	200,3	223,2	11,4	11,7	- 0,2	

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

(b) Montant de la variation rapporté à l'encours de début du trimestre en pourcentage

Au premier trimestre 1999, la progression globale des portefeuilles d'obligations françaises dans l'enquête atteint 6,0 % (+ 4,6 % au trimestre précédent), contre 0,2 % pour la capitalisation boursière. Par ailleurs, l'augmentation des cours des obligations françaises retracée dans les résultats de l'enquête (+ 0,6 %) se situe à un niveau de performance supérieur à celui observé sur le marché obligataire (variation de l'indice CNO : + 0,3 %).

La valorisation des portefeuilles apparaît relativement homogène d'un secteur à l'autre, tant pour les obligations françaises que pour les obligations étrangères, celle-ci atteignant 3 % des encours globaux.

Dans un contexte boursier en progression régulière depuis plusieurs années, les ménages et les autres agents non financiers se sont désengagés en obligations françaises. Les investisseurs institutionnels, principaux détenteurs d'obligations étrangères, ont été acheteurs nets au premier trimestre 1999. Il en a été de même pour les autres secteurs, à l'exception des autres agents non financiers. La différence entre les encours d'obligations françaises détenues par les non-résidents en balance des paiements et dans l'enquête s'explique par le fait que les émissions obligataires des

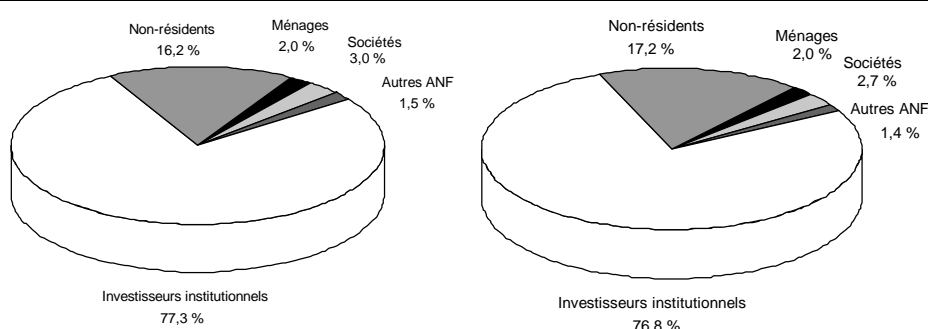
résidents à l'international conservées chez les dépositaires étrangers échappent au recensement de l'enquête (cf. encadré *Rappel méthodologique*).

Les obligations d'État sont détenues essentiellement par les investisseurs institutionnels, notamment les entreprises d'assurance et caisses de retraite et les OPCVM, à hauteur de 76,8 %, pratiquement sans changement par rapport à décembre 1998. Le degré d'internationalisation de la dette obligataire de l'État reste peu élevé (17,2 % à fin mars 1999) ⁹.

Obligations d'État

Répartition par groupes de porteurs
Décembre 1998

Mars 1999



2.2.2. Transactions sur les obligations

Obligations

Volume des transactions au premier trimestre 1999

(montants en milliards d'euros, rotation et structures en %)

	Souscrip- tions	Achats	Ventes	Rembour- sements	Transactions (a)	Taux de rotation des
	Montants	Montants	Montants	Montants	Montants Structures	encours (b)
Françaises	2,7	2 637,6	2 597,6	11,3	5 249,2	100,0 7,47
dont : <i>Filière SBI</i>	2,7	18,8	18,6	11,3	51,4	1,0 —
<i>Filière Slab</i>		2 618,8	2 579,0	—	5 197,8	99,0 —
Ménages	1,6	0,9	2,4	1,1	6,0	0,1 0,11
Sociétés	0,2	10,6	9,1	0,8	20,6	0,4 0,75
Autres agents non financiers	0,2	4,7	5,1	0,2	10,1	0,2 0,94
Investisseurs institutionnels	0,6	2 573,1	2 537,6	8,2	5 119,6	97,5 9,85
Non-résidents	0,0	48,3	43,4	1,0	92,8	1,8 1,03
Étrangères	0,6	321,3	228,6	3,5	554,1	100,0 1,85
dont : <i>Filière SBI</i>	0,6	231,8	190,2	3,5	426,1	76,9 —
<i>Filière Slab</i>		89,6	38,5		128,0	23,1 —
Ménages	0,1	1,1	0,2	0,4	1,7	0,3 0,10
Sociétés	0,0	4,6	2,9	0,3	7,8	1,4 0,51
Autres agents non financiers	0,1	0,8	1,0	0,0	1,9	0,3 2,22
Investisseurs institutionnels	0,5	310,0	222,1	2,6	535,2	96,6 2,43
Non-résidents	0,0	4,9	2,3	0,2	7,5	1,3 0,16
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>						
— Non-résidents						
sur obligations françaises	9,2	72,7	69,1	3,5	154,5	
— Résidents sur obligations étrangères	5,4	330,7	307,9	4,8	648,8	

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

⁹ Le taux de détention des emprunts d'État, par les non-résidents, élaboré par la direction de la Balance des paiements est de 17,9 % (contre 17,3 % à fin décembre 1998).

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

La totalité des opérations sur obligations françaises (99 %) est traitée de gré à gré et dénouée dans la filière Slab ; à l'inverse, 77 % des achats et des ventes d'obligations étrangères s'effectuent sur les marchés organisés (filière SBI).

Au premier trimestre 1999, les principaux intervenants sur les marchés d'obligations restent les investisseurs institutionnels, qui réalisent environ 97 % des transactions sur les obligations françaises et étrangères, en légère augmentation par rapport aux trimestres précédents.

L'écart observé entre le montant des transactions sur obligations françaises réalisées par les non-résidents en balance des paiements et dans l'enquête-titres est dû à la différence de méthode de traitement des cessions temporaires de titres (cf. encadré *Rappel méthodologique*). En revanche, l'origine de l'écart persistant constaté entre les montants des transactions sur obligations étrangères recensés en balance des paiements et dans l'enquête-titres n'a pas été identifiée.

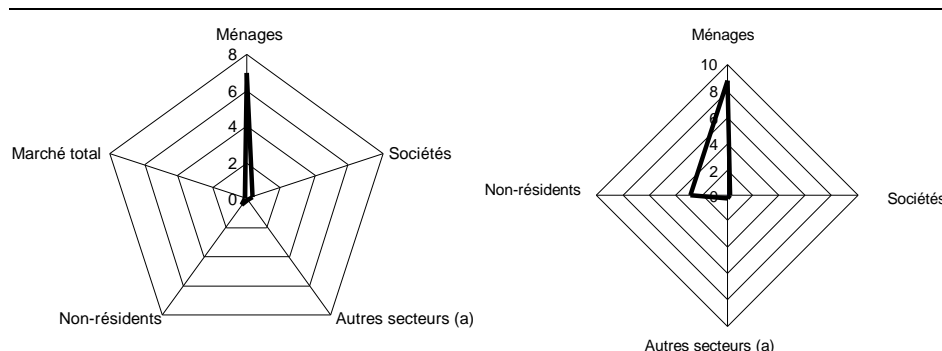
2.2.3. Durée de détention des obligations

Durée de détention apparente sur un an (mars 1998-mars 1999)

(en années)

Obligations françaises

Obligations étrangères



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

La durée de détention apparente des obligations françaises est très courte : 25 jours pour le marché et 25 jours pour l'enquête-titres, en raison du poids prépondérant en termes d'encours et de flux des investisseurs institutionnels (assurances et caisses de retraite, établissements de crédit et OPCVM).

En revanche, dans cette étude, la durée de détention des obligations françaises par les ménages est de 7 ans. Elle n'est que de 5 mois pour les non-résidents clients des dépositaires français et de 4 mois pour les sociétés (19 jours pour les « autres secteurs »).

La durée de détention des obligations étrangères est de 4 mois en moyenne. Elle apparaît du même ordre de grandeur que celle des obligations françaises pour les sociétés et les « autres secteurs » (environ 3 mois). Elle est nettement plus longue pour les non-résidents clients des dépositaires français (2 ans 10 mois).

2.3. Les titres d'OPCVM

2.3.1. Analyse de la variation d'encours

Titres d'OPCVM

Analyse de la variation d'encours

(encours en milliards d'euros, variations et structures en %)

	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre (b)		
	Décembre 1998	Mars 1999	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
Monétaires	123,6	139,3	12,7	9,0	0,8	2,9
Ménages	21,9	22,8	4,2	1,8	0,6	1,8
Sociétés	40,7	46,5	14,2	15,4	0,5	- 1,6
Autres agents non financiers	17,6	19,5	10,8	6,2	2,3	2,4
Investisseurs institutionnels	42,0	49,1	16,9	7,6	1,2	8,1
Non-résidents	1,4	1,4	2,3	13,2	- 14,8	3,9
Non monétaires	288,5	309,2	7,2	3,5	1,9	1,8
Ménages	98,5	100,7	2,2	1,3	2,1	- 1,2
Sociétés	27,2	29,7	9,3	7,9	1,7	- 0,3
Autres agents non financiers	23,3	23,3	- 0,1	- 1,3	0,2	1,1
Investisseurs institutionnels	134,1	150,5	12,2	5,0	1,9	5,2
Non-résidents	5,3	5,1	- 4,7	4,6	3,8	- 13,0
Étrangers	14,7	15,5	6,0	- 1,4	3,1	4,2
Ménages	3,7	3,8	1,3	- 4,6	6,3	- 0,4
Sociétés	1,1	0,9	- 12,4	4,9	5,9	- 23,2
Autres agents non financiers	0,3	0,3	8,7	- 2,8	11,0	0,4
Investisseurs institutionnels	8,6	9,8	14,0	0,2	3,6	10,2
Non-résidents	1,0	0,7	- 27,6	- 9,5	- 18,2	0,1
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>						
- Non-résidents						
sur titres d'OPCVM français	9,3	10,4	11,8	7,5	4,3	
- Résidents sur titres d'OPCVM étrangers	13,2	14,6	10,6	6,1	4,5	

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

(b) Montant de la variation rapporté à l'encours de début du trimestre en pourcentage

Les portefeuilles en titres d'OPCVM français recensés dans l'enquête ont augmenté de 8,9 %, contre une progression de 7,1 % seulement pour l'actif net des OPCVM publié par la Commission des opérations de bourse (COB). Au quatrième trimestre 1998, l'évolution des titres d'OPCVM dans l'enquête avait atteint 6,5 %.

Pour les titres monétaires, les évolutions sont de + 12,7 % dans l'enquête-titres et de + 10,2 % selon les données de la COB.

Pour les titres d'OPCVM non monétaires, les évolutions sont également plus importantes dans l'enquête-titres (respectivement + 7,2 %, contre + 5,5 %).

On observe que les encours des titres d'OPCVM monétaires ont retrouvé, au premier trimestre 1999, une progression qui avait marqué les neuf premiers mois de l'année précédente. Par ailleurs, en raison des évolutions de cours positives comparables à celles observées à partir des indices d'Europerformance sur les Sicav diversifiées, actions et dans une moindre mesure garanties, les encours des titres d'OPCVM non monétaires se sont accrus de plus de 7 %.

Au niveau sectoriel, on constate que :

- tous les secteurs résidents ont été acheteurs nets de titres monétaires et non monétaires, à l'exception, toutefois, des autres agents non financiers pour la seconde catégorie de valeurs ;
- seuls les sociétés et les investisseurs institutionnels ont accru leurs investissements en titres d'OPCVM étrangers.

2.3.2. Transactions sur les titres d'OPCVM

Titres d'OPCVM

Volume des transactions au premier trimestre 1999

	(montants en milliards d'euros, rotation et structures en %)				
	Souscriptions	Rachats	Transactions (a)		Taux de rotation des encours (b)
	Montants	Montants	Montants	Structures	
Monétaires	334,6	323,5	658,1	100,0	5,01
dont : <i>Filière SBI</i>	332,7	323,4	656,0	99,7	
<i>Filière Slab</i>	1,9	0,1	2,0	0,3	
Ménages	9,1	8,7	17,8	2,7	0,79
Sociétés	154,3	148,1	302,4	46,0	6,93
Autres agents non financiers	67,8	66,7	134,5	20,4	7,24
Investisseurs institutionnels	101,1	97,9	199,0	30,2	4,37
Non-résidents	2,3	2,1	4,4	0,7	3,23
Non monétaires	73,8	63,8	137,6	100,0	0,46
dont : <i>Filière SBI</i>	73,6	61,7	135,3	98,4	
<i>Filière Slab</i>	0,2	2,0	2,3	1,6	
Ménages	14,0	12,8	26,8	19,4	0,27
Sociétés	13,9	11,7	25,6	18,6	0,90
Autres agents non financiers	7,4	7,7	15,0	10,9	0,65
Investisseurs institutionnels	37,0	30,2	67,2	48,8	0,47
Non-résidents	1,6	1,4	3,0	2,2	0,58
Étrangers	3,5	3,7	7,2	100,0	0,48
dont : <i>Filière SBI</i>	3,5	3,7	7,2	99,8	
<i>Filière Slab</i>	0,0	0,0	0,0	0,2	
Ménages	0,9	1,0	1,9	26,1	0,50
Sociétés	0,5	0,5	1,0	14,1	1,01
Autres agents non financiers	0,1	0,1	0,2	3,2	0,86
Investisseurs institutionnels	1,8	1,7	3,5	48,9	0,38
Non-résidents	0,2	0,3	0,6	7,7	0,65
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>					
– Non-résidents sur titres d'OPCVM français	3,4	2,7	6,1		
– Résidents sur titres d'OPCVM étrangers	4,6	3,8	8,4		

(a) Transactions : souscriptions + rachats

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

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

Près de la moitié des transactions sur les titres d'OPCVM monétaires (46 %) ont été réalisées par les sociétés, alors que ces dernières ne détiennent que 33 % des encours analysés dans l'étude : les sociétés utilisent ces valeurs comme instrument de trésorerie plutôt que de placement. À l'inverse, les ménages, avec 16 % des encours, n'ont participé qu'à 2,7 % des transactions. Les investisseurs institutionnels et les autres agents non financiers ont réalisé une part du volume des transactions proche de celle de leur encours, de l'ordre de 50 %.

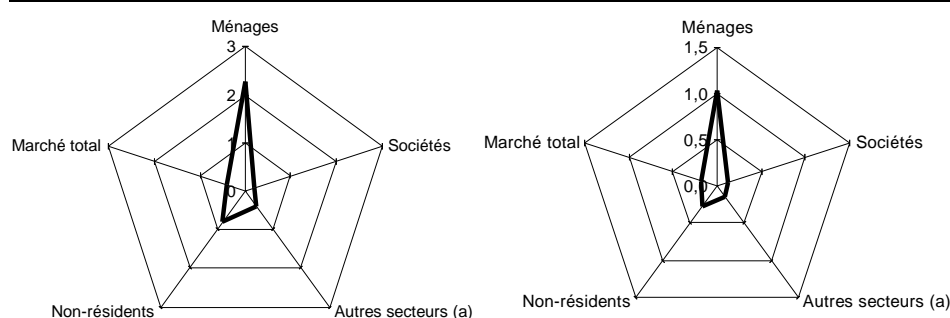
Des différences sensibles de comportement s'observent également pour les titres d'OPCVM non monétaires. En effet, les ménages détiennent près de 33 % des encours et interviennent dans seulement 19 % des transactions sur ces valeurs. À l'inverse, les sociétés et les autres agents non financiers réalisent respectivement 19 % et 11 % des transactions, en ne détenant que 10 % et 8 % des encours.

2.3.3. Durée de détention des titres d'OPCVM

Durée de détention apparente sur un an (mars 1998-mars 1999)

Total des titres d'OPCVM français
(en années)

Titres d'OPCVM français monétaires
(en mois)



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

Les durées de détention moyennes observées dans l'étude (2 mois) sont généralement proches de celles de la COB pour les titres d'OPCVM monétaires. Elles peuvent différer quelque peu pour les titres d'OPCVM non monétaires (1 an et 4 mois dans l'enquête). Les chiffres de la COB ne sont plus disponibles depuis le quatrième trimestre 1998.

Les ménages conservent leurs titres d'OPCVM français de 1 an pour les titres monétaires à 3 ans 1 mois pour les titres d'OPCVM non monétaires ; ils utilisent ces valeurs comme un instrument de placement intermédiaire entre le court terme et le long terme.

Le comportement des sociétés apparaît très différent ; le taux de rotation des titres d'OPCVM français est très élevé, puisqu'ils ne sont conservés en moyenne que 2 mois (1,5 mois pour les titres d'OPCVM monétaires, 10 mois pour les autres titres). Les « autres secteurs » ont un comportement voisin de celui des sociétés pour les titres d'OPCVM monétaires, avec une durée de conservation moyenne de l'ordre de 2 mois.

Les non-résidents clients des dépositaires français conservent en moyenne les titres d'OPCVM français 10 mois (3 mois pour les titres d'OPCVM monétaires).

Annexe

Couverture de l'enquête-titres

	(en %)	
	Décembre 1998	Mars 1999
Par rapport à la capitalisation boursière (Paris)		
Actions françaises cotées	82,7	82,5
Obligations françaises	92,0	97,4
Par rapport à l'actif net des OPCVM		
Titres d'OPCVM français	77,1	78,3
– OPCVM monétaires	78,5	80,3
– OPCVM non monétaires	76,5	77,5

Comparaisons des statistiques boursières
et des résultats de l'enquête-titres

	(capitalisation en milliards d'euros, variations et indices en %)				
	Capitalisation boursière (a)		Variations	Indices (b)	Enquête-titres Variations
	Décembre 1998	Mars 1999	Mars 1999/ déc. 1998	Mars 1999/ déc. 1998	Mars 1999/ déc. 1998
Actions françaises cotées	838,9	908,0	8,2	6,4	8,0
Obligations françaises	741,7	742,9	0,2	0,3	6,0
Titres d'OPCVM français (c)	534,5	572,7	7,1	–	8,9
– OPCVM monétaires	157,4	173,5	10,2	–	12,7
– OPCVM non monétaires	377,1	399,2	5,9	–	7,2
	Transactions Sicovam/COB au 1 ^{er} trimestre 1999		Transactions enquête-titres au 1 ^{er} trimestre 1999		
	Filière SBI	Filière Slab	Filière SBI	Filière Slab	
Actions françaises cotées (d)	197,3	514,3	108,1	383,8	
Obligations françaises (d)	63,4	5 745,9	51,4	5 197,8	
Titres d'OPCVM français (e)	nd	–	791,4	4,3	
– OPCVM monétaires	nd	–	656,0	2,0	
– OPCVM non monétaires	nd	–	135,3	2,3	

(a) Sources : COB – Sicovam

(b) Indice SBF 250 pour les actions françaises et indice CNO pour les obligations françaises

(c) Actif net des OPCVM

(d) Transactions Sicovam

(e) Transactions COB

nd : non disponible