

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 71

NOVEMBRE 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

Les forces de l'économie française dans la phase actuelle de croissance

Le développement des euromarchés auprès des émetteurs français depuis la fin 1996

Les caractéristiques de fonctionnement des systèmes français de règlement de montant élevé TBF et PNS : quelques enseignements tirés de travaux de modélisation

L'activité de *Target* et des systèmes de paiement de montant élevé en euros au troisième trimestre 1999

Enquête financière – Troisième trimestre 1999

Composition, évolution et structure des PEA à la fin du troisième trimestre de 1999

Les marchés mondiaux de matières premières au troisième trimestre 1999

Achevé de rédiger le 15 novembre 1999

Éditorial

Une demande intérieure soutenue et de meilleures perspectives de production et de croissance ont très nettement contribué à l'accélération de l'investissement français depuis la mi-1998, ainsi qu'à son maintien sur un sentier de croissance stable. Les composantes essentielles de la formation brute de capital fixe que sont l'investissement des entreprises non financières et l'investissement en logements des ménages connaissent chacune une croissance robuste pour des raisons néanmoins divergentes, puisque leurs déterminants sont largement différents.

L'investissement des entreprises a joué un rôle prépondérant dans la croissance de l'économie française en 1998, contribuant à plus du quart du taux de progression du PIB en glissement, contre un huitième en 1997. Cette forte contribution s'explique tant par l'accroissement régulier de la part de l'investissement des entreprises dans le PIB — qui est passée de 10,1 % en moyenne en 1997 à 10,5 % en 1998 et 10,9 % au deuxième trimestre de l'année 1999 — que par les rythmes de croissance élevés de l'investissement productif, c'est-à-dire l'investissement hors bâtiment. Les dépenses en équipement des entreprises évoluent, depuis le milieu de l'année 1997, à des taux particulièrement élevés, avec une progression réelle de 11 % en moyenne annuelle en 1998.

Cette accélération de l'investissement productif des entreprises est liée aux variables d'activité, comme en témoigne l'augmentation du taux d'utilisation des capacités de production, et aux perspectives de profit. Depuis le début des années quatre-vingt, ces variables constituent, en effet, les déterminants fondamentaux du taux d'accumulation en matériel, mesuré par le ratio de l'investissement sur le stock de capital et qui s'interprète généralement comme le taux de croissance du stock de capital après amortissement économique. Son évolution peut être divisée en trois phases principales. De 1983 à 1990, le taux d'accumulation a connu une forte hausse que l'on peut expliquer, à parts égales, par l'augmentation de l'activité et par la forte remontée du taux de profit des entreprises. Le ralentissement de la croissance économique dans la première moitié de la décennie quatre-vingt-dix a provoqué ensuite une chute du taux d'accumulation liée à la baisse de l'investissement. Le taux est alors revenu aux environs de 2,5 %, c'est-à-dire à des niveaux proches du début des années quatre-vingt. Après quelques années de stagnation, le taux d'accumulation en biens manufacturiers, actuellement de 3,1 %, est à nouveau sur une tendance à la hausse, avec une progression de 0,5 point depuis 1997.

Si le taux de profit est resté stable ces dernières années, la valeur ajoutée des sociétés non financières a évolué à des rythmes exceptionnels en 1997 (+ 3,7 % en glissement annuel à prix constants) et en 1998 (+ 3,0 %). Le taux d'utilisation des capacités de production est au-dessus de son niveau de long terme (84,5 %) depuis la fin de l'année 1997. La dynamique accélérateur-profit traditionnelle a ainsi conduit l'investissement productif sur des rythmes de croissance élevés, et l'hypothèse d'un retard important de l'investissement n'est donc pas confirmée. Néanmoins, une incertitude en ce qui concerne l'évolution réelle de l'activité a poussé en 1998 les entrepreneurs à ne pas profiter pleinement de cette conjoncture extrêmement favorable et à reporter une partie de leurs projets sur 1999 et 2000. L'investissement productif devrait donc rester soutenu dans les mois à venir, ainsi que le confirment les récentes enquêtes de conjoncture de la Banque de France. Les déterminants de l'investissement des entreprises en bâtiments restent plus difficiles à cerner : celui-ci évolue depuis 1997 à des taux de croissance jugés relativement faibles, comparés à ceux de l'investissement productif, dont il est traditionnellement complémentaire ; un rattrapage pourrait donc être observé dans les années à venir.

Depuis le début de l'année 1999, l'investissement en logements des ménages contribue, lui aussi, plus fortement qu'auparavant aux évolutions de l'activité économique, accélérant de ce fait la dynamique de l'investissement total et, par là même, celle de la croissance. La progression du revenu réel et du pouvoir d'achat

des ménages étant restée substantielle au cours du premier semestre 1999, notamment grâce au faible rythme d'augmentation des prix, la confiance des ménages s'est maintenue. Ces derniers se sont orientés vers l'achat de nouveaux logements et l'année en cours devrait ainsi afficher la plus forte hausse d'investissement en logements des ménages depuis dix ans. Malgré la montée des taux longs, les conditions de financement de l'investissement-logement demeurent très favorables et contribuent à son accélération. L'augmentation des crédits à l'habitat accordés par les institutions financières aux ménages amplifie d'ailleurs cet effort des ménages français en matière de logements : les concours distribués par les banques ont, en effet, augmenté de 9,5 % en glissement annuel en juillet 1999, contre 7,5 % un an auparavant. En outre, les amortissements fiscaux, notamment la loi « Périssol », ont largement soutenu les acquisitions de logements. Le secteur de la construction bénéficie donc très clairement du retour des ménages vers l'investissement-logement et reste très bien orienté.

S'il semble acquis que la bonne tenue de l'investissement résulte d'une orientation très favorable de la conjoncture française, peut-on l'interpréter aussi comme une modification plus profonde de la nature de l'investissement ? Cette hypothèse serait en ligne avec les théories sur le nouveau paradigme développées récemment pour expliquer les bonnes performances de l'économie américaine.

Certaines dépenses en biens immatériels sont parties intégrantes de l'investissement, comme le reconnaissent désormais les comptes nationaux. En effet, dans le nouveau système européen des comptes (SEC 95), les dépenses en logiciels (acquis ou développés pour compte propre) sont intégrées dans la formation brute de capital fixe. L'investissement productif devrait donc dorénavant mieux prendre en compte les chocs d'innovations technologiques (internet, télécommunications, matériel et logiciels informatiques, etc.).

Le maintien de l'investissement sur un sentier de croissance stable pourrait être en partie la conséquence de l'accumulation de matériel innovant, notamment parce que la France est en situation de rattrapage dans ce domaine, surtout face aux États-Unis. En effet, l'essor des nouvelles technologies de l'information aurait un impact positif sur les rythmes d'accumulation du capital et du progrès technique, ce qui permettrait une accélération de la croissance potentielle de l'économie, d'autant plus que la baisse du coût d'usage du capital informatique ainsi que son taux de déclassement élevé engendreraient un accroissement de l'investissement en matériel informatique des entreprises.

Le développement récent du capital-risque en France viendrait soutenir cette accumulation du capital à fort contenu technologique en permettant le financement de projets très rentables mais très risqués. Le montant des investissements des sociétés de capital-risque dans les secteurs de haute technologie, que ce soit au stade de la création ou du développement de l'entreprise innovante, a atteint 1,7 milliard de francs en 1997, contre 1,3 milliard deux ans auparavant, sa part dans l'investissement productif des entreprises passant de 0,3 % à 0,4 %. Le développement de l'investissement dans les technologies de l'information et de la communication (qui ont engendré 5 % du produit intérieur brut en 1997) pourrait donc s'ajouter aux effets de la demande intérieure et des perspectives de croissance forte pour expliquer les tendances récentes de l'investissement en France.

Variable importante pour le diagnostic conjoncturel, l'investissement est un paramètre-clé dans l'évaluation des perspectives de croissance tant à court qu'à moyen et long terme. Du point de vue de la Banque centrale, l'accroissement des capacités de production est de plus garant d'une croissance non inflationniste. C'est la raison pour laquelle la Banque de France avait indiqué avec force, il y a quelques années, que c'était « le moment d'investir ». Quant à la structure de l'investissement, il n'est pas exclu que celle-ci se soit modifiée au cours des années récentes et soit appelée à évoluer encore substantiellement, avec des conséquences positives sur la croissance immédiate et sur le potentiel de croissance à moyen et long terme.

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

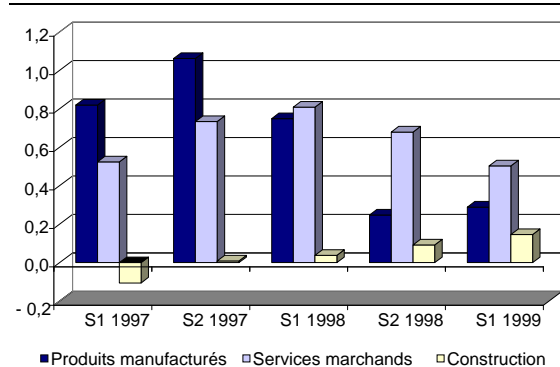
La reprise de l'activité au deuxième trimestre s'est appuyée sur des bases plus équilibrées

La publication des résultats détaillés du produit intérieur brut portant sur le deuxième trimestre 1999 a confirmé l'orientation plus favorable de l'activité dans l'industrie à la fin du premier semestre.

Ainsi, après avoir progressé de 0,4 % seulement au cours du quatrième trimestre 1998 et du premier trimestre 1999, la production des branches manufacturières s'est nettement accrue au deuxième trimestre de l'année (+ 1,1 %), tandis que celle de services marchands restait dynamique (+ 0,5 %, comme au trimestre précédent), grâce à l'orientation particulièrement favorable des services aux entreprises (+ 0,8 %, après + 0,5 %). Dans la construction, la production a légèrement décéléré, après la vive hausse observée le trimestre précédent (+ 0,5 %, contre + 1,6 %).

Au total, sur l'ensemble du premier semestre 1999, la croissance de la production (+ 1,1 %, contre + 1,2 % au second semestre 1998) a été basée sur des contributions plus équilibrées des principales composantes, la demande intérieure hors stocks n'apparaissant plus comme le seul soutien de la croissance.

Contribution des principales branches à la croissance de la production totale



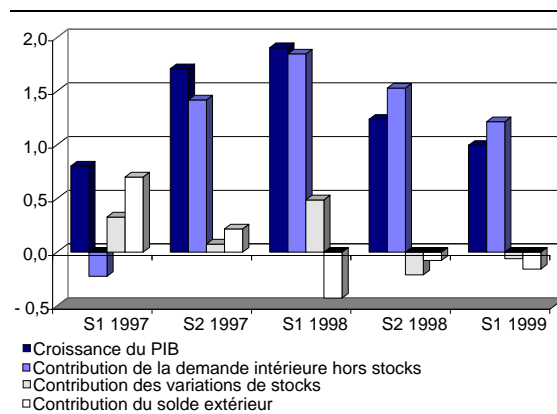
Source : INSEE (Comptes nationaux trimestriels en base 1995)

Au deuxième trimestre, les exportations ont, en effet, nettement rebondi : + 2,6 %, contre - 0,9 % le trimestre précédent, soit leur plus forte progression depuis le quatrième trimestre 1997. Ainsi, malgré la vigueur des importations (+ 2,0 %, après - 1,0 %), soutenues par la bonne orientation de la demande interne, le solde extérieur a apporté une contribution positive à la croissance pour la première fois depuis le troisième trimestre 1998 (+ 0,2 point, contre une contribution nulle le trimestre précédent et de - 0,5 point au quatrième trimestre 1998).

La demande intérieure hors stocks est restée dynamique et a progressé de 0,6 %, comme le trimestre précédent, grâce à l'accélération des dépenses de consommation des ménages (+ 0,5 %, après + 0,2 %), qui a compensé la moindre croissance des dépenses d'investissement (+ 1,0 %, contre + 2,4 % au premier trimestre 1999).

Le comportement de stockage est, en revanche, resté peu dynamique et les variations de stocks ont contribué négativement à la croissance (- 0,2 point, comme au premier trimestre).

Contribution des principales composantes du PIB à la croissance



Source : INSEE (Comptes nationaux trimestriels en base 1995)

La France a enregistré, au deuxième trimestre, une croissance légèrement supérieure à celle de la zone euro (+ 0,6 %, contre + 0,5 %).

Évolution récente de l'environnement international

Aux États-Unis, la croissance du PIB s'est accélérée au troisième trimestre, passant à 1,2 %, après 0,5 % au deuxième trimestre et 0,9 % au premier. La plupart des composantes de la demande intérieure ont été dynamiques. La vigueur de l'investissement des entreprises (+ 3,5 % sur un trimestre), qui a compensé le recul de l'investissement résidentiel, et la reconstitution de stocks ont été les principaux moteurs de l'activité. De son côté, la croissance de la consommation s'est stabilisée (+ 1,2 % au deuxième trimestre, + 1,1 % au troisième). Le ralentissement du marché du logement s'est poursuivi en septembre. En octobre, l'indice de confiance des consommateurs s'est replié pour le quatrième mois consécutif, mais il reste supérieur à ce qu'il était l'an dernier. Au cours du même mois, l'enquête menée auprès des directeurs d'achat (NAPM) fait ressortir une légère baisse de l'activité manufacturière et des commandes, tant domestiques qu'à l'exportation, et une hausse des stocks attribuée à un comportement de précaution des entreprises face au risque de « bogue » de l'an 2000. La hausse du coût du travail s'est ralentie au troisième trimestre, revenant de 1,1 % à 0,9 %. En septembre, l'indice des prix à la consommation s'est accru de 0,4 % sur un mois, à la suite, notamment, de relèvements dans les secteurs de l'énergie, et son glissement annuel est passé de 2,3 % en août à 2,6 %. Hors alimentation et énergie, l'indice n'augmente sur un an que de 2,1 % (1,9 % en août).

Au Japon, les signes de stabilisation de l'activité se confirment. La production industrielle s'est certes inscrite en baisse de 0,8 % sur un mois en septembre et son glissement annuel est revenu de 5,3 % en août à 2,6 %. Néanmoins, au troisième trimestre, la production industrielle marque une hausse de 3,8 % par rapport au trimestre précédent et son glissement annuel est passé de - 4,5 % au premier trimestre à - 1,0 % au deuxième puis à + 2,7 %. Le taux de chômage est revenu de 4,7 % en août à 4,6 % en septembre. Enfin, la consommation des ménages est encore très faible, avec un recul de 2,9 % sur un an en septembre (après + 0,2 % en août). L'annonce d'un nouveau plan de relance budgétaire (18 000 milliards de yens) a pour objet de prévenir un ralentissement de l'activité en 2000. Ce plan, comme les précédents, comprend des mesures destinées à favoriser l'emploi et les PME ainsi que des projets d'infrastructures.

Au Royaume-Uni, l'activité accélère. Le PIB s'est accru de 0,9 % au troisième trimestre et de 1,8 % en glissement annuel (après + 0,6 % et + 1,4 %, respectivement, au deuxième trimestre). Cette progression plus vive qu'attendu serait essentiellement due à la vigueur des services. Le 4 novembre, la Banque d'Angleterre a relevé son taux directeur de 25 points de base, pour le porter à 5,5 %, après un premier relèvement le 8 septembre. Ce mouvement est destiné à faire face aux pressions inflationnistes à horizon de deux ans. Les prix des logements, en particulier, sont en hausse sensible en octobre (plus de 10 %).

Au sein de la zone euro, l'activité est dynamique, comme le confirme l'enquête de la Commission européenne pour le mois d'octobre, qui indique une poursuite de l'amélioration de la confiance des industriels et des ménages. D'après Eurostat, la production industrielle de la zone euro a augmenté de 1,0 % en juin-août 1999 par rapport aux trois mois précédents (après + 0,7 % pour la période mai-juillet). Elle marquait, en août, une progression en glissement annuel de 2,5 %.

Le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 6,1 % en septembre, après 5,7 % en août. La progression des crédits au secteur privé est demeurée très soutenue (+ 9,7 % en septembre, après + 9,9 % en août).

Lors de sa réunion du 4 novembre, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé de relever les taux d'intervention, afin de réduire les risques potentiels de hausse des prix au cours des prochains mois. Le relèvement, de 50 points de base, a porté à 3 % le taux des opérations principales de refinancement. Parallèlement, le taux de la facilité de prêt marginal est passé de 3,5 % à 4,0 % et celui de la facilité de dépôt de 1,5 % à 2,0 %.

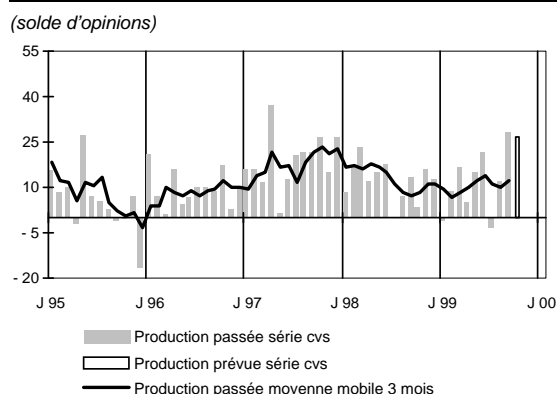
En Allemagne, selon l'enquête de conjoncture de la Commission européenne du mois d'octobre, la confiance des industriels s'inscrit en légère hausse. Toutefois, la production industrielle et les carnets de commandes marquent un repli par rapport au mois de septembre. Les ventes au détail sont, elles aussi, en baisse. La confiance des consommateurs apparaît comme un des éléments de fragilité de la situation conjoncturelle allemande. La stabilisation du taux de chômage, depuis plusieurs mois à 10,5 % de la population active, contribue à l'attentisme des ménages.

Les conditions d'une nette accélération de la croissance au troisième trimestre semblent réunies

Une nouvelle accélération de l'activité dans le secteur industriel

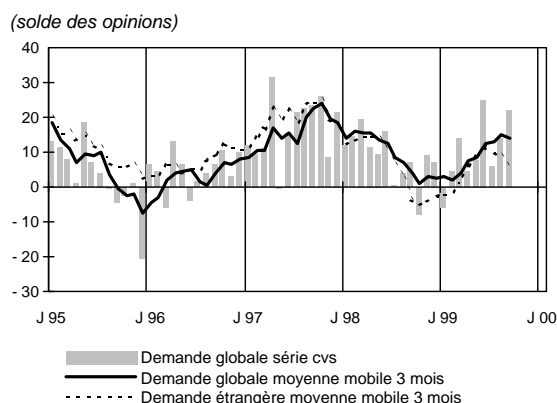
Selon la dernière enquête de conjoncture de l'INSEE, la demande globale a continué de se redresser dans l'industrie manufacturière au troisième trimestre et la demande étrangère apparaît toujours soutenue.

La production dans l'industrie



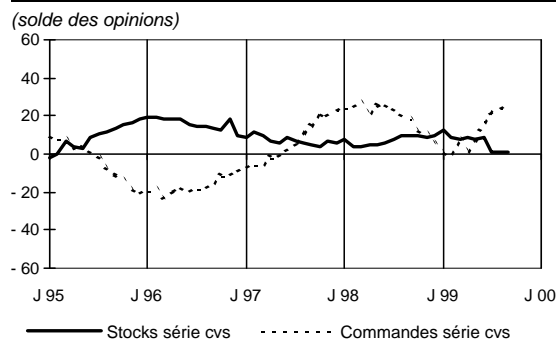
L'activité industrielle semble avoir été particulièrement bien orientée après les vacances. Ainsi, au cours du mois de septembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a nettement progressé dans l'ensemble des secteurs.

La demande dans l'industrie



La demande globale s'est également renforcée. La fermeté du marché intérieur s'appuie sur la solidité de la consommation des ménages et la vigueur des échanges interindustriels, soutenus par le dynamisme de nombreux secteurs (biens d'équipement, automobile, bâtiment, notamment). À l'exportation, la reprise se confirme en Asie, tandis que la demande en provenance des pays européens se redresse et que le marché américain demeure très porteur.

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie



Les carnets de commandes se sont de nouveau étoffés et paraissent bien garnis dans tous les secteurs. Les stocks, jugés encore légèrement supérieurs à la normale dans les biens de consommation, se situent, partout ailleurs, au niveau désiré.

En octobre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a poursuivi sa progression, à un rythme moins soutenu que le mois précédent. En hausse sensible dans l'automobile, la production a augmenté plus modérément ou s'est stabilisée dans les autres secteurs. La demande globale s'est légèrement accrue. Les carnets de commandes sont toujours jugés bien garnis dans tous les secteurs. Les stocks, qui apparaissent un peu lourds dans les biens de consommation, sont considérés comme inférieurs à la normale dans l'automobile et conformes au niveau désiré dans les autres secteurs. Les perspectives demeurent satisfaisantes pour les prochains mois.

Cette meilleure orientation de l'activité industrielle a été également observée dans la zone euro (cf. l'encadré sur l'évolution de l'environnement international). La production industrielle s'est ainsi inscrite en hausse de 1,0 % sur la période de juin à août par rapport aux trois mois précédents (+ 0,7 % entre mai et juillet par rapport aux trois mois précédents).

Selon les premiers résultats de l'enquête européenne de conjoncture dans l'industrie publiée début novembre, la confiance des industriels de la zone euro s'est de nouveau redressée en octobre et atteint son plus haut niveau depuis la mi-1998. Elle s'est particulièrement redressée en Italie, en France et en Allemagne, et, depuis le mois de juillet 1999, elle est supérieure à sa moyenne de longue période.

La construction et, dans une moindre mesure, les services marchands continueraient de soutenir l'activité

Au troisième trimestre, le nombre de logements mis en chantier s'est accru de près de 9 % par rapport au trimestre précédent et de 28,6 % par rapport à la période correspondante de 1998, selon les résultats du ministère de l'Équipement (+ 17,0 % au deuxième trimestre).

Dans les services marchands, selon la dernière enquête de la Banque de France, la croissance de l'activité s'est poursuivie en juillet-août, à un rythme toutefois un peu plus modéré qu'au bimestre précédent. Les résultats de cette enquête sont confirmés par les données disponibles les plus récentes portant sur l'évolution de l'indice de chiffre d'affaires dans les services aux particuliers et aux entreprises. Ainsi, à la fin du mois de juillet, l'acquis de croissance de l'indice de chiffre d'affaires en valeur dans les services aux particuliers atteignait 1,3 % selon l'INSEE, contre 1,9 % au trimestre précédent. Pour les services aux entreprises, il atteignait 0,2 %, contre 1,6 % le trimestre précédent.

La consommation des ménages a évolué positivement au troisième trimestre

Au troisième trimestre, les dépenses des ménages en produits manufacturés ont progressé de 1,8 %, après la légère baisse (– 0,3 %) observée le trimestre précédent. Cette augmentation est la plus forte enregistrée depuis le quatrième trimestre 1997. Les achats d'automobiles se sont accrus de 7,7 %, les acquisitions de biens d'équipement du logement de 3,9 % et les achats d'autres produits manufacturés de 1,2 %. Seules les dépenses en textile-cuir se sont repliées (– 2,4 %), malgré la progression de 6,1 % observée en juillet.

Néanmoins, ce net rebond trimestriel provient uniquement de la croissance exceptionnelle observée au mois de juillet (+ 4,9 %, soit la plus forte hausse mensuelle enregistrée depuis le mois de juin 1995). En effet, en août comme en septembre, les dépenses des ménages en produits manufacturés se sont contractées (respectivement, – 2,6 % et – 1,8 %).

En glissement annuel, les dépenses des ménages en produits manufacturés ont sensiblement décéléré à la fin du troisième trimestre, pour revenir à + 1,3 % en septembre, contre + 6,0 % en juillet.

Par ailleurs, en octobre, les immatriculations de voitures particulières neuves ont augmenté de 4,6 % par rapport au mois précédent (en données cvs), après la forte baisse observée en septembre (– 12,6 %). En glissement annuel, elles ont nettement rebondi (+ 15,3 %, après – 9,2 %).

La consommation des ménages a continué de bénéficier d'une orientation toujours favorable de l'emploi et des salaires.

Au deuxième trimestre, les effectifs salariés du secteur marchand non agricole ont progressé de 0,4 % et de 1,8 % sur un an (242 000 emplois), après + 1,9 % au cours du trimestre précédent.

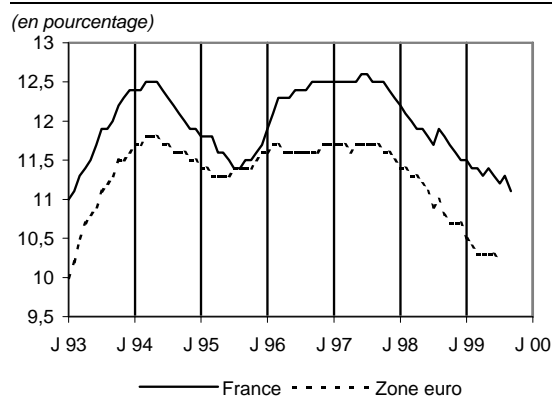
Au troisième trimestre, l'amélioration du *marché du travail* s'est fortement amplifiée. Ainsi, entre la fin du deuxième et du troisième trimestres, le nombre de demandeurs d'emploi de catégorie 1 (ayant travaillé moins de 78 heures dans le mois) a diminué de 127 800 personnes (soit – 4,5 %). Cette baisse, en glissement trimestriel, est la neuvième observée consécutivement et la plus forte enregistrée depuis le début de la série en 1991. Depuis décembre 1998, le nombre de demandeurs d'emploi de catégorie 1 a reculé de 204 700.

Parallèlement, le nombre de demandeurs d'emploi inscrits depuis plus d'un an à l'ANPE s'est réduit de 1,7 % entre juin et septembre (données brutes), après la forte baisse déjà observée entre mars et juin (– 7,1 %). Sur un an, il diminue ainsi de 11,8 % en septembre et représente, à cette date, 37,1 % des demandeurs d'emploi, contre 38,4 % un an auparavant.

Au total, entre la fin du deuxième et du troisième trimestres, le taux de chômage a diminué de 0,2 point, pour revenir à 11,1 % de la population active, contre 11,8 % en septembre 1998.

Dans la zone euro, le taux de chômage est resté stable en septembre, à 10,0 % de la population active, contre 10,7 % un an auparavant. Le taux de chômage des moins de 25 ans s'établit à 18,9 % (21,1 % en septembre 1998), celui des plus de 25 ans à 8,7 % (9,3 % en septembre 1998).

Taux de chômage au sens du BIT



Sources : Dares, Eurostat

Le dynamisme de la consommation des ménages est également lié à la progression des *revenus disponibles*. Au deuxième trimestre 1999, selon les résultats détaillés des comptes trimestriels, le revenu disponible brut a, de nouveau, sensiblement progressé (+ 0,7 %), après la très forte hausse observée le trimestre précédent (+ 1,2 %).

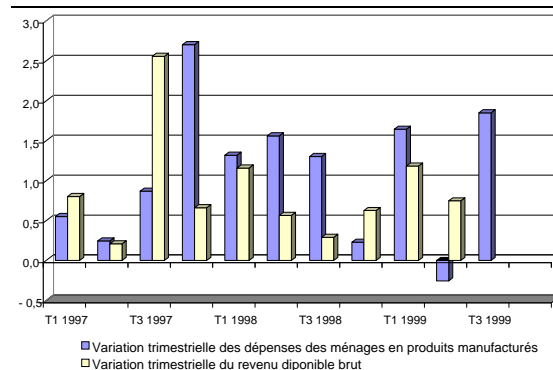
Sur l'ensemble du premier semestre 1999, le revenu disponible brut s'est accru de 1,9 % par rapport au semestre précédent et de 2,9 % par rapport au premier semestre 1998.

Cette évolution provient, notamment, d'une importante progression de la masse salariale reçue par les ménages, en hausse de 1,5 % par rapport au second semestre 1998 (contribuant à hauteur de 0,9 point à la progression du revenu disponible brut) et de 3,5 % par rapport au premier semestre 1998.

Au total, le pouvoir d'achat du revenu disponible a enregistré une hausse de 0,3 % au deuxième trimestre, après + 1,0 % au premier trimestre.

Au troisième trimestre, selon l'enquête trimestrielle de conjoncture de l'INSEE, les salaires ont progressé de 0,3 % dans l'industrie manufacturière, après une hausse de 0,2 % au deuxième trimestre.

Dépenses des ménages en produits manufacturés et revenu disponible brut



Sources : INSEE (Comptes nationaux trimestriels en base 1995)

Dans ce contexte favorable, l'indicateur résumé des opinions des ménages s'est de nouveau redressé au cours du troisième trimestre, pour atteindre, en octobre, un nouveau maximum historique. Par ailleurs, le nombre de ménages considérant la période actuelle comme propice à effectuer des achats importants s'est fortement accru et atteint son plus haut niveau depuis le début de l'enquête en 1987.

L'investissement serait resté bien orienté au troisième trimestre

Après avoir augmenté de 1,0 % au deuxième trimestre 1999 (+ 2,4 % au trimestre précédent) et, pour l'ensemble du premier semestre, de 3,4 % par rapport au second semestre 1998, l'investissement poursuivait sa hausse au troisième trimestre, selon les résultats de l'enquête financière trimestrielle de la Banque de France.

En effet, selon les banquiers interrogés dans le cadre de cette enquête, les dépenses d'investissement se sont, de nouveau, sensiblement accrues sur cette période, bien qu'à un rythme légèrement inférieur à celui observé le trimestre précédent. Cette décélération est en partie due à des facteurs saisonniers (moindre mise en place de programmes d'investissement durant les mois d'été), un rebond sensible de l'investissement ayant été constaté en septembre, aux dires des banquiers interrogés. Les dépenses d'investissement ont concerné, pour une part grandissante, des opérations de croissance externe par fusion ou par acquisition d'entreprises dans une stratégie de gains de parts de marché. Par ailleurs, les investissements de productivité et de renouvellement de matériel sont demeurés dynamiques.

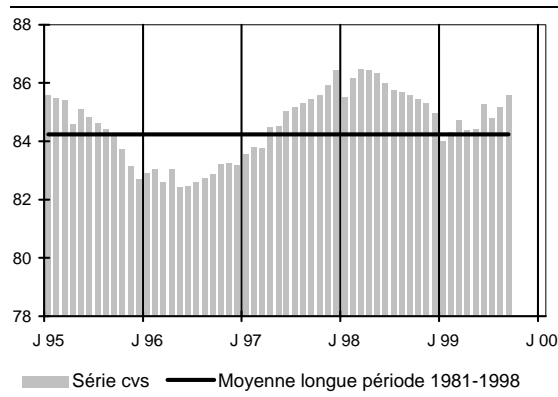
De même, la croissance des surfaces de bâtiments industriels mis en chantier est

demeurée très élevée au troisième trimestre (+ 48,5 % par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente), alors que les autorisations connaissent la même orientation (+ 33,2 % entre le troisième trimestre 1998 et le troisième trimestre 1999).

Ainsi, en août 1999, les crédits à l'investissement avaient progressé de 10,8 % sur un an, selon les statistiques monétaires mensuelles publiées par la Banque de France.

En outre, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie s'est de nouveau redressé en septembre 1999, selon l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France. Il dépasse, à cette date, de plus de 1 point sa moyenne de longue période (84,23 %).

Utilisation des capacités de production



Par ailleurs, selon l'enquête trimestrielle de conjoncture de l'INSEE dans l'industrie, les goulots de production se sont assez nettement accentués au troisième trimestre, pour s'établir à 29 %, contre 20 % lors de l'enquête précédente. Cette augmentation a touché toutes les branches de l'industrie manufacturière.

L'investissement en logements des ménages a nettement progressé au troisième trimestre, selon l'enquête financière de la Banque de France, qui fait ressortir un nouveau renforcement des prêts immobiliers dans un contexte marqué par des anticipations accrues de hausse des taux à long terme. Selon les dernières statistiques disponibles, les crédits à l'habitat ont enregistré une progression en glissement annuel de 10,7 % en août, contre 9,5 % en juillet.

La progression de l'activité devrait se poursuivre au cours des prochains mois

La situation financière des entreprises et des ménages demeure satisfaisante

Au troisième trimestre, selon l'enquête financière de la Banque de France, la situation de trésorerie des entreprises a continué d'apparaître globalement très satisfaisante et les difficultés de paiement se sont, de nouveau, fortement résorbées selon les banquiers interrogés.

Toutefois, selon les résultats détaillés des comptes trimestriels du deuxième trimestre, le taux de marge des entreprises non financières a, de nouveau, légèrement fléchi (39,4 %, contre 39,7 % le trimestre précédent). Cette évolution provient, notamment, d'une hausse du coût des consommations intermédiaires en regard d'une stabilité de la productivité, qui avait diminué de 0,1 % au premier trimestre (+ 1,1 % en moyenne en 1998). Le coût salarial unitaire des entreprises non financières a progressé de 0,3 % au deuxième trimestre, comme au trimestre précédent. À la fin du premier semestre, son acquis de croissance atteint 1,3 % (+ 1,9 %, en moyenne annuelle, en 1998).

Dans la zone euro, le glissement annuel du coût total horaire de main-d'œuvre est revenu à 2,2 % au deuxième trimestre, contre 2,3 % le trimestre précédent, selon les données publiées par Eurostat. Les taux annuels les plus bas ont été enregistrés en Espagne (+ 1,2 %) et en Allemagne (+ 1,7 %).

Au deuxième trimestre, le taux d'épargne des ménages est demeuré élevé (15,9 %, contre 16,1 % le trimestre précédent et 15,7 % un an auparavant) et, au troisième trimestre, selon l'enquête financière de la Banque de France, les difficultés de paiement des ménages se sont encore très légèrement contractées.

Par ailleurs, selon la dernière enquête mensuelle de conjoncture de l'INSEE auprès des ménages, l'opinion de ces derniers sur leur situation financière à venir s'est encore améliorée en octobre.

Les anticipations des agents économiques sont favorablement orientées

Dans l'industrie et le bâtiment, selon les dernières enquêtes disponibles de la Banque de France et de l'INSEE, les perspectives de production à court terme ont continué de se redresser au cours du troisième trimestre.

Ainsi, les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France évoquent-ils des perspectives très favorables pour les mois à venir ; ceux de l'industrie manufacturière, ayant répondu à l'enquête trimestrielle de l'INSEE, anticipent une accélération de la demande globale ainsi que de la demande étrangère au quatrième trimestre.

Dans le bâtiment, les perspectives d'activité sont en nette amélioration, selon l'enquête mensuelle de l'INSEE d'octobre : les carnets de commandes représentent 4,9 mois d'activité, contre 4,5 mois en début d'année et 4,4 mois en octobre 1998.

Les anticipations des chefs d'entreprise sur l'évolution des effectifs salariés apparaissent aussi nettement mieux orientées à la fin du troisième trimestre. Selon la dernière enquête trimestrielle de conjoncture de l'INSEE dans l'industrie, les chefs d'entreprise prévoient, en effet, une nouvelle augmentation de leurs effectifs en fin d'année.

Par ailleurs, au quatrième trimestre, l'orientation favorable de la demande et la hausse continue des prix des matières premières devraient soutenir un mouvement de reconstitution des stocks, que les craintes d'éventuelles difficultés d'approvisionnement à l'occasion du passage à l'an 2000 pourraient amplifier passagèrement.

Au total, le rythme de croissance du PIB devrait se redresser assez nettement au second semestre et une croissance du produit intérieur brut, de l'ordre de 2,5 % en moyenne annuelle, apparaît à présent aisément réalisable.

1.2. L'évolution des prix

Une hausse modérée des prix de détail

Selon l'INSEE, l'indice provisoire des prix de détail (base 100 en 1998) a augmenté de 0,1 % en octobre en données brutes et n'a pas varié en données cvs. En glissement sur douze mois, l'indice des prix à la consommation augmente de 0,8 % en données brutes comme en données cvs.

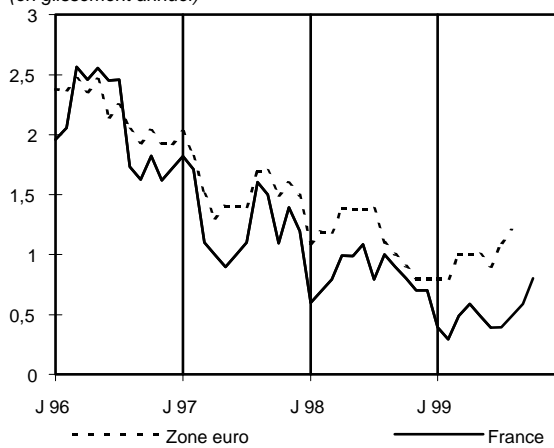
En septembre, la France a enregistré, selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), la meilleure performance européenne, en glissement annuel, avec l'Autriche (+ 0,6 %), devant l'Allemagne (+ 0,8 %). Les taux les plus élevés ont été enregistrés en Irlande (2,6 %) et en Espagne (+ 2,5 %).

En octobre, le glissement annuel de l'IPCH a atteint 0,8 % en France.

Pour l'ensemble de la zone euro, l'augmentation de l'IPCH a été de 1,2 % en septembre, comme en août.

Indice des prix à la consommation harmonisé

(en glissement annuel)



Sources : INSEE, Eurostat

Selon l'indice des prix national publié par l'INSEE, les *prix alimentaires* sont en hausse de 0,5 % en octobre (+ 0,7 % sur un an), en raison d'une forte progression des prix des produits frais (+ 4,1 % sur le mois).

Les *prix des produits manufacturés et de l'énergie* ont progressé de 0,2 % en octobre. Sur un an, ils augmentent de 0,6 %.

– Les *prix des produits manufacturés* ont crû de 0,1 % (– 0,4 % sur un an). Les prix de l'habillement-chaussure ont enregistré une hausse de 0,2 % ; sur un an, ils augmentent de 0,1 %. Les prix des autres produits manufacturés se sont légèrement accrus, de 0,1 % (– 0,5 % sur un an). Ceux des produits de santé se sont repliés de 0,3 % (– 0,1 % sur un an).

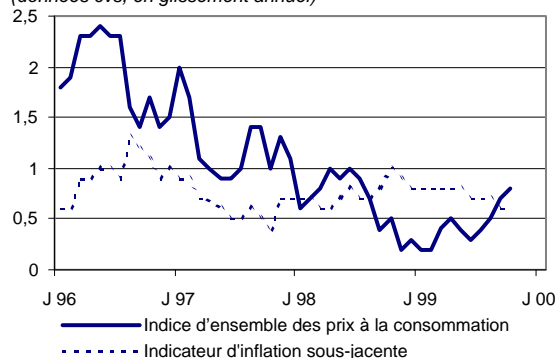
– Les *prix de l'énergie* ont progressé de 0,9 % (+ 4,7 % sur douze mois), du fait de l'augmentation de 1,3 % des prix des produits pétroliers (+ 12,2 % sur un an).

Les prix des *services* ont baissé de 0,2 % (+ 0,9 % sur un an). Ceux de l'ensemble loyer et eau sont restés stables (+ 1,4 % en glissement annuel). Ceux des transports et télécommunications ont diminué de 0,1 % (+ 0,4 % en glissement annuel), en raison du recul saisonnier des prix des transports aériens et maritimes ainsi que de baisses tarifaires dans les communications. Les prix des autres services ont décri de 0,3 % (+ 0,9 % sur un an) et ceux des services de santé de 0,1 % (+ 1,0 % sur un an), sous l'effet d'une baisse des tarifs des dentistes.

La tendance de fond de la hausse des prix, mesurée par les indicateurs d'inflation sous-jacente, se situe, en octobre, à + 0,6 % sur un an.

Indices des prix à la consommation et de l'inflation sous-jacente

(données cvs, en glissement annuel)



Source : INSEE

Les prix de vente industriels des biens intermédiaires se redressent

Après avoir augmenté de 0,2 % en août, les prix de vente industriels des biens intermédiaires se sont assez nettement accrus en septembre : + 0,4 % en glissement annuel (contre - 0,2 % en septembre 1998), la baisse des prix de vente industriels des biens intermédiaires revenant à - 0,7 % pour ce même mois, contre - 1,3 % en août 1999 et - 1,6 % en septembre 1998.

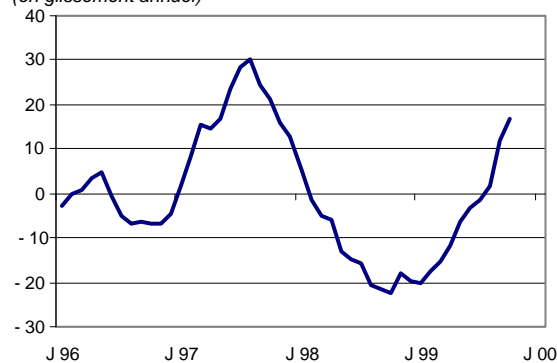
Au troisième trimestre, l'augmentation atteint + 0,5 % en moyenne par rapport au trimestre précédent, soit la première hausse trimestrielle observée depuis le troisième trimestre 1997 et la plus forte enregistrée depuis le deuxième trimestre 1995.

Dans la zone euro, les prix à la production des biens intermédiaires ont de nouveau progressé, de 0,3 % en août, après la forte hausse observée en juillet (+ 0,7 %), et leur glissement annuel est redevenu positif (+ 0,5 %, contre - 0,1 % le mois précédent).

En octobre, l'indice Banque de France du coût en monnaie nationale des matières premières importées (hors énergie) a légèrement diminué (- 0,95 %, contre + 4,05 % le mois précédent).

Indice Banque de France du coût des matières premières importées (hors énergie)

(en glissement annuel)



Sur douze mois, la hausse s'élève à 16,98 %, après + 11,98 % en septembre.

Le prix du *Brent*, qui s'était fortement accru en septembre (+ 11,56 %), a diminué de 2,66 % en octobre, pour coter, en moyenne, 21,98 dollars le baril (+ 74,03 % sur un an).

À court terme, la progression des prix à la consommation reste 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. D'ailleurs, les industriels interrogés en octobre par l'INSEE s'attendent à une nouvelle progression des prix de vente au quatrième trimestre.

1.3. La compétitivité

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

Évolution récente

En octobre, en moyenne mensuelle, le dollar et, dans une moindre mesure, le yen se sont inscrits en repli vis-à-vis de l'euro. Au sein de l'Union européenne, la livre sterling s'est stabilisée. Les devises de l'Asie émergente ont globalement continué de se déprécier, malgré la nette remontée de la roupie indonésienne. Les monnaies d'Amérique latine ont sensiblement reculé, notamment le real brésilien.

Au total, la variation de l'indicateur calculé vis-à-vis d'un ensemble de 42 partenaires¹ fait apparaître en octobre une légère baisse de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros.

Ce mouvement n'a cependant pas concerné les groupes de partenaires européens, vis-à-vis desquels la situation compétitive de la France est restée inchangée.

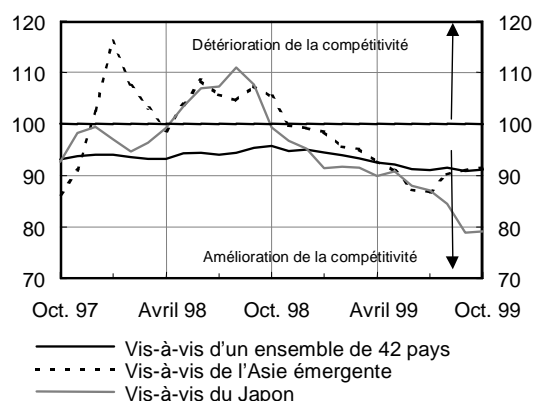
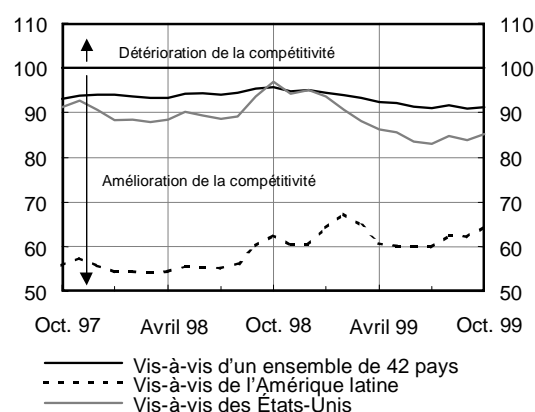
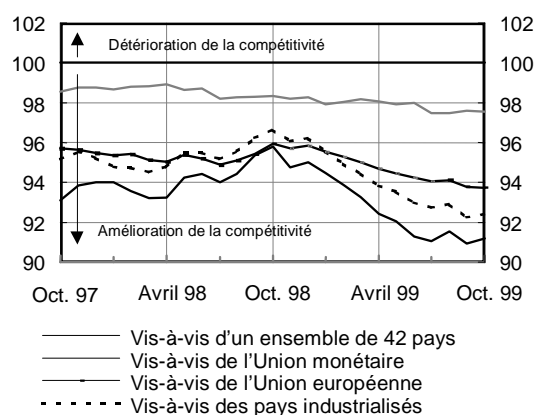
Évolution de long terme

Par rapport au niveau moyen de l'année 1987, la France conserve en octobre 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

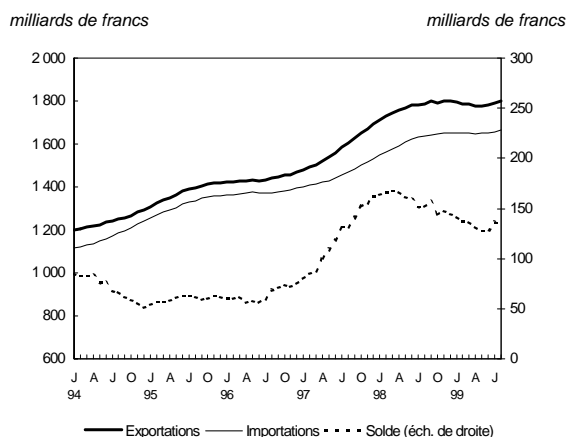
¹ Union européenne, États-Unis, Suisse, Japon, Canada, Corée du Sud, Turquie, Maroc, Taiwan, Hong-Kong, Pologne, Norvège, Brésil, Australie, Indonésie, Inde, Argentine, Israël, Thaïlande, Singapour, Afrique du Sud, Malaisie, Mexique, Hongrie, Chili, Philippines, Pakistan, Venezuela, Colombie, Nouvelle-Zélande (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*.

1.4. Le commerce extérieur en août 1999

Évolution globale (données douanières FAB-FAB cvs)

Commerce extérieur
Cumuls sur douze mois (cvs)



Source : Douanes

En août, par suite, essentiellement, d'un niveau record d'importations, l'excédent a reculé, à 9,5 milliards de francs en données cvs, après un mois de juillet exceptionnel (20,2 milliards). Si le solde du mois d'août apparaît plus conforme aux niveaux enregistrés précédemment, il demeure cependant supérieur au solde moyen du premier semestre, grâce à des exportations toujours très soutenues, malgré leur recul sur un mois.

Les exportations atteignent, en effet, 156,1 milliards de francs, le plus haut niveau jamais enregistré après celui du mois de juillet. L'industrie automobile a continué de bénéficier de la bonne tenue des marchés européens avec une performance toute particulière aux Pays-Bas. Les ventes d'Airbus, bien qu'en baisse par rapport au résultat historique du mois de juillet, s'avèrent très soutenues pour un mois d'août.

Les importations ont enregistré une progression de 4,5 %, à 146,6 milliards de francs, ce qui les situe également à un niveau record. Si la plupart des secteurs industriels contribuent à ce résultat, la performance s'explique avant tout par des achats très soutenus de biens d'équipement et surtout d'automobiles, qui ont atteint leur plus haut niveau, à 17,7 milliards de francs (+ 11,5 % par rapport à juillet). Le renchérissement des produits énergétiques a également renforcé la tendance, avec une hausse en valeur de 16,6 % d'un mois à l'autre.

En cumul à fin août, l'excédent accroît son retard par rapport à la période correspondante de 1998, en raison des fortes importations du mois, et s'établit à 80,6 milliards de francs, contre 91,2 milliards un an auparavant.

Orientation géographique (données douanières CAF-FAB cvs)

L'excédent avec les pays de l'*Union européenne* enregistre son deuxième meilleur résultat, à 8,4 milliards de francs, après celui de juillet (+ 9,9 milliards). Les exportations, à leur plus haut niveau, sont en hausse de 1,2 %, tandis que les importations progressent de 3,1 %, frôlant leur précédent record. Sur les huit premiers mois de l'année, l'excédent ressort à 54 milliards de francs, contre 43,1 milliards un an plus tôt.

D'importants achats de biens intermédiaires et d'automobiles (Belgique, Italie et Pays-Bas) ont renforcé le courant d'importations en provenance des pays de la *zone euro* (+ 3,1 %), tandis que les exportations progressaient de façon plus modérée (+ 0,8 %), malgré le dynamisme des marchés belge (aéronautique) et néerlandais. En cumul sur les huit premiers mois, l'excédent avec la zone a presque triplé par rapport à l'an dernier grâce, notamment, aux ventes soutenues vers l'Espagne.

Parmi les *autres pays de l'Union européenne*, les échanges avec le *Royaume-Uni* ont été dynamiques (notamment en automobiles), les exportations s'établissant à leur niveau record.

Pour la première fois, le solde commercial avec les *États-Unis* est devenu excédentaire, pour s'établir à 0,6 milliard de francs, grâce à des exportations en hausse de 11 %, en raison d'importantes ventes d'aéronefs et de biens intermédiaires. En revanche, les importations n'ont que faiblement progressé. Le déficit cumulé à fin août s'atténue par rapport à l'an dernier (9,7 milliards de francs, contre 12,8 milliards).

Le déficit avec le *Japon* se stabilise pour le quatrième mois consécutif autour de 3 milliards de francs, avec des échanges en hausse : + 13,4 % pour les exportations, avec une progression sensible des ventes de biens de consommation, et + 8,4 % pour les importations. En cumul sur les huit premiers mois de l'année, le déficit se creuse par rapport à la période correspondante de 1998 (22,7 milliards de francs, contre 18,9 milliards).

De moindres livraisons d'Airbus vers les *pays d'Asie hors Japon* au mois d'août ont provoqué une contraction des exportations (– 20,2 %) qui masque la reprise des ventes de biens intermédiaires et de biens de consommation et creuse le déficit à 4,1 milliards de francs.

1.5. La balance des paiements du mois d'août 1999

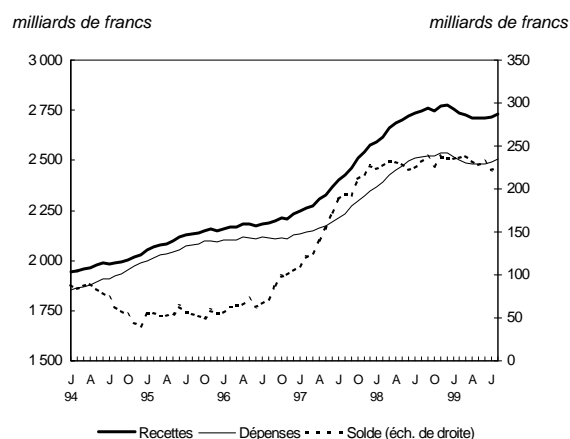
Au mois d'août, l'excédent du *compte de transactions courantes* atteint 29,2 milliards de francs en données cvs (4,5 milliards d'euros). Par rapport au mois précédent, le solde cvs des biens se contracte, sous l'effet d'un repli des exportations, qui avaient été soutenues par des opérations exceptionnelles en juillet, conjugué à une accélération des importations, due à la reprise de la demande intérieure. En revanche, les soldes cvs des services et des revenus s'améliorent et le déficit des transferts courants décroît par rapport à juillet. Sur les huit premiers mois de l'année, le solde brut des transactions courantes s'établit à 136 milliards de francs (20,7 milliards d'euros), contre 148 milliards (22,6 milliards d'euros) pour la période correspondante de 1998. D'une période à l'autre, on observe une stabilité du solde des biens, des services — hors voyages — et des transferts courants. Les principales variations concernent les voyages, dont le solde progresse de près de 10 milliards de francs, et les revenus, dont le solde recule de 15 milliards de francs.

En août, les placements nets à l'étranger enregistrés au *compte financier* atteignent 36,2 milliards de francs (5,5 milliards d'euros). Les *investissements directs*, déficitaires depuis le début de l'année, retrouvent un solde équilibré, suite au repli des opérations des entreprises françaises à l'étranger. En revanche, les *investissements de portefeuille*, qui dégageaient un solde positif le mois précédent, présentent un solde débiteur de 29,8 milliards de francs, en liaison avec une augmentation des achats de titres étrangers par les résidents. Les *autres investissements* présentent un solde légèrement débiteur, la réduction des créances bancaires nettes sur l'étranger étant plus que compensée par une augmentation des avoirs des autres secteurs, y compris celui des autorités monétaires. Les *avoirs de réserve* augmentent de 4,4 milliards de francs.

Pour les huit premiers mois de 1999, le solde du compte financier s'établit à – 234,5 milliards de francs (– 35,8 milliards d'euros). Les investissements directs français à l'étranger s'élèvent à 239,4 milliards de francs, la ligne étant débitrice de 124,3 milliards, contre 20,5 milliards pour la période correspondante de 1998. L'accélération des flux de portefeuille est légèrement plus marquée pour les opérations de non-résidents sur titres français que pour les opérations de résidents sur titres étrangers, le solde débiteur de la ligne revenant à 182,2 milliards de francs, contre 227,1 milliards pour les huit premiers mois de 1998. Entre janvier 1999 et août, on note également une contraction de 129 milliards de francs des avoirs nets du secteur bancaire résident. Sur les huit premiers mois de l'année, les avoirs de réserve diminuent de 11,7 milliards de francs, suite au transfert d'une partie des réserves de change à la BCE au mois de janvier.

1.5.1. Les transactions courantes

Transactions courantes
Cumuls sur douze mois (cvs)



L'excédent des transactions courantes s'établit en août à 29,2 milliards de francs en données cvs, après le fléchissement observé en juillet, à 15,3 milliards, la forte baisse de l'excédent des biens ayant été plus que compensée par la progression des autres lignes, (services, revenus et, dans une moindre mesure, transferts courants). Pour les huit premiers mois de l'année, l'excédent (140,9 milliards de francs) s'inscrit toujours en retrait par rapport au cumul de 1998 (150,6 milliards).

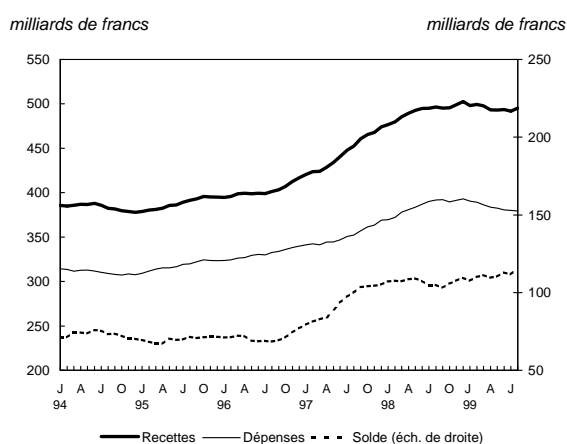
Les biens (données cvs)

Ce poste, qui regroupe les lignes *marchandises générales* (statistiques douanières du commerce extérieur corrigées des opérations sans transfert de propriété), *avitaillement* et *travail à façon et réparations*, est excédentaire de 8,3 milliards de francs, après le montant record de 23 milliards atteint en juillet. Le cumul des huit premiers mois de l'année ressort à 96 milliards de francs, en léger retrait par rapport au résultat de la période correspondante de 1998 (99,4 milliards).

Les services (données cvs)

Services

Cumuls sur douze mois (cvs)

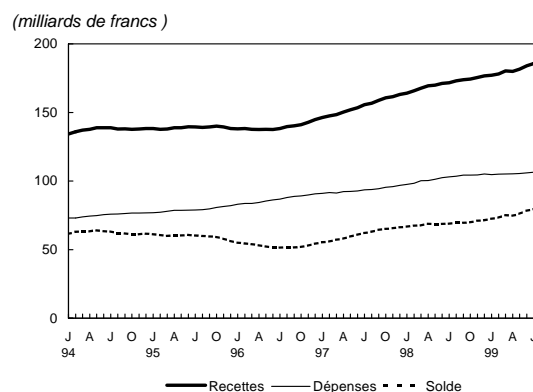


Après avoir sensiblement baissé en juillet, à 6 milliards de francs, l'excédent des services se redresse nettement en août, à 13 milliards, si bien qu'en cumulé sur huit mois, il dépasse désormais de plus de 6 milliards celui de la période correspondante de 1998, à 76.2 milliards.

Le solde des voyages progresse fortement en août, à + 7,7 milliards de francs, contre + 6,7 milliards en juillet, sous l'effet conjugué d'une diminution de 6,7 % des dépenses des Français à l'étranger et d'une hausse de 3,0 % des recettes perçues des touristes non résidents en France. Les professionnels du tourisme considèrent déjà que 1999 sera un nouveau millésime record. En cumul à fin août, l'excédent s'établit d'ailleurs à 55,4 milliards de francs, contre 46,3 milliards en 1998, la hausse des recettes atteignant 9,3 % entre les deux périodes.

Voyages

Cumuls sur douze mois (cvs)



Outre les voyages, les soldes des postes transports et autres services aux entreprises ont contribué de manière substantielle au redressement de l'excédent des services en août.

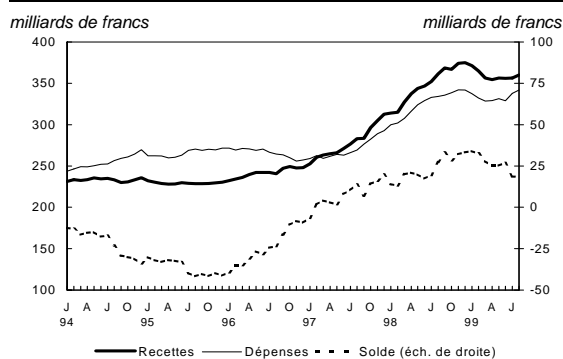
Le solde des transports se retourne (+ 743 millions de francs, après - 14 millions en juillet), grâce aux composantes transports aériens et autres transports. L'activité de fret aérien des compagnies françaises à l'international a progressé et celle du transport de passagers a continué à s'établir à un niveau élevé. La hausse de 28,6 % sur un mois des recettes de la rubrique autres transports est liée, d'une part, à l'augmentation du transport par rail de passagers non résidents et, d'autre part, à des règlements élevés de transport spatial effectués pour le compte de l'Inde et des États-Unis. En cumul sur les huit premiers mois de l'année, l'excédent de l'ensemble de la ligne transports enregistre une nette amélioration (2,3 milliards de francs, contre 0,3 milliard un an plus tôt).

Parmi les services divers aux entreprises, dont le solde augmente fortement (+ 2,5 milliards de francs, contre + 0,6 milliard en juillet), les services techniques, qui recensent notamment les frais d'études, de recherches et d'assistance technique, enregistrent une baisse importante des règlements à l'étranger, essentiellement imputable aux secteurs spatial et informatique.

Les revenus (données cvs)

Revenus

Cumuls sur douze mois (cvs)



Après avoir été nettement déficitaire en juillet (-6,3 milliards de francs), le solde des revenus redevient excédentaire en août, à +7,7 milliards. Cette évolution est intégralement imputable aux revenus des investissements, dont le solde était très déficitaire le mois précédent.

Sur les huit premiers mois de l'année, l'excédent des revenus demeure en retrait par rapport à la période correspondante de 1998, à 4,1 milliards de francs, contre 18,9 milliards un an plus tôt. Le recul est particulièrement prononcé pour le solde des revenus des autres investissements, avec -4,6 milliards de francs, contre +20 milliards, les intérêts des placements à l'étranger ayant diminué beaucoup plus nettement que les versements aux créanciers non résidents.

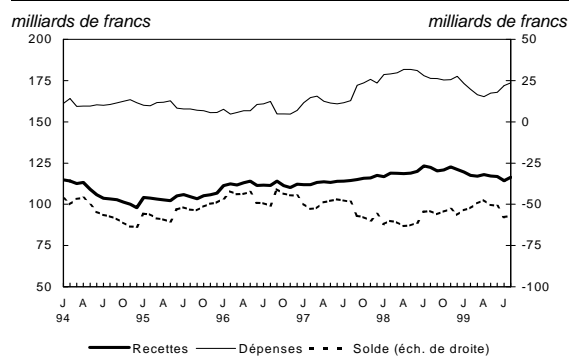
Le déficit cumulé des *revenus d'investissements de portefeuille* s'est, par contre, fortement contracté (de plus de 9 milliards de francs), à 18,3 milliards, grâce aux recettes issues des investissements des résidents à l'étranger.

Les transferts courants (données brutes)

En août, l'allègement du déficit des *transferts courants* (-7,3 milliards de francs, au lieu de -9,9 milliards au mois de juillet) a principalement pour origine un accroissement de près de 30 % des recettes des administrations publiques, les versements à la France du Fonds social européen ayant fortement augmenté. En cumul depuis le début de l'année, le déficit des transferts courants ressort à 30,5 milliards de francs, contre 29,7 milliards en 1998.

Transferts courants

Cumuls sur douze mois



1.5.2. Le compte de capital

Le solde excédentaire des transferts en capital évolue peu d'un mois à l'autre (+0,8 milliard de francs, après +0,7 milliard). L'excédent cumulé à fin août est légèrement supérieur à celui de l'année précédente (5 milliards de francs, après 4 milliards), les subventions des institutions européennes au titre du Feder ayant sensiblement progressé.

1.5.3. Le compte financier

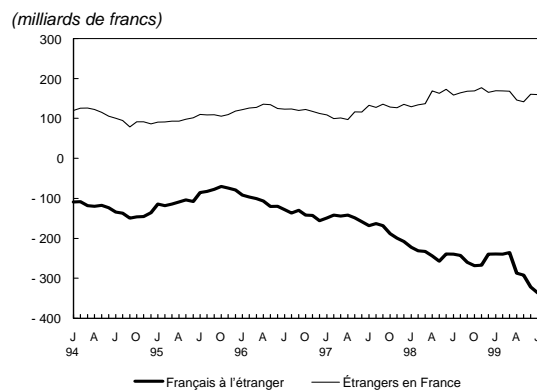
En août 1999, le compte financier (hors avoirs de réserve) est déficitaire de 31,8 milliards de francs (4,8 milliards d'euros), niveau comparable à celui du mois précédent. Sur les huit premiers mois de l'année, les sorties nettes atteignent 246,3 milliards de francs (37,5 milliards d'euros), contre un solde négatif de 63,9 milliards (9,7 milliards d'euros) pour la période correspondante de 1998.

Investissements directs

Investissements directs

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois



Le solde des investissements directs est presque équilibré en août, avec un excédent de 0,3 milliard de francs (après un déficit de 19,4 milliards en juillet). Depuis le début de l'année, les opérations d'investissements directs sont à l'origine de sorties importantes, s'élevant à 124,3 milliards de francs (18,9 milliards d'euros).

Les *flux nets d'investissements directs français* à l'étranger se sont réduits de plus de moitié sur un mois, pour atteindre 13,1 milliards de francs. Cette évolution est imputable à la réduction des opérations en capital social (8,2 milliards de francs, contre 20,8 milliards en juillet) et à la contraction des autres opérations (1,2 milliard, après 8,1 milliards le mois précédent).

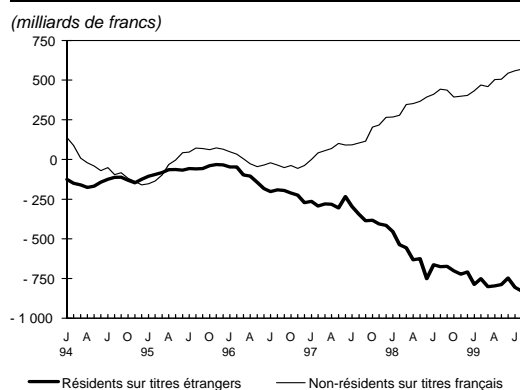
L'évolution des *flux nets d'investissements directs étrangers* en France confirme le ralentissement déjà enregistré en juillet, avec 13,4 milliards de francs, sous l'effet d'une nette diminution des autres opérations (5,3 milliards, contre 16 milliards en juillet). À l'inverse, les opérations en capital sont à l'origine d'investissements nets, à hauteur de 5,6 milliards de francs.

Investissements de portefeuille

Investissements de portefeuille

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois



Les investissements de portefeuille ont donné lieu, en août, à des sorties nettes (29,8 milliards de francs), après deux mois consécutifs d'entrées. Ce résultat provient d'un fort courant d'achats de titres étrangers par les résidents (80,1 milliards de francs), supérieur aux acquisitions de titres français par les non-résidents (50,3 milliards). Sur les huit premiers mois de l'année, le solde est négatif à hauteur de 182,2 milliards de francs (27,8 milliards d'euros), contre un déficit de 227,1 milliards pour la période correspondante de 1998.

Les achats de titres étrangers par les résidents ont quasiment doublé en août sur un mois, pour s'élever à 80,1 milliards de francs. Ils ont concerné tous les types de titres et plus particulièrement les obligations étrangères (35,1 milliards de francs) et les instruments du marché monétaire (21,8 milliards). Les achats se sont portés majoritairement sur des titres libellés en devises.

Les non-résidents ont, de leur côté, à nouveau nourri un flux conséquent d'acquisitions de titres français en août (50,3 milliards de francs, après 53 milliards en juillet). Les achats d'actions se sont élevés à 6,3 milliards de francs, soit 4 milliards de moins que le mois précédent, évolution qui peut être liée à la baisse du CAC 40 enregistrée en août. Les obligations ont de nouveau fait l'objet d'achats importants, pour 28,1 milliards de francs, dont 13,3 milliards au titre des OAT. Les non-résidents se sont également portés acquéreurs de bons du Trésor, pour 12,6 milliards de francs, notamment à long terme.

Autres investissements

En août 1999, les « autres investissements » sont à l'origine de sorties nettes de 2,4 milliards de francs. Ce mouvement résulte d'une diminution conjointe des avoirs et des engagements, à hauteur de, respectivement, 78,4 milliards de francs et 80,8 milliards.

Comme les mois précédents, l'évolution enregistrée sur le secteur bancaire (18,2 milliards de francs) est partiellement compensée par celle du solde des prêts et placements des autorités monétaires (-16,9 milliards) en liaison avec les opérations transitant par *Target*.

En ce qui concerne le secteur bancaire, les opérations des banques résidentes avec l'extérieur se sont soldées par des entrées nettes, de 18,2 milliards de francs, imputables principalement à la contraction des créances (14,8 milliards) et à une légère augmentation des engagements (3,4 milliards). Ce sont les opérations libellées en euros qui expliquent ce mouvement, avec des flux nets positifs de 37,7 milliards de francs compensés par les sorties nettes de 19,5 milliards dégagées par les opérations en devises.

S'agissant des autorités monétaires, on observe un solde négatif de 16,9 milliards de francs, sous l'effet d'une diminution des créances de 67,3 milliards et d'un fléchissement des engagements de 84,2 milliards.

Les flux financiers des autres secteurs se sont traduits par des sorties nettes de 3,7 milliards de francs.

Avoirs de réserve

En août 1999, les avoirs de réserve bruts, — conformément à la définition retenue pour l'établissement de la balance des paiements, qui exclut les avoirs en devises détenus sur des résidents de la zone euro —, augmentent de 4,4 milliards de francs.

2. Les comportements monétaires et financiers

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de *M3* s'est accéléré de + 5,7 % en août à + 6,1 % en septembre 1999. Cette accélération, qui reflète l'évolution des moyens de paiement (*M1*) et des instruments monétaires négociables (*M3* – *M2*), est concomitante d'un léger ralentissement de la croissance annuelle des *crédits au secteur privé*, de + 9,9 % en août à + 9,7 % en septembre. En France, si le taux de croissance annuel des *titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire* s'est également accéléré, de + 17,6 % en août à + 19,5 % en septembre, celui des *dépôts à vue* a, en revanche, nettement fléchi, de + 10,7 % en août à + 6,9 % en septembre. En outre, le ralentissement de la progression des *livrets* s'est poursuivi, à + 2,5 %, après + 3,6 %

en août, du fait de la baisse des taux réglementés. La progression annuelle des crédits obtenus auprès des IFM, déjà plus faible que dans la zone euro, a quelque peu décéléré, de + 4,2 % en août à + 3,9 % en septembre, principalement sous l'effet d'un ralentissement des crédits au secteur privé (+ 5,0 % seulement en septembre, après + 5,3 % en août). L'endettement global des ménages s'est accru à un rythme toujours soutenu (+ 6,1 %) ; celui des sociétés a décéléré, de + 10,5 % en août à + 9,9 % ; le taux de croissance annuel de la dette de l'État s'est renforcé de + 3,5 % à + 4,5 %.

En conséquence, la progression annuelle de l'*endettement intérieur total* s'est accélérée de + 6,4 % en août à + 6,6 % en septembre.

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 %
	Septembre 1999	Août 1999	Septembre 1999	Septembre 1999
Zone euro				
Billets et pièces en circulation	327	3,9	5,2	
+ Dépôts à vue	1 537	15,0	14,8	
= M1	1 864	12,8	13,0	
+ Dépôts à terme ≤ 2 ans	845	- 2,9	- 3,2	
+ Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	1 268	6,4	6,1	
= M2	3 977	7,0	7,0	
+ Pensions	159	- 19,8	- 23,1	
+ Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	400	11,7	14,9	
+ Titres de créance émis ≤ 2 ans	67	- 10,8	6,0	
= M3	4 604	5,7	6,1	
Crédits	6 199	8,4	8,3	
dont : Secteur privé	5 369	9,9	9,7	
France				
Principaux actifs monétaires				
Dépôts à vue	288	10,7	6,9	19
Comptes sur livrets	275	3,6	2,5	22
Dépôts à terme ≤ 2 ans	40	4,5	- 3,2	5
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	246	17,6	19,5	62
Crédits	1 044	4,2	3,9	17
dont : Secteur privé	930	5,3	5,0	17
Endettement intérieur total	1 924	6,4	6,6	
dont : État	647	3,5	4,5	
Sociétés	682	10,5	9,9	
Ménages	444	6,1	6,1	

(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 en France 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 économiques (reclassements d'opérations, changements de périmètre du secteur des IFM, passages en pertes, fluctuations de taux de change et autres effets de valorisation). Ces ajustements ne sont, pour l'instant, pas appliqués aux ventilations détaillées (par agents, objets ou réseaux distributeurs) des statistiques françaises de placement et d'endettement.

Sources : Banque de France, BCE

2.1. Placements intermédiés

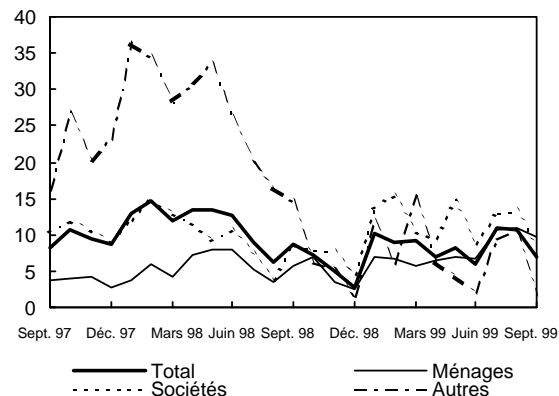
Ralentissement de la croissance des dépôts à vue

Le rythme de croissance annuel des dépôts à vue des résidents en France, toutes devises confondues, s'est nettement ralenti, de + 10,7 % en août à + 6,9 % en septembre :

- la progression annuelle des dépôts à vue des ménages, à 9,6 %, a été moins dynamique qu'en août (+ 10,8 %) ;
- la croissance des dépôts à vue des sociétés, plus volatile, s'est nettement ralentie (+ 8,6 %, contre + 13,5 % en août) ;

Dépôts à vue par agents

(taux de croissance annuel en %)

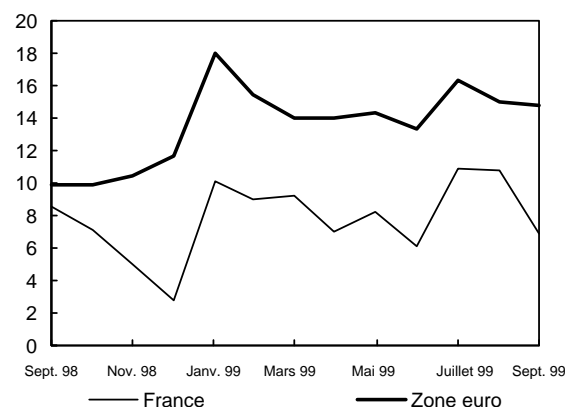


- surtout, le rythme de progression des dépôts à vue des autres agents (organismes publics, administrations privées, clientèle financière des établissements de crédit) a fortement chuté, de + 10,5 % à + 1,8 %. Cette inflexion contribue pour moitié au ralentissement de la croissance des dépôts à vue en septembre.

Le rythme de croissance des dépôts à vue en France est demeuré très inférieur à celui observé dans la zone euro où ils ont progressé en septembre de + 14,8 % sur un an dans un contexte de faible niveau des taux d'intérêt.

Dépôts à vue

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

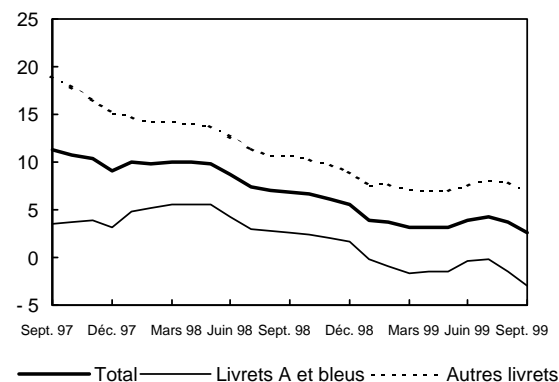
Poursuite de la décélération de la croissance des comptes sur livrets

Sous l'effet de la baisse des taux réglementés intervenue en août, la croissance annuelle des comptes sur livrets (dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) s'est de nouveau ralentie en septembre, à + 2,5 %, après + 3,6 % le mois précédent ;

- les livrets A et bleus ont continué de diminuer en rythme annuel (– 2,9 %, après – 1,5 % en août) ;
- la progression annuelle des autres livrets s'est infléchie, de + 7,9 % en août à + 7,0 % en septembre. Toutefois, le rythme de croissance des livrets d'épargne populaire est demeuré très soutenu, à + 14,7 % en septembre, après + 13,7 %.

Comptes sur livrets

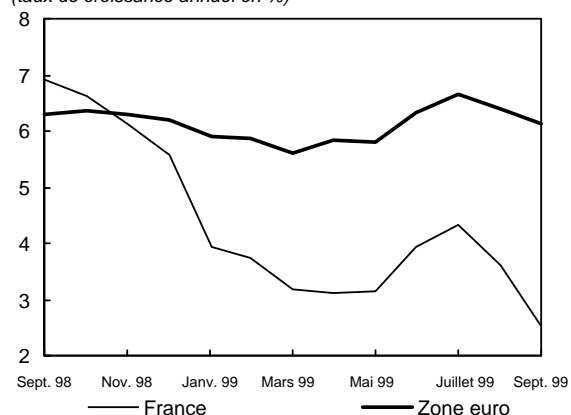
(taux de croissance annuel en %)



Au sein de l'Union monétaire, la progression annuelle des comptes sur livrets, qui entrent dans la catégorie « dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois » a été, en septembre, voisine de celle constatée en août (+ 6,1 %, après + 6,4 %) et est demeurée plus forte qu'en France.

Dépôts remboursables avec préavis inférieur ou égal à 3 mois

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

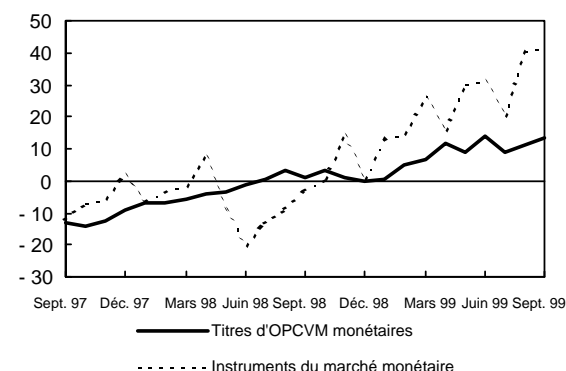
Renforcement de la progression des placements monétaires à terme ou négociables

La baisse des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans, qui s'était interrompue en août (+ 4,5 % sur douze mois), a repris en septembre (- 3,2 %).

La progression déjà très soutenue des placements en certificats de dépôt (instruments du marché monétaire) s'est légèrement accentuée, de + 40,2 % en août à + 41,4 % en septembre. La nette accélération de la croissance de ce type de placement depuis l'été dernier pourrait s'expliquer par un comportement de précaution visant à couvrir des besoins accrus de liquidité à l'occasion du passage à l'an 2000.

Principaux placements en titres monétaires

(taux de croissance annuel en %)

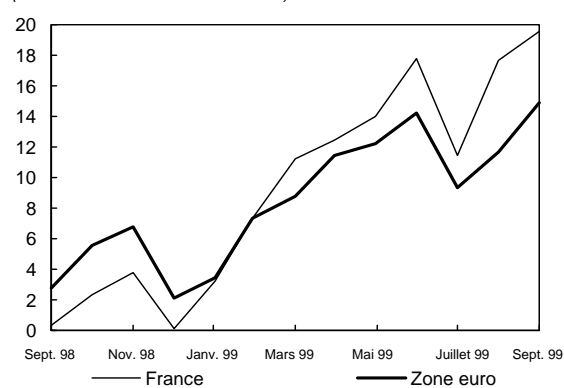


Le net repli des pensions s'est poursuivi en rythme annuel (- 26,1 %, après - 15,8 % en août).

En septembre, la progression annuelle des titres d'OPCVM monétaires s'est accélérée, de + 11,3 % à + 13,4 %. Les anticipations de hausse des taux courts ainsi que l'annonce d'un allègement de la fiscalité de ces OPCVM dans le cadre du projet de budget pour l'an 2000 (exonération des plus-values sur cessions inférieures ou égales à 50 000 francs) pourraient être à l'origine de cette accélération.

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

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Le PEP bancaire : un produit en perte de vitesse ?

Le PEP bancaire connaît depuis avril 1996 un ralentissement marqué de sa progression, qui est même devenue négative depuis décembre 1998. Cette décélération concerne moins fortement les PEP assurance dont l'encours continue de croître, passant de 22,9 milliards d'euros en décembre 1997 à 30,3 milliards en septembre 1999, même si leur rythme de progression ralentit (+ 15,6 % en juin 1999, contre + 22,1 % en décembre 1997). Comment expliquer ces évolutions ?

L'arrivée à terme des premiers plans

Apparus en janvier 1990, les PEP ont été créés dans le but de se substituer aux plans d'épargne retraite et de favoriser la constitution d'une épargne longue et stable. Si aucune durée minimale n'a été légalement imposée, la législation fiscale ainsi que les pratiques bancaires ont fortement incité l'épargnant à conserver son PEP durant huit ans au moins. En effet, les retraits intervenant avant la quatrième année sont imposés à 45 % sur les intérêts perçus, ceux intervenant entre la quatrième et la fin de la septième année sont imposés à 25 %, prélèvement sociaux inclus. À cela s'ajoutent parfois des pénalités de retrait prévues par les banques à la signature des contrats.

A contrario, au-delà de huit ans, les fonds peuvent être retirés en franchise d'impôt ; ils ne supportent alors que les prélèvements sociaux, de 10 % actuellement.

À partir de 1998, les premiers PEP ouverts en 1990 et 1991 ont ainsi commencé à franchir le cap des huit ans. Leur encours, qui s'élevait à 156 milliards de francs en décembre 1991, représente actuellement plus d'un tiers de l'encours total, intérêts compris.

La baisse des rendements

La baisse des taux d'intérêt à moyen et long terme, amorcée en 1995, a contribué à rendre ces placements nettement moins attractifs.

Les PEP bancaires contractés à taux fixe n'ont pas souffert de cette baisse, leur rendement étant garanti sur toute la durée du contrat. En revanche, pour les PEP à taux garanti par versement ainsi que pour les PEP à taux variable, la rémunération versée sur les nouveaux dépôts s'est réduite progressivement.

Le transfert des PEP bancaires vers les PEP assurance

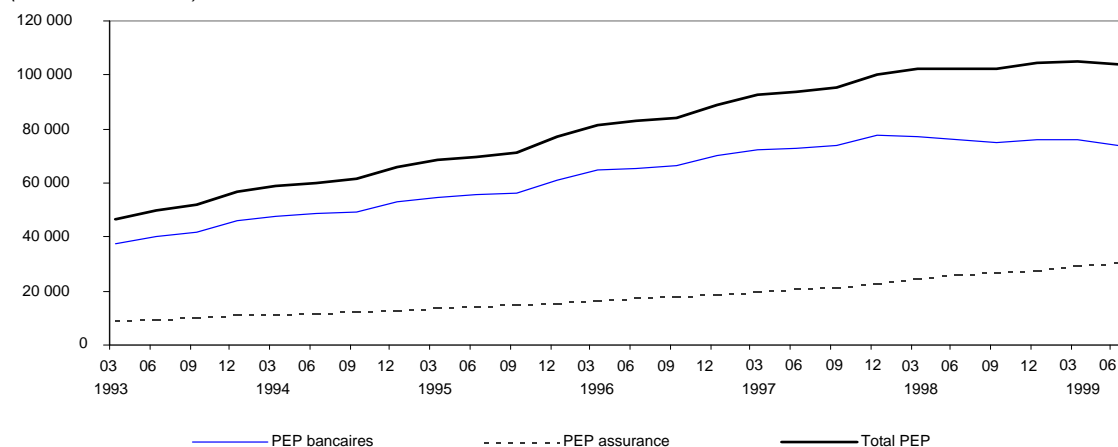
Si les PEP bancaires sont devenus, au fil des ans, relativement moins intéressants, les PEP assurance ont conservé un certain attrait, lié à leur fiscalité. Ils cumulent, en effet, les avantages des PEP et des produits d'assurance-vie :

- les sorties en rente sont nettes d'impôts (soumises seulement à 10 % de prélèvements sociaux) ;
- ils sont exonérés de droits de succession jusqu'à 1 million de francs par bénéficiaire ;
- enfin, comme les contrats d'assurance-vie, ils ne supportent pas le prélèvement libératoire de 7,5 % sur les gains réalisés, lors de retraits supérieurs aux seuils d'abattement de 30 000 francs pour un célibataire et de 60 000 francs pour un couple.

Ces dispositions fiscales expliquent donc le mouvement de transfert de PEP bancaires vers les PEP assurance qui s'est opéré à partir de 1996 (cf. graphique), ainsi que le rythme de progression annuel encore soutenu dont bénéficient ces derniers.

Évolution de l'encours des PEP

(en millions d'euros)



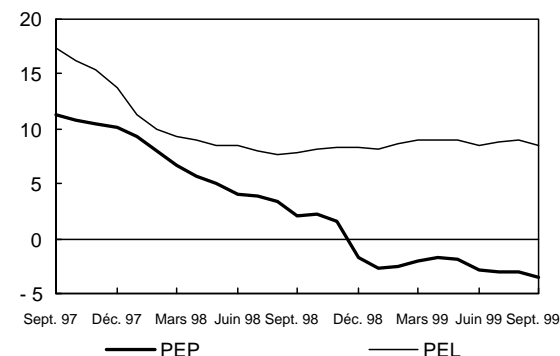
Léger ralentissement de la croissance des dépôts non monétaires

La progression annuelle des placements non monétaires s'est ralentie, de + 5,3 % en août à + 4,8 % en septembre :

- les plans d'épargne-logement ont conservé un taux de croissance soutenu, même si celui-ci a légèrement ralenti (+ 8,6 %, après + 9,0 % en août). Ils continuent de bénéficier d'une rémunération attractive au regard des autres placements d'échéance comparable ;
- la contraction des PEP s'est poursuivie à un rythme annuel plus soutenu qu'en août (– 3,5 %, après – 3,0 %). Cette diminution des PEP, qui prolonge un mouvement de décélération continu amorcé en avril 1996, traduit largement un effet de structure résultant de la décision de certains grands réseaux bancaires de cantonner la distribution de ce produit à leurs filiales d'assurance (cf. encadré).

Principaux dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



2.2. Endettement

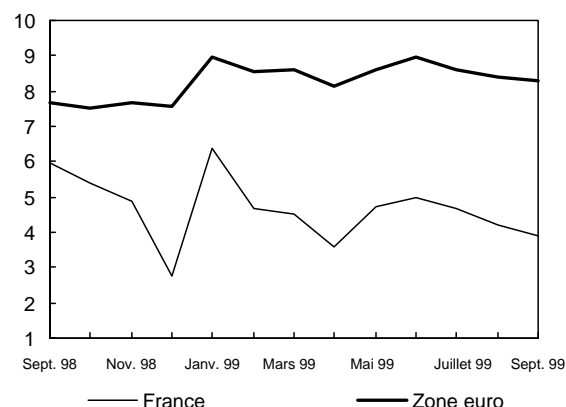
Décélération de la distribution de crédit par les institutions financières monétaires

En France, le taux de croissance annuel des crédits obtenus par les résidents auprès des IFM s'est de nouveau ralenti, passant de + 4,2 % en août à + 3,9 % en septembre.

Il demeure inférieur à celui de la zone euro, bien que ce dernier ait également légèrement fléchi, à + 8,3 %

Crédits

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

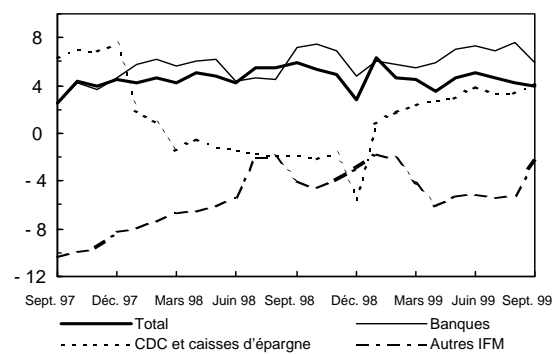
Ralentissement de la croissance des crédits bancaires

L'analyse par réseaux de distribution de la décélération globale des crédits montre qu'elle est essentiellement imputable aux banques :

- la progression annuelle des crédits distribués par les banques est, en effet, passée de + 7,6 % en août à + 5,9 % en septembre ;
- en revanche, celle des crédits obtenus auprès de la Caisse des dépôts et consignations et des caisses d'épargne s'est accélérée (de + 3,4 % en août à + 4,3 % en septembre) ;
- la tendance à la baisse de l'activité de crédit des autres institutions financières monétaires s'est poursuivie, (– 2,3 %, après – 5,3 % en août).

Crédits par réseaux distributeurs

(taux de croissance annuel en %)



La reprise des crédits immobiliers

Les crédits immobiliers se répartissent en deux groupes, d'importance très inégale :

- les crédits-investisseurs octroyés aux ménages et aux entreprises pour le financement de leurs dépenses de logement ;
- les crédits-promoteurs octroyés à des intermédiaires spécialisés. Le bien financé a en général vocation à être cédé à des ménages (usage d'habitation) ou à des sociétés (usage de bureau).

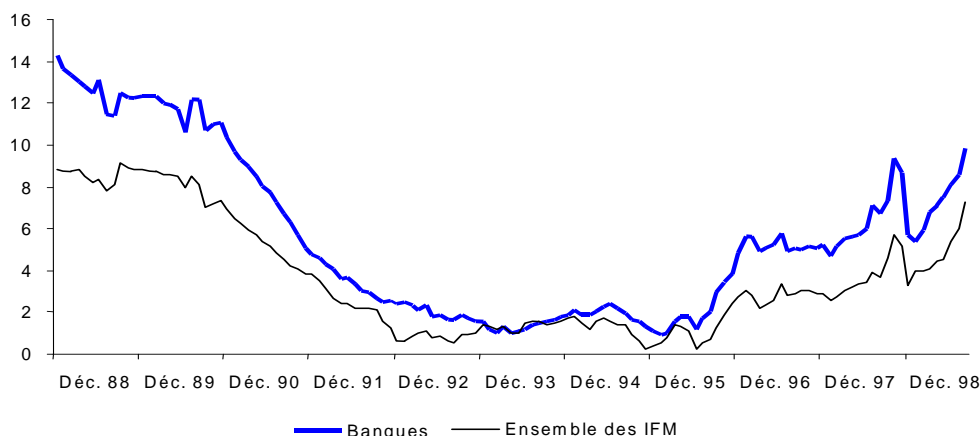
Les crédits-promoteurs ne représentaient qu'un encours d'environ 6 milliards d'euros en juin 1999, contre 370 milliards pour les crédits-investisseurs. En outre, les crédits-promoteurs sont sujets à des variations beaucoup plus marquées, puisque leur encours a été à peu près divisé par trois au cours des cinq dernières années et qu'il ne semble se stabiliser que sur la période très récente.

S'agissant des crédits à l'habitat des ménages, qui représentent l'essentiel des crédits-investisseurs, leur taux de progression a connu, au cours de la décennie quatre-vingt-dix, trois phases d'évolution distinctes (cf. graphique) :

- une période de rapide décélération, commencée au début de la décennie à partir d'un point haut du cycle ;
- un plateau d'environ quatre ans de 1993 à 1996 ;
- une reprise amorcée depuis 1997, avec à la fois une accélération et une volatilité marquées sur la période récente.

Crédits à l'habitat aux ménages

(glissement annuel des encours en %)



Sur l'ensemble de la période, la progression des encours distribués par les seules banques est plus soutenue que la moyenne, ce qui est à rapprocher de l'étiollement de certaines formes de crédits offerts par des circuits spécialisés (comme les PAP). En outre, les retournements de tendance sont entièrement imputables au secteur bancaire.

Plusieurs facteurs expliquent la reprise récente :

- la reprise générale du marché du logement, reflétée par l'augmentation des mises en chantier de logements neufs et du nombre d'accédants à la propriété, favorisée par un meilleur environnement conjoncturel (repli du chômage, dynamisme de l'activité, etc.) ;
- des taux d'intérêt débiteurs modérés. En particulier, depuis le début d'année 1999, le coût du crédit à l'habitat a diminué malgré la hausse des taux longs (cf. « Tendances monétaires et financières » d'août 1999¹). Ce mouvement devrait cependant s'inverser au troisième trimestre ;
- les aménagements du régime d'amortissement fiscal des biens immobiliers, susceptibles d'avoir suscité des « effets d'annonce » et qui expliqueraient en partie les pics de croissance fin 1998 et mi-1999.

¹ Accessible en téléchargement sur le site Internet de la Banque de France à l'adresse : www.banque-france.fr

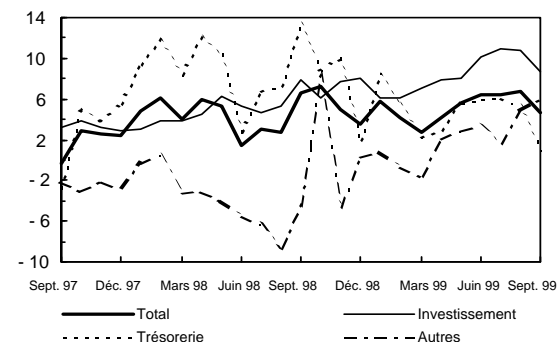
Fléchissement de la demande de crédit bancaire des sociétés et des ménages

La baisse du taux de croissance des crédits bancaires *stricto sensu*, qui sont les plus significatifs pour le financement du secteur privé, traduit une moindre progression des crédits accordés aux sociétés non financières et aux ménages :

- la progression annuelle des crédits aux sociétés non financières a nettement fléchi, de + 6,8 % en août à + 4,6 % en septembre. Cette décélération concerne d'abord les crédits de trésorerie (de + 5,2 % en août à + 0,9 % en septembre), ensuite les crédits à l'investissement (de + 10,8 % à + 8,7 %) ;

Crédits des banques aux sociétés non financières

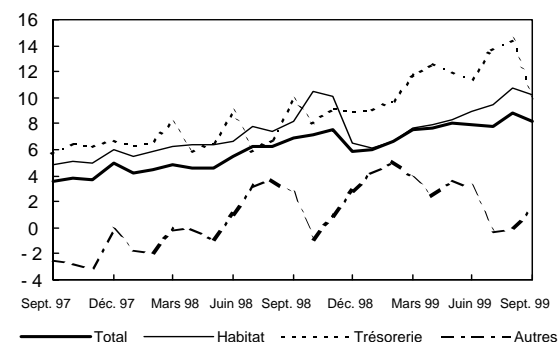
(taux de croissance annuel en %)



- le ralentissement est moins sensible pour les crédits distribués aux ménages, dont le taux de croissance annuel est passé de + 8,8 % en août à + 8,2 % en septembre. Cette évolution a essentiellement affecté les crédits à la consommation, par nature plus volatils (de + 14,4 % à + 9,9 %). Enfin, la progression annuelle des crédits à l'habitat est demeurée soutenue, à + 10,2 % en septembre, après + 10,7 % en août et seulement + 6,5 % en décembre 1998 (cf. encadré ci-contre).

Crédits des banques aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



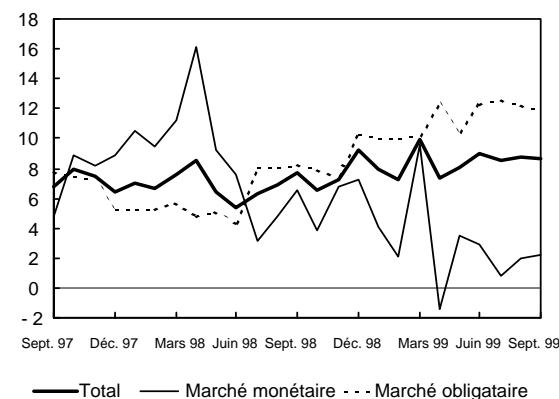
Progression régulière de l'endettement des agents non financiers via les marchés internes

Le taux de croissance annuel des financements levés par les agents non financiers sur les marchés internes a été quasiment stable (de + 8,7 % en août à + 8,6 % en septembre), le fléchissement des émissions nettes sur le marché obligataire ayant été compensé par leur hausse sur le marché monétaire :

- le taux de croissance annuel de l'endettement obligataire a légèrement reculé, de + 12,3 % en août à + 11,9 % en septembre, malgré le dynamisme accru de l'encours d'obligations émises par les sociétés non financières (+ 21,0 % en septembre, après + 20,2 % en août) ;
- la progression annuelle de l'endettement monétaire s'est renforcée, de + 2,0 % à + 2,2 %.

Endettement des agents non financiers via les marchés internes

(taux de croissance annuel en %)



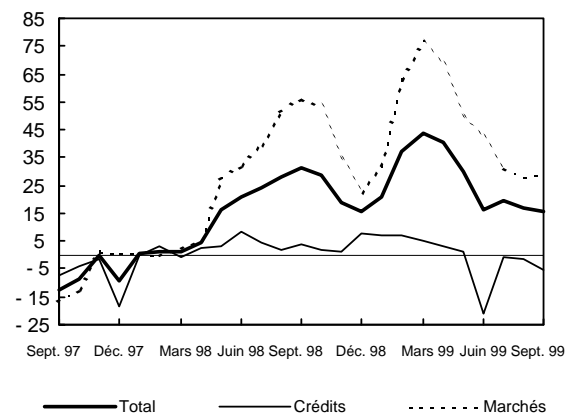
Ralentissement de la croissance de l'endettement à l'étranger

La progression annuelle de l'endettement à l'étranger s'est ralentie, de + 17,1 % en août à + 15,5 % en septembre :

- la diminution des crédits obtenus auprès des non-résidents s'est accentuée, de – 1,2 % en août à – 5,7 % en septembre ;
- le taux de croissance annuel de l'encours des obligations émises à l'étranger a été quasiment stable, à + 28,5 %, après + 28,0 % en août.

Endettement des agents non financiers à l'étranger

(taux de croissance annuel en %)



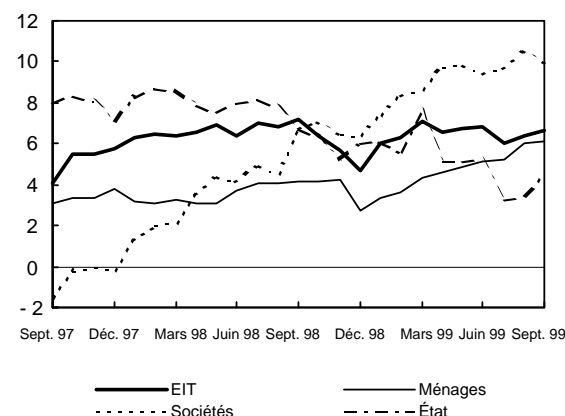
Accélération de la croissance de l'endettement intérieur total

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total s'est renforcé, de + 6,4 % en août à + 6,6 % en septembre.

La moindre progression de la dette globale des sociétés non financières (+ 9,9 % en septembre, après + 10,5 % en août) et la stabilisation du rythme de croissance annuel de la dette des ménages (+ 6,1 % pour les deux mois) se sont accompagnées d'un renforcement de la progression annuelle de l'endettement de l'État (de + 3,5 % à + 4,5 %).

Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



2.3. Taux d'intérêt bancaires

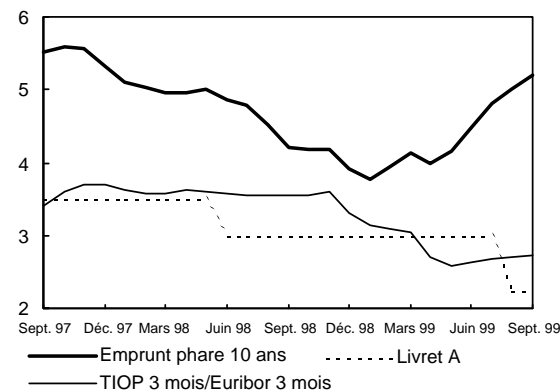
Nouvel accroissement de la pente des taux

En septembre, les taux longs de marché ont à nouveau augmenté, davantage que les taux courts, et la pente des taux, mesurée par l'écart entre les taux à long et à court termes, s'est encore redressée.

En dépit de la légère hausse des taux courts de marché, le taux du livret A est resté supérieur en septembre à son plafond théorique, défini par la moyenne des taux courts minorée de 0,5 point.

Taux de marché et taux réglementés

(en %)



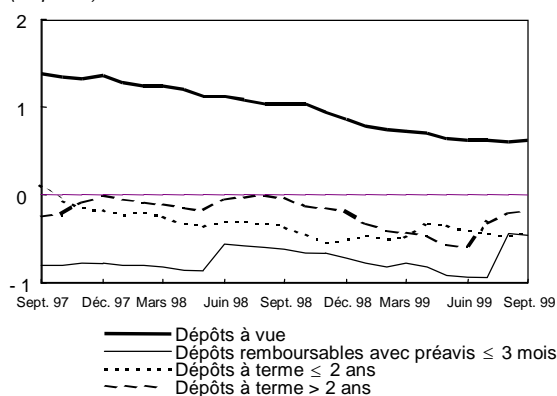
Resserrement des conditions créditrices entre la France et la zone euro sur les dépôts à terme

Depuis juin 1999, le taux de rémunération des dépôts à vue de la zone euro est resté quasiment stable. En France, il en a été de même, depuis la dernière baisse des taux réglementés (août 1999), pour les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois. L'écart de rémunération entre la zone euro et la France s'est ainsi stabilisé. À l'inverse, du fait de la hausse des taux de marché à court terme, l'écart de rémunération sur les dépôts à terme s'est légèrement réduit.

Rémunération des dépôts

Écarts zone euro-France

(en points)



Sources : Banque de France, BCE

Coût du crédit plus favorable en France que dans la zone euro, sauf pour l'habitat

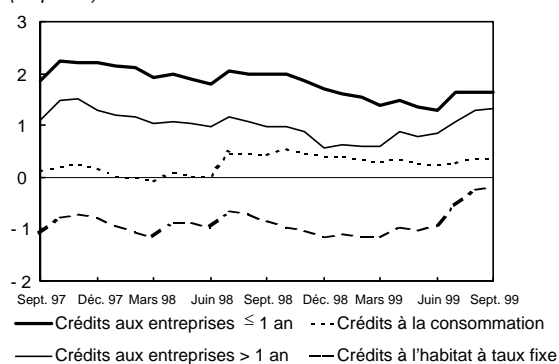
Le taux des crédits à l'habitat s'est redressé dans la zone euro en septembre, contrairement à la France où les conditions sont cependant demeurées moins favorables aux emprunteurs que dans la moyenne de la zone. L'écart de taux s'est donc resserré.

Pour les autres crédits aux entreprises et aux ménages, les taux sont restés plus modérés en France, où l'impact de la hausse des taux de marché a été moins sensible. L'écart de taux avec la zone euro s'est stabilisé, aussi bien pour les entreprises que pour les particuliers.

Coût du crédit

Écarts zone euro-France

(en points)



Sources : Banque de France, BCE

3. Les marchés de capitaux

3.1. Vue d'ensemble

3.1.1. Les marchés financiers internationaux en octobre 1999

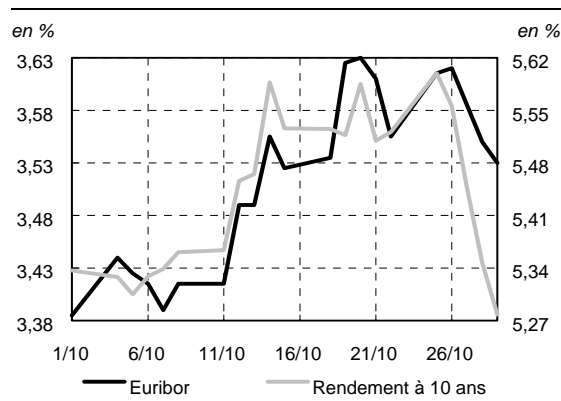
Les principaux développements sur les marchés internationaux de capitaux au cours du mois d'octobre ont été : les anticipations croissantes de resserrement monétaire dans la zone euro, la décline des rendements obligataires américains en toute fin de période, la bonne orientation des marchés boursiers européens et américains, la tendance haussière de l'euro en première partie de mois, et la reprise de la tendance haussière du yen durant la seconde.

Les anticipations croissantes de resserrement monétaire dans la zone euro

Au cours du mois d'octobre, les attentes d'un resserrement monétaire de la part de la Banque centrale européenne (BCE) ont pris une ampleur très marquée. Elles ont été nourries par la publication d'indicateurs macroéconomiques bien orientés (production industrielle et enquêtes auprès des directeurs d'achat dans la zone, confiance des entrepreneurs en hausse et baisse du chômage en France...). C'est ainsi que les taux courts au comptant et anticipés et les rendements obligataires se sont nettement tendus dans la zone.

La publication, le 27 octobre dernier, de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro pour le mois de septembre, en hausse plus forte qu'attendu (+ 6,1 % en rythme annuel) et supérieure à la valeur de référence de la BCE, a convaincu les opérateurs de l'imminence d'une action préventive de la BCE. Cette levée des incertitudes, dans l'esprit des opérateurs, quant au calendrier du premier relèvement des taux directeurs de l'Eurosystème, a largement contribué au repli des rendements obligataires, de 15 à 25 points de base selon l'échéance. Les marchés obligataires de la zone euro ont aussi bénéficié de la bonne orientation du marché obligataire américain en toute fin de période.

Taux implicite du contrat Euribor (échéance décembre 1999) et rendement du titre d'État français (échéance 10 ans)

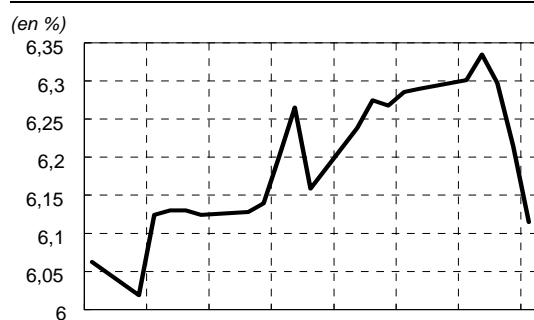


La décline des rendements obligataires américains en toute fin de période

La vigueur de l'économie américaine, illustrée par un indice des directeurs d'achat en forte hausse pour le mois de septembre, et les anticipations marquées de resserrement monétaire exprimées au cours de la majeure partie du mois d'octobre (après le biais restrictif adopté par le Comité fédéral de l'*Open Market* (FOMC) lors de la réunion du 5 octobre) ont engendré de vives tensions sur le marché obligataire américain. Le rendement à 10 ans a renoué ainsi avec son niveau de septembre 1997.

En revanche, la publication, le 28 octobre, d'un indice du coût de l'emploi pour le troisième trimestre plus faible qu'attendu et les propos de M. Greenspan sur le caractère durable des gains de productivité, redonnant du corps à la thèse de la croissance américaine non inflationniste, ont apaisé les anticipations de hausse des taux directeurs. Le taux obligataire à 10 ans s'est ainsi replié d'une vingtaine de points de base dans les derniers jours du mois d'octobre.

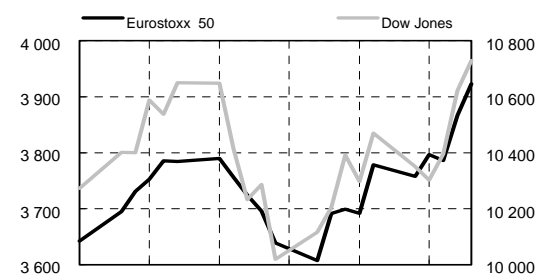
Rendement du titre d'État américain (échéance 10 ans)



La bonne orientation des marchés boursiers européens et américains

Dans un contexte volatil, et en dépit de pressions baissières sur les valeurs financières, entretenues par les anticipations de hausse de taux, les marchés boursiers aux États-Unis et dans la zone euro ont progressé au cours de la période sous revue. L'annonce d'opérations de fusions-acquisitions dans de nombreux secteurs et la publication de bons résultats ont permis à l'indice Dow Jones de progresser de 3 % en octobre et à l'indice Nasdaq, en hausse de 7,50 %, d'établir un nouveau record historique. Parallèlement, l'indice EuroStoxx 50 a gagné 6,65 % et l'indice CAC 40, en progression de 6,50 %, a atteint un sommet historique.

Indices Dow Jones et EuroStoxx 50

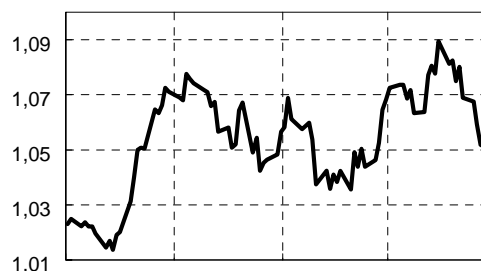


La tendance haussière de l'euro en première partie de mois

Bénéficiant d'indicateurs macroéconomiques positifs et des anticipations de resserrement monétaire de la BCE, l'euro a été bien orienté au cours de la première quinzaine du mois, atteignant à la mi-octobre un plus haut niveau depuis six mois contre dollar, à 1,0865. Par la suite, l'euro/dollar s'est replié sous l'effet de la vigueur de la devise américaine soutenue par la publication de l'indice du coût de l'emploi (cf. *supra*) et la bonne tenue du marché boursier américain. En outre, la force du yen (cf. *infra*) a particulièrement pesé sur l'euro. Au total, d'une

fin de mois à l'autre, l'euro s'est replié de 1 % face au dollar.

Euro/dollar

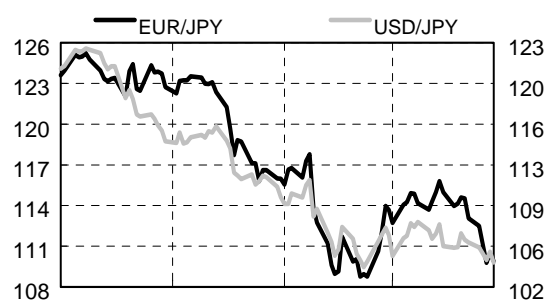


La reprise de la tendance haussière du yen en seconde partie de mois

Entamée à la fin du mois dernier avec le communiqué publié à l'issue de la réunion du G 7 du 25 septembre, la baisse de la devise nippone s'est poursuivie jusqu'au milieu du mois d'octobre. Les mesures annoncées le 13 octobre par la Banque du Japon, relatives à l'extension des types de titres achetés ferme ou pris en pension, ont exercé un effet dépressif temporaire sur le yen.

Par la suite, le yen a bénéficié de révisions à la hausse de l'ampleur de la relance budgétaire attendue. La vente future d'actions de Nippon Telegraph and Telephone Corporation (NTT) a constitué un autre facteur de soutien. Par rapport à la fin du mois de septembre, le yen s'est renforcé face au dollar et à l'euro de, respectivement, 1,30 % et 2,70 %.

Euro/yen et dollar/yen



3.1.2. L'activité financière de la place de Paris

L'activité de la place de Paris sur Internet

Une rubrique destinée à présenter les grandes lignes de l'organisation de la place financière de Paris ainsi que le type d'opérations qui s'y traitent vient d'être intégrée dans le site de la Banque de France (www.banque-france.fr). Elle est accessible par la rubrique « Informations bancaires et financières » puis « L'activité de la place de Paris ». Les pages présentées constituent un complément utile à la revue mensuelle de l'activité de la place de Paris que propose le Bulletin de la Banque de France, également téléchargeable sur Internet.

Au mois d'octobre, l'activité sur la place de Paris s'est, dans l'ensemble, maintenue sur les niveaux élevés atteints au mois de septembre. Le marché interbancaire et le marché primaire obligataire sont ceux qui ont connu les progressions d'activité les plus notables.

Les volumes de transactions enregistrés *sur le marché interbancaire* en octobre se sont inscrits en hausse sensible par rapport au mois précédent. Les taux ont connu une tension marquée sur l'ensemble des échéances.

Dans un contexte de léger repli de l'activité, les évolutions *sur le marché de la pension livrée*, dont l'essentiel des transactions reste adossé à des OAT, ont été marquées par un rééquilibrage de la répartition des opérations en faveur des pensions à taux variable, qui ont représenté plus de la moitié des transactions.

Sur le marché primaire des bons du Trésor, le rapport entre les soumissions et les montants émis s'est inscrit en baisse sensible par rapport aux mois précédents, alors que, *sur le marché secondaire*, les taux se sont tendus à mesure que les anticipations de hausse de taux directeurs de la Banque centrale européenne s'accroissaient.

L'encours global des *titres de créances négociables* s'est élevé à 233,6 milliards d'euros à la fin du mois d'octobre, contre 233,9 milliards à fin septembre. Cette quasi-stabilité recouvre une recrudescence de l'activité pour tous les produits, laquelle a été cependant insuffisante pour compenser le volume des tombées. L'encours des billets de trésorerie poursuit sa progression et atteint désormais 50,9 milliards d'euros. Celui des certificats de dépôt reste stable, à 121,4 milliards d'euros. Enfin, l'encours des bons à moyen terme négociables continue de

diminuer et ne s'élève plus qu'à 61,3 milliards d'euros.

Dans un contexte de volatilité des taux à long terme, le montant des *émissions brutes obligataires*, réglées au cours du mois d'octobre sur le marché parisien par les résidents, a fortement augmenté. Il s'élève à plus de 15 milliards d'euros en octobre, contre 5,4 milliards le mois précédent, soit une augmentation de près de 180 %. Cette évolution est essentiellement due à l'augmentation des capitaux levés par le secteur des établissements de crédit (plus de 4 milliards d'euros en obligations foncières notamment). Les remboursements effectués en octobre se sont élevés à 3,3 milliards d'euros, ramenant le montant global des émissions nettes à 11,7 milliards. Au cours des dix premiers mois de l'année 1999, les émissions brutes se sont élevées à 93,4 milliards d'euros, contre 72,1 milliards sur la période correspondante de 1998, ce qui représente une hausse de près de 30 %.

La totalité des titres réglés en octobre a été émise en euros. Compte tenu de la poursuite de la conversion en euros du stock des dettes existantes, l'encours de la dette libellée en euros a été ainsi porté à 80 % des encours de fin de mois détenus par les résidents sur la place de Paris.

Sur le marché secondaire obligataire, les taux à 10 ans ont connu, d'un mois à l'autre, une tension plus faible que les taux des échéances plus courtes et les taux monétaires, conduisant à un aplatissement de la courbe des rendements. Les taux réels des titres indexés sur l'inflation se sont davantage tendus que les taux nominaux, dénotant, dans une certaine mesure, l'accentuation des anticipations de hausse de taux directeurs et une atténuation concomitante des anticipations d'inflation.

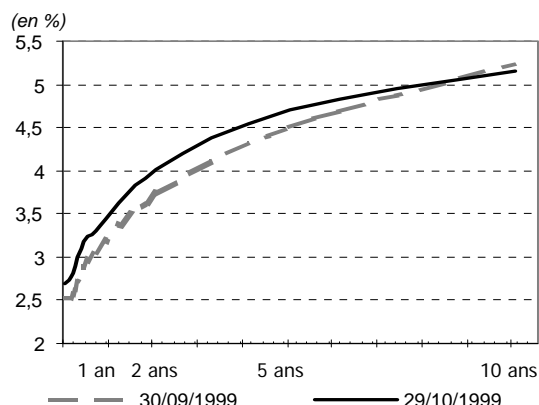
Les cours à la *Bourse de Paris* se sont fortement appréciés en octobre, le CAC 40 progressant de 6,5 % d'une fin de mois à l'autre dans des volumes de transactions étoffés et aussi dans un contexte de légère reprise des introductions, après le creux des mois d'août et de septembre. Ainsi, se conforte au fil des mois la position de la Bourse de Paris parmi les plus actives en Europe.

Le rythme annuel de progression des encours d'OPCVM est resté soutenu en octobre, à la faveur de la progression des cours boursiers, qui a bénéficié aux OPCVM actions et diversifiés.

Activité financière sur la place de Paris Vue d'ensemble

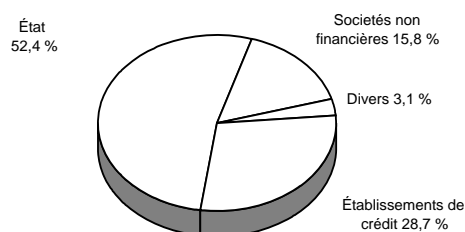
Titres d'État

Courbe des taux de rendement

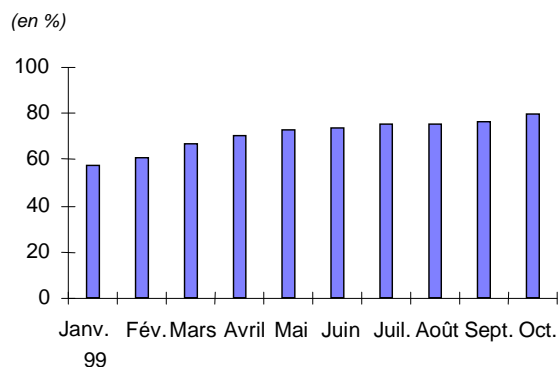


Obligations – Encours nominaux (résidents)

Ventilation par secteurs émetteurs – Oct. 1999

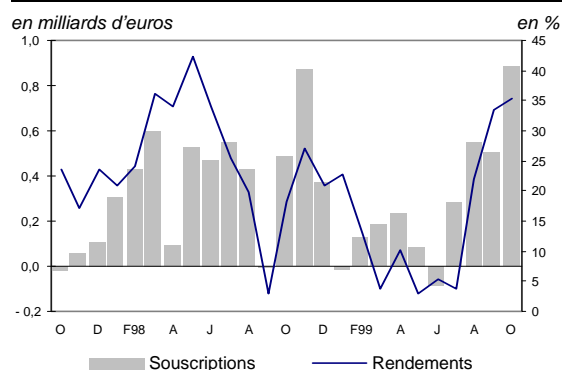


Encours nominal de la dette obligataire en euros



Sicav actions

Souscriptions nettes et rendement



Source : Fininfo

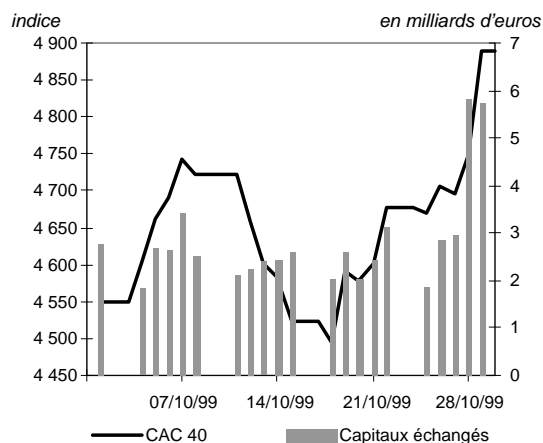
Obligations et titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en oct. 1999		Encours à fin oct. 1999
	brutes	nettes	
Titres de créances négociables	156,90	- 0,20	436,30
BTF et BTAN	9,40		202,70
Certificats de dépôt négociables	99,80	0,10	121,40
BMTN	2,00	- 0,90	61,30
Billets de trésorerie	45,70	0,60	50,90
Obligations	15,05	11,78	748,87
– État	6,31	6,30	392,06
– Établissements de crédit et assimilés	5,30	3,66	215,06
dont : <i>Devises</i>			0,92
– Sociétés non financières	3,30	3,14	118,25
– Autres émetteurs résidents	0,13	- 1,38	23,50

Bourse de Paris (règlement mensuel)

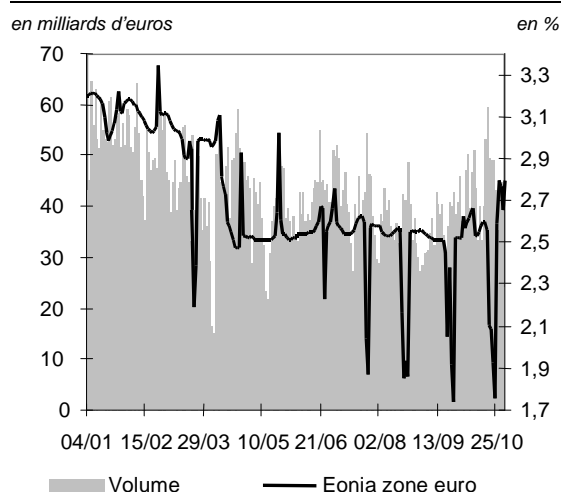
Cours et volume traité



3.2. Le marché interbancaire

L'activité sur le marché interbancaire au cours du mois d'octobre a augmenté dans un contexte marqué par un renforcement des anticipations de hausse des taux directeurs de la Banque centrale européenne. La part des banques françaises a représenté, en moyenne, 34,9 % des transactions du marché des prêts au jour le jour, au regard du volume quotidien moyen traité sur l'Eonia d'environ 42,9 milliards d'euros. Sur l'ensemble de la période de réserves obligatoires considérée (24 septembre-23 octobre), la moyenne du taux Eonia s'est établie à 2,46 %, niveau un peu plus élevé que la moyenne de la période précédente (2,44 %). Le taux moyen est cependant resté inférieur au taux des opérations principales de refinancement de la période (2,50 %), du fait du maintien d'une situation de liquidité relativement large, notamment en fin de période de réserves.

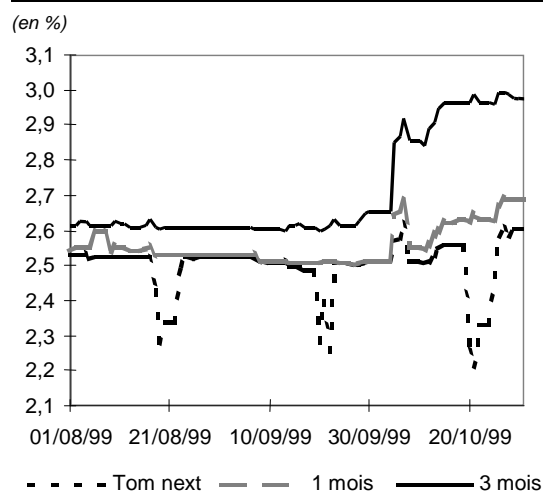
Marché interbancaire au jour le jour



L'analyse de la partie courte de la courbe des taux montre que le consensus des opérateurs sur le moment et l'ampleur attendue de la hausse des taux directeurs de la Banque centrale européenne a été reflété par les cotations de marchés en octobre : le mois sous revue a, en effet, été marqué par une hausse sensible des taux sur toutes les échéances du 1 mois au 1 an, qui est allée de pair avec une nouvelle accentuation de la pente de la courbe des rendements.

L'activité du marché de la pension livrée sur titres d'État français a enregistré un léger ralentissement au cours du mois d'octobre, s'établissant à 26,8 milliards d'euros en moyenne quotidienne. La répartition entre les instruments sous-jacents n'a guère varié, l'essentiel des transactions (57 %) étant adossé à des OAT. La tendance observée au cours des mois précédents à l'augmentation de la part des pensions à taux fixe dans le total des transactions ne s'est pas confirmée au cours du mois d'octobre, la répartition entre opérations à taux fixe et opérations à taux variable s'établissant désormais à 43 %-57 %, contre 50 %-50 % le mois précédent. Le regain d'intérêt pour les opérations à taux variable a été, il est vrai, soutenu par la volatilité de l'Eonia et les anticipations de hausse des taux qui ont incité les prêteurs à privilégier cette catégorie d'opérations.

Taux des pensions livrées



Activité sur le marché de la pension livrée

	(moyenne journalière)			
	Sept. 1999		Octobre 1999	
	Volume en milliards d'euros	Part en %	Volume en milliards d'euros	Part en %
OAT	336	57	320	57
Pensions à taux fixe	162	27	135	24
Pensions à taux variable	174	29	185	33
BTAN	205	35	192	34
Pensions à taux fixe	113	19	90	16
Pensions à taux variable	92	16	102	18
BTF	51	9	52	9
Pensions à taux fixe	19	3	17	3
Pensions à taux variable	32	5	35	6
TOTAL	592	100	564	100
Pensions à taux fixe	294	50	242	43
Pensions à taux variable	298	50	322	57

Source : Sicovam SA

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)			
4 oct. 1999	BTF	13 sem.	2 065	2,06	2,79
4 oct. 1999	BTF	50 sem.	1 430	2,85	3,33
11 oct. 1999	BTF	13 sem.	3 342	3,02	2,81
11 oct. 1999	BTF	24 sem.	1 450	2,87	3,02
18 oct. 1999	BTF	13 sem.	3 190	3,16	
18 oct. 1999	BTF	48 sem.	1 935	3,86	
21 oct. 1999	BTAN 4 %	2 ans	6 540	2,18	2,82
25 oct. 1999	BTF	13 sem.	3 664	3,56	3,43
25 oct. 1999	BTF	29 sem.	2 200	2,74	3,29

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

BTAN : Bons du Trésor à intérêts annuels

(b) En millions d'euros

Sur le marché primaire des BTF, les volumes adjugés ont été du même ordre qu'au cours du mois de septembre, mais le volume des tombées a été moins important (- 16,2 %). Dans ce contexte, la demande sur les échéances 3 mois et 6 mois a été moins soutenue qu'au cours des mois précédents. Ainsi, les adjudications des bons à 3 mois intervenues en octobre présentent un ratio de couverture des émissions par les soumissions de 2,95, alors que celui-ci évoluait entre 4,0 et 5,0 lors des trois mois précédents. Les anticipations de hausse des taux directeurs de la Banque centrale européenne, concrétisées début novembre, ont contribué pour partie à l'attentisme des investisseurs.

Les taux du BTF 3 mois ont progressé dans des proportions modérées au regard des anticipations de hausse des taux, le taux moyen pondéré (TMP) des bons émis restant sur les quatre adjudications à environ 2,80 %, après avoir connu une hausse de 30 points de base entre l'adjudication du 30 septembre et celle du 4 octobre, du fait du passage de l'échéance des titres au-delà de la fin de l'année. Cette progression modérée s'explique par la rareté relative des émissions sur cette échéance, au regard de la demande. Le taux moyen pondéré des émissions de BTF 6 mois, qui s'est tendu de 44 points de base entre les adjudications du 27 septembre 1999 et du 25 octobre 1999, a plus fidèlement reflété le renchérissement des rendements observé sur l'ensemble des placements à court terme.

Le Trésor a également procédé à l'adjudication de 3 milliards d'euros d'une nouvelle souche de BTAN d'échéance 12 janvier 2002. Le ratio de couverture de l'émission par les soumissions a été de 2,18, en baisse de 16,8 % par rapport à l'adjudication du 16 septembre. L'adjudication s'est effectuée dans un contexte de forte volatilité, le rendement moyen du nouveau titre émis (4,24 %) dénotant le net renchérissement des taux intervenu sur ce segment de la courbe des rendements, du fait de l'amplification des anticipations de resserrement monétaire.

Émissions d'obligations (État)

Date de règlement	Août 1999	Sept. 1999	Oct. 1999	10 mois 1999
<i>(en millions d'euros)</i>				
OAT émises par voie d'adjudication				
OAT 7,25 % Avril 2006				
Valeur nominale			624	624
Prix d'émission			113,40	
Émission brute			708	708
OAT TEC 10 Janvier 2009				
Valeur nominale				1 005
Prix d'émission				
Émission brute				1 000
OAT 4 % Avril 2009				
Valeur nominale				12 550
Prix d'émission				
Émission brute				12 546
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale				2 562
Prix d'émission				
Émission brute				2 577
OAT 4 % Octobre 2009				
Valeur nominale	2 224	3 101	2 444	16 141
Prix d'émission	91,42	91,15	89,67	
Émission brute	2 033	2 827	2 192	15 184
OAT 6,50 % Avril 2011				
Valeur nominale		610		610
Prix d'émission		111,07		
Émission brute		678		678
OAT 5,50 % Avril 2029				
Valeur nominale	495		511	2 418
Prix d'émission	96,98		93,53	
Émission brute	480		478	2 493
OATi 3,40 % Juillet 2029				
Valeur nominale			2 800	2 800
Prix d'émission			101,36	
Émission brute			2 838	2 838
OAT destinées aux particuliers				
OAT 4% Avril 2009				
Valeur nominale				386
Prix d'émission				
Émission brute				393
OAT 4% Octobre 2009				
Valeur nominale	71	81	97	441
Prix d'émission	93,47	93,20	91,70	
Émission brute	66	76	89	420
OATi 3% Juillet 2009				
Valeur nominale	4	24	6	182
Prix d'émission	100,98	100,28	98,62	
Émission brute	4	24	6	185
TOTAL				
Valeur nominale	2 794	3 816	6 482	39 718
Émissions brutes	2 583	3 605	6 311	39 023
Amortissements				11 597
Émissions nettes	2 583	3 605	6 311	27 426

En octobre, les émissions brutes de l'État se sont élevées à 6,3 milliards d'euros, après 3,6 milliards en septembre. La part de l'État représente près de 42 % de la collecte des résidents sur la place de Paris et plus de 52 % des encours du marché parisien en fin de période. Les fonds ont été levés sur quatre lignes d'OAT : l'OAT 4 % octobre 2009, l'OAT 5,50 % avril 2029, l'OAT 7,25 % avril 2006 et sur une nouvelle ligne, l'OATi 3,40 % juillet 2029. Lors de l'adjudication du 7 octobre 1999, qui portait sur les trois lignes d'OAT classiques, le montant des soumissions compétitives retenues a atteint 3,4 milliards d'euros, auxquels il faut ajouter 170 millions d'euros de soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'emprunt à 10 ans s'est établi à près de 5,36 %, en hausse de 22 points de base par rapport à l'adjudication du 2 septembre 1999. Les rendements actuariels de l'OAT 5,50 % avril 2029 et de l'OAT 7,25 % avril 2006 ont été fixés à, respectivement, 5,97 % (soit une hausse de 26 points par rapport à l'adjudication de septembre 1999) et 4,80 %. Le complément provient de l'adjudication de l'OATi 3,4 % juillet 2029, qui a été réalisée le 25 septembre 1999 et réglée le 1^{er} octobre 1999.

Les souscriptions auprès des personnes physiques ont porté sur l'OATi 3 % juillet 2009 et sur l'OAT 4 % octobre 2009. Le règlement de ces deux lignes s'est élevé à près de 95 millions d'euros, en baisse de 5 % par rapport au mois précédent. Les rendements actuariels ont été fixés à 3,20 % pour l'OATi 3 % juillet 2009, et 5,08 % pour l'OAT 4 % octobre 2009.

À la fin des dix premiers mois de l'année 1999, l'État avait réalisé plus de 88 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 45 milliards d'euros.

Sur la même période, l'abondement des deux lignes d'OAT indexées sur l'inflation représente plus de 5,5 milliards d'euros, soit près de 14 % des montants des OAT émis par l'État depuis janvier 1999. Sur cette ligne, l'État a ainsi réalisé près de 92 % de ses prévisions de l'année, qui s'élèvent à 6 milliards d'euros.

3.3.2. Le marché secondaire

Bons du Trésor

Sur l'ensemble du mois d'octobre, les rendements des bons du Trésor se sont très fortement tendus, du fait de l'intensification des anticipations de hausse de taux. Les taux des BTF 3 mois ont gagné 26 points de base, les nouveaux bons à 3 mois, à échéance janvier 2000, intégrant, il est vrai, une prime liée au passage de fin d'année ; les taux à 6 mois et 12 mois ont augmenté de, respectivement, 23 points de base et 26 points de base, tandis que les taux des BTAN 2 ans et 5 ans ont enregistré des hausses de 28 points de base et 19 points de base. La pente de la courbe des rendements s'est ainsi nettement accentuée jusqu'au 2 ans, alors que le segment 2 ans-5 ans a enregistré un aplatissement. Dans un contexte où les anticipations de hausse des taux directs pénalisaient plus fortement les titres plus courts, le compartiment à 5 ans a, en effet, fait preuve d'une relative résistance. Le *spread* BTAN 10 janvier-BTAN 7 avril s'est ainsi réduit de 9 points de base, à la faveur, notamment, d'achats par des non-résidents du titre à 5 ans.

Les BTF sont, toutefois, restés très demandés, par rapport à d'autres types d'instrument. Les *spreads* entre les rendements des titres et les taux des *swaps* se sont encore creusés, notamment sur les échéances à court terme où ils ont atteint plus de 35 points de base en faveur des premiers.

Écart de taux au sein de la zone euro au 29 octobre 1999

(en points de base)

Échéance	France	Allemagne	Italie	Belgique
3 mois	2,74	ns	26	5
6 mois	3,06	ns	17	4
12 mois	3,38	2	34	2
2 ans	4,01	- 9	9	8
5 ans	4,70	- 4	22	14

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

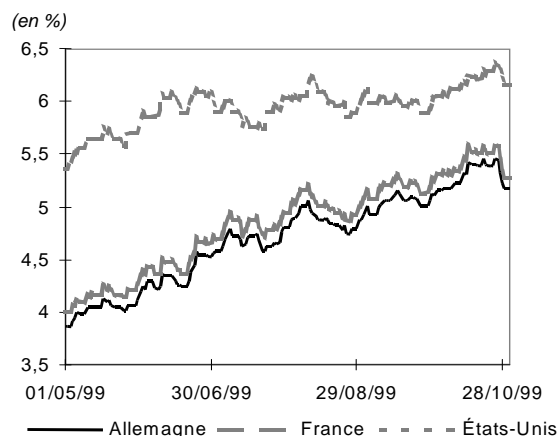
Au sein de la zone euro, les *spreads* intereuropéens ont fortement progressé par rapport au mois précédent, les *spreads* France-Italie s'élargissant sensiblement, au point d'excéder les 30 points de base pour les titres à 12 mois. Le mouvement a été moins marqué sur les *spreads* France-Allemagne, qui ont évolué dans une fourchette étroite sur toutes les échéances.

Obligations

D'une fin de mois à l'autre, le taux de l'emprunt phare français à 10 ans est passé de 5,24 % à 5,28 %, soit une hausse limitée à 4 points de base. Cependant, à l'intérieur du mois, il s'est d'abord tendu au cours des trois premières semaines, pour s'élever jusqu'à 5,58 %, niveau inégalé depuis la mi-novembre 1997, avant de se détendre sensiblement en toute fin de période, au point de céder 30 points de base en l'espace de trois séances.

La forte tension des rendements observée au cours du mois, qui est allée de pair avec une nette progression de la volatilité, a affecté l'ensemble des marchés obligataires occidentaux. Elle a été essentiellement imputable au développement des interrogations des investisseurs sur l'éventualité d'un resserrement de la politique monétaire à un terme plus ou moins rapproché aux États-Unis comme en Europe. Après l'annonce, le 27 octobre, d'une nouvelle accélération de la croissance de l'agrégat M3 dans la zone euro au mois de septembre, les opérateurs se sont convaincus de l'imminence d'un relèvement des taux directeurs de la Banque centrale européenne, à caractère préventif. La publication de M3 a contribué à diminuer les incertitudes sur l'orientation future de la politique monétaire, et, dans ce contexte, les rendements se sont vivement détendus jusqu'en fin de mois, à la faveur, notamment, de rachats massifs des positions vendeuses prises auparavant à titre de couverture. Ce mouvement a également été encouragé par la nette amélioration de tendance observée sur le marché obligataire américain.

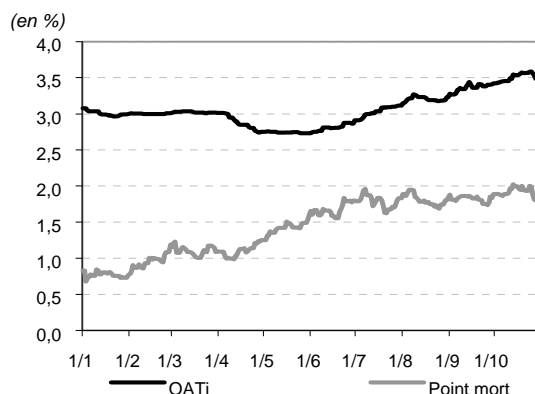
Taux des emprunts phares à 10 ans



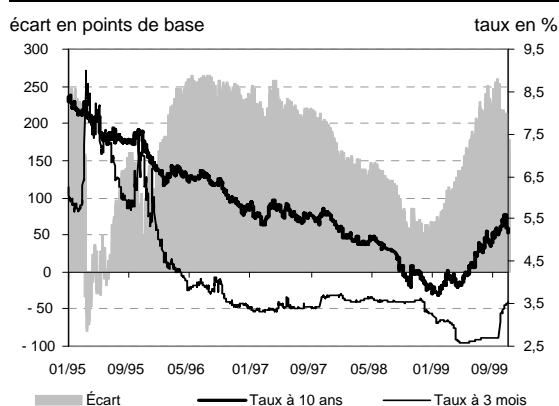
À rebours des évolutions enregistrées depuis juillet 1999, l'écart de taux à 10 ans entre les États-Unis et la France s'est élargi au mois d'octobre, de 79 à 87 points de base, les taux américains ayant moins bénéficié de la détente des taux intervenue en fin de période que les taux français. Cet élargissement de l'écart de taux entre les deux pays est cohérent avec les développements observés sur le marché des obligations indexées à 10 ans où l'écart entre les points mort d'inflation — américain et français — mesurés par la différence entre le taux nominal et le taux de l'obligation indexée a augmenté de 16 points de base au mois d'octobre. En effet, après avoir franchi, pour la première fois en milieu de mois, le seuil de 2 %, le point mort d'inflation à 10 ans de l'OATi a diminué de 4 points de base au mois d'octobre, s'établissant à 1,8 % en fin de mois. Le point mort d'inflation américain a, pour sa part, augmenté de 12 points de base, pour atteindre 2,04 % en fin de mois.

La tension du taux de l'OATi 30 ans (+ 14 points de base) a dépassé celle du taux de l'OATi 10 ans (+ 8 points de base) au mois d'octobre, entraînant une accentuation de la pente de la courbe des taux réels, alors que celle-ci avait montré une quasi-platitudo lors de l'introduction de l'OATi 30 ans fin septembre. Cette tension des taux réels à long et très long termes, concomitante au renforcement des attentes d'un resserrement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne, semble refléter la confirmation d'une amélioration des perspectives de croissance dans la zone euro. À noter que la baisse des taux directeurs de la Banque centrale européenne, le 8 avril, avait été suivie d'une baisse sensible — une vingtaine de points de base — du taux de l'OATi 10 ans.

OATi et point mort d'inflation à 10 ans



Écart taux longs-taux courts en France



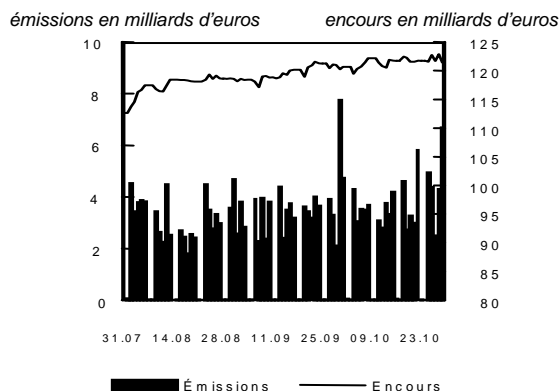
La pente de la courbe des taux — mesurée par l'écart entre le taux à 10 ans et le taux à 3 mois — a sensiblement augmenté depuis janvier 1999, reflet de l'accentuation des anticipations d'accélération de l'activité dans la zone euro, alors que, pendant l'année 1998, la convergence des taux dans la zone euro avait conduit à un aplatissement. Le 15 septembre 1999, cette pente atteignait un plus haut niveau depuis la mi-1996, à 261 points de base. Depuis, à l'approche notamment du Conseil des gouverneurs du 4 novembre, elle s'est sensiblement atténuée, pour revenir, à la fin, à 179 points de base, en baisse de 36 points de base par rapport à son niveau du 30 septembre.

3.4. Les titres des entreprises financières et non financières

3.4.1. Les entreprises financières

Les émissions de certificats de dépôt négociables

Certificats de dépôt négociables



Émissions de CDN en octobre 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 3 jours	23,2	23,2
De 4 jours à 9 jours	6,2	6,2
De 10 jours à moins de 1 mois	11,3	11,4
De 1 mois à moins de 3 mois	27,8	27,8
De 3 mois à moins de 6 mois	28,5	28,6
De 6 mois à 1 an	2,8	2,8
Total	99,8	100,0

Taux de rendement à l'émission des CDN

	(en pourcentage)				
	25 sept au 1 ^{er} oct.	2 au 8 oct.	9 au 15 oct.	16 au 22 oct.	23 au 29 oct.
Certificats à 1 jour	2,57	2,66	2,59	2,20	2,67
Certificats à 10 jours	2,50	2,59	2,51	2,55	2,65
Certificats à 30 jours	2,60	2,75	2,70	2,79	2,84
Certificats à 90 jours	2,78	3,25	3,32	3,41	3,50
Certificats à 180 jours	3,16	3,26	3,43	3,46	3,56

Bien que l'activité d'émission ait continué d'augmenter au cours du mois sous revue, l'encours des certificats de dépôt a été stable par rapport au mois précédent. Il s'établissait, en données provisoires, à 121,4 milliards d'euros le 29 octobre, contre 121,3 milliards à la fin du mois de septembre (titres libellés en monnaie *in* globalisés en contre-valeur euros).

Le nombre d'émetteurs gérant un encours s'est établi à 304 le 29 octobre. À cette date, les 6 premiers d'entre eux, seuls établissements à disposer d'un encours supérieur à 5 milliards d'euros, représentaient 27,3 % de l'encours global : Paribas (6,1 milliards), la BNP (5,8 milliards), le Crédit Lyonnais (5,6 milliards), la Compagnie financière du crédit mutuel de Bretagne (5,3 milliards), la Banque fédérative du crédit mutuel (5,2 milliards) et la Caisse nationale centrale des caisses d'épargne et de prévoyance (5,1 milliards).

Face aux *tombées*, qui se sont élevées à 99,7 milliards d'euros, contre 66,6 milliards au mois de septembre, les *émissions* ont augmenté de 30,5 milliards, pour atteindre 99,8 milliards, contre 69,2 milliards au mois de septembre.

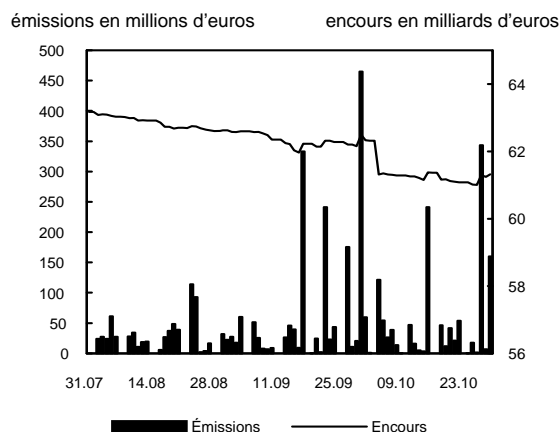
La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteurs* a été caractérisée par une présence plus marquée des OPCVM, à l'origine de 25,8 % du montant global des souscriptions. Les sociétés industrielles et commerciales ainsi que les établissements de crédit ont représenté une part quasi identique avec, respectivement, 30,0 % et 29,8 %.

La ventilation des opérations selon les *durées* à l'émission dénote une stabilité de la part des émissions réalisées entre 1 jour et 10 jours, et surtout une progression importante des émissions venant à échéance en janvier 2000 (près de 6 milliards d'euros par semaine). Représentant 30 % des émissions du mois, ces dernières ont été essentiellement souscrites par les établissements de crédit et les OPCVM.

À l'exception d'une détente ponctuelle observée sur les certificats à 1 jour pendant la troisième semaine — en liaison avec la baisse de l'Eonia intervenue en fin de période de réserves obligatoires — le mois s'est caractérisé par une hausse continue des rémunérations, particulièrement sur les lignes les plus travaillées correspondant aux échéances comprises entre 1 mois et 6 mois. Les taux à 3 mois ont enregistré la plus forte tension, marquant en outre, dès le début du mois, une hausse spécifique due à l'impact du passage de l'échéance des certificats au-delà de la fin de l'année. La part des émissions à taux fixe réalisées au cours du mois sous revue représente 90 % du montant total des émissions.

Les émissions de bons à moyen terme négociables

Bons à moyen terme négociables



Émissions de BMTN en octobre 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	0,4	17,4
De 2 ans à moins de 3 ans	0,4	21,5
De 3 ans à moins de 5 ans	0,2	8,6
De 5 ans à moins de 7 ans	0,9	47,4
De 7 ans et plus	0,1	5,1
Total	2,0	100,0

Taux de rendement à l'émission des BMTN

	(en pourcentage)				
	25 sept. au 1 ^{er} oct.	2 au 8 oct.	9 au 15 oct.	16 au 22 oct.	23 au 29 oct.
Bons à 1 an 1 jour	3,30	3,37	3,42	3,66	—
Bons à 2 ans	4,04	4,15	4,13	4,17	4,28
Bons à 3 ans	4,62	4,42	4,54	4,87	4,77
Bons à 5 ans	4,87	—	—	5,38	4,82
Bons à 7 ans	5,00	—	5,70	—	—
Bons à 10 ans	5,50	6,00	6,00	5,95	5,66

Au 29 octobre, 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 61,3 milliards d'euros, contre 62,3 milliards le 24 septembre. Il se répartissait entre 215 émetteurs, contre 214 à fin septembre, la Banca di Roma ayant lancé un programme plafonné à 153 millions d'euros. Les 4 principaux émetteurs, disposant d'un encours supérieur à 2,5 milliards d'euros, étaient la Société générale (5,9 milliards), Paribas SA (3,5 milliards), le Crédit Lyonnais (3 milliards) et le Comptoir des entrepreneurs (2,95 milliards).

Le mois d'octobre a été caractérisé par une activité plus soutenue que celle des deux mois précédents. Le volume des *émissions* a atteint 2 milliards d'euros, contre 1,05 milliard en septembre et 659 millions pour le mois d'août. Cependant, ce surcroît d'émissions a été insuffisant pour compenser le montant des *tombées*, qui se sont élevées à 2,96 milliards d'euros. Comme le mois précédent, la Société générale, principal émetteur du marché, s'est distinguée comme l'émetteur le plus actif, avec 812 millions d'euros, devant le Crédit Lyonnais (195 millions), la Sovac (153 millions) et Paribas (141 millions).

La ventilation mensuelle par catégories de *souscripteurs* fait apparaître une plus grande dispersion par rapport à celle du mois de septembre. Tout en demeurant les principaux souscripteurs, avec 67,9 % du montant global d'émissions, les établissements de crédit ont été moins présents qu'au cours du mois précédent. Les sociétés industrielles ont été relativement actives, souscrivant 11,9 % de la production, contre 6,1 % en septembre. Les non-résidents apparaissent pour 8,1 % du montant total, ce qui est assez rare, mais cette présence résulte d'une opération intra-groupe et ne concerne qu'un seul émetteur. Les OPCVM et les administrations publiques et privées ne sont intervenus que de façon marginale ; ils n'ont souscrit que, respectivement, 5,3 % et 3,2 % du total.

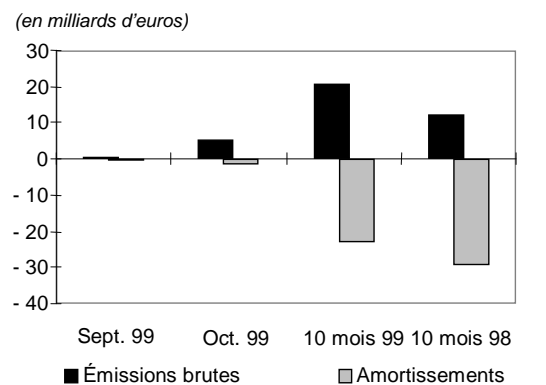
Les *durées initiales* des émissions du mois traduisent une réduction de la part des opérations réalisées sur les durées intermédiaires (de 2 à 5 ans) par rapport au mois de septembre. À l'inverse, les émissions d'une durée initiale inférieure à 2 ans ont recueilli 17,4 % du total, soit une progression de 12 points en regard du mois précédent. De même, la part des titres à plus de 5 ans s'est accrue de 24 points, les émissions de l'espèce constituant plus de la moitié de la production (52,5 %).

Les émissions indexées sur l'Eonia ont représenté la plus forte part du volume d'opérations, avec 44,2 % du montant global, l'autre index le plus couramment utilisé étant l'Euribor 3 mois (13,5 % du total). Les opérations à taux fixe n'ont constitué que le quart des émissions, tandis que la part des produits structurés s'est élevée à 11,2 %.

Le marché obligataire (primaire et secondaire)

Émissions d'obligations

Établissements de crédit et assimilés



Le montant des émissions brutes d'obligations des établissements de crédit, au cours du mois d'octobre (5,3 milliards d'euros), a fortement augmenté par rapport à celui de septembre (0,4 milliard). Les émissions nettes ont été positives (3,7 milliards d'euros) et les encours nominaux, qui baissaient depuis un an, ont enregistré une légère hausse (215,1 milliards d'euros à fin octobre, contre 211,9 milliards à fin septembre). Ce renversement de tendance est essentiellement dû à la mise en place du nouveau marché des obligations foncières. En effet, les plus importantes émissions ont été effectuées par le Crédit local de France (CLF) et le Crédit foncier de France (CFF) par l'intermédiaire de leurs filiales respectives, la Compagnie de financement foncier et Dexia Municipal Agency. Ces deux établissements ont levé, respectivement, 1,5 milliard d'euros et 2,5 milliards sur le nouveau marché des obligations foncières.

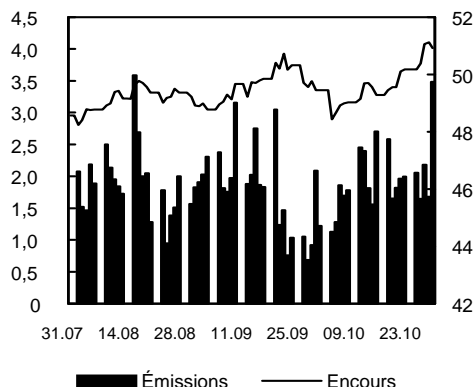
À fin octobre 1999, les encours émis par les établissements de crédit représentaient 28,7 % des encours totaux de l'endettement obligataire des résidents sur la place de Paris. Durant les dix premiers mois de l'année 1999, les émissions brutes se sont élevées à 20,9 milliards d'euros, enregistrant ainsi une hausse de plus de 66 % par rapport à la période correspondante de 1998.

3.4.2. Les entreprises non financières

Les émissions de billets de trésorerie

Billets de trésorerie

émissions en milliards d'euros encours en milliards d'euros



Émissions de BT en octobre 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 3 jours	9,1	19,8
De 4 jours à 9 jours	1,5	3,4
De 10 jours à moins de 1 mois	3,8	8,3
De 1 mois à moins de 3 mois	17,4	38,2
De 3 mois à moins de 6 mois	13,0	28,4
De 6 mois à 1 an	0,9	1,9
Total	45,7	100,0

Taux de rendement à l'émission des BT

	(en pourcentage)				
	25 sept. au 1 ^{er} oct.	2 au 8 oct.	9 au 15 oct.	16 au 22 oct.	23 au 29 oct.
Billets à 1 jour	2,66	2,70	2,61	2,61	2,67
Billets à 10 jours	2,61	2,77	—	2,66	2,80
Billets à 30 jours	2,64	2,82	2,80	2,83	2,90
Billets à 90 jours	2,89	3,35	3,39	3,52	3,57
Billets à 180 jours	3,25	—	3,64	3,62	—

L'encours des billets de trésorerie a poursuivi sa progression dans le prolongement d'un mouvement quasi ininterrompu depuis le début du mois de juillet. Il s'élevait à 50,9 milliards d'euros le 29 octobre, contre 50,3 milliards le 24 septembre et 49,4 milliards le 27 août.

Le montant des *émissions* a sensiblement augmenté par rapport à ceux des deux mois précédents. Il a atteint 45,7 milliards d'euros, contre 38,6 milliards en septembre et 38,5 milliards en août ; celui des *tombées* s'est élevé à 45,1 milliards, contre 37,6 milliards pour le mois de septembre.

Le *nombre d'émetteurs* s'établissait, le 29 octobre, à 101 unités, dont 17 entités non résidentes. Un nouvel émetteur, Suez Lyonnaise des Eaux Finance, a procédé à ses premières opérations sur le marché dans le cadre d'un programme de 762 millions d'euros. En fin de période, General Electric Capital, qui a récemment porté son programme d'émission à 15 milliards d'euros, constituait toujours le principal émetteur, avec un encours en forte progression (5,2 milliards d'euros, contre 4 milliards à fin septembre), devant le groupe Vivendi (3,3 milliards), Antalis (2,1 milliards), Morgan Stanley Dean Witter et LVMH (1,9 milliard chacun).

La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteurs* confirme la prédominance de trois grandes catégories d'investisseurs sur le marché des billets de trésorerie, représentant près de 97 % du montant global d'émissions pour le mois sous revue. Les établissements de crédit ont été les principaux intervenants ; ils se sont distingués par une présence particulièrement marquée et ont souscrit 63,7 % du montant des émissions, contre 60,4 % pour le mois de septembre. À l'inverse, les sociétés industrielles et commerciales n'ont contribué qu'à hauteur de 20,9 % de ce total et sont restées davantage en retrait du marché par rapport aux deux mois précédents (29,7 % en août et 25,4 % en septembre). Enfin, les OPCVM ont maintenu leur quote-part à 12,2 % du total.

La structure des émissions, en termes de *durée*, révèle un allongement des échéances, avec une progression des émissions venant à échéance en janvier 2000 et au-delà. Les opérations d'une durée initiale comprise entre trois mois et six mois ont constitué plus de 28 % du montant total des émissions, contre 13 % pour le mois de septembre. Le pourcentage des émissions réalisées sur les durées intermédiaires (entre un mois et trois mois) s'est légèrement amoindri (38,2 %, contre 43,0 % en septembre). Parallèlement, la part des titres à moins de 10 jours (23,2 % du total) s'est réduite de plus de 7 points par rapport à la période précédente.

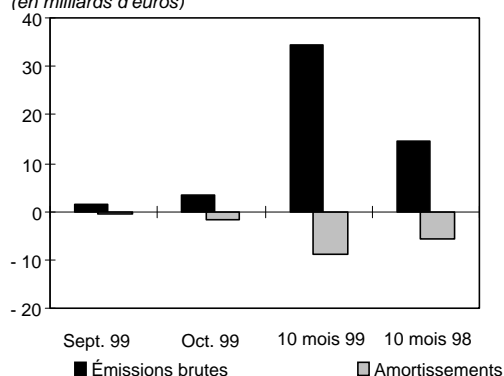
Sous l'effet des anticipations de hausse des taux de la BCE, les *taux de rendement à l'émission* se sont nettement tendus sur les titres émis au-delà de 10 jours. Cette tension s'est accompagnée d'une nette accentuation de la pente de la courbe des taux entre 10 jours et 3 mois. Sur cette dernière durée, toutefois, le renchérissement des taux a également tenu, comme dans les autres compartiments, à l'incidence spécifique du passage de l'échéance des titres au-delà du cap de la fin de l'année.

Les émissions obligataires

Émissions d'obligations

Secteur non financier

(en milliards d'euros)



Au cours du mois sous revue, les *sociétés non financières* et les *autres émetteurs* ont levé 3,4 milliards d'euros, contre près de 1,4 milliard en septembre 1999, soit une augmentation de près de 143 %. Le groupe Suez Lyonnaise des Eaux a effectué la plus importante émission du secteur (1,2 milliard d'euros). De plus, le groupe Rhône Poulenc a levé 1,05 milliard d'euros en obligations à options d'échange en actions, exerçables à tout moment, à compter du 22 octobre 2000.

Sur les dix premiers mois de 1999, les émissions brutes du secteur non financier se sont élevées à 33,4 milliards d'euros, représentant plus de 35 % des émissions totales (20 % au cours de la période correspondante de 1998).

Les émetteurs ont poursuivi leur programme de conversion en euros. En particulier, La Poste et Bolloré Investissement ont converti la part de leur dette qui arrivera à échéance après le 31 décembre 2001.

3.5. Les actions

3.5.1. Le marché primaire

Émissions d'actions et de certificats d'investissement

	(en milliards d'euros)				
	Année 1998	9 mois 1998	9 mois 1999	Oct. 1999	Sept. 1999
Sociétés non financières	47,39	40,37	21,35	2,56	0,82
Établissements de crédit	1,34	0,89	1,22	0,02	0,36
Compagnies d'assurance	0,23	0,21	0,02	—	—
Administrations publiques	0,02	0,02	0,02	0,01	—
Total émis (a)	48,98	41,49	22,61	2,59	1,18
dont : Titres cotés (b)	10,54	8,21	6,42	0,33	0,21
Appel public à l'épargne (b)	7,19	4,98	4,88	—	0,02

(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 septembre a été marqué par une nette diminution des émissions d'actions réglées en numéraire, qui sont revenues de 2,6 milliards d'euros en août à 1,2 milliard². Les sociétés non financières restent les acteurs principaux du marché.

La plus importante émission d'actions en numéraire a été effectuée par la société Dexia Municipal Agency, pour près de 300 millions d'euros.

Au cours des trois premiers trimestres de l'année 1999, le montant des émissions d'actions s'est élevé à 22,6 milliards d'euros, en recul de plus de 45 % d'une année à l'autre (cf. encadré *infra*). Sur les mêmes périodes, les émissions de titres cotés sont revenues de 8,2 milliards d'euros en 1998 à 6,4 milliards. À fin septembre, elles représentaient plus de 28 % du montant total des émissions d'actions, contre près de 20 % pour la période correspondante de 1998.

Au mois d'octobre, trois introductions ont été réalisées au Second marché, portant à 33 le nombre de sociétés introduites sur ce marché depuis le début de l'année. Le Nouveau marché a, quant à lui, connu trois introductions, portant à 26 le total depuis le début de l'année s'élevant.

² La connaissance tardive d'opérations parfois importantes conduit à conférer un caractère provisoire pendant six mois aux statistiques d'un mois donné.

*La diminution du recours des entreprises non financières au financement
par voie d'augmentation de capital*

L'observation du recours des entreprises non financières aux financements désintermédiés sur les trois premiers trimestres de l'année 1999 montre une diminution sensible, de l'ordre de 45 %, du recours au financement par voie d'augmentation de capital par rapport à la période correspondante de 1998. Corrélativement, les émissions nettes obligataires de ces intervenants ont été multipliées par près de 3,5 entre les mêmes périodes de référence. Quant aux encours de billets de trésorerie, ils ont augmenté de 35 % entre fin décembre 1998 et fin septembre 1999. Alors qu'en 1995, le financement par voie d'augmentation de capital représentait une part prépondérante des financements « marchésés », il n'en représente plus que 44 % sur les trois premiers trimestres de 1999. Cette diminution des financements par émission d'actions en numéraire s'observe non seulement en France mais aussi dans d'autres pays industrialisés (aux États-Unis, les émissions nettes d'actions sont négatives depuis 1997, selon des données recensées par le Système fédéral de réserve américain).

**Recours des entreprises non financières aux principaux financements désintermédiés en France
et taux des marchés financiers**

	<i>(en milliards d'euros)</i>				
	1995	1996	1997	1998	1999
<i>Ensemble de l'année</i>					
Augmentations de capital en numéraire	34,6	39,9	39,4	47,4	
Émissions nettes d'obligations (a)	- 0,2	3,5	2,2	5,7	
Émissions nettes de billets de trésorerie	- 0,3	5,9	2,0	5,9	
Moyenne du taux au jour le jour	6,4	3,7	3,2	3,4	2,7
Moyenne du taux 3 mois	6,6	3,9	3,5	3,6	2,9
Moyenne du taux 10 ans	7,5	6,3	5,6	4,6	4,5
<i>Trois premiers trimestres</i>					
Augmentations de capital en numéraire	24,6	28,1	28,2	40,4	22,2
Émissions nettes d'obligations (a)	0,1	3,6	- 0,4	5,2	19,1
Émissions nettes de billets de trésorerie					12,3

(a) Y compris obligations convertibles en actions

Ce changement de la répartition par types des financements désintermédiés — notamment de 1998 à 1999 — peut s'expliquer par cinq facteurs.

Un effet de substitution au profit du financement obligataire

La baisse sensible des taux d'intérêt à long terme depuis 1995 a contribué à accroître l'écart entre le coût des fonds propres et le coût de la dette au profit de ce dernier. Cela a renforcé l'intérêt de l'arbitrage en faveur du financement obligataire (donc une augmentation du taux d'endettement) qui permet, par le biais de l'effet de levier, d'améliorer la rentabilité financière de l'entreprise. De plus, le financement obligataire n'implique pas d'effet dilutif sur le bénéfice par action, contrairement à une augmentation de capital. Par ailleurs, l'attrait des financements obligataires s'est renforcé en 1999, en raison de la nette amélioration de la liquidité du marché obligataire privé qui a suivi l'avènement de l'euro.

S'agissant des billets de trésorerie, bien qu'on observe une forte progression des émissions nettes de 1998 à 1999, on ne peut, pour autant, conclure à un effet de substitution de même nature. Une des principales sources d'augmentation de l'émission de ces titres réside, certes, dans leur rôle comme relais de financement à court terme dans le cadre d'opérations de croissance externe, mais l'évolution des encours correspond aussi aux besoins de financement courant de l'exploitation.

Une baisse du recours aux augmentations de capital

Les années précédentes avaient été marquées par les effets conjoints d'augmentation de capital de grandes entreprises cotées (groupes Rhône Poulenc et Valeo en 1998, par exemple), de recapitalisation d'entreprises actuellement dans la sphère publique (Thomson Multimedia en 1998, par exemple) et d'investissements importants en fonds propres de multinationales étrangères dans leurs implantations françaises (secteur papetier en 1998, par exemple).

NB : *La population d'entreprises étudiées correspond aux entreprises non financières hors grandes entreprises nationales (GEN). Les données sur les obligations recouvrent uniquement les émissions des entreprises résidentes en France sur la place de Paris. Pour les actions et les billets de trésorerie, les placements internationaux sont inclus. Les informations relatives aux placements internationaux des obligations ne modifieraient pas substantiellement l'analyse*

.../...

L'appétence des investisseurs pour les obligations convertibles

Toutes catégories d'émetteurs confondus, l'encours des obligations convertibles émises à Paris a augmenté de 75 % depuis le début de l'année.

Certes, le rendement de cette catégorie hybride de titres de créance — hors mécanisme de conversion — est le plus souvent inférieur à celui des titres d'État ; mais les investisseurs y trouvent actuellement une opportunité de diversification voire de protection contre la baisse des cours. Pour les émetteurs, outre l'avantage de leur faible coût, ces titres offrent la possibilité d'étaler dans le temps l'élargissement de leur base d'actionnariat et l'effet dilutif potentiel de la conversion sur le résultat par action.

Le regain d'intérêt en 1999 pour les offres publiques d'échange (OPE)

À la différence des offres publiques d'achat (OPA), les OPE évitent de lever des capitaux pour financer des opérations de croissance externe, tout en permettant d'élargir instantanément la base d'actionnariat et dans certains cas de diversifier davantage les investisseurs institutionnels représentés au capital.

La multiplication des programmes de rachats d'actions

Les rachats d'actions ont une incidence sur le montant « net » des émissions d'actions.

Dans la plupart des cas, ces programmes sont engagés, soit parce que, faute d'identifier de nouvelles opportunités d'investissements, les entreprises préfèrent redistribuer une partie de leur trésorerie disponible à leurs actionnaires (annulations d'actions), soit parce qu'elles veulent constituer un volant d'actions leur permettant, le cas échéant, d'en régulariser le cours. Ces programmes s'intègrent donc dans une interaction assez complexe entre la baisse de rendement des sommes placées en trésorerie à vue, et la volonté de ne pas exposer les actionnaires à des fluctuations trop amples des cours de l'action, en raison de choix d'investissements trop risqués ou d'un mauvais contrôle de l'actionnariat laissant libre cours au déclenchement d'éventuels mouvements spéculatifs. En France, les rachats d'actions restent néanmoins limités à 10 % du capital dans la plupart des cas et tous ne donnent pas lieu à des annulations d'actions.

Même si elle est encore récente, la modification de la répartition par types des financements désintermédiés devrait se confirmer sur l'ensemble de l'année 1999. Si elle concerne en premier lieu l'activité des marchés financiers primaires, elle peut également avoir un impact sur les marchés secondaires — et en particulier sur le marché des actions. Une augmentation de l'endettement, même si elle procède d'un calcul financier « rationnel » dans un contexte donné de perspectives de croissance, fragilise l'entreprise lors de retournements conjoncturels, le renversement de « l'effet de levier » pouvant conduire à une forte volatilité de la rentabilité financière et, indirectement, à d'amples fluctuations des capitalisations boursières des entreprises concernées.

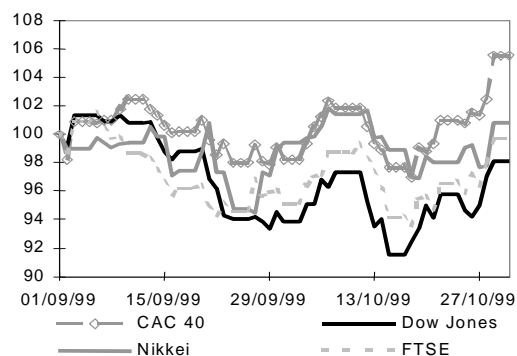
3.5.2. Le marché secondaire

L'indice CAC 40 de la Bourse de Paris s'est fortement apprécié au mois d'octobre, progressant de 6,5 % d'une fin de mois à l'autre, pour clôturer le 29 octobre 1999 sur un plus haut niveau historique, à 4 889 points. Cette performance est, toutefois, essentiellement imputable au rebond de l'indice survenu durant la dernière décade du mois dans le sillage de la détente des taux longs. Durant la première partie du mois d'octobre, en revanche, l'évolution des cours a été marquée par une certaine volatilité et une orientation baissière, en raison de l'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêt à court terme.

Dans l'ensemble, la performance de la Bourse de Paris au mois d'octobre a été comparable à celle des autres marchés boursiers européens, l'indice synthétique EuroStoxx 50 — représentatif de la zone euro — ayant progressé de 6,9 %. Elle a été cependant largement supérieure à la progression du Dow Jones (+ 3,8 %) et du Nikkei (+ 1,9 %).

Depuis le début de l'année, la hausse du CAC 40 a atteint de la sorte 24 % (38,8 % depuis le 30 octobre 1998), une progression qui se classe, en monnaie locale, parmi les plus importantes des bourses occidentales, devant celle du Dow Jones (+ 16,9 %) et celle de l'EuroStoxx 50 (+ 17,4 %).

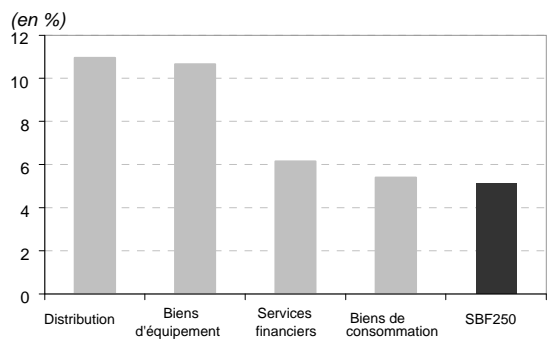
Évolution des principaux indices boursiers



L'activité sur la Bourse de Paris s'est maintenue au mois d'octobre sur les niveaux records atteints au mois de septembre, avec 2,9 milliards d'euros de capitaux échangés en moyenne quotidienne sur les Premier et Second marchés. Ainsi, se confirme au fil des mois la forte augmentation de l'activité de la Bourse de Paris sur l'année 1999, le volume total des capitaux échangés sur les dix premiers mois de 1999 dépassant déjà les volumes enregistrés sur l'ensemble de l'année 1998 et montrant une hausse de 31,6 % par rapport à la période correspondante de 1998. Sous réserve des différences de méthodes statistiques, la Bourse de Paris apparaît comme la deuxième place financière d'Europe en termes de volume d'activité, avec 2 100 milliards d'euros de transactions cumulées depuis le début de l'année, derrière Londres (2 500 milliards d'euros environ), selon les données de la Fédération internationale des bourses de valeurs.

SBF 250 en octobre 1999

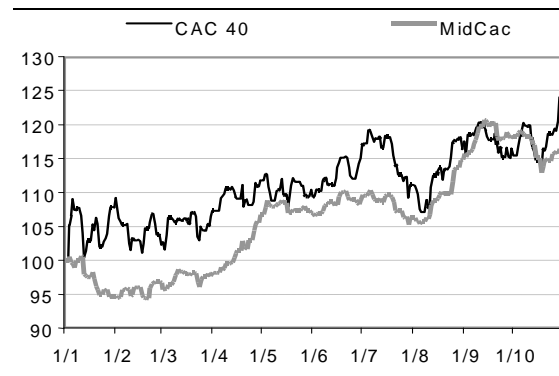
Meilleures progressions sectorielles



L'évolution du marché boursier parisien a également été marquée par une relative dispersion des performances sectorielles. Les valeurs de distribution, stimulées par le mouvement de concentration que connaît le secteur, et les valeurs de biens d'équipement bénéficiant des anticipations cycliques de reprise des investissements, se sont particulièrement bien comportées. Les composantes « distribution » et « biens d'équipement » du SBF 250 ont ainsi gagné plus de 10 % en octobre, grâce, notamment, à Carrefour (+ 17,1 %) et France Telecom (+ 11,5 %), qui ont influencé le CAC 40 à hauteur de leur poids relatif dans cet indice (7,0 % et 11,6 %, respectivement). Les valeurs financières se sont également bien tenues (+ 6,2 %), comme sur l'ensemble des bourses occidentales.

Contrairement aux deux mois précédents, les valeurs moyennes se sont, en revanche, inscrites en repli. L'indice MidCac a ainsi marqué un recul de 1,5 % sur le mois, en nette divergence par rapport à l'évolution du CAC 40, alors que, depuis le début de l'année, il avait enregistré une progression équivalente jusqu'à la mi-octobre.

Évolution des indices CAC 40 et MidCac



Enfin, le mois d'octobre a été marqué par de nombreux aménagements dans la composition de l'indice CAC 40, compte tenu de la poursuite ou de la clôture des diverses opérations de rapprochement. Les modifications ont porté sur le retrait définitif de Promodes et d'Eridania Beghin, ainsi que sur le retrait provisoire de Dexia France, Bouygues ayant été, en revanche, réintroduit dans le calcul de l'indice à partir du 29 octobre. D'autres aménagements devraient suivre : entrée d'Alstom le 5 novembre, remplacement d'Elf par Aérospatiale à l'issue de l'offre publique lancée par TotalFina.

Les Présidents des huit bourses membres de l'Alliance boursière européenne (Amsterdam, Bruxelles, Francfort, Londres, Madrid, Milan, Paris, Swiss Exchange) ont signé le 23 septembre 1999 un accord sur l'adoption d'un modèle commun de marché pour la négociation des principales valeurs européennes.

Ils se sont également accordés sur la mise en place, d'ici novembre 2000, d'un accès unique aux huit marchés via une interface électronique commune.

Cet accord devrait permettre, pour la première fois, de créer un réseau européen connecté aux carnets d'ordres électroniques existants, afin de faciliter l'accès aux principales valeurs européennes.

3.6. Les titres d'OPCVM

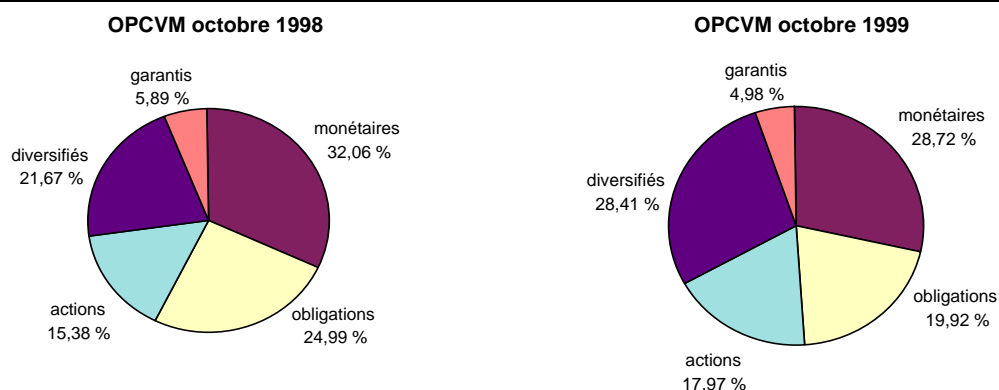
À fin octobre, l'encours total des titres d'OPCVM a atteint 648,7 milliards d'euros. Son rythme de progression annuel est demeuré très soutenu, bien qu'en léger repli (24,1 %, contre 26,6 % en septembre). Cette hausse importante résulte de la forte valorisation des marchés boursiers. Elle a, notamment, bénéficié aux OPCVM actions et aux OPCVM diversifiés, alors que les souscriptions nettes de titres d'OPCVM monétaires et de titres d'OPCVM obligataires ont reculé.

Soumis à un mouvement de rachats, le rythme de progression annuel de l'encours des titres d'OPCVM monétaires a enregistré une légère baisse, mais est resté dynamique (+ 11,2 % en glissement annuel en octobre).

En raison de la faiblesse conjuguée des souscriptions et des performances, l'encours des titres d'OPCVM obligataires a de nouveau diminué (- 1,1 % en octobre, après - 0,5 % le mois précédent, en rythme annuel).

La progression annuelle de l'encours des titres d'OPCVM « actions » s'est maintenue à un haut niveau (+ 45,0 %, après + 51,9 % en septembre), grâce à un effet performance accru. Les titres d'OPCVM « diversifiés » ont continué de bénéficier d'une croissance annuelle remarquable (62,7 %, après 67,0 % le mois passé). Celle de l'encours des titres d'OPCVM garantis est demeurée nettement moins forte et a même ralenti (+ 4,9 %, après + 7,5 % en septembre).

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



Source : Commission des opérations de bourse

Composition, évolution et structure des PEA à la fin du troisième trimestre de 1999

Selon les données communiquées par les établissements participant à l'enquête-titres de la Banque de France, l'encours des capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) s'élevait à fin septembre 1999 à 69,6 milliards d'euros, en progression de 4,2 % par rapport au trimestre précédent et de 23,0 % sur un an. Le nombre de PEA en fonctionnement (près de 4,6 millions) s'est accru de 5,4 % par rapport au trimestre précédent. La valeur moyenne d'un PEA était de 15 140 euros à fin septembre, pratiquement sans changement par rapport à juin 1999 ; à composition comparable, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était de 24 700 euros à fin mars 1999 (derniers chiffres disponibles).

Composition, évolution et structure des PEA bancaires

	(montants en millions d'euros, variations et structure en %)				
	Montant		Variation	Structure	
	Juin 1999 (a)	Sept. 1999	Sept. 1999/ Juin 1999	Juin 1999	Sept. 1999
Actions	30 291	32 075	5,9	45,4	46,1
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	36 481	37 529	2,9	54,6	53,9
Total	66 772	69 604	4,2	100,0	100,0
Nombre de PEA	4 362 976	4 597 418	5,4		

(a) Données révisées

Dans un contexte qui, en 1999, reste favorable aux marchés d'actions — l'indice SBF 250 a progressé de 18,8 % au cours des trois premiers trimestres —, l'intérêt des épargnants pour le PEA demeure très soutenu, quel que soit le niveau de leurs placements (la valeur du PEA moyen varie entre 12 000 euros et 83 000 euros en fonction des trois catégories d'établissements où les comptes sont ouverts). La plupart des réseaux bancaires accompagnent ce mouvement en offrant des possibilités d'investissement programmé accessibles à toutes les catégories de ménages et proposent, notamment, une large gamme d'OPCVM éligibles au PEA, investis dans la zone euro.

L'enquête ¹ fait ressortir à la fin du troisième trimestre 1999 :

- une progression en volume de la composante actions des plans d'environ 4 % d'un trimestre à l'autre ;
- une augmentation de leur nombre : 234 400 d'un trimestre à l'autre et près de 1,2 million sur un an ; cette progression exceptionnelle persiste depuis le quatrième trimestre de 1998.

¹ Les résultats détaillés sont disponibles sur le site Internet de la Banque de France.

4. Chronologie

5 octobre

L'Assemblée nationale entame l'examen du second projet de loi sur la réduction du temps de travail.

Le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie précise le dispositif d'effacement des dettes fiscales des chômeurs surendettés.

Jacques de Larosière est nommé président de l'Observatoire de l'épargne européenne.

11 octobre

Réunion de la première conférence économique annuelle entre le gouvernement et les partenaires sociaux sur les perspectives de l'économie française et la mondialisation de l'économie.

21 octobre

L'Assemblée nationale adopte un amendement au projet de loi de finances pour 2000 qui prévoit la taxation des indemnités de départ des dirigeants d'entreprise au-delà de FRF 2,35 millions.

25 octobre

Le gouvernement renonce à mettre à contribution l'assurance-maladie et l'Unedic pour le financement des allègements de charges sociales dont bénéficieront les entreprises adoptant une durée de travail hebdomadaire de 35 heures.

28 octobre

Le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie officialise le plan de sauvetage du Crédit martiniquais qui prévoit une reprise des actifs sains de l'établissement par la banque Bred et met à contribution le Fonds de garantie des dépôts, à hauteur de FRF 1,2 milliard.

30 octobre

L'Assemblée nationale adopte la loi de financement de la Sécurité sociale pour 2000 qui fixe les recettes de la Sécurité sociale à FRF 1 867,7 milliards pour des objectifs de dépenses de FRF 1 851,4 milliards.

Les forces de l'économie française dans la phase actuelle de croissance

Entre la fin de 1997 et le premier semestre de 1999, l'économie française a dû faire face à un ralentissement très marqué de l'activité sur ses marchés d'exportation, lié aux effets directs et indirects de la crise des pays émergents. La progression de la demande mondiale adressée à la France, estimée à près de 12 % fin 1997, serait ainsi proche de 2 % début 1999. Ce ralentissement des marchés d'exportation n'était naturellement pas propre à la France. Au sein de la zone euro, des pays comme l'Allemagne et l'Italie ont été confrontés à des ralentissements de leur demande externe d'une ampleur très comparable. Pourtant, leurs performances en termes de croissance totale ont été assez différentes. Au premier trimestre de 1999, qui constituait le creux du « trou d'air » lié au ralentissement de la demande extérieure, l'économie française se situait sur un rythme de croissance de 2,3 %, contre 0,6 % en Allemagne et 0,8 % en Italie : il apparaît donc qu'elle a montré une remarquable capacité à absorber un tel choc externe.

Parmi les explications couramment avancées figure, notamment, une moindre exposition de l'économie française aux fluctuations de l'activité dans les pays émergents. Si cette analyse repose sur un diagnostic exact — la part de marché des exportateurs français sur ces zones est effectivement moindre que celle des exportateurs allemands ou italiens —, elle ne paraît pas à même d'expliquer la résistance spécifique de l'économie française en 1998-1999, puisque l'ampleur du ralentissement des exportations totales a été très similaire en France et en Allemagne. En fait, loin de constituer l'indice d'une hétérogénéité de la zone euro, la réaction des exportations, dans l'ensemble des pays qui la constituent, a démontré l'étroitesse de leurs liens d'interdépendance. En effet, les pays les plus fortement exposés sur les marchés émergents ont connu un ralentissement brutal de leurs exportations qui a entraîné un freinage de leur activité, lequel s'est à son tour traduit par un moindre besoin d'importation qui a touché leurs principaux partenaires, à savoir les autres pays membres de la zone euro.

En revanche, la source de la résistance de l'économie française réside principalement dans des caractéristiques structurelles qui lui sont propres. L'importance relative et le dynamisme, en France, du secteur des services, en partie abrité des influences externes, ont permis, notamment, de compenser le ralentissement de l'activité manufacturière, directement touchée par la dégradation de l'environnement international. La vigueur des créations d'emplois dans le secteur tertiaire a pu ainsi soutenir de manière déterminante la demande des ménages. Par ailleurs, une part importante de l'écart conjoncturel apparu entre l'Allemagne et la France peut s'expliquer par une divergence du cycle de la construction. Il ressort en tout cas clairement que l'écart de conjoncture apparu entre les deux pays est limité à ces secteurs relativement autonomes par rapport à la demande mondiale.

Il faut noter, par ailleurs, le fait que sur longue période, la position compétitive de l'économie française s'est améliorée substantiellement sur son marché naturel, le marché unique européen. Ainsi, la stratégie de faible inflation poursuivie explicitement par la France depuis 1983, la stratégie de monnaie solide couronnée de succès au cours des treize dernières années, ont permis de maintenir à un bon niveau relatif l'évolution des coûts unitaires de production. Il est très important de préserver cette situation favorable à la croissance et à la création d'emplois.

Enfin, le ralentissement global de la croissance mondiale a permis, jusqu'aux premiers mois de 1999, de limiter la remontée des prix internationaux. Dans un tel contexte, l'économie française a pu croître à un rythme relativement élevé sans connaître de tensions inflationnistes notables.

Gilles MOËC

*Direction des Études économiques et de la Recherche
Service d'Études macroéconomiques sur la France*

1. Un poids du ralentissement des exportations comparable en France et en Allemagne

1.1. Ce sont principalement les exportations à destination de la zone euro qui expliquent le ralentissement des exportations françaises totales

La structure géographique des exportations françaises a atténué les effets directs sur l'économie française de la « crise de l'émergence », comparativement à l'Allemagne et à l'Italie. En effet, les trois zones en développement rapide (Asie, Amérique latine et pays d'Europe centrale et orientale) représentent pour la France une part plus modeste de ses exportations ¹.

Exposition au risque émergent

Part des exportations de biens en 1996

	(en %)		
	France	Allemagne	Italie
Asie (hors Japon)	7,0	8,4	7,8
Europe en transition	3,3	9,4	7,4
Amérique latine	2,2	2,4	3,9
Total des zones émergentes	12,5	20,2	19,1
Pour mémoire : UE15	63,9	56,8	55,2

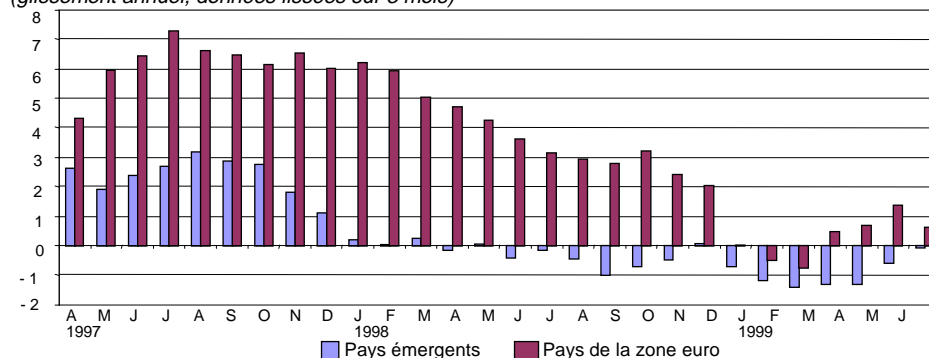
Sources : OCDE, CEPII

Réalisation : Banque de France

Pour autant, cette relative protection vis-à-vis du ralentissement des zones émergentes ne s'est pas traduite par une moindre décélération des exportations françaises par rapport aux exportations allemandes en 1998. En effet, le ralentissement, à des degrés différents, des marchés européens et émergents est intervenu presque simultanément. Le ralentissement de l'activité observé dans les pays les plus exposés à la contraction de la demande des pays émergents s'est naturellement transmis à l'ensemble des pays de la zone, en raison de leur haut degré d'intégration.

Contribution à la variation des exportations totales de biens

(glissement annuel, données lissées sur 3 mois)



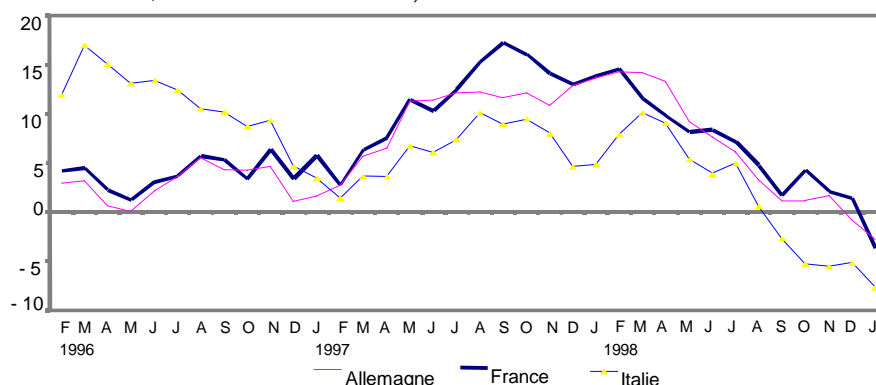
La décélération des exportations françaises à destination des zones émergentes a été brutale : le glissement annuel des exportations françaises² à destination des zones en crise s'est ainsi brusquement replié en décembre 1997, revenant à moins de 5 %, contre 30 % en novembre, avant d'atteindre un point bas à -20 % en octobre 1998. Ceci ne doit toutefois pas masquer l'évolution qui a été déterminante pour les exportateurs français, à savoir le ralentissement régulier des ventes réalisées dans les pays de la zone euro : en effet, ces dernières sont passées d'un rythme de croissance cumulée de plus de 15 % à l'automne 1997 à des valeurs négatives début 1999, le point bas étant atteint en février 1999 (-2,8 %). Or, compte tenu de la part relative de ces deux ensembles de marchés, *c'est bien la perte de dynamisme des marchés européens qui explique la plus grande partie du repli des exportations françaises totales* : la contribution à la variation des exportations totales des ventes réalisées avec la zone euro — en données lissées sur 3 mois — est passée de plus de 6 % en décembre 1997 à -0,7 % en mars 1999, celle des exportations destinées aux pays émergents de 1,1 % à -1,4 % sur la même période. Les exportations vers la zone euro ont donc pesé près de trois fois plus que celles destinées aux pays en crise dans le ralentissement observé.

1.2. Mais les profils des exportations françaises et allemandes tendent à se rapprocher

En termes douaniers, le ralentissement des exportations a été plus prononcé en France qu'en Allemagne. Entre septembre 1997 et février 1999, le glissement annuel des exportations de biens (en valeur) est passé de 17,0 % à -3,6 % pour la France, alors qu'il revenait en Allemagne de 11,6 % à 2,8 %. Les performances françaises, qui étaient meilleures que celles de l'Allemagne pendant la phase de redémarrage de la demande mondiale, qui a culminé à l'été 1997, se sont par la suite rapprochées de celles de l'Allemagne au cours de la période de décélération, les exportations de biens se situant sur un rythme de progression très voisin dans les deux pays au creux du « trou d'air », c'est-à-dire durant l'hiver 1999. En revanche, l'Italie présente un profil très nettement différent : les exportateurs italiens ont, dans un premier temps, beaucoup moins bénéficié de la reprise du commerce mondial en 1997 que leurs concurrents français et allemands, avant de voir leur performance se dégrader de manière beaucoup plus profonde à partir de l'automne 1998.

Exportations totales de biens

(glissement annuel, données lissées sur 3 mois)



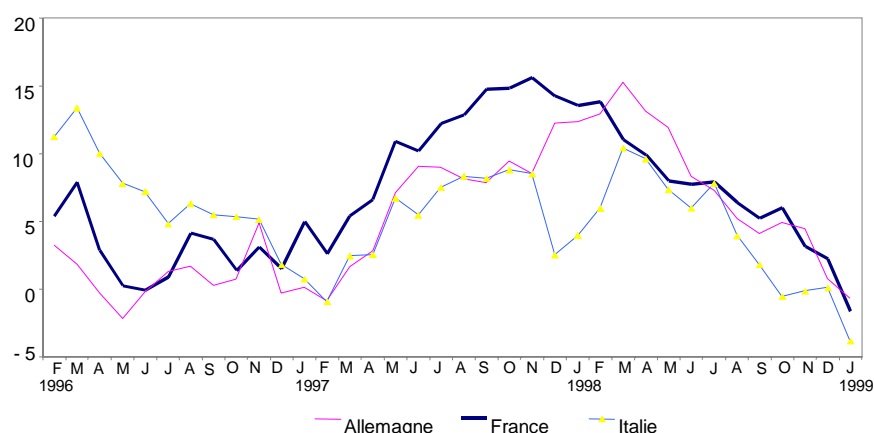
Source : Eurostat

² Ici, exportations de biens en valeur, source Douanes
Les données sont lissées sur 3 mois pour faciliter la lecture.

En fait, la contribution des exportations destinées aux marchés extra-communautaires à la variation des exportations totales de biens a été légèrement plus défavorable en Allemagne qu'en France, reflétant mécaniquement la plus grande part représentée par les pays émergents dans le commerce extérieur allemand. Cet effet a, toutefois, été compensé par une meilleure résistance des exportations destinées au marché européen : les exportateurs allemands ont pu, en particulier, bénéficier du maintien de l'orientation favorable de la demande intérieure française, alors que, symétriquement, leurs concurrents français subissaient les conséquences du ralentissement de l'activité en Allemagne.

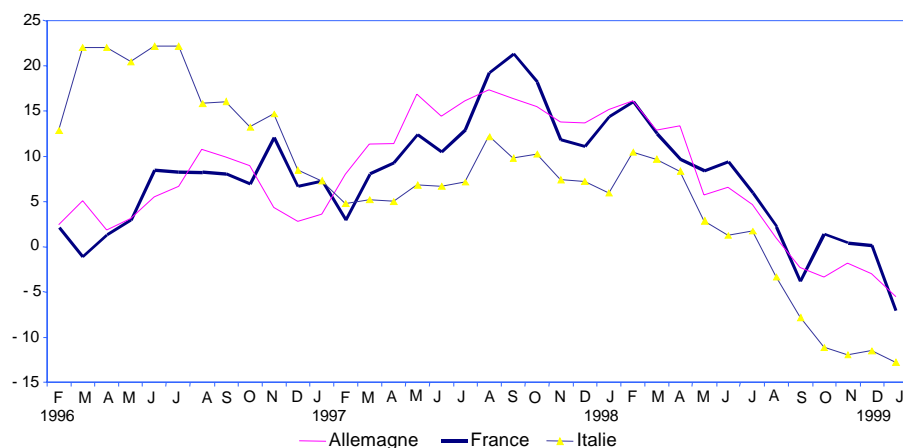
Exportations intra-communautaires

(en glissement annuel, données lissées sur 3 mois)



Exportations extra-communautaires

(en glissement annuel, données lissées sur 3 mois)



Source : Eurostat

En revanche, les exportations italiennes paraissent avoir réagi au-delà de ce qui aurait dû résulter de la moindre demande sur leurs marchés d'exportation. En effet, sur les zones extra-européennes, comme sur le marché européen, le ralentissement, puis la baisse, des exportations italiennes ont été plus marquées que dans les cas français et allemand.

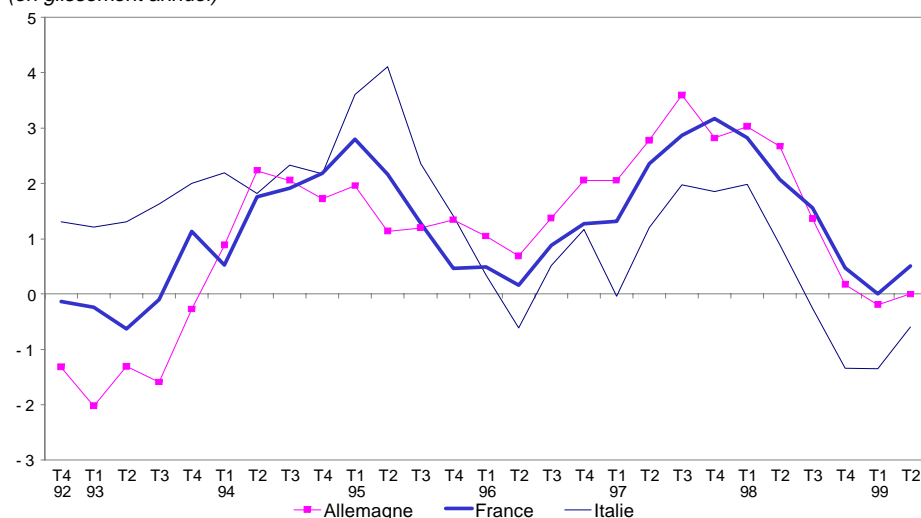
1.3. Au total, l'évolution des exportations n'explique qu'une faible part de l'écart de croissance entre l'Allemagne et la France

En termes de comptabilité nationale, les exportations de biens et services en volume progressaient sur un rythme de 11,2 % en Allemagne et de 11,8 % en France au premier trimestre 1998. Ce rythme est tombé à respectivement - 0,7 % et + 0,1 % un an plus tard. Comme on le voit, l'ampleur du ralentissement a été très comparable dans les deux pays, même si la France maintient sur l'ensemble de la période un rythme de croissance de ses exportations légèrement supérieur à celui de l'Allemagne.

Cet écart n'est toutefois pas de nature à rendre compte d'une part déterminante de l'écart de croissance apparu entre les deux pays (1,8 point sur le glissement annuel du PIB au premier trimestre de 1999). En effet, en termes de contribution des exportations à la croissance, *l'écart entre les deux pays ne se situait qu'à 0,2 point (0 % dans le cas français, contre - 0,2 % dans le cas allemand).*

Contribution des exportations de biens et services à la croissance

(en glissement annuel)



Sources : Comptabilités nationales

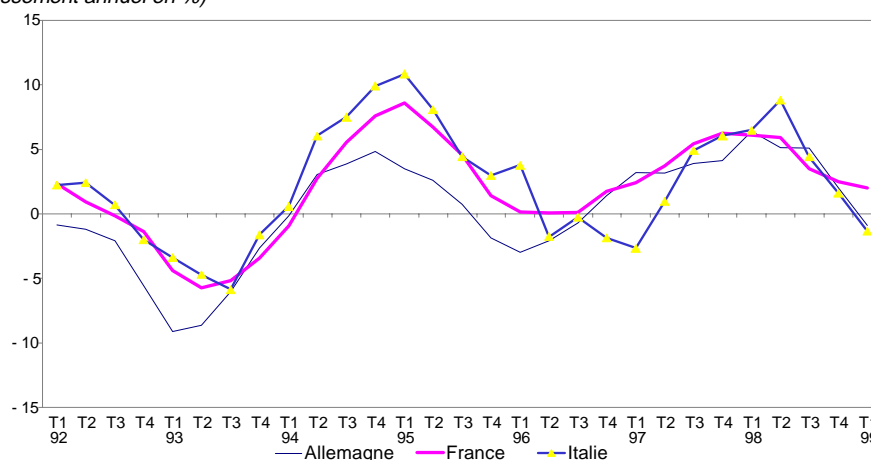
La mesure en termes de contribution à la croissance intègre l'effet de structure dans le raisonnement, c'est-à-dire l'impact de la part relative des exportations dans le PIB. Il est courant d'affirmer, dans le cadre de l'analyse des écarts de croissance entre la France et l'Allemagne, que les exportations représentent une part dans le PIB plus importante en Allemagne qu'en France : toutes choses égales par ailleurs, l'économie allemande serait ainsi plus sensible aux fluctuations externes que l'économie française. Or, il importe de souligner que l'écart est extrêmement modeste : la part des exportations dans le PIB se situe en 1998 à 28,2 % dans le cas allemand, contre 26,0 % en France : si cette part avait été exactement la même dans les deux pays, la croissance allemande n'en aurait été relevée que de 0,02 point.

En revanche, l'évolution des exportations explique une part très importante de l'écart de croissance apparu entre la France et l'Italie (1,6 point au premier trimestre de 1999). Dans ce pays, selon les données de comptabilité nationale, le glissement annuel des exportations de biens et services est passé de + 7,9 % au premier trimestre 1998 à - 5,1 % au premier trimestre 1999, leur contribution à la croissance étant alors de - 1,3 point. Les quatre cinquièmes de l'écart de croissance s'expliqueraient ainsi par le comportement des exportations, même si une partie de l'écart a pu être compensée par une moindre progression des importations en Italie : au total, les échanges extérieurs expliquent tout de même 0,9 point de l'écart de croissance.

La décélération des exportations s'est naturellement traduite par une orientation défavorable de l'activité dans le secteur exposé à la concurrence internationale, à savoir le secteur manufacturier. De fait, lorsque l'on compare l'évolution de la valeur ajoutée manufacturière dans les trois pays, on retrouve les traits saillants évoqués plus haut : ralentissement plus prononcé dans le cas italien, ampleur du freinage très similaire en Allemagne et en France, en tout cas jusqu'au quatrième trimestre 1998. Au premier trimestre 1999, en revanche, un décalage très net se manifeste entre la France d'une part, et l'Allemagne et l'Italie d'autre part, lorsque l'écart en termes de demande intérieure atteint sans doute son maximum. La demande interne permet de compenser la faiblesse du soutien des exportations dans le cas français, mais pas dans les cas italien et allemand.

Valeur ajoutée manufacturière (en volume)

(glissement annuel en %)



Sources : Comptabilités nationales

L'analyse du rôle joué par les exportations montre ainsi que si cette composante explique une part importante de l'écart de conjoncture entre la France et l'Italie, elle ne permet de rendre compte que d'une faible part de l'écart de croissance entre la France et l'Allemagne. C'est donc plutôt du côté de l'évolution des secteurs abrités que les sources de cette divergence sont à rechercher.

2. La dynamique des secteurs des services et de la construction explique une part importante de la croissance française

La demande intérieure totale a été beaucoup plus dynamique en France que dans les deux autres pays. Deux postes ont particulièrement contribué à ce décalage : la consommation des ménages, nettement plus soutenue en France qu'en Allemagne et en Italie, mais aussi l'investissement en bâtiment et travaux publics. Le tableau suivant compare les contributions à la croissance du PIB dans les trois pays.

Contribution à la croissance du PIB en 1998 (moyenne annuelle)

	France	Allemagne	Italie
PIB	3,4	1,9	1,3
Importations	- 2,1	- 2,1	- 1,4
Exportations	1,7	1,8	0,3
Échanges extérieurs	- 0,4	- 0,3	- 1,1
Consommation des ménages	2,0	1,2	1,0
Consommation publique	0,3	0,1	0,2
FBCF	1,1	0,2	0,6
dont : FBCF construction	0,1	- 0,6	0,0
Variation de stocks	0,8	0,7	0,5

NB : Données en SEC 95

Il apparaît clairement que l'écart de croissance entre la France et l'Italie (2,1 points) se décompose *grosso modo* en trois : 0,7 point d'écart sur la contribution des échanges extérieurs, 1 point sur celle de la consommation des ménages et 0,5 point sur l'investissement. Concernant l'écart franco-allemand (1,5 point), les principales sources sont d'une part le moindre dynamisme de la consommation (0,8 point) et d'autre part la moindre contribution de l'investissement, et singulièrement de l'investissement en construction (0,7 point pour ce seul poste). Ce sont ces deux traits saillants qu'il convient d'expliquer.

2.1. La consommation des ménages a été plus dynamique en France

L'évolution de la consommation des ménages reflète assez fidèlement celle de leur pouvoir d'achat. Celui-ci a progressé de 3,0 % en France en 1998, contre 1,7 % en Allemagne et 0,9 % en Italie. Derrière cette dispersion des rythmes de progression du revenu se trouve une forte divergence dans l'évolution de l'emploi entre la France d'une part et l'Allemagne et l'Italie d'autre part. L'emploi civil a progressé de 1,9 % en France en 1998, contre 1,0 % en Allemagne et 0,6 % en Italie¹. Or, il semble bien que l'on puisse attribuer une part de cette divergence à des différences structurelles dans la répartition sectorielle de l'emploi. Ce dernier est, en effet, davantage concentré dans le secteur des services, par construction plus abrité des fluctuations de l'activité internationale, en France qu'en Allemagne et en Italie. Comme on l'a vu plus haut, le ralentissement des exportations s'est traduit par un freinage de l'activité à des degrés

¹ Source : Eurostat

divers dans le secteur manufacturier des trois pays. Or, la réponse de l'emploi total face à un tel choc externe dépend en grande partie de l'importance relative des secteurs qui y sont exposés en regard de ceux qui sont relativement autonomes par rapport à la demande mondiale (services et construction). En 1998, la part des emplois de service se situait à 62,3 % en Allemagne et 60,7 % en Italie, contre 71,2 % en France. Par ailleurs, au-delà de ses effets mécaniques sur l'emploi total en cas de choc externe, la surreprésentation du secteur industriel dans la main-d'œuvre magnifie vraisemblablement les effets psychologiques d'un tel choc sur le niveau de confiance des ménages.

En plus de l'importance relative du secteur des services, le cas français présente la singularité de dégager des créations d'emplois très nombreuses dans ce secteur : sur la seule année 1998, l'emploi y a progressé de 2,3 %, contre 1,3 % en Allemagne et 0,8 % en Italie. Ce dynamisme paraît, de plus, s'inscrire dans une tendance claire en France, puisque l'emploi y a progressé de près de 12 % depuis 1992, contre moins de 5 % en Allemagne et 4 % en Italie.

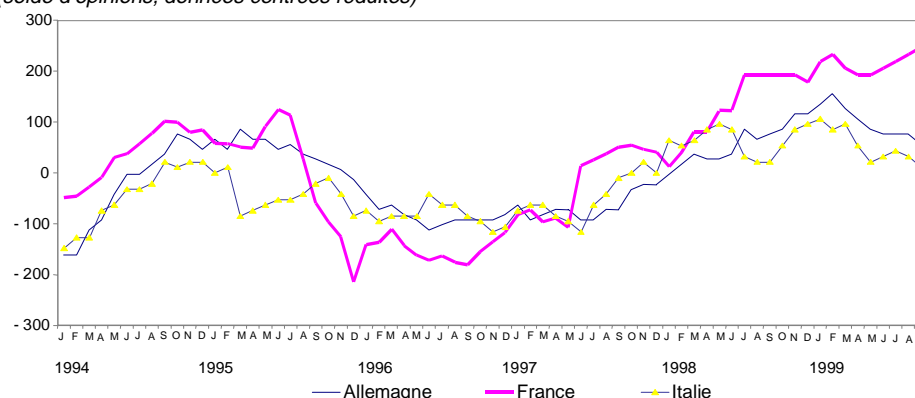
Outre les mesures exceptionnelles, comme les emplois-jeunes, le dynamisme de l'emploi dans les services en France pourrait s'expliquer par la poursuite, depuis 1993, d'une action spécifique visant le travail non qualifié, symbolisée par la ristourne unique dégressive², ainsi que par les avantages fiscaux liés à l'embauche d'emplois familiaux.

Le secteur de la construction a également contribué plus récemment au soutien de l'emploi en France, alors que sous l'effet d'une évolution divergente de la conjoncture dans ce secteur, les effectifs baissaient globalement de 5,4 % en Allemagne. Cet écart s'explique par l'évolution divergente de la conjoncture de ce secteur dans les deux pays.

Au total, en France, la situation de l'emploi a certainement contribué à soutenir l'évolution favorable de la consommation, par ses effets mécaniques sur la dynamique du revenu, mais aussi sans doute par son impact favorable sur l'orientation de la confiance des ménages. De fait, cette dernière y est apparue beaucoup plus solide qu'en Allemagne et en Italie.

Indice résumé de la confiance des ménages

(solde d'opinions, données centrées réduites)



Source : Eurostat

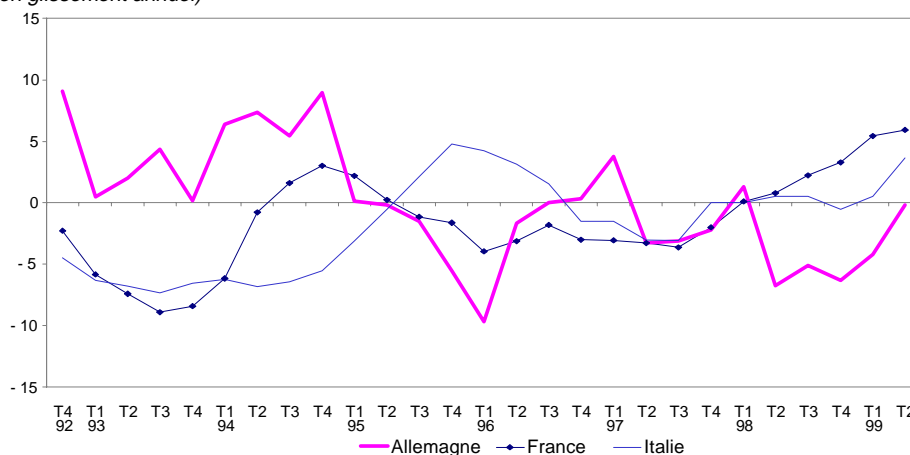
² Qui conduit à une réduction très nette des cotisations sociales pesant sur les bas salaires.

2.2 L'évolution divergente dans le secteur de la construction s'explique par un décalage cyclique apparu au début des années quatre-vingt-dix

L'écart observé entre la France et l'Allemagne dans la contribution de l'investissement immobilier à la croissance explique 0,7 point, soit la moitié de l'écart conjoncturel entre les deux pays. Il est vraisemblable qu'une part de la divergence observée dans ce secteur entre les deux pays est liée à l'orientation de la confiance et du revenu des ménages, plus favorable à l'investissement immobilier en France qu'en Allemagne, mais il apparaît également que le secteur du bâtiment présente un profil très différent dans les deux pays *sur l'ensemble de la décennie*.

Investissement dans le secteur de la construction

(en glissement annuel)



Sources : Comptabilités nationales

Alors que le secteur de la construction subissait en France, au début des années quatre-vingt-dix, le contrecoup de la bulle spéculative apparue à la fin des années quatre-vingt, son dynamisme était soutenu, en Allemagne, à la même période, par des dispositions fiscales particulièrement favorables à l'investissement immobilier dans les nouveaux Länder. L'impact de ces mesures a pu conduire à l'apparition d'équipements immobiliers inutilisés. Si la disparition progressive de ces dispositifs de soutien a, par la suite, déprimé l'investissement dans la construction, des capacités inutilisées subsisteraient encore. Dans le cas français, en revanche, le ralentissement des constructions ayant été prononcé entre 1992 et 1997, les capacités excédentaires ont été progressivement résorbées. Enfin, les incitations fiscales (dispositif « Périssol »), sont venues soutenir la reprise de ce secteur en 1997 et 1998, puis de façon particulièrement marquée au premier semestre 1999, avant de prendre fin.

2.3. Vers la réduction progressive des écarts conjoncturels

L'ensemble des pays de la zone euro ont commencé à connaître une reprise nette de leurs marchés d'exportation, sous l'effet, en particulier, d'un redémarrage de la demande asiatique plus précoce que prévu, dans le contexte du maintien d'un rythme de croissance soutenu aux États-Unis. Cette reprise des marchés extérieurs a commencé à se refléter dans les flux d'exportations des pays de la zone euro : les données de comptabilité nationale disponibles ont indiqué, pour le deuxième trimestre 1999, une progression des exportations de biens et services de 1,3 % en Italie, de 2,2 % en Allemagne et de 2,6 % en France. Cette reprise des exportations devrait naturellement profiter aux branches manufacturières, et une telle évolution favoriserait, en termes d'emploi global, des pays comme l'Allemagne et l'Italie, selon un mécanisme symétrique à celui développé plus haut. Une tendance à la reconnexion des marchés du travail devrait donc émerger, pour peu que l'Italie poursuive ses efforts de redressement de sa compétitivité.

Les indicateurs conjoncturels convergent depuis l'été, en France, en Allemagne et en Italie, pour signaler une bonne orientation de l'activité. L'indice italien du climat des affaires a ainsi retrouvé en juillet une variation positive sur un an. L'indice allemand IFO s'est, de même, réorienté dans un sens plus optimiste au cours de l'été. La production industrielle, hors bâtiment, a redémarré dans les deux pays.

Par ailleurs, la divergence apparue dans le secteur de la construction devrait également s'atténuer, avec la disparition de l'effet « Périssol », à partir du second semestre de 1999, même si un certain délai devrait s'écouler entre la fin du dispositif et la manifestation d'un impact significatif sur le secteur de la construction, compte tenu de l'inertie propre aux programmes immobiliers. La mise en place du dispositif « Besson » devrait, par ailleurs, contribuer à soutenir l'activité dans ce secteur. Il n'en reste pas moins que l'écart avec l'Allemagne devrait tendanciellement se réduire, avec la résorption progressive des capacités excédentaires dans ce pays. Le niveau encore relativement bas des taux d'intérêt à long terme devrait, par ailleurs, constituer partout une forte incitation à investir pour les ménages.

3. Le ralentissement temporaire de l'économie mondiale a contribué à la grande modération de l'inflation en France

L'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a touché en France un point bas, à + 0,2 % sur un an, en novembre 1998. Elle a retrouvé depuis un rythme un peu plus substantiel, à 0,8 % en octobre 1999. Trois grandes séries de causes peuvent contribuer à expliquer cette modération très marquée de la hausse des prix en France :

- en premier lieu, des explications de type conjoncturel, qui mettent en avant la baisse des prix internationaux, attribuable au ralentissement de l'économie mondiale à partir du second semestre de 1997 ;
- en deuxième lieu, des explications plus structurelles, liées par exemple à l'ouverture à la concurrence de nombreux marchés, ou à la montée en puissance de produits de haute technologie, dont les prix baissent très rapidement ;
- en troisième lieu, la modération du coût du travail, qui a joué un rôle non négligeable.

Il semble, toutefois, que les arguments manquent encore pour attribuer aux causes structurelles une part déterminante de la désinflation de 1997-1998. En revanche, l'impact de la baisse des prix internationaux paraît avoir été le plus important. Compte tenu de la reprise constatée sur les marchés des produits primaires, il est vraisemblable que l'inflation, en France, devrait continuer à remonter quelque peu.

3.1. Une baisse sensible du prix des importations

Le ralentissement de la demande mondiale, en 1997 et 1998, en liaison avec la crise des pays émergents, relayée par le freinage de l'activité en Europe, a permis d'atténuer les tensions sur le prix des produits primaires, en premier lieu celui du pétrole, mais aussi ceux de l'ensemble des matières premières. L'économie française a bénéficié des effets directs de cette baisse, par l'intermédiaire de ses importations de ce type de produits, mais aussi de ses effets plus généraux sur l'ensemble des prix internationaux, en raison du ralentissement du prix des consommations intermédiaires dans l'ensemble des pays dont la France est le client. Ainsi, le déflateur des importations, qui progressait sur un rythme annuel de 3,5 % au début de 1997, est revenu à 1,9 % à la fin de cette même année, avant d'afficher une variation négative qui a trouvé sa plus forte amplitude au quatrième trimestre de 1998 (– 3,2 % sur un an).

Cette baisse des prix internationaux s'est naturellement transmise d'abord aux produits les plus sensibles aux conditions de la concurrence internationale, à savoir les prix des produits manufacturés. L'écart entre les rythmes de progression du prix des produits manufacturés et de celui des services, qui se situait à 1,2 point en décembre 1997, s'est ainsi élargi, pour atteindre 1,6 point un an plus tard.

Glissement annuel de l'IPCH par grands secteurs



Source : INSEE

Réalisation : Banque de France

La reprise constatée sur les prix des produits primaires, en 1999, est très marquée. Elle a commencé par une remontée des cours du pétrole, le cours du *Brent* ayant plus que doublé au cours des trois premiers trimestres de l'année. Elle s'est, par la suite, manifestée sur les prix des matières premières et, en particulier, ceux des produits minéraux, avec une accélération particulièrement vive. L'indice Banque de France du coût des matières premières importées a ainsi progressé de 17 % sur un an en octobre 1999, alors que sa baisse atteignait encore 18,8 % en décembre 1998. Cette reprise est certainement à mettre en liaison avec celle de l'activité mondiale. Dans le cas du pétrole, la remontée des cours est naturellement principalement attribuable à la décision de l'OPEP de réduire la production, décision qui a, cette fois, été suivie d'effet, la vigueur de la demande poussant les différents pays membres à respecter leur engagement.

Le déflateur des importations a commencé à refléter cette remontée des prix internationaux, son glissement annuel revenant à -1,0 % au deuxième trimestre 1999. Les prix des produits manufacturés, tels qu'ils apparaissent dans l'indice des prix à la consommation harmonisé, ne font pas encore apparaître de tendance à la reprise, un délai étant nécessaire pour que la remontée du prix des produits primaires commence à se transmettre aux prix de consommation. Mais le glissement sur un an des prix à la production industrielle a cessé d'être négatif à partir de juillet 1999, et cette situation prévaut dans l'ensemble de la zone euro depuis août 1999. Par ailleurs, les données d'enquête signalent un retournement de l'opinion des chefs d'entreprise industrielle sur l'orientation de leurs prix. Le solde d'opinion de l'enquête de la Banque de France, relatif au prix des produits finis, a retrouvé en octobre une valeur positive pour la première fois depuis septembre 1995.

3.2. L'effet des causes structurelles de désinflation pour l'année 1998 ne doit pas être surestimé

Depuis quelques années, certains secteurs se sont ouverts à la concurrence. C'est le cas, en particulier, des télécommunications et des transports aériens. Dans le même temps, le progrès technique — dans le domaine électronique en particulier — a permis de développer de nouveaux produits (téléphonie, micro-informatique), dont les prix baissent très rapidement, tout en contribuant de manière décisive au repli du prix de produits plus anciens, tels que l'audio-visuel et l'électro-ménager.

Il est possible de calculer l'impact direct de ces secteurs sur le rythme global de l'inflation, telle qu'elle est mesurée par l'indice des prix de l'INSEE, en pondérant les variations de prix des produits signalés ci-dessus par leur part dans l'indice total³. Le tableau suivant donne la décomposition de cet impact au cours des trois dernières années.

Impact des prix des produits innovants ou déréglementés sur l'inflation totale

	1996		1997		1998	
	Variation sur un an (a)	Contribution	Variation sur un an	Contribution	Variation sur un an	Contribution
Services de télécom.	- 4,0	- 0,062	- 4,9	- 0,077	0,0	0,000
Transports aériens	1,9	0,010	4,1	0,021	- 0,3	- 0,002
Électro-ménager	- 0,6	- 0,007	- 0,8	- 0,009	- 1,6	- 0,025
Radio-télévision	- 7,1	- 0,054	- 7,9	- 0,059	- 6,7	- 0,047
Micro-informatique	- 11,1	- 0,003	- 19,1	- 0,006	- 26,7	- 0,008
Total		- 0,120		- 0,130		- 0,080
<i>Rappel :</i>						
<i>Inflation globale</i>		<i>1,800</i>		<i>1,100</i>		<i>0,300</i>

(a) Constatée en fin d'année

Source : INSEE

Réalisation : Banque de France (DEER – SEMEF)

Ainsi, au cours des trois dernières années, la contribution totale de ces différents produits à la variation de l'indice des prix à la consommation s'est établie autour de - 0,1 point de pourcentage. Le caractère très modéré de cet impact s'explique par la faiblesse du poids de ces produits dans le panier de référence de l'indice des prix à la consommation (IPC) : en 1998, ces cinq postes ne représentaient que 4 % de la consommation des ménages prise en référence. La micro-informatique, par exemple, ne représente que 3/10 000 du panier de l'IPC. Mais il s'agit ici d'une simple mesure de l'incidence directe de ces facteurs.

Le choix de ces produits peut paraître restrictif, puisque d'autres secteurs commencent à être déréglementés, en particulier le secteur de la production d'électricité. Dans le cas français, il est toutefois difficile de distinguer, dans la baisse actuelle des prix, ce qui revient à la réduction du taux de TVA pesant sur les abonnements de ce qui pourrait se relier à la volonté d'EDF de préserver une position dominante sur le marché domestique.

³ Le calcul tient compte des pondérations annuelles : il intègre donc la variation de la part de chacun de ces produits dans la consommation finale des ménages.

Au total, l'effet de ces facteurs structurels de modération des prix paraît avoir été très limité. Il n'en reste pas moins que le processus de déréglementation n'en est encore qu'à ses débuts en France et qu'un impact plus significatif est à attendre dans les années à venir. La poursuite de cette orientation sera dans tous les cas déterminante pour le maintien à moyen terme d'une inflation très modérée, puisque l'effet favorable des facteurs conjoncturels (prix internationaux, cycle de productivité) a commencé à se dissiper.

3.3. La vigilance demeure nécessaire quant à l'évolution des coûts unitaires salariaux

La modération du coût du travail figure parmi les explications du ralentissement de l'inflation en 1998. Elle est attribuable en premier lieu à l'impact normal du cycle de productivité : la bonne orientation de la croissance en 1998 a, en effet, permis de dégager des gains de productivité du travail de l'ordre de 2 %, qui ont contribué à freiner l'évolution des coûts salariaux unitaires, lesquels n'ont progressé que de 0,4 %. Ce soutien à la modération de l'inflation devrait s'atténuer, puisque, selon le mécanisme cyclique classique, la productivité progresserait sans doute plus faiblement en 1999.

L'autre source de modération du coût du travail a été le ralentissement du rythme de progression des salaires nominaux. Le salaire brut de base des salariés a progressé de 1,8 % en 1998, marquant un certain tassement par rapport aux deux années précédentes (2,0 % en 1997 et 2,3 % en 1996). Cette modération des salaires a fréquemment été présentée comme la conséquence de l'anticipation, par les entreprises, du passage aux 35 heures : elles auraient ainsi cherché à « provisionner » le surcoût salarial qui en dérivera, en limitant les augmentations de salaires dès 1998. Cette analyse ne semble toutefois pas totalement étayée. Il apparaît plutôt que le ralentissement des salaires nominaux traduit la prise en compte dans les négociations salariales d'une inflation durablement basse. Les hausses salariales ont d'ailleurs permis de dégager des gains de pouvoir d'achat substantiels : en termes réels, les salaires de base ont augmenté de 1,5 % en 1998, après 0,5 % en 1996 et 0,9 % en 1997.

D'une manière générale, les conditions de la réduction du temps de travail appellent la plus grande vigilance. Le coût du passage aux 35 heures est difficile à chiffrer, en raison des incertitudes subsistant sur la façon dont les entreprises vont absorber l'augmentation prévisible des coûts salariaux, et cela d'autant plus que la compensation intégrale des salaires sur une base mensuelle (35 heures payées 39 heures) semble être la modalité la plus fréquente de passage aux 35 heures. Sur la base des informations disponibles en octobre 1999, 88 %⁴ des accords déjà conclus prévoyaient, en effet, une compensation intégrale. Le choc pourrait être atténué par les mesures de gel des augmentations de salaire, intégrées dans de nombreux accords. Ceci est très important pour minimiser le risque d'enclencher une accélération cumulative prix-salaires. Ce risque est aussi atténué grâce à la baisse des charges sociales qui découle de l'extension de la « ristourne unique dégressive », au prix, il est vrai, d'un surcoût budgétaire. En tout état de cause, le maintien de l'inflation à un bas niveau requiert, par ailleurs, que la mise en place du régime de travail à 35 heures préserve la maîtrise des coûts salariaux unitaires.

⁴ Source : *Les enseignements des accords sur la réduction du temps de travail*, Ministère du Travail et de la Solidarité

Si l'économie française a pu croître à un rythme soutenu sans connaître de tensions inflationnistes notables, il convient, toutefois, d'insister sur le *caractère temporaire* de nombreux facteurs de modération des prix : baisse du prix du pétrole et des matières premières, cycle de productivité. Il est ainsi probable que le rythme de progression des prix se renforce progressivement. La maîtrise des coûts salariaux unitaires n'en est que plus importante.

Le dynamisme des secteurs relativement autonomes par rapport à l'économie mondiale, comme les services et la construction, a permis de limiter les effets du ralentissement de la demande étrangère sur l'économie française, qui a pu maintenir un rythme de progression substantiel en 1998. S'ajoute désormais à la bonne tenue de ces secteurs la reprise des exportations, qui touche l'ensemble des pays de la zone euro. L'écart conjoncturel apparu en 1998 devrait commencer à se dissiper en 1999 et 2000.

Les informations conjoncturelles actuellement disponibles convergent pour signaler une accélération très sensible de la croissance française au second semestre de 1999, les enquêtes de la Banque de France comme de l'INSEE indiquant une poursuite de la réorientation très positive des prévisions de production des chefs d'entreprise, imputable à la conjonction du maintien d'une demande intérieure soutenue et de la reprise de l'activité sur les marchés d'exportation. En effet, les données partielles disponibles pour la consommation des ménages suggèrent une nouvelle progression marquée de ce poste au troisième trimestre et les résultats récents pour le commerce extérieur signalent une poursuite de la reprise des exportations (+ 4, 8 % sur un an en août 1999). Au total, selon l'INSEE, le PIB pourrait croître à un rythme de 3,0 % en fin d'année, contre environ 2,5 % au premier semestre.

Le développement des euromarchés auprès des émetteurs français depuis la fin 1996

Afin de pouvoir apprécier les éventuels effets de substitution ou de complémentarité entre le marché domestique des titres de créances négociables (TCN) et les marchés internationaux pour les émetteurs résidents, la Banque de France, en complément de sa base statistique sur les TCN, alimente depuis la fin 1996 une base de données sur les euromarchés. Celle-ci rassemble, d'une part, les informations qui concernent les euro medium term notes (EMTN)¹ et, d'autre part, celles relatives aux commercial papers (euroCP) fournies par les établissements interrogés directement par le service des Intermédiaires et des Instruments des marchés (SIIM) de la direction des Marchés de capitaux.

Rappelons² que les titres de créances négociables comprennent d'une part un segment à court terme (moins d'un an), composé des billets de trésorerie, émis principalement par les entreprises industrielles et commerciales, et des certificats de dépôt, émis par les établissements de crédit, et d'autre part un segment à plus long terme (supérieur à un an) composé des bons à moyen terme négociables, émis par les entités autorisées à émettre les titres courts précédemment évoqués.

Les règles concernant les euromarchés, en particulier les EMTN, sont très souples quant aux durées minimales ou maximales d'émission, même si des contraintes réglementaires nationales ont pu limiter l'utilisation d'une monnaie en dehors de son pays d'origine. Il en fut ainsi en France jusqu'à la fin 1998, date à laquelle les règles édictées par le Trésor concernant le fonctionnement du marché de l'eurofranc ont été supprimées.

Les euroCP sont des titres courts (d'un jour à un an), exactement comparables en cela aux TCN domestiques de même nature. Les EMTN, pour leur part, peuvent avoir une durée comprise entre un mois et trente ans, mais le segment compris entre un an et cinq ans est le plus couramment utilisé. Au demeurant, les émissions d'EMTN de durée inférieure à un an des émetteurs français sont tout à fait marginales (4 % du total), ce qui confirme la pertinence du rapprochement des EMTN avec les BMTN.

La présente étude décrit l'évolution globale des deux marchés au cours des trois dernières années avec leurs composantes respectives, puis procède à une distinction en fonction de la nature des émetteurs : entreprises (auxquelles sont rattachées leurs filiales bancaires, le cas échéant) et établissements de crédit. La Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) a été rattachée à la première de ces deux catégories dans la mesure où elle est émettrice de billets de trésorerie, à l'instar des entreprises.

Jean-Marc SERROT

Direction des Marchés de capitaux

Service des Intermédiaires et des Instruments de marché (SIIM)

¹ Source : *Webster Medium Term Notebook* (publication de la Chase Manhattan Bank)

² Une *Note d'information* portant sur les titres de créances négociables est en cours de réalisation et sera disponible prochainement.

1. Évolution du marché : données cumulées

1.1. Importance des encours

(en milliards d'euros)

	EuroCP	EMTN	Total A	CD et BT	BMTN	Total B	A/B (%)
Décembre 1996	4,1	29,8	33,9	135,6	70,4	206,0	16,5
Mars 1997	5,2	33,1	38,3	141,2	68,1	209,3	18,3
Juin 1997	5,0	35,6	40,6	134,3	67,8	202,1	20,1
Septembre 1997	5,8	39,1	44,9	139,1	68,0	207,1	21,7
Décembre 1997	7,1	39,4	46,5	133,2	66,7	199,9	23,3
Mars 1998	7,9	44,8	52,7	141,5	64,8	206,3	25,6
Juin 1998	7,3	46,5	53,8	131,8	63,9	195,7	27,5
Septembre 1998	9,7	48,2	57,9	141,9	63,9	205,8	28,1
Décembre 1998	10,4	51,2	61,6	137,5	63,3	200,8	30,7
Mars 1999	10,8	63,4	74,2	155,7	65,2	220,9	33,6
Juin 1999	7,1	72,7	79,8	152,0	62,4	214,4	37,2

Depuis trois ans, force est de constater que la présence des émetteurs français sur les euromarchés s'est très nettement accentuée. En effet, alors que la différence de taille entre le marché domestique des TCN et les euromarchés s'inscrivait dans un rapport de 1 à 6 en faveur du premier en 1996, celui-ci n'est plus que de 1 à 3 à la mi-1999.

Cette évolution est d'autant plus notable que le nombre d'émetteurs français sur les euromarchés est des plus réduit : au 30 juin 1999, on ne dénombre, en effet, que 38 émetteurs présents sur les compartiments des euromarchés, alors que l'on recense, à la même date, 308 émetteurs de certificats de dépôt, 96 émetteurs de billets de trésorerie et 206 émetteurs de bons à moyen terme négociables. Le faible nombre d'entités françaises intervenant sur les euromarchés s'accompagne d'un fort degré de concentration des encours : les trois émetteurs français disposant de l'encours le plus important représentent environ 55 % du total des EMTN, comme des euroCP.

Les émetteurs français présents sur les euromarchés sont des entreprises ou des banques de renommée internationale, bénéficiant d'une notation élevée attribuée par les agences spécialisées. Ainsi, en pratique, leur notation court terme est rarement inférieure à A1 (Standard & Poor's), P1 (Moody's) et F1 (Fitch Ibc) ; quelques émetteurs, principalement « corporate » ou établissements financiers rattachés, se situent toutefois légèrement en deçà de ce niveau, tout en demeurant dans la catégorie « investissement »³. La notation long terme des émetteurs correspond également à la catégorie « investissement » des différentes agences de notation, soit au minimum Baa3 (Moody's) ou BBB (Standard & Poor's et Fitch Ibc). À nouveau, les notations les moins favorables sont majoritairement attribuées à des émetteurs de type « entreprise ».

³ Cette catégorie représente, dans l'échelle des notes attribuées par les agences de notation, le meilleur niveau, celui où les créances présentent la sécurité la plus forte. En dessous, existe la catégorie dite « spéculative ».

Les motivations des émetteurs sont plurielles et peuvent varier dans le temps, en fonction des circonstances, ce qui les rend difficiles à cerner. On peut, toutefois, mettre l'accent sur les aspects suivants :

- la volonté de diversifier leur base d'investisseurs est une motivation unanimement avancée par les émetteurs. Il s'agit, pour ces derniers, de s'adresser à des investisseurs étrangers, très coutumiers de l'utilisation des euromarchés, car les émissions peuvent se faire selon leur droit national (mais le droit anglo-saxon est privilégié) et peuvent être réalisées dans leur devise, quitte à être ensuite *swapées* par l'émetteur, le cas échéant. Les euromarchés offrent ainsi aux émetteurs la possibilité de s'affranchir du lien, encore prégnant, entre marché domestique et investisseurs nationaux ;
- le besoin de lever des devises peut constituer un autre motif de recours aux euromarchés dans la mesure où il peut être plus aisé et moins coûteux pour un émetteur de se procurer des devises en s'adressant à des investisseurs étrangers que d'émettre en devises sur le marché français, même s'il n'existe pas d'obstacle réglementaire à cette pratique. Notons, à cet égard, que le marché des TCN est presque exclusivement alimenté par des émissions en monnaie nationale : fin 1998, 97 % de l'encours de TCN des émetteurs français était libellé en francs. Schématiquement, on peut ainsi considérer que le marché domestique des TCN était plutôt réservé aux émissions en francs, alors que les émissions en devises étaient réalisées sur les euromarchés, voire directement sur le marché domestique de la devise d'émission, nombre d'émetteurs français d'EMTN et d'euroCP disposant en parallèle d'un ou de plusieurs programmes localisés à l'étranger, notamment aux États-Unis. Cette situation semble perdurer avec l'introduction de l'euro, tout au moins pour les titres à court terme (cf. *infra*) ;
- le critère de prix est, en revanche, moins fréquemment avancé par les émetteurs pour expliquer leur présence sur les euromarchés. Toutefois, quelques émetteurs du secteur public ou parapublic, tirant profit de leur excellente notation, bénéficient de conditions ponctuellement plus attractives sur les euromarchés, même après intégration du coût de *swap*, le cas échéant. À l'inverse, les émetteurs moins bien notés bénéficient de conditions plus avantageuses sur le marché domestique, où la sensibilité à la notation est encore relativement limitée. De tels émetteurs ne pourraient se financer sur les euromarchés, compte tenu des rémunérations très élevées qu'il leur faudrait verser, d'autant que beaucoup d'investisseurs internationaux se tiennent à l'écart des signatures qui ne sont pas les meilleures. Ceci explique que certains émetteurs français n'activent plus leurs programmes d'euroCP ou d'EMTN, suite à une dégradation de leur notation.

1.2. Répartition des encours par devises

(en %)

	EuroCP		EMTN	
	Décembre 1998	Juin 1999	Décembre 1998	Juin 1999
USD	64,9	79,3	30,0	28,2
EUR (ou XEU)	7,4	12,7	7,3	26,7
Autres devises <i>in</i>	16,2	–	31,9	18,3
JPY	0,2	0,9	16,2	15,0
GBP	8,0	4,3	6,6	6,1
CHF	3,3	2,7	1,1	1,3
Autres devises	–	0,1	6,9	4,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

La ventilation des encours par devises montre la prééminence du dollar ainsi que la rapide montée en puissance de l'euro.

Cette dernière est moins sensible, toutefois, en ce qui concerne les titres très courts, où la part du dollar se renforce de façon marquée.

Sur les échéances plus longues, l'euro, en ayant renforcé significativement sa part relative, s'impose d'ores et déjà comme une alternative vis-à-vis du dollar, les autres devises — en dehors du yen et de la livre sterling, dont le poids a cependant diminué — étant marginalisées.

Ces tendances, qui demanderont à être confirmées dans les prochains mois, traduisent le rôle de l'euro, relevé récemment par la Banque centrale européenne, comme monnaie internationale de financement et de placement ⁴.

2. Encours comparés des entreprises françaises

(en milliards d'euros)

	EuroCP	EMTN	Total A	BT	BMTN	Total B	A/B (%)
Décembre 1996	2,6	1,8	4,4	30,8	1,9	32,7	13,5
Mars 1997	3,3	2,1	5,4	34,2	1,9	36,1	15,0
Juin 1997	3,8	3,0	6,8	29,2	2,1	31,3	21,7
Septembre 1997	4,2	3,5	7,7	33,4	2,0	35,4	21,8
Décembre 1997	5,9	4,4	10,3	29,6	2,0	31,6	32,6
Mars 1998	5,8	5,7	11,5	35,1	2,0	37,1	31,0
Juin 1998	4,7	6,0	10,7	32,3	1,9	34,2	31,3
Septembre 1998	6,3	6,8	13,1	33,2	2,0	35,2	37,2
Décembre 1998	6,7	7,7	14,4	32,7	1,8	34,5	41,7
Mars 1999	5,7	11,6	17,3	37,9	1,7	39,6	43,7
Juin 1999	2,8	13,5	16,3	39,2	1,8	41,0	39,7

La population des émetteurs se compose de 17 entités, parmi lesquelles 2 sont uniquement présentes sur le compartiment des euroCP et 6 sont présentes à la fois sur les euroCP et les EMTN.

Après une hausse quasi ininterrompue des encours d'euroCP émis par des entreprises résidentes entre 1996 et 1998, la tendance s'est fortement infléchie au cours du premier semestre 1999, à tel point que les encours sont revenus à un niveau voisin de celui de la fin 1996. Cette évolution est très largement imputable à la Cades, dont l'encours s'est vivement contracté mais qui représente toujours plus de la moitié de l'encours total. La politique de restructuration du passif de la Cades, qui se traduit par une réduction des financements à court terme au profit des financements de long terme, au premier rang desquels figurent les emprunts obligataires et, dans une moindre mesure, les programmes d'EMTN, explique cette évolution.

⁴ Cf. *Bulletin mensuel* de la BCE du mois d'août 1999

A contrario, le marché domestique des billets de trésorerie affiche un grand dynamisme, stimulé par l'arrivée de nouveaux émetteurs et par l'abondance des opérations de fusion-acquisition dans lesquelles sont impliquées des entreprises françaises ; ces opérations suscitent d'importants besoins financiers, partiellement couverts par le recours aux billets de trésorerie.

Le constat est opposé, en revanche, en matière de titres longs. En effet, les BMTN représentent une fraction tout à fait limitée des financements des entreprises françaises. Elles sont d'ailleurs très peu nombreuses à recourir à ce mode de financement : 12 seulement sont recensées au 30 juin 1999 (sur une population totale de 206 émetteurs) et parmi les 15 intervenants *corporate* sur les euromarchés, 3 seulement disposent d'un encours de BMTN. Aujourd'hui, les encours d'EMTN sont près de huit fois plus importants que les encours de BMTN : les entreprises, qui avaient des encours de BMTN et d'EMTN similaires en 1996, ont donc nettement manifesté leur préférence pour les euromarchés.

3. Encours comparés des établissements de crédit français

(en milliards d'euros)

	EuroCP	EMTN	Total A	CD et BISF	BMTN	Total B	A/B (%)
Décembre 1996	1,5	28,0	29,5	104,8	68,5	173,3	17,0
Mars 1997	1,9	31,0	32,9	107,0	66,2	173,2	19,0
Juin 1997	1,2	32,6	33,8	105,1	65,7	170,8	19,8
Septembre 1997	1,6	35,6	37,2	105,7	66,0	171,7	21,7
Décembre 1997	1,2	35,0	36,2	103,6	64,7	168,3	21,5
Mars 1998	2,1	39,1	41,2	106,4	62,8	169,2	24,4
Juin 1998	2,6	40,5	43,1	99,5	62,0	161,5	26,7
Septembre 1998	3,4	41,4	44,8	108,7	61,9	170,6	26,3
Décembre 1998	3,7	43,5	47,2	104,8	61,5	166,3	28,4
Mars 1999	5,1	51,8	56,9	117,8	63,6	181,4	31,4
Juin 1999	4,3	59,2	63,5	112,8	60,6	173,4	36,6

Cette population comprend 21 entités et 7 d'entre elles sont présentes simultanément sur les euroCP et les EMTN.

En ce qui concerne la répartition des encours par devises, la part relative du dollar reste sensiblement stable (légèrement plus de 30 %), alors que celle de l'euro et des devises de la zone euro progresse notablement (de 38 % fin décembre 1998 à 42 % en juin 1999) au détriment principalement du yen (dont la part est ramenée de 18 % à moins de 17 %) et de la livre sterling (de 6 % à 4 %). Les autres devises utilisées représentent une fraction très limitée des encours.

À l'instar de l'évolution relevée à propos des émetteurs « entreprises », la part des titres émis sur les euromarchés par les établissements de crédit français tend à se développer. Dans le même temps, les certificats de dépôt connaissent une croissance modérée et les BMTN s'inscrivent, pour leur part, en régression.

Cette situation, favorable aux euromarchés, pourrait toutefois évoluer au cours des prochains mois. En effet, l'un des principaux intervenants bancaires français sur les euromarchés est susceptible de réduire sensiblement son recours aux EMTN, afin de mettre à profit les nouvelles possibilités offertes par la récente loi sur les sociétés de crédit foncier⁵. Pour cet émetteur, comme pour d'autres établissements de crédit, les obligations foncières pourraient se substituer en assez large partie aux EMTN. Par ailleurs, la possibilité pour les sociétés de crédit foncier « de recueillir d'autres ressources, dont le contrat d'émission ou de souscription mentionne ce privilège » (*i.e.* celui qui est défini à l'article 98 de la loi n° 99-532 du 25 juin 1999)⁶ pourrait déboucher sur la mise en place de programmes de certificats de dépôt et/ou de BMTN bénéficiant ou non du privilège susnommé.

En conclusion, les euromarchés apparaissent comme un complément des titres domestiques et répondent à un besoin de la part de certains émetteurs français de bénéficier d'une meilleure représentation dans les portefeuilles des investisseurs internationaux.

Toutefois, l'arrivée de l'euro et son incontestable succès sur le plan international ont indéniablement renforcé l'attrait du marché français des titres de créances négociables, dont la liquidité et la profondeur sont sans comparaison en Europe⁷. En témoigne d'ailleurs le nombre croissant d'émetteurs étrangers, entreprises comme établissements de crédit, qui localisent à Paris leur programme d'émissions de titres courts. Les certificats de dépôt et billets de trésorerie renouent ainsi avec une dynamique très forte qui leur permet de résister avec succès au développement des euromarchés.

Le marché des BMTN n'a pas pour l'instant bénéficié de l'apport d'émetteurs ou d'investisseurs étrangers. Le développement de ce compartiment du marché domestique, face à la concurrence des EMTN, paraît conditionné aujourd'hui par la capacité des émetteurs et des intermédiaires à lui donner une dimension internationale.

⁵ Loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière (titre IV)

⁶ Dans les sociétés de crédit foncier, les éléments d'actifs sont affectés en priorité au service du paiement des obligations foncières et de ces ressources « privilégiées », nonobstant toute législation contraire, notamment celle relative au redressement et à la liquidation judiciaire des entreprises.

⁷ Le marché français des billets de trésorerie (toutes nationalités d'émetteurs confondues) représente, au 30 juin 1999, un encours de 45,9 milliards d'euros. Il devance ainsi très largement les marchés de *commercial paper* suédois (18,3 milliards), britannique (18,1 milliards), irlandais (7,3 milliards), espagnol (6,9 milliards), allemand (6,3 milliards) et belge (5,9 milliards).

Les caractéristiques de fonctionnement des systèmes français de règlement de montant élevé TBF et PNS : quelques enseignements tirés de travaux de modélisation

Le fonctionnement et les interactions des systèmes de règlement français TBF et PNS ont été modélisés et reproduits à l'aide d'un outil de simulation paramétrable. Cette approche s'avère utile à l'analyse quantitative du fonctionnement et des évolutions des systèmes ainsi que du comportement des participants : dans le système PNS, elle met en évidence l'existence d'une marge de manœuvre significative en termes d'apports de liquidité, en particulier dans le cadre de scénarios coopératifs entre les participants, justifie la nécessité d'une procédure d'optimisation multilatérale pour éviter les situations de blocage circulaire, et permet l'évaluation prospective de nouvelles routines d'optimisation. Elle contribue également à l'évaluation de l'efficacité économique des systèmes, en permettant notamment de distinguer, dans la réduction des coûts liés à l'attente qu'a permis la création d'un système net à règlement irrévocable en temps réel, la contribution d'une meilleure utilisation de la liquidité dans TBF et celle des caractéristiques intrinsèques du système PNS.

Gilles RYCKEBUSCH, Jean-François DUCHER, Denis BEAU ¹
*Direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange
Service des Règlements interbancaires de montant élevé*

Au titre de ses missions de surveillance du bon fonctionnement des systèmes de paiement, la Banque de France a entrepris de se doter des moyens lui permettant, au-delà du simple suivi du fonctionnement courant des systèmes domestiques de règlement de montant élevé TBF et PNS, de préparer et d'accompagner leur évolution. Développé dans un contexte de transformations importantes de ces systèmes, le simulateur de systèmes de paiement de la Banque de France a permis de reproduire leur fonctionnement et leurs interactions et de tester les impacts d'un ensemble de scénarios de réduction des apports de liquidité et de différents types de procédures d'optimisation. Les systèmes TBF et PNS et les caractéristiques de leur simulateur sont décrits dans les sections 1. et 2. de cet article. La section 3. présente les résultats des analyses d'impact de modification des apports de liquidité et des procédures d'optimisation. La section 4. propose une évaluation de l'efficacité économique de TBF et de PNS.

¹ Les conclusions exprimées par les auteurs reflètent leur interprétation personnelle des résultats de leurs travaux et ne peuvent en aucun cas être assimilées à une prise de position officielle de la Banque de France. Par ailleurs, les auteurs assument l'entière responsabilité des erreurs ou omissions susceptibles d'avoir échappé aux différentes relectures du présent document.

Toute correspondance destinée aux auteurs doit être adressée à : Banque de France, Direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange, 11-1074 SRIME, F 75049 Paris Cedex 01 ; E-mail : dmpe@banque-france.fr.

1. Présentation des systèmes étudiés

1.1. Historique et données essentielles

Il existe en France deux systèmes de paiement de montant élevé, dont le fonctionnement et les interactions sont reproduits par le simulateur. L'un, TBF, est un système brut où l'imputation directe des virements est la règle et leur mise en attente l'exception. L'autre, PNS, s'adresse aux virements moins urgents dont l'imputation peut être réalisée à l'aide de procédures de compensation des échanges (*netting*) ou d'optimisation, ce qui réduit sensiblement la quantité de liquidité nécessaire à cette imputation.

1.1.1. Le système TBF

TBF (Transferts Banque de France), système à règlement brut en temps réel géré par la Banque de France, est opérationnel depuis deux ans. Les opérations y sont effectuées par échange d'avoirs dans les livres de la Banque centrale. Les systèmes domestiques d'échange et de règlement-livraison de titres y déversent leurs soldes au cours de la journée, sous la forme d'ensembles d'opérations obligatoirement imputés en bloc. Ces déversements, dits de systèmes exogènes (SE), ainsi que les opérations de Banque centrale, telles que les opérations de politique monétaire, ont priorité sur les virements.

Depuis le 4 janvier 1999, date d'entrée de l'Union monétaire européenne en phase III, TBF fait partie des quinze systèmes bruts nationaux reliés par le système *Target* (*Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*).

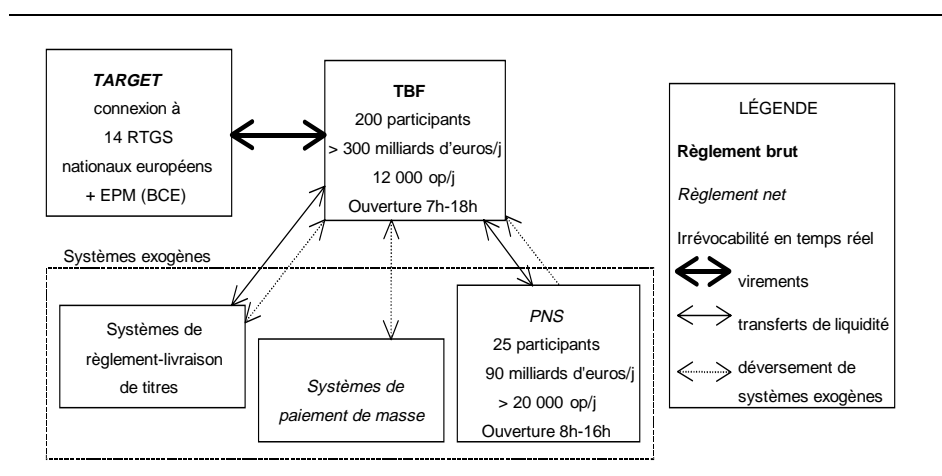
1.1.2. Le système PNS

PNS (*Paris Net Settlement*) est un système à règlement net irrévocable en temps réel géré par la Centrale des règlements interbancaires, société détenue conjointement par la Banque de France et les banques commerciales participantes. Il est opérationnel depuis le 19 avril 1999.

Le système PNS provient de l'évolution du système SNP (Système net protégé), lui-même en fonction depuis 1997. SNP était un système net, à règlement en fin de journée en monnaie de banque centrale.

Le système PNS, en revanche, fonctionne par l'imputation des opérations en continu sur des comptes approvisionnés en monnaie de banque centrale qui doivent être maintenus créditeurs ; de ce fait, le maintien d'un *pool* de collatéral n'est pas nécessaire pour sécuriser le système. Des limites bilatérales en émission, librement modifiables en cours de journée, permettent le contrôle des risques d'exposition.

La liaison entre les systèmes TBF et PNS apporte aux participants de PNS une mobilité permanente de leur liquidité en fonction de leurs besoins de trésorerie : chaque participant réalise généralement un apport initial de liquidité dans PNS en début de journée, puis a la possibilité de réaliser des apports complémentaires ou des transferts vers TBF en fonction de la nature de ses échanges. À la clôture, PNS se déverse dans TBF, où chaque participant reçoit le reliquat de la liquidité qu'il avait dans PNS ; les soldes déversés sont structurellement créditeurs.



1.2. Règles de fonctionnement

TBF fait appel à trois processus distincts : le balayage des files d'attente, l'optimisation permanente et la simulation. Tous respectent le principe du *Fifo*².

Le balayage des files d'attente est un processus permanent qui consiste à vérifier, à l'imputation d'une opération créditant un groupe de comptes (GC), si les opérations en attente au débit de ce GC ne peuvent pas s'imputer, libérant elles-mêmes d'autres opérations en attente, dans un processus récursif³.

L'optimisation est un processus permanent qui consiste à vérifier si toutes les opérations en attente ne pourraient pas être imputées globalement, ce qui est le cas si les soldes virtuels de chaque GC (*i.e.* après prise en compte des opérations en attente) sont tous créditeurs.

La simulation est un processus dédié à l'imputation des systèmes exogènes (SE) : son objectif est de prendre en compte l'impact du déversement des soldes créditeurs des SE puis de rechercher dans les opérations en attente celles qui pourraient alors être imputées, et apporter ainsi de la liquidité aux GC pour lesquels le déversement du SE est débiteur, débloquent ainsi l'imputation du SE.

PNS fait également appel à trois processus distincts : l'optimisation bilatérale, le balayage de la file d'attente et l'optimisation multilatérale partielle. Les deux premiers sont permanents et assujettis au principe du *Fifo*, alors que le dernier s'affranchit ponctuellement du *Fifo*, afin de réaliser l'imputation d'un maximum de virements en attente. Enfin, tous respectent les contraintes de limites bilatérales.

² *First in first out*. Dans TBF, les opérations de même priorité, au débit d'un même groupe de comptes (GC), sont imputées dans leur ordre d'arrivée. Dans PNS, en raison de l'existence de limites bilatérales, le principe du *Fifo* s'énonce ainsi : les opérations au débit du compte d'un participant donné, et pour lesquelles le participant crédité est identique, s'imputent dans l'ordre d'arrivée.

³ Dans TBF, l'examen des files d'attente de chaque GC est en fait réalisé de manière linéaire et répété jusqu'à ce que toutes les imputations rendues possibles par l'opération initiale aient été effectuées.

L'optimisation bilatérale est déclenchée lorsqu'un virement est mis en attente ; elle consiste à examiner l'ensemble des opérations en file d'attente entre les deux participants concernés, dans les deux sens, et à tenter de réaliser l'imputation simultanée du plus grand nombre possible de ces virements, sous contrainte de respect du *Fifo* et des limites bilatérales.

Le balayage de la file d'attente, appelé après chaque imputation et après chaque optimisation bilatérale réussie, est identique au processus de même nom dans TBF, à ceci près qu'il doit respecter les limites bilatérales.

L'optimisation multilatérale partielle, intégrée à PNS à partir du 28 juin 1999, est lancée chaque jour à 11 h 45⁴. Cet algorithme est capable de résoudre des situations de blocage (*gridlock*)⁵ qui pourraient survenir dans le système si la liquidité apportée par les participants était nettement réduite par rapport à la configuration actuelle. Son principe est le suivant : dans un premier temps, les virements dont l'imputation pourrait conduire les soldes bilatéraux à sortir des limites bilatérales sont retirés du champ de l'imputation ; dans un second temps, la file d'attente du participant dont le solde virtuel⁶ est le plus débiteur est examinée pour retirer du champ de l'imputation le virement dont le montant est immédiatement supérieur à ce solde, s'il en existe un, sinon celui dont le montant est le plus important. Cette dernière opération est itérée jusqu'à ce que tous les soldes virtuels soient créditeurs, et les virements restants sont alors tous imputés simultanément, la contrainte de *Fifo* n'étant pas respectée.

Il convient enfin de signaler, sans entrer dans les détails de l'algorithmique du système PNS, l'existence d'un montant seuil appelé *Must*⁷ en deçà duquel les virements sont considérés comme imposables même si d'autres virements émis plus tôt au débit du même participant sont encore en attente. Cette « séparation des traitements » facilite l'imputation directe des petits virements très nombreux dans PNS, et évite ainsi la surcharge des processus d'imputation différée, au prix d'une dérogation au principe du *Fifo*.

2. Constitution de l'outil de simulation

2.1. Principe de fonctionnement

Le simulateur utilise les relevés d'opérations de journées réelles dans TBF et PNS, ainsi que les valeurs réelles de début de journée des soldes TBF et des limites bilatérales PNS. Il utilise des règles d'imputations identiques à celles des systèmes pour reproduire aussi exactement que possible le déroulement de chaque journée, tout en suivant l'évolution d'un certain nombre d'indicateurs. Les systèmes simulés sont indépendants, mais les mécanismes de transferts de liquidité et de déversement des soldes PNS en fin de journée ont également été modélisés et les font communiquer.

⁴ Depuis le 12 juillet 1999, ce processus est mis en œuvre deux fois par jour, à 11 h 30 et à 14 h 00.

⁵ Un exemple de *gridlock* simple comporte trois participants A, B, C, disposant tous de 10 de liquidité et ayant émis chacun un virement de 100, A vers B, B vers C et C vers A. Dans ce cas, personne ne peut commencer à payer, mais chacun dispose pourtant des fonds nécessaires à l'imputation simultanée des trois virements.

⁶ Solde théorique résultant de l'imputation de toutes les opérations entrant dans le champ de l'optimisation

⁷ Actuellement fixé à 1 million d'euros

Il subsiste toutefois quelques différences ⁸ entre le modèle et la réalité.

La première concerne TBF, où le dernier déversement du système de règlement-livraison de titres est fréquemment imputé par forçage. Ce forçage permet d'accélérer les opérations de fin de journée sans faire courir de risque supplémentaire au système ⁹ ; il n'a pas été reproduit dans le simulateur qui applique les règles ordinaires d'imputation.

La deuxième concerne PNS et provient de l'impossibilité de suivre les modifications de limites bilatérales réalisées en cours de journée par les participants, en général à la hausse suite à l'évolution de la structure de leurs flux. Afin de modéliser cette activité, les limites bilatérales sont levées à 15 h 45 dans les simulations. Cette règle simple est parfois pénalisante car les participants peuvent ajuster leurs limites beaucoup plus tôt.

La troisième concerne également PNS, et a été mise en œuvre afin d'éviter des rejets injustifiés constatés lors des premières simulations. Dans le système réel, lorsqu'un apport de liquidité du participant A rend possible une optimisation bilatérale entre A et B, cette optimisation ne sera déclenchée par le système qu'à la réception du prochain ordre de virement entre ces deux participants ou sur modification de leurs limites bilatérales. Dans le simulateur, en revanche, l'ensemble des optimisations bilatérales est testé, ce qui permet de mieux supporter des scénarios où les apports de liquidité sont tardifs et de faible montant.

Ces sources d'écarts sont toutefois de portée limitée et permettent au simulateur de reproduire fidèlement des journées réelles.

2.2. Choix des indicateurs

Le *coefficient DK* caractérise le recours à la mise en attente dans les systèmes. Il conjugue les deux dimensions de l'attente, à savoir la durée de résidence dans le système et le montant de l'opération retenue, et se lit en milliards d'euros x heure : un DK de 1 correspond donc à la mise en attente de 1 milliard d'euros pendant une heure ou de 10 milliards d'euros pendant 6 minutes. Le coefficient DK de la journée est la somme des DK individuels de chaque opération. Le DK est une mesure relative de l'attente et doit donc être rapportée à l'attente maximale susceptible de se produire dans les systèmes, qui serait obtenue si chaque opération restait en attente jusqu'à la clôture. Celle-ci est de l'ordre de 1 500 à 2 000 dans TBF et de 400 dans PNS.

Le *pourcentage d'imputations différées* mesure, parmi les capitaux échangés au cours de la journée, la part qui a été imputée grâce aux diverses procédures de balayage et d'optimisation.

⁸ Il faut signaler un petit nombre d'hypothèses simplificatrices, dont l'incidence sur les flux peut être négligée. Dans le simulateur de TBF, le balayage est récursif et non linéaire ; par ailleurs, la routine de simulation de SE regroupe systématiquement tous les SE en attente, alors que le système TBF réel alterne plusieurs possibilités. Dans PNS simulé, les virements d'un montant inférieur à 100 000 euros, soit plus de dix fois inférieurs au *Must*, ne sont pas pris en compte unitairement (une analyse détaillée de leur contribution ayant confirmé qu'ils n'ont aucune incidence perceptible sur la fluidité des échanges) ; toutefois, leur effet est globalement pris en compte en fin de journée, ce qui permet de rétablir les soldes exacts des participants avant déversement dans TBF.

⁹ En effet, les soldes débiteurs, qui sont présentés en règlement dans TBF, résultent de prêts intrajournaliers qui n'ont pas encore été remboursés et qui sont garantis par des titres dont la Banque de France a acquis la propriété.

Le *taux de rejet* (exprimé en pourcentage des capitaux échangés) est utilisé comme un révélateur de risques de *gridlock* dans certains scénarios fortement contraints. Les taux de rejet sont naturellement surestimés dans les simulations en raison d'une hypothèse simplificatrice qui veut que le comportement des participants, en termes de gestion des limites bilatérales et d'injection de leurs opérations dans les systèmes, est constant et indépendant des conditions d'encombrement du système.

2.3. Choix des données

La finalité première du simulateur étant l'étude de l'adaptation des systèmes à une évolution de leurs algorithmes d'optimisation ou du comportement des participants, il est apparu judicieux de simuler un grand nombre de variantes sur un nombre limité de journées considérées comme représentatives. L'étude porte donc sur les journées du 19 avril au 29 avril 1999, et la stabilité des systèmes à partir de cette période garantit la validité présente de ses conclusions.

3. Résultats

Le simulateur a d'abord été utilisé pour l'étude des systèmes selon leur configuration d'avril 1999, avec plusieurs scénarios de liquidité dans PNS plus contraints que les scénarios réels. Il a ensuite permis d'évaluer l'impact de la routine d'optimisation multilatérale partielle, dont la mise en œuvre était annoncée au moment des travaux, et en particulier sa contribution à la réduction des risques de *gridlock* dans les scénarios les plus contraints de l'étude précédente. Une fois cette étude terminée, la démarche a été généralisée à l'étude prospective de différentes routines d'optimisation non encore mises en œuvre.

3.1. Étude de la liquidité intrajournalière

Différents profils de liquidité intrajournalière, ou scénarios de liquidité, ont été substitués aux transferts réels de liquidité entre TBF et PNS, afin de simuler les conséquences sur les systèmes d'une variation de leur importance, de leur distribution entre les participants ou de leurs horaires.

Sur les journées du 19 avril au 29 avril 1999, la quantité maximale de liquidité présente dans PNS est de 13,7 milliards d'euros. Ce montant est compris entre les bornes théoriques que sont :

- d'une part, la somme des soldes débiteurs des échanges dans ce système, 8,2 milliards d'euros, qui représente la liquidité strictement nécessaire à l'imputation de toutes les opérations de la journée (fonctionnement « en net ») ;
- d'autre part, la liquidité nécessaire à l'imputation immédiate de chaque opération (fonctionnement « en brut »), qui serait, quant à elle, de l'ordre de 20 milliards d'euros¹⁰.

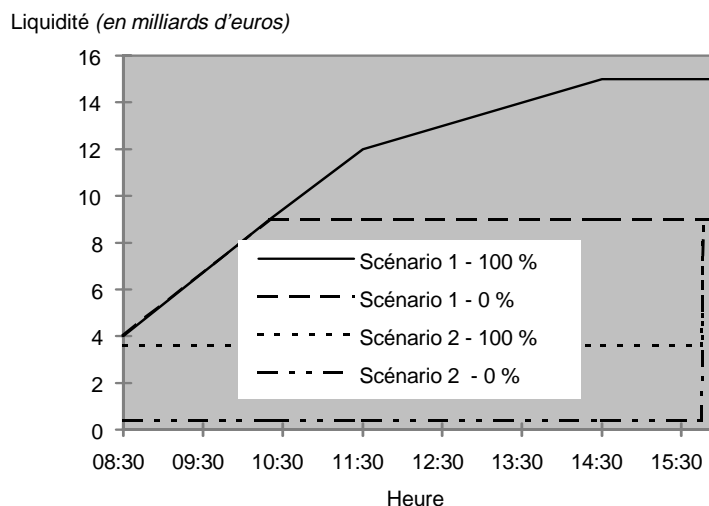
¹⁰ L'évaluation de cette « borne supérieure » (Koponen et *al.*) a été minorée par rapport à sa valeur *stricto sensu*, qui s'établirait autour de 32 milliards d'euros sur la même période. Il n'est, en effet, pas tenu compte des échanges de virements de montant unitaire supérieur à la limite bilatérale la plus élevée (3 milliards d'euros), dans la mesure où leur traitement « en brut » serait difficilement envisageable par les participants concernés.

Compte tenu de l'écart important qui apparaît entre la liquidité présente dans PNS sur la période étudiée et le minimum théorique, l'ensemble des scénarios retenus a pour objet de tester les effets d'une réduction de la liquidité transférée dans PNS ; mais dans tous les scénarios, les participants apportent, avant la fermeture du système, au minimum la liquidité nécessaire à l'imputation de leurs opérations, ce qui signifie que la seule cause possible de rejet d'opérations à la clôture est l'apparition de situations de *gridlock* lorsque la liquidité se raréfie.

3.1.1. Scénarios de liquidité

Deux types de scénarios ont été testés. Ils ont en commun par rapport aux journées réelles la suppression des retraits de liquidité ; accompagnée d'une réduction correspondante du montant des apports, elle a pour but de faciliter la comparaison des scénarios entre eux.

Modifications apportées aux transferts de liquidité réels Scénarios de liquidité intrajournalière



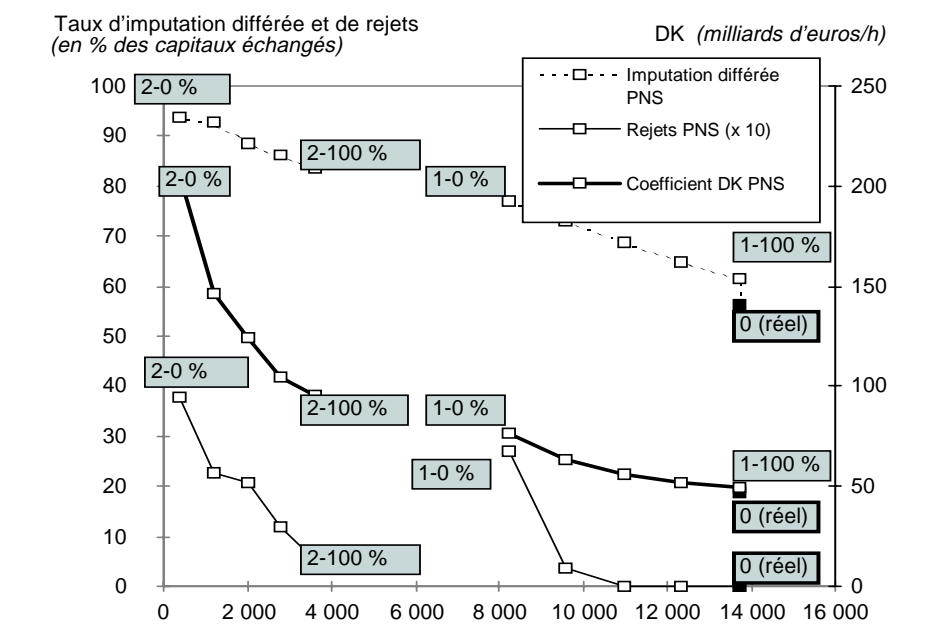
Les scénarios de type 1 conservent la séquence des apports de liquidité de chaque participant, mais en limitent le montant total à un niveau qui varie en fonction d'un paramètre appelé coefficient de liquidité. Lorsque ce paramètre vaut 100 %, le montant de liquidité apporté par chaque participant est égal au solde net des transferts effectivement réalisés dans la réalité ; lorsque le paramètre vaut 0 %, le montant de liquidité apporté est égal au solde de ses échanges lorsque ce solde est débiteur et sinon à zéro ; lorsque le coefficient de liquidité du scénario passe de 100 % à 0 %, le montant de liquidité apporté varie linéairement entre les deux bornes définies précédemment. Ces scénarios réduisent donc modérément la quantité de liquidité présente dans PNS, mais restreignent plus rapidement celle qui est apportée par les participants dont le solde des échanges est créditeur (scénarios « non coopératifs »).

Les scénarios de type 2 ne conservent que la séquence des apports réels en début de journée, et en limitent très fortement le montant : celui-ci varie linéairement de 0,4 milliard d'euros à 3,6 milliards ¹¹ lorsque le paramètre coefficient de liquidité passe de 0 % à 100 %. Ces apports sont répartis entre les participants au *pro rata* ¹² du montant cumulé des virements qu'ils émettent (scénarios « coopératifs »). Comme ces apports sont insuffisants pour imputer la totalité des opérations, les participants doivent donc apporter à 15 h 45 le complément nécessaire pour couvrir le solde débiteur éventuel de leurs échanges.

3.1.2. Résultats

Le système TBF apparaît insensible en première approximation à une réduction de la quantité de liquidité transférée vers PNS ; l'encombrement (coefficient DK) et le montant cumulé des opérations directement imputées sont, en effet, extrêmement stables (ils demeurent centrés respectivement à 25 milliards d'euros par heure et 15 %). Cette observation concorde avec le constat, réalisé dès 1998 et confirmé peu avant le démarrage du système PNS, selon lequel une part significative de la liquidité mobilisée le matin dans TBF n'était utilisée dans ce système qu'après la clôture de PNS ; la liquidité théoriquement disponible pour PNS était estimée à 24 milliards d'euros en moyenne en mars 1999.

Fonctionnement simulé du système PNS sans optimisation multilatérale partielle



¹¹ Ces chiffres, qui peuvent paraître arbitraires, ont servi de référence lors de travaux interbancaires qui ont présidé à la création de PNS.

¹² Un choix arbitraire mais empiriquement plus proche de l'optimum qu'une répartition uniforme ou encore proportionnelle aux soldes des échanges

Dans PNS, en revanche, l'encombrement, le taux d'imputation directe et le risque d'apparition de *gridlocks* sont fortement dépendants du scénario choisi, donc de la quantité de liquidité apportée au système. Il est intéressant de constater que, à liquidité équivalente apportée dans PNS, les scénarios « non coopératifs » (de type 1) sont moins favorables à la fluidité du système que les scénarios « coopératifs » (de type 2), comme en atteste le décrochage perceptible pour chacun des indicateurs et particulièrement marqué en ce qui concerne l'apparition des *gridlocks*.

La progression du recours à l'attente dans PNS ¹³ est quantifiée par le coefficient DK : celui-ci ne fait que doubler, lorsque le niveau maximal de liquidité avant 15 h 45 est réduit de 13,7 milliards d'euros à 2,8 milliards. Les simulations mettent ici en évidence la capacité du système PNS à fonctionner avec des apports de liquidité bien plus faibles que ceux qui sont réalisés aujourd'hui, et montrent que, même à ce niveau d'apports, l'enjeu principal ne serait sans doute pas la fluidité du système, par définition moins exigeante dans un système net, mais le traitement des situations de *gridlock*.

Enfin, le montant moyen des rejets obtenus dans PNS pour chacun des scénarios de liquidité traduit l'apparition de *gridlocks* pour certaines des journées simulées. Il convient de rappeler que ces simulations ont toutes été réalisées sans optimisation multilatérale partielle, afin de mesurer les risques de *gridlocks* résultant de la seule organisation des flux et de pouvoir évaluer ensuite l'impact positif de la routine d'optimisation multilatérale capable de les lever.

Sans optimisation multilatérale partielle, les résultats obtenus montrent l'apparition de *gridlocks*, à des niveaux de liquidité dans PNS qui sont, toutefois, sensiblement plus bas que ceux qui résultent des transferts réels ¹⁴. PNS pourrait ainsi fonctionner avec un apport cumulé de liquidité limité à 130 % du total des soldes débiteurs des échanges sans qu'aucune situation de *gridlock* n'apparaisse. Au-delà, un *netting* multilatéral est nécessaire.

3.1.3. Contribution des routines d'optimisation à l'imputation

L'analyse précédente souligne à la fois la stabilité de TBF et la sensibilité de PNS aux différents scénarios de liquidité envisagés.

Dans ces conditions, la qualité et la souplesse des algorithmes d'imputation mis en œuvre dans PNS revêtent une importance cruciale ; cela conduit à étudier plus en détail l'utilité séparée de différents modules de PNS et de leurs possibles variantes lorsque varie la liquidité apportée au système .

¹³ Une telle formulation admet implicitement que les indicateurs utilisés sont des fonctions monotones du niveau de liquidité présent dans les systèmes, si le type de scénario et les routines d'optimisation sont constants. C'est en général le cas à grande échelle, mais des inversions de pente peuvent se produire localement en raison du caractère discontinu et de la forte hétérogénéité de la distribution des opérations. Ce phénomène occasionnel correspond typiquement au cas suivant : dans une situation moins riche en liquidité (800, au lieu de 1 000 chez un participant), le système met en attente un virement de 900 qui, autrement, aurait été imputé sans conséquences particulières sur les autres virements en attente. Après cette mise en attente, le solde du participant s'élève à 800, au lieu de 100, ce qui permet d'imputer d'autres virements susceptibles d'avoir un impact important sur le système : de nombreuses imputations en cascade, ou la suppression d'un *gridlock*.

¹⁴ Au cours des 15 premiers jours de fonctionnement de PNS, les transferts réels s'élevaient à 13,7 milliards d'euros pour un montant global de soldes débiteurs de 8,2 milliards. Depuis, les apports de liquidité ont sensiblement baissé, pour s'établir en moyenne à 140 % des soldes débiteurs, témoignant d'un apprentissage progressif par les participants des conditions de fonctionnement du système.

Un résultat immédiat consiste à préciser sur une journée les contributions des routines d'optimisation à l'imputation : cette mesure est présentée à la fois en pourcentage des capitaux échangés et en pourcentage du nombre d'opérations, afin de tenir compte de l'importante dispersion statistique de la taille des virements.

**Modes d'imputation simulés dans PNS
sans optimisation multilatérale partielle**
(journée du 19 avril 1999)

Type de scénario	Coefficient de liquidité	Imputation par balayage	Imputation par optimisation bilatérale	Imputation directe
(en pourcentage)				
Répartition en capitaux				
0	—	20,5	28,8	50,6
1	0	34,3	40,4	25,3
2	50	41,6	45,7	12,8
Répartition en volume				
0	—	4,3	0,8	94,9
1	0	7,3	3,9	88,8
2	50	6,8	4,8	88,4

Cette dispersion explique que plus de 80 % des opérations s'imputent directement même dans les scénarios les plus contraints. Il s'agit alors en quasi-totalité de virements de taille inférieure au *Must*, bénéficiant de la séparation des traitements qui facilite leur imputation immédiate.

À l'inverse, la réduction de la liquidité disponible contraint les virements de montant élevé à recourir au processus d'imputation différée, ce qui explique que les procédures de balayage et d'optimisation touchent près de 90 % des montants échangés dans certains scénarios.

Enfin, de ces deux procédures, le balayage est la plus sollicitée en termes de nombre d'opérations, et l'optimisation bilatérale l'est en termes de capitaux échangés. Cette dernière procédure permet donc l'imputation d'opérations de montant moyen plus élevé.

3.2. Optimisation multilatérale partielle

La routine d'optimisation multilatérale partielle (OMP) a été mise en œuvre pour la première fois le 28 juin 1999. L'étude prospective de ses effets, au moyen de simulations réalisées après le démarrage du système PNS, souligne l'intérêt de cette procédure.

La contribution de cette routine à l'imputation des opérations apparaît très faible lorsque le niveau de liquidité est moyen à élevé (scénarios de type 0 et 1) et les risques de *gridlock* nuls ; en revanche, de toutes les procédures mises en œuvre, l'optimisation multilatérale partielle est la seule qui permette de résoudre, ou au moins de simplifier, les situations de *gridlock* et son existence est donc un facteur primordial pour la souplesse du système.

Effets simulés de la routine d'optimisation multilatérale partielle

Date	Type de scénario	Coefficient de liquidité	Imputation différée dans PNS (en % des capitaux échangés)	DK PNS	Opérations rejetées dans PNS (en % des capitaux échangés)
<i>Sans optimisation multilatérale partielle</i>					
Valeurs moyennes (ensemble de scénarios)			84,8	115,46	6,54
22 avril 1999	2	100	76,7	68,89	4,15
<i>Optimisation multilatérale partielle à 12 heures et en fin de journée</i>					
Valeurs moyennes (ensemble de scénarios)			88,2	114,43	2,83
22 avril 1999	2	100	76,2	75,04	6,62

NB : Les simulations ont porté sur un ensemble de scénarios où les risques de gridlock étaient importants.

Les simulations effectuées comportent deux appels à la procédure d'optimisation multilatérale, l'un à 12 heures et l'autre en fin de journée ; l'optimisation de 12 heures semble concerner en général un nombre réduit de virements et être dépourvue d'effets indirects sur le système ; à une seule exception près (22 avril, scénario type 2-100 %), où la modification de l'ordre des opérations qu'elle a entraîné apparaît avoir provoqué en fin de journée un *gridlock* plus important qu'en l'absence de toute optimisation multilatérale.

Par ailleurs, ces simulations sont réalisées suivant des hypothèses restrictives : en effet, le jeu de limites bilatérales de début de journée est activé pendant les optimisations partielles (y compris celle de fin de journée) ; dans la réalité, pour toutes les journées étudiées, certaines limites bilatérales avaient, en fait, été relevées par les participants pour tenir compte de l'évolution des flux. Si dans les simulations, ces interventions étaient prises en compte, les *gridlocks* subsistants seraient intégralement résolus.

L'analyse des résultats des simulations, qui malgré ces contraintes affichent une réduction considérable de l'ampleur des *gridlocks* et la résolution complète du *gridlock* dans un cas sur deux, semble suggérer qu'en situation réelle l'optimisation multilatérale partielle permettrait aux participants d'adopter, sans risque de rejets à la clôture de PNS, un niveau de liquidité équivalent à celui du plus haut scénario de type 2 (soit 3,6 milliards d'euros au total avant 15 h 45), à condition toutefois que cette liquidité soit bien répartie. On constate, en effet, que la routine a échoué une fois sur trois à résoudre le *gridlock* d'un scénario non coopératif de type 1-0 %.

Il convient enfin de préciser que l'efficacité de l'algorithme pourrait éventuellement être encore améliorée en activant, aussitôt après sa conclusion, des optimisations bilatérales entre tous les couples de participants. Celles-ci seraient, en effet, susceptibles d'imputer à ce moment tout ou partie des virements exclus par la première phase de l'optimisation multilatérale.

3.3. Étude des autres routines d'optimisation

L'approche retenue ici consiste à étudier l'impact d'une modification unitaire des mécanismes d'optimisation à partir d'une configuration de référence des systèmes correspondant à leur état à la fin du mois d'avril 1999. La configuration de référence de PNS ne met donc pas en œuvre l'optimisation multilatérale partielle.

Cette approche a été uniquement appliquée à l'étude du fonctionnement de PNS ; en effet, l'étude des procédures d'optimisation du système TBF, dans la période suivant le démarrage de PNS, présenterait peu d'intérêt car l'attente y est faible voire inexistante. En effet, le coût d'opportunité du collatéral est ressenti comme faible par certains des participants les plus actifs du système, qui ont donc tendance à se constituer une marge de sécurité substantielle pour faire face à la variabilité des échanges, contribuant ainsi à la liquidité globale du système. Dans le système PNS, au contraire, chacune des routines est fortement sollicitée pour au moins un type de scénario de liquidité, et l'étude spécifique de leurs effets et de certaines de leurs variantes apparaît riche d'enseignements.

3.3.1. Optimisation bilatérale

Effets simulés de la routine d'optimisation bilatérale (sans OMP)

Date	Type de scénario	Coefficient de liquidité	Imputation différée dans PNS (en % des capitaux échangés)	DK PNS	Opérations rejetées dans PNS (en % des capitaux échangés)
<i>Optimisation bilatérale partielle</i>					
19 avril 1999	0	—	49,4	76,33	0,0
<i>Optimisation bilatérale de type « tout ou rien »</i>					
19 avril 1999	0	—	23,4	126,41	26,4

L'influence de la routine d'optimisation bilatérale a été étendue dans PNS par rapport au système antérieur SNP, en autorisant l'imputation d'une partie seulement des opérations en attente entre deux participants, à la condition que le principe du *Fifo* soit respecté. Une seule simulation en journée réelle suffit pour confirmer la légitimité de ce choix, l'optimisation bilatérale de type SNP apparaissant d'emblée insuffisamment efficace pour un système à finalité continue tel que PNS, dans lequel elle entraînerait un rejet massif d'opérations en fin de journée (ici plus du quart en montant).

3.3.2. Balayage de la file d'attente en *Fifo*

Symétriquement à l'assouplissement de l'optimisation bilatérale, une variante de la routine de balayage de la file d'attente utilisée dans SNP a été étudiée ; on y substitue au principe de *Fifo* en vigueur un principe de *Fafo*¹⁵, ou « imputation du premier virement disponible ». Toutefois, cette variante pose des difficultés de mise en œuvre, car ouvrir une possibilité de modification de l'ordre des opérations dans une routine sollicitée en permanence est de nature à compromettre pour les participants la visibilité et la maîtrise de leurs flux.

Effets simulés de la routine de balayage (sans OMP)

Date	Type de scénario	Coefficient de liquidité	Imputation différée dans PNS (en % des capitaux échangés)	DK PNS	Opérations rejetées dans PNS (en % des capitaux échangés)
<i>Balayage de la file d'attente en Fifo</i>					
19 avril 1999	0	—	49,4	76,33	0,00
28 avril 1999	2	100	91,1	90,21	0,58
<i>Balayage de la file d'attente en Fafo</i>					
19 avril 1999	0	—	49,4	76,39	0,00
22 avril 1999	2	100	89,4	84,12	0,00

La simulation¹⁶ montre que l'abandon du *Fifo* peut avoir un léger effet positif sur la fluidité du système (coefficient DK) et même sur la prévention des *gridlocks* lorsque la liquidité est faible, mais cet effet bénéfique doit être mis en regard des inconvénients que le choix du *Fafo* engendre pour les gestionnaires de flux ; en tout état de cause, il semble disparaître lorsque la liquidité est plus abondante dans PNS, comme c'est le cas actuellement.

3.3.3. Appariement de virements

Le rapprochement des virements appariés n'existe pas dans le système PNS. Un examen des flux du système SNP au début du mois d'avril ayant mis en évidence 20 milliards d'euros à 30 milliards quotidiens de flux appariés, c'est-à-dire constitués de couples de virements de montants très voisins échangés par deux participants au cours d'une même journée, le développement d'une procédure destinée à favoriser leur imputation constituait un sujet d'études intéressant.

Bien entendu, l'imputation sélective de ce type de virements constituerait une exception au principe de *Fifo*. Toutefois, le flux résultant de l'imputation d'une paire est par définition très faible, donc sans influence sur la situation des autres participants ; en revanche, le montant unitaire de chacune des opérations peut être important, et celles-ci risquent donc de bloquer toute émission des deux participants concernés jusqu'à leur imputation.

¹⁵ Le principe du *Fafo* (First available, first out) consiste à balayer la file d'attente dans l'ordre d'arrivée des virements, et à accepter le premier virement dont l'imputation est techniquement réalisable, alors que le principe de *Fifo* conduirait à mettre en attente cette opération si des virements de même origine et/ou destination recontrés plus tôt dans le balayage ont été maintenus en file d'attente.

¹⁶ L'effet de cette procédure étant peu sensible, seuls sont présentés les résultats correspondant à deux scénarios extrêmes (une journée réelle et un scénario à forte contrainte de liquidité).

L'algorithme proposé préserve au maximum¹⁷ le principe du *Fifo* et pose deux conditions à l'appariement : montant unitaire supérieur à 15 millions d'euros, et écart entre les deux virements d'au plus 1 pour 10 000, ce qui correspond à une différence légèrement supérieure au taux Eonia sur un jour. Ce choix permet d'apparier les couples de virements correspondant au renouvellement d'un prêt *overnight*¹⁸.

Si ces conditions sont réunies, alors les virements appariés sont temporairement placés en tête des files d'attente pour l'optimisation bilatérale, ce qui garantit leur imputation si celle-ci est compatible avec les limites bilatérales et les positions des participants ; si elle échoue, les deux virements sont ramenés à leur rang normal selon l'ordre d'arrivée.

Les résultats des simulations font apparaître les qualités et les limites d'une telle routine : la réduction du recours à l'attente peut être spectaculaire si la structure des flux est favorable (division par 3 du DK) mais elle n'est pas systématique ; par ailleurs, la routine ne favorise pas tous les participants dans les mêmes proportions, les effets positifs éventuels concernant essentiellement un sous-groupe restreint.

Enfin, lorsque la liquidité disponible est très faible, l'écart entre les deux virements appariés, qui peut atteindre le million d'euros, cesse d'être négligeable en regard de la liquidité des participants ; par conséquent, leur regroupement risque d'influer sur les possibilités d'imputation des échanges à venir, et d'autant plus que les risques de *gridlock* sont importants ; ce phénomène se traduit dans deux simulations par une augmentation sensible des rejets.

Ces résultats invitent à étudier la combinaison de l'optimisation multilatérale partielle, pour sa capacité à réduire les risques de *gridlock*, avec la routine d'appariement des virements, pour sa capacité à réduire l'attente dans le système. Les résultats des simulations semblent confirmer cette synergie : le DK de fin de journée ainsi que le taux de rejets sont toujours plus faibles lorsque les deux mécanismes sont activés ensemble que lorsque seul l'un d'entre eux est activé.

3.3.4. Assistance automatisée aux transferts de liquidité

Le simulateur a également été mis à contribution pour tenter de déterminer dans quelle mesure les systèmes étaient susceptibles d'assister les participants en émettant des propositions de transferts de liquidité.

Une méthode volontairement simple a été employée pour déterminer un jeu de transferts qui a ensuite été substitué aux transferts réels dans les simulations. Cette méthode consiste à redistribuer la liquidité de chaque participant entre TBF et PNS, toutes les heures à partir de l'ouverture de PNS.

¹⁷ Il n'étudie l'imputation prioritaire de virements appariés que lors de l'arrivée du deuxième virement en file d'attente.

¹⁸ L'écart maximal toléré est donc triplé les lundis (et serait doublé les lendemain de jours fériés bancaires), car le remboursement des prêts consentis le jour ouvré précédent s'effectuera dans ce cas à un taux voisin de l'Eonia sur trois jours au lieu d'un jour.

Si la liquidité du participant est insuffisante pour couvrir l'ensemble des opérations en attente à son débit dans les deux systèmes, une clé de répartition — 40 % PNS, 60 % TBF — (donc légèrement plus favorable à PNS que la réalité) est utilisée. Dans le cas contraire, la liquidité du participant est d'abord apportée à concurrence de ses besoins dans chacun des systèmes (c'est-à-dire du montant des opérations en attente à son débit dans ce système) et l'excédent éventuel de liquidité est ensuite réparti entre les systèmes suivant la même clé de répartition : 40 % PNS, 60 % TBF.

Effets simulés de l'automatisation complète des transferts (sans OMP)

Valeurs moyennes sur la période	(en pourcentage)				
	Imputation différée dans TBF (en % des capitaux échangés)	DK TBF	Imputation différée dans PNS (en % des capitaux échangés)	DK PNS	Opérations rejetées dans PNS (en % des capitaux échangés)
<i>Transferts de liquidité réels</i>	13,9	18,10	57,9	45,28	0,0
<i>Transferts de liquidité automatiques</i>	16,9	25,98	41,9	19,58	0,5

L'automatisation des transferts selon la clé choisie semble accroître nettement ¹⁹ la fluidité de PNS (DK – 25), en ne réduisant que modérément ²⁰ celle de TBF (DK + 8). Les transferts générés par cette méthode apparaissent donc tout à fait viables, même si leur efficacité n'est pas comparable à celle des transferts réels décidés par les participants eux-mêmes avec les outils de prévision dont ils disposent. Il est toutefois probable que, faute d'une réactivité suffisante, l'efficacité des transferts automatiques entre les deux systèmes chuterait rapidement si la liquidité totale qui leur est apportée diminuait.

4. Approche de l'intérêt économique du couple TBF/PNS

Le simulateur permet d'apprécier quantitativement les principales caractéristiques globales de fonctionnement des systèmes, notamment leur encombrement, caractérisé ici par le coefficient DK, en fonction de certains scénarios de liquidité. Le positionnement des participants dans ces diagrammes de fonctionnement ²¹ permet d'obtenir des informations intéressantes sur les arbitrages effectués par ceux-ci en termes de coût.

¹⁹ L'existence d'une faible quantité d'opérations rejetées à la clôture de PNS provient du fait qu'une clé de répartition unique a été utilisée, alors que, dans un modèle plus raffiné, la part de liquidité affectée à PNS devrait augmenter juste avant la clôture pour permettre l'imputation optimale des opérations en attente.

²⁰ En effet, les capitaux échangés étant plus importants dans TBF que dans PNS, 25 unités du coefficient DK représentent un encombrement équivalent dans PNS à 110 unités dans TBF.

²¹ Cf. graphique pour PNS ; un graphe identique serait obtenu pour TBF en étudiant l'évolution du coefficient DK lorsque les apports de liquidité intrajournalière varient.

Si l'on reprend l'analyse du coût généralisé des systèmes effectuée par Schoenmaker, on peut distinguer, au-delà des composantes des coûts directement accessibles à l'administrateur et/ou aux participants (coûts fixes et variables du système liés aux conditions de facturation des opérations), le coût d'opportunité de la liquidité intrajournalière, le coût de l'attente et le coût lié au risque de défaillance.

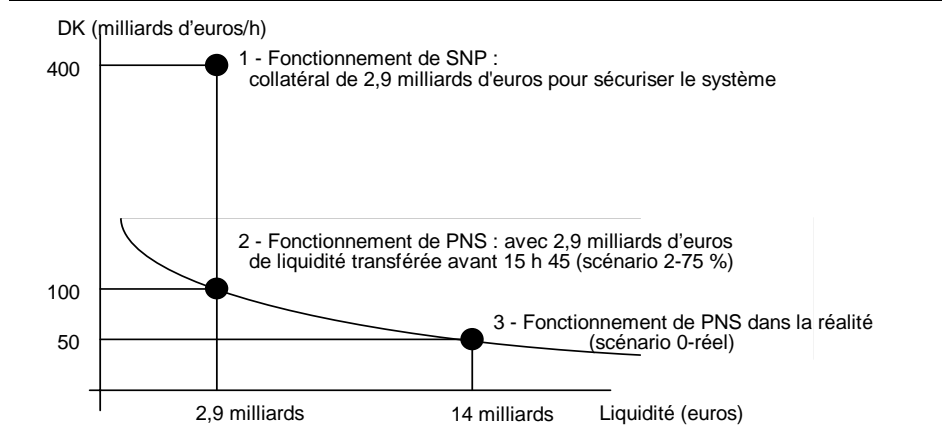
Si on fait l'hypothèse simplificatrice que, d'une part, le coût de l'attente est une fonction croissante de l'encombrement mesuré par le coefficient DK, et que, d'autre part, le coût d'opportunité de la liquidité intrajournalière est une fonction croissante de la liquidité intrajournalière, on peut considérer que les diagrammes de fonctionnement permettent de relier globalement le coût de l'attente au coût d'opportunité de la liquidité dans un système donné. Le point de fonctionnement réel du système dans ce diagramme est la traduction d'un arbitrage²² global entre attente et liquidité du point de vue des participants.

Il semble toutefois délicat d'établir une correspondance univoque entre coefficient DK et coût de l'attente, étant donné que les implications financières potentielles de l'attente sont très différentes selon la nature des transactions sous-tendues par chaque opération, et que, par ailleurs, aucun participant ne peut contrôler seul son recours à l'attente au moyen d'apports de liquidité : l'interdépendance des acteurs en limite et en répartit le bénéfice.

Quant au risque de défaillance tel que le définit Schoenmaker pour les systèmes à règlement net, il est généralement relié au coût de liquidité en considérant le coût d'évitement que représente la sécurisation du système. TBF et PNS étant des systèmes à finalité continue, ce risque y est nul ; en outre, PNS met à disposition des participants un outil leur permettant de gérer en temps réel leur propre exposition, par le jeu des limites bilatérales.

Dans ce cadre d'analyse, il est possible de comparer le couple TBF/PNS actuel au couple TBF/SNP antérieur au 19 avril 1999, à partir des résultats obtenus. L'évolution et les gains de fluidité sont apparents sur une représentation bidimensionnelle de ce type.

Diagramme de fonctionnement



²² La pente du diagramme de fonctionnement au point correspondant au scénario réel peut théoriquement être reliée à l'élasticité du coût de l'attente par rapport au coût de la liquidité intrajournalière, caractéristique des participants.

Entre SNP et PNS on passe d'une situation (1), où avec 2,9 milliards d'euros de collatéral mobilisés par l'ensemble des participants dans la période de fonctionnement de SNP²³, le coefficient DK était de l'ordre de 400 et où un risque de défaillance subsistait, le système étant sécurisé contre la seule défaillance du plus gros débiteur dans la logique des normes Lamfalussy, à une situation (3), où avec 14 milliards d'euros de collatéral mobilisés sur la même période, le système présente un DK de 50 mais ne comporte plus de risque de défaillance.

Le gain de 350 unités de DK s'explique :

- pour 300, par les caractéristiques intrinsèques du système PNS, qui, à montant de collatéral mobilisé équivalent, soit 2,9 milliards d'euros, ne présenterait plus qu'un DK de 100 environ, comme l'indiquent les simulations réalisées selon les scénarios 2-75 % et 2-100 % ;
- pour 50, par une mobilisation de liquidité intrajournalière supplémentaire dans PNS, qui provient exclusivement d'une meilleure utilisation de la liquidité déjà présente dans TBF sur la période de fonctionnement de PNS, amélioration rendue possible par la fonctionnalité de transferts de liquidité ouverte entre TBF et PNS.

Cette analyse peut être complétée au niveau du couple TBF + PNS. L'étude de la quantité totale de collatéral mobilisé pour l'imputation des échanges réalisés dans les systèmes couplés confirme qu'il n'y a pas eu globalement de collatéral supplémentaire mobilisé avec le démarrage de PNS, donc pas d'augmentation du coût d'opportunité de la liquidité. De même, comme la ponction de liquidité sur TBF pendant la période d'ouverture de PNS ne s'est pas traduite par une augmentation du DK, une réduction du coût d'attente a été obtenue au niveau global. Enfin, bien sûr, le risque de défaillance a été réduit.

Le simulateur de systèmes de règlement a été utilisé comme un outil à la fois statistique et prospectif : il propose une quantification de l'importante marge de manœuvre, pressentie au niveau de PNS, en termes d'injection de liquidité intrajournalière ; il permet de justifier la nécessité d'une procédure d'optimisation multilatérale pour éviter les situations de *gridlocks*, ou encore d'apprécier l'intérêt d'une routine d'appariement des virements, éventuellement combinée avec la précédente. Dans tous ces emplois, il permet de chiffrer les paramètres de fonctionnement des systèmes sous différentes configurations, et peut donc fournir une aide à leur conception ou à leur supervision. Il contribue également à l'évaluation de l'efficacité économique des systèmes, en attribuant l'origine des gains obtenus dans le couple TBF + PNS en termes de coût d'attente, pour 1/8 à une meilleure utilisation de la liquidité dans TBF, et pour 7/8 aux caractéristiques intrinsèques du système PNS.

Il permet enfin de souligner que le fonctionnement d'un système tel que PNS est d'autant plus efficace et économe en liquidité qu'il fait l'objet d'une surveillance active de son administrateur et d'un comportement coopératif de ses participants.

²³ SNP était protégé contre la défaillance du participant au solde débiteur le plus élevé par la constitution d'un *pool* de collatéral d'environ 2,9 milliards d'euros.

Les premières études réalisées sont loin d'avoir épuisé les apports possibles de cette modélisation. Ainsi, l'étude de la routine d'optimisation multilatérale partielle peut être approfondie, afin d'évaluer un horaire optimal ou l'intérêt d'un couplage avec la procédure d'optimisation bilatérale ; à moyen terme, l'évolution des flux ou de la liquidité disponible peut également conduire à examiner l'algorithmique du système TBF.

Par ailleurs, le simulateur lui-même peut certainement être amélioré selon de multiples aspects, par exemple en développant un module de gestion intrajournalière des limites bilatérales dans PNS, ou encore en modélisant la possibilité d'orienter les opérations vers l'un ou l'autre des systèmes. En définitive, il peut être rentable pour les gestionnaires de systèmes de règlement de développer et maintenir un simulateur de ce type, afin de pouvoir l'exploiter dès que l'évolution des systèmes réclame la conduite d'une analyse statistique ou prospective.

Bibliographie

Berger A. Hancock D. et Marquardt J. (1996) : « A Framework for Analysing Efficiency, Risks, Costs and Innovations in the Payments System », *Journal of Money, Credit and Banking*, 28 (4, ii), novembre, p. 696-732.

Borio C. (1995) : *Payment and Settlement Systems: Trends and Risk Management*, Research in Financial Services Private and Public Policy, Vol. 7, p. 87-110.

Koponen R. et Sörämäki K. (1998) : *Intraday Liquidity Needs in a Modern Interbank Payment System – A Simulation Approach*, Bank of Finland Studies, E 14.

Rochet J.-C. et Tirole J. (1996) : « Controlling Risk in Payment Systems », *Journal of Money, Credit and Banking*, 28 (4, ii), novembre, p. 832-862.

Schoenmaker D. (1995) : « A Comparison of Alternative Interbank Settlement Systems », Discussion Paper Series – London School of Economics Financial Markets Group, *Discussion Paper*, n° 204.

L'activité de *Target* et des systèmes de paiement de montant élevé en euros au troisième trimestre 1999

En moyenne sur le troisième trimestre 1999, 303 527 opérations pour un montant de 1 285 milliards d'euros ont été traitées chaque jour dans les systèmes de règlement brut en temps réel et les systèmes nets de montant élevé en euros. Les montants échangés dans ces systèmes ont été inférieurs à ceux du trimestre précédent (1 315 milliards d'euros), du fait d'une activité moins soutenue pendant la période estivale. La répartition des flux en volume et en valeur n'a cependant pas été modifiée depuis le début de l'année 1999 et les systèmes à règlement brut en temps réel tiennent toujours une place prépondérante dans les circuits de paiement.

*Direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange
Service des Règlements interbancaires de montant élevé (SRIME)*

1. *Target* et les autres systèmes de transfert de fonds

Le système *Target* (composantes domestique et transfrontière) a traité en moyenne quotidienne, durant le troisième trimestre, 163 023 opérations pour 884 milliards d'euros, soit, respectivement, 54 % en nombre et 69 % en montant du total des ordres traités dans les systèmes de paiement de montant élevé en euros. Le reste des opérations a transité par les autres systèmes de transfert de fonds (systèmes nets), qui ont traité en moyenne, au cours de cette même période, 400 milliards d'euros par jour pour un volume de 140 504 opérations. Euro 1, système de l'Association bancaire pour l'euro, compte pour 13 % des capitaux échangés (167 milliards d'euros/jour pour 71 617 opérations), *EAF*, le système allemand, pour 11 % (141 milliards d'euros/jour) et *PNS*, le système français, pour 7 % (90 milliards d'euros/jour), cette part demeurant stable depuis le démarrage de *Target*.

En ce qui concerne les seules opérations transfrontière, au cours de ce même trimestre, *Target* a compté pour 27 % en valeur et 10 % en volume (354 milliards d'euros/jour pour 30 000 opérations) de l'ensemble des paiements de montant élevé en euros. La part des opérations transfrontière dans les flux traités par le système *Target*, au cours de cette même période, représente en moyenne 40 % en valeur et 18 % en volume, sans changement d'un trimestre à l'autre — l'essentiel des virements étant des transferts interbancaires liés au règlement de transactions sur le marché interbancaire et d'opérations de gestion de trésorerie —, et leur montant moyen s'établit à 12 millions d'euros.

2. Les systèmes de paiement de montant élevé de la place de Paris (*TBF* et *PNS*)

Le système à règlement brut en temps réel TBF, dans ses composantes domestique et transfrontière, a traité 9 475 opérations en moyenne par jour au troisième trimestre 1999 pour un montant de 245 milliards d'euros, chiffre légèrement en retrait par rapport à la moyenne du trimestre précédent (255 milliards) du fait d'une activité moins soutenue durant la période estivale, phénomène qui a affecté l'ensemble des systèmes de paiement de montant élevé. La part des opérations transfrontière dans TBF s'établit pour la même période à 23,2 %, soit une part supérieure à celle constatée pour les trimestres précédents (21,9 % pour le deuxième et 20 % pour le premier). Enfin, le système *PNS* (*Paris Net Settlement*) a traité en moyenne 90 milliards d'euros/jour pour 18 919 opérations au troisième trimestre.

Le collatéral mobilisé pour obtenir auprès de la Banque de France du crédit intrajournalier dans le système TBF représente, au troisième trimestre, un total de 31 milliards d'euros/jour en moyenne, montant voisin de celui mobilisé pour les deux premiers trimestres. La part des créances privées dans le total du financement intrajournalier se monte pour la même période à 47 % (contre, respectivement, 36 % et 43 % aux premier et deuxième trimestres), confirmant ainsi leur place prépondérante, tandis que les titres français négociables en représentent 44 % et les titres étrangers mobilisés par l'intermédiaire du Modèle de banque centrale correspondante (MBCC) 9 %.

Au total, les systèmes de paiement de montant élevé en euros de la place de Paris ont traité 335 milliards d'euros/jour au troisième trimestre 1999 (contre 360 milliards au premier et 349 milliards au deuxième) pour 28 394 opérations (contre 28 902 au premier trimestre et 28 621 au deuxième). La part de la place de Paris dans les systèmes de paiement de montant élevé en euros s'établit à 25,9 % sur le troisième trimestre et représente, avec les systèmes de paiement de montant élevé allemands (24 %), près de la moitié, en valeur, du total des flux en euros échangés quotidiennement.

Enquête financière – Troisième trimestre 1999

*Direction de la Conjoncture
Service des synthèses conjoncturelles*

Méthodologie de l'enquête

L'enquête financière, de périodicité trimestrielle, est une enquête de tendance menée, par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France, auprès des établissements de crédit qui sont interrogés sur leur comportement et sur celui de l'ensemble des entreprises et des particuliers. Les questions visent à saisir, sous forme de notations chiffrées, des évolutions (passées ou prévues) relatives aux marchés de prêts et placements et des opinions relatives à des situations (trésoreries, endettement global des entreprises et des particuliers, patrimoine financier des particuliers). Les réponses sont pondérées en fonction de l'importance de l'activité clientèle de l'établissement interrogé, le critère variant selon la nature de la question. Les chiffres ainsi obtenus donnent une mesure synthétique de l'écart entre la proportion des informateurs qui estiment qu'il y a eu progression ou qu'une situation est favorable (trésoreries, patrimoine financier des particuliers) ou importante (endettement global) et celle des informateurs jugeant qu'il y a eu fléchissement ou qu'une situation est défavorable ou faible.

Vue d'ensemble

Les principales évolutions financières intervenues au cours du troisième trimestre 1999 sont les suivantes.

Situation des entreprises et des particuliers

La trésorerie des entreprises s'est, dans l'ensemble, légèrement resserrée, sous l'effet de facteurs largement saisonniers, mais elle demeure aisée. Les difficultés de paiement ont continué de se réduire grâce à la progression des résultats d'exploitation. Les besoins en fonds de roulement ont néanmoins augmenté, en raison d'une reconstitution des stocks, due notamment à des anticipations favorables d'évolution de l'activité ; aussi les utilisations nouvelles de crédits à court terme se sont-elles inscrites en légère hausse, pour le deuxième trimestre consécutif.

Les dépenses d'investissement des entreprises ont connu une nouvelle progression, d'ampleur moindre cependant que durant les périodes précédentes, mais qui a nourri un nouvel accroissement des crédits à moyen terme.

Le patrimoine financier des ménages s'est légèrement contracté, après la forte hausse du trimestre précédent. Le niveau d'endettement global des particuliers a également enregistré un léger recul, tout en restant supérieur au niveau observé un an auparavant. Les utilisations de prêts immobiliers ont continué de progresser, mais à un rythme un peu moins soutenu qu'au cours des trimestres précédents.

Au cours du quatrième trimestre 1999, selon les établissements bancaires interrogés, la demande de crédit devrait progresser à un rythme un peu moins rapide ; un ralentissement du courant d'investissement est, en effet, attendu et la demande de crédit émanant des particuliers devrait être un peu moins soutenue.

Situation des établissements de crédit

La compétition entre établissements de crédit est restée vive ; elle a perdu un peu de son intensité dans le domaine du crédit, mais s'est renforcée en matière de placements.

La hausse des taux de marché à long terme a été à l'origine d'un redressement des conditions débitrices.

Dans ce contexte, la tendance à l'amenuisement des marges a pu être limitée.

1. Le comportement des établissements de crédit

Au cours du troisième trimestre 1999, la concurrence, toujours très forte, a cependant perdu un peu de sa vigueur dans le domaine de la distribution du crédit, tandis qu'elle augmentait très légèrement sur les placements. Du fait de la remontée des taux, les conditions débitrices se sont redressées ; les conditions créditrices appliquées à la clientèle particulière ont poursuivi leur diminution, en liaison avec la baisse des taux réglementés. Ainsi, le mouvement d'érosion des marges bancaires tend à s'atténuer.

Le comportement des établissements de crédit

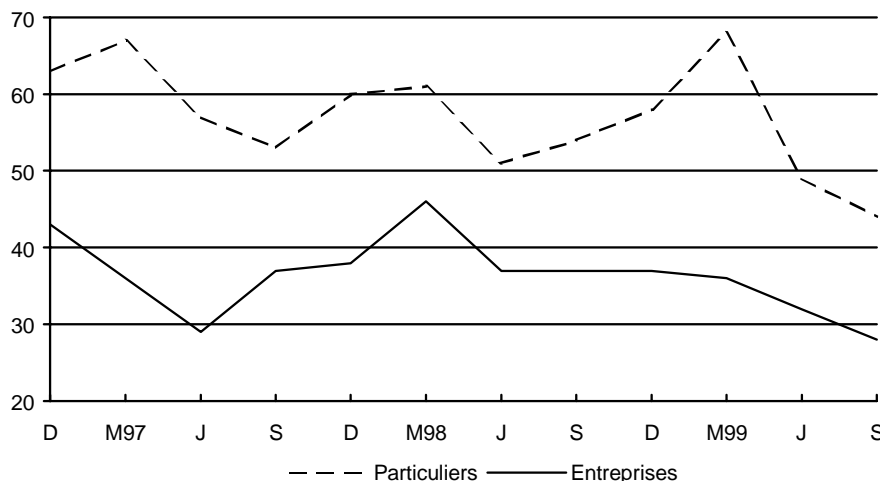
Soldes des opinions

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1 ^{er} trim. 1999	2 ^e trim. 1999	3 ^e trim. 1999
Concurrence sur les placements des particuliers	27	19	23	14	12	15	11	19
des entreprises	17	25	19	11	13	9	8	11
Concurrence sur les crédits aux particuliers	69	70	69	74	75	69	71	60
aux entreprises	54	61	64	56	52	45	50	42
Stratégie prévue pour les placements des particuliers	47	45	38	36	33	36	25	36
des entreprises	23	24	17	20	19	14	11	21
Stratégie prévue pour les crédits des particuliers	60	61	51	54	58	68	49	44
des entreprises	38	46	37	37	37	36	32	28
Rémunération des placements des particuliers	- 10	- 14	- 41	- 26	- 22	- 29	- 6	- 21
des entreprises	- 3	- 10	- 11	- 19	- 22	- 24	- 7	5
Taux des crédits aux particuliers	- 24	- 36	- 35	- 52	- 49	- 52	- 12	44
aux entreprises	- 16	- 35	- 38	- 43	- 43	- 43	- 6	28
Prix des services aux particuliers	11	21	11	11	9	20	10	12
aux entreprises	13	22	4	5	1	14	13	8
Marges bancaires	- 28	- 31	- 27	- 27	- 19	- 27	- 18	- 14
Évolution prévue de la demande de crédit	35	46	46	36	34	43	46	30

Stratégie prévue pour les crédits

(soldes d'opinions – séries brutes)



En matière de crédit

Sur le marché des *particuliers*, la compétition est demeurée très soutenue, bien qu'un peu en retrait par rapport aux trimestres précédents. La stratégie des banques, toujours très agressive, vise, en priorité, les produits d'appel, tels que les crédits immobiliers, dont la demande a été amplifiée, en août, par la perspective de l'expiration du dispositif « Périssol ». Pour ces crédits, la concurrence porte principalement sur les taux offerts, mais elle s'exerce aussi sur les éléments annexes, tels que les frais de dossier, les garanties ou les primes d'assurance. Dans le domaine des crédits de trésorerie, les banques accompagnent le dynamisme actuel de la consommation des ménages, en proposant des taux à court terme très attractifs.

Sur le marché des *entreprises*, la vigueur de la compétition s'est légèrement atténuée. La hausse des taux à long terme, conjuguée au ralentissement du courant d'investissement, après un premier semestre particulièrement dynamique, a pesé sur la demande de crédits à moyen et long termes, d'autant que les entreprises ne sont guère incitées à s'endetter davantage à court terme, en raison de l'aisance de leur situation financière. Afin de conserver une offre de crédit attractive pour les entreprises, certains établissements bancaires ont réactivé des formules de prêts bonifiés.

En matière de placements

À l'approche de la fin d'année, la concurrence pour la collecte des fonds s'est un peu renforcée, afin, notamment, de faire face à des besoins ponctuels de liquidité des entreprises clientes, liés au passage à l'an 2000 (par exemple, constitution de stocks plus importants dans la crainte d'une rupture d'approvisionnement de matières premières, provoquée par un « bogue » informatique chez les fournisseurs). Dans l'ensemble, cependant, la compétition demeure de faible intensité et l'offre des établissements bancaires apparaît assez uniforme, portant principalement sur des produits d'assurance-vie ou sur des OPCVM.

Évolution des taux d'intérêt, des prix des services et des marges bancaires

Si la remontée des taux à long terme a provoqué un redressement des conditions débitrices, plus marqué pour les particuliers que pour les entreprises, elle ne s'est que partiellement répercutée sur les conditions créditrices appliquées aux particuliers, qui ont continué de se réduire, du fait, notamment, de la baisse des taux réglementés intervenue à compter du 1^{er} août ; s'agissant des entreprises, les taux créditeurs n'ont que très faiblement augmenté au cours du troisième trimestre. Les prix des services ont été revus en légère hausse, grâce à l'application de plus en plus systématique de formules de « forfaitisation » des services offerts à la clientèle. Ces évolutions ont permis de limiter le mouvement d'érosion des marges bancaires.

Évolution prévue de la demande de crédit

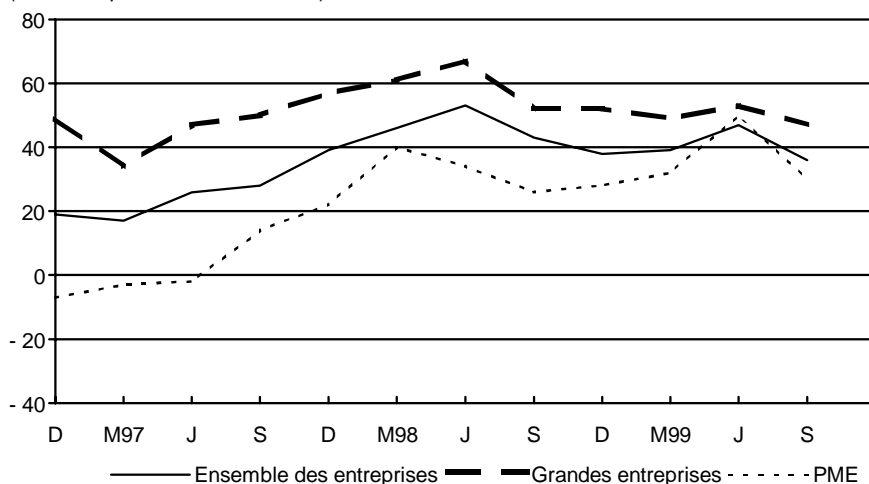
Les établissements interrogés prévoient une progression un peu moins soutenue de la demande de crédit, au cours du dernier trimestre de 1999, du fait du ralentissement attendu du courant d'investissement des entreprises et d'un moindre dynamisme de la demande de crédits immobiliers émanant des particuliers.

2. Le comportement des entreprises**Soldes des opinions portées par les établissements de crédit sur l'ensemble des entreprises***(en données brutes)*

Évolutions passées, sauf indications contraires	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1 ^{er} trim. 1999	2 ^e trim. 1999	3 ^e trim. 1999
Situation de trésorerie en fin de période								
Ensemble des entreprises	39	46	53	43	38	39	47	36
Grandes entreprises	57	61	67	52	52	49	53	47
PME	22	40	34	26	28	32	50	30
Situation de trésorerie prévue								
Ensemble des entreprises	15	26	29	16	16	12	25	18
Grandes entreprises	29	39	39	20	23	19	32	23
PME	16	23	20	7	6	9	18	17
Difficultés de paiement	- 16	- 22	- 33	- 29	- 27	- 21	- 18	- 19
Résultats bruts d'exploitation	33	34	56	37	29	34	38	36
Besoins en fonds de roulement	- 4	2	15	9	12	9	19	17
Investissements globaux	34	41	53	43	37	24	56	42
Autorisations nouvelles et renouvellements de crédits à court terme	- 5	- 6	3	4	- 1	0	13	9
Utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes	32	34	47	39	28	28	53	43
Situation de l'endettement global	- 12	- 14	- 9	- 5	- 10	- 6	11	10
Dépôts à vue (encours moyen)	32	32	36	32	22	25	28	31
Placements nouveaux liquides	- 11	- 1	- 8	1	- 10	- 20	- 4	- 9
Placements nouveaux en titres négociables	13	15	11	12	8	13	19	12
dont : Titres d'OPCVM	14	20	17	15	10	16	25	24
Évolution prévue de la demande de crédit de trésorerie	6	5	10	8	11	6	15	15
Évolution prévue de la demande de crédit à moyen et long termes	36	44	48	27	21	29	44	32

Situation de trésorerie des entreprises

(soldes d'opinions – séries brutes)



Sous l'effet de facteurs largement saisonniers (baisse de la production et des règlements durant les congés d'été), la situation de trésorerie des entreprises s'est légèrement contractée au troisième trimestre 1999. Après la très forte progression observée le trimestre précédent, les trésoreries des petites et moyennes entreprises se sont resserrées, alors que celles des grandes entreprises n'ont guère varié. Au total, la situation financière des entreprises continue, toutefois, d'apparaître très satisfaisante dans l'ensemble et retrouve son niveau de la fin de 1998.

Au cours des prochains mois, la trésorerie des entreprises devrait, de nouveau, s'étoffer.

Les difficultés de paiement se sont encore réduites au cours du troisième trimestre. Les résultats bruts d'exploitation se sont nettement accrus, sous l'effet, principalement, d'une très bonne tenue du marché intérieur et du dynamisme retrouvé des ventes à l'étranger. Les besoins en fonds de roulement ont, néanmoins, continué d'augmenter en raison, principalement, d'une reconstitution des stocks due à des anticipations favorables d'évolution de la demande au cours des prochains mois, ainsi qu'à la hausse des prix des matières premières et aux craintes liées au passage à l'an 2000. Afin de financer cette progression des besoins en fonds de roulement, les utilisations nouvelles de crédits à court terme se sont inscrites en hausse pour le deuxième trimestre consécutif.

Les dépenses d'investissement se sont, de nouveau, sensiblement accrues au troisième trimestre 1999, à un rythme, toutefois, légèrement inférieur à celui observé le trimestre précédent. Cette décélération serait largement due à des facteurs saisonniers (moindre mise en place de programmes d'investissement durant les mois d'été), car, selon les banquiers interrogés, un rebond sensible de l'investissement a été constaté en septembre. Ces dépenses résultent, pour une part grandissante, d'opérations de croissance externe par fusion ou par acquisition d'entreprises, dans une stratégie de gains de parts de marché. Par ailleurs, les investissements de productivité et de renouvellement de matériel sont demeurés dynamiques. Les utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes ont ainsi connu une nouvelle progression au cours du trimestre. La légère remontée des taux à moyen et long termes, observée en fin de période, semble néanmoins avoir incité un plus grand nombre d'entreprises à autofinancer pour partie leurs investissements.

Le niveau de l'endettement global n'a guère varié au troisième trimestre, après la forte croissance observée au deuxième trimestre, et apparaît supérieur à la normale, mais les établissements de crédit interrogés ne jugent pas cette situation inquiétante.

L'encours des dépôts à vue s'est légèrement accru pour le deuxième trimestre consécutif, tandis que les placements en titres d'OPCVM poursuivaient leur progression.

Au cours des prochains mois, la demande de crédits de trésorerie devrait enregistrer une nouvelle hausse. La demande de prêts à moyen et long termes poursuivrait sa progression, à un rythme un peu moins soutenu cependant.

3. Le comportement des particuliers

3.1. Les comportements d'épargne

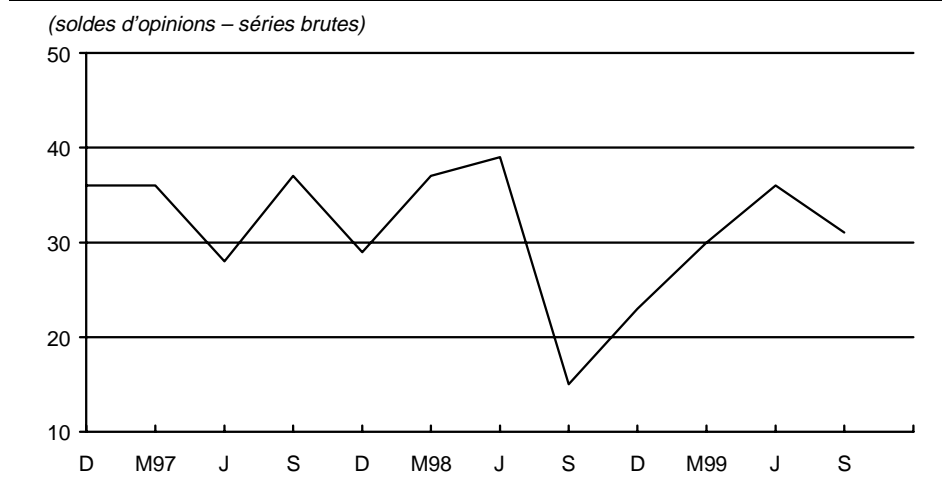
Le patrimoine financier des ménages s'est très légèrement contracté au troisième trimestre, après la forte appréciation observée le trimestre précédent, et retrouve un niveau équivalent à celui du premier trimestre. Les réallocations de portefeuille, particulièrement importantes au cours de ce trimestre, ont été de nouveau favorables aux placements en actions et en assurance-vie.

Soldes des opinions portées par les établissements de crédit sur l'épargne des particuliers

(en données brutes)

Évolutions passées	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1 ^{er} trim. 1999	2 ^e trim. 1999	3 ^e trim. 1999
Situation du patrimoine financier	29	37	39	15	23	30	36	31
Encours moyens des dépôts à vue	38	6	50	38	33	23	44	51
Encours moyens des livrets	36	58	5	19	- 8	- 11	0	- 25
Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôt	- 49	- 42	- 36	- 33	- 41	- 44	- 46	- 39
Placements nouveaux en PEL	29	33	27	6	21	42	12	20
Placements nouveaux en PEP	24	12	- 6	- 14	- 12	- 30	- 33	- 29
Placements en actions	33	46	48	- 20	39	38	60	37
Placements en obligations	- 8	- 5	- 6	- 2	1	- 8	- 6	- 3
Placements en OPCVM court terme	- 39	- 28	- 28	- 16	- 12	- 8	6	9
Placements en autres OPCVM	6	36	49	16	37	45	49	42

Patrimoine financier des particuliers



Comme au trimestre précédent, les encours moyens des dépôts à vue des particuliers ont sensiblement progressé au troisième trimestre. Cette augmentation provient principalement de la baisse des taux administrés, intervenue au cours de l'été, qui a accru la désaffection des particuliers pour les placements réglementés.

En effet, les mouvements de réallocation de portefeuille effectués au cours du troisième trimestre 1999 sont apparus très défavorables aux placements en plans d'épargne populaire, en comptes à terme et en certificats de dépôt, et aux placements sur livrets. La baisse des encours moyens sur livrets est ainsi la plus forte observée depuis le premier trimestre 1993.

Les arbitrages de portefeuille sont restés favorables aux placements en actions, même si le rythme de progression de ceux-ci est resté inférieur à celui du trimestre précédent. Ces placements, soutenus par le mouvement de privatisation, ont, en effet, été modérés par l'évolution plus irrégulière des cours de bourse observée au troisième trimestre. Les placements en OPCVM actions ont de nouveau nettement progressé.

Par ailleurs, la désaffection des particuliers pour les produits d'épargne réglementée n'a eu qu'un impact très limité sur les placements en plans d'épargne-logement, qui se sont accrus à un rythme supérieur à celui observé au deuxième trimestre.

Les placements nouveaux en produits d'assurance-vie ont, eux aussi, nettement augmenté.

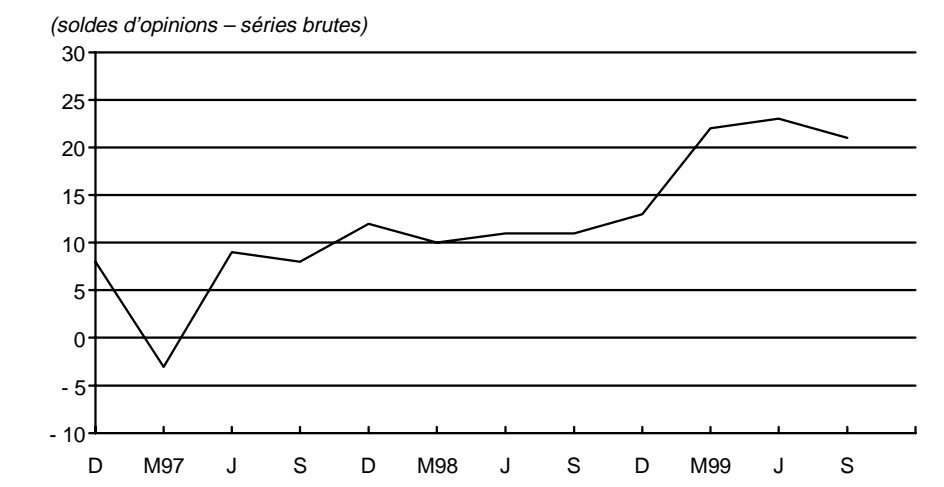
3.2. Les comportements d'endettement

Soldes des opinions portées par les établissements de crédit sur l'endettement des particuliers

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1 ^{er} trim. 1999	2 ^e trim. 1999	3 ^e trim. 1999
Situation de l'endettement global	12	10	11	11	13	22	23	21
Difficultés de paiement	- 2	- 5	- 7	- 6	- 5	- 4	- 2	- 5
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie	31	28	34	23	37	16	33	27
Utilisations nouvelles de prêts personnels	45	48	58	43	65	51	61	45
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers	64	42	71	54	68	73	101	64
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie	31	51	46	41	33	39	28	29
Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers	30	60	54	46	47	59	39	20

Endettement global des particuliers



Le niveau d'endettement global des particuliers s'est faiblement replié au troisième trimestre, tout en restant nettement supérieur au niveau observé un an auparavant.

Les difficultés de paiement ont encore légèrement diminué, alors que les utilisations nouvelles de prêts personnels et, dans une moindre mesure, de crédits de trésorerie sont apparues très dynamiques. La bonne tenue de la consommation des ménages, au troisième trimestre, conjuguée à une politique commerciale des banques très active, explique cette évolution.

Les utilisations nouvelles de prêts immobiliers ont de nouveau connu une forte augmentation, dans un contexte marqué par des anticipations accrues de hausse des taux à long terme. La fin du dispositif « Périssol » a, par ailleurs, accentué, de façon ponctuelle, ce mouvement.

Au cours des prochains mois, selon les établissements interrogés, la demande de crédit devrait s'inscrire en hausse encore nette, pour les crédits de trésorerie, alors qu'une décélération des demandes de crédits immobiliers serait observée, dans la mesure où le dispositif « Besson » ne semble encore que partiellement prendre le relais des mesures « Périssol ». Néanmoins, selon les banquiers interrogés, la baisse du taux de TVA sur les travaux d'entretien-amélioration devrait soutenir la demande de crédits au quatrième trimestre.

Composition, évolution et structure des PEA à la fin du troisième trimestre de 1999

Selon les données communiquées par les établissements participant à l'enquête-titres de la Banque de France, l'encours des capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) s'élevait à fin septembre 1999 à 69,6 milliards d'euros, en progression de 4,2 % par rapport au trimestre précédent et de 23,0 % sur un an. Le nombre de PEA en fonctionnement (près de 4,6 millions) s'est accru de 5,4 % par rapport au trimestre précédent. La valeur moyenne d'un PEA était de 15 140 euros à fin septembre, pratiquement sans changement par rapport à juin 1999 ; à composition comparable, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était de 24 700 euros à fin mars 1999 (derniers chiffres disponibles).

Dans un contexte qui reste en 1999 favorable aux marchés d'actions — l'indice SBF 250 a progressé de 18,8 % au cours des trois premiers trimestres —, l'intérêt des épargnants pour le PEA demeure très soutenu, quel que soit le niveau de leurs placements (la valeur du PEA moyen varie entre 12 000 euros et 83 000 euros en fonction des trois catégories d'établissements où les comptes sont ouverts). La plupart des réseaux bancaires accompagnent ce mouvement en offrant des possibilités d'investissement programmé accessibles à toutes les catégories de ménages et proposent, notamment, une large gamme d'OPCVM éligibles au PEA, investis dans la zone euro.

L'enquête fait ressortir à la fin du troisième trimestre 1999 :

- *une progression en volume de la composante actions des plans d'environ 4 % d'un trimestre à l'autre ;*
- *une augmentation de leur nombre : 234 400 d'un trimestre à l'autre et près de 1,2 million sur un an ; cette progression exceptionnelle persiste depuis le quatrième trimestre de 1998.*

Monique CHOCRON
Lydie MARCHAND

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

Cette étude trimestrielle sur la composition des PEA a été réalisée, comme les précédentes, à partir des portefeuilles-titres de la clientèle des principaux établissements dépositaires¹. Les données présentées permettent d'apprécier l'évolution des titres placés sous dossier PEA au cours du troisième trimestre de 1999. Leur rapprochement avec les données sur les avoirs en titres des ménages provenant des enquêtes-titres permet de comparer les comptes PEA avec les portefeuilles de valeurs mobilières — actions, OPCVM « actions, diversifiés et garantis » et obligations —, dont ils sont une composante.

La première partie de cette étude est consacrée aux résultats obtenus pour l'ensemble des établissements sur la période considérée.

La seconde partie fournit une information détaillée en fonction du type d'établissement dans lequel les titres sont déposés : les banques d'affaires ou de portefeuilles et les sociétés de bourse, les trois grandes banques, les autres établissements.

1. Les résultats globaux

1.1. Évolution des titres placés sous dossier PEA

Composition, évolution et structure des PEA bancaires

	(montants en millions d'euros, variations et structure en %)				
	Montant		Variation	Structure	
	Juin 1999 (a)	Sept. 1999	Sept. 1999/ Juin 1999	Juin 1999	Sept. 1999
Actions	30 291	32 075	5,9	45,4	46,1
Titres d'OPCVM					
« actions, diversifiés et garantis »	36 481	37 529	2,9	54,6	53,9
Total	66 772	69 604	4,2	100,0	100,0
Nombre de PEA	4 362 976	4 597 418	5,4		

(a) Données révisées

En septembre 1999, la valeur des titres placés sous dossier PEA a progressé de 4,2 % par rapport à juin 1999 et s'élève à 69,6 milliards d'euros, contre 66,8 milliards à fin juin 1999, auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 4,3 milliards (dernier chiffre disponible à fin juin 1999, en forte augmentation par rapport à mars où il n'était que de 3,5 milliards d'euros et qui témoigne, lui aussi, du succès grandissant du produit).

Corrigés de l'évolution des indices de cours², les encours d'actions ont augmenté de 3,8 %.

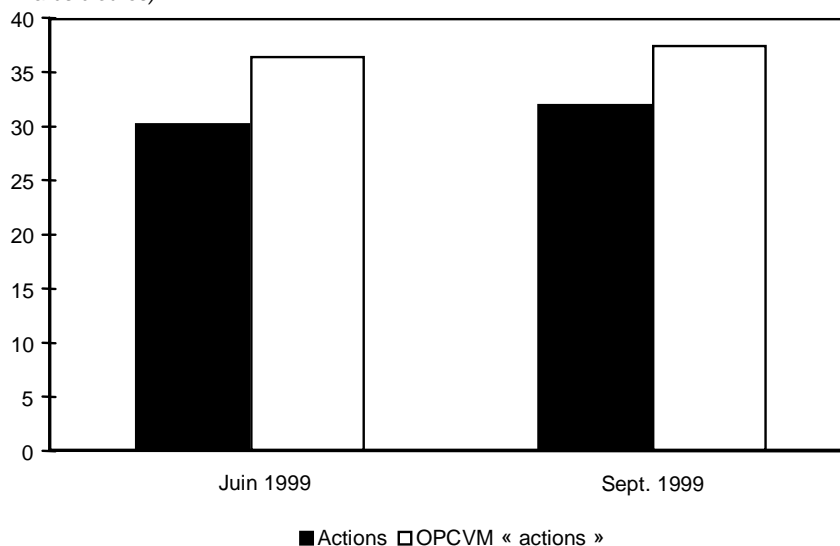
Le nombre de PEA, qui atteint pratiquement 4,6 millions, est en augmentation de 5,4 % par rapport au trimestre précédent. Il poursuit la progression régulière amorcée en 1997.

¹ Les principales banques, les sociétés de bourse, la Caisse des dépôts et consignations, les caisses d'épargne, La Poste et le Trésor public

² Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : + 2,1 % au troisième trimestre 1999

Évolution des composantes du PEA

(en milliards d'euros)



1.2. Comparaison entre les portefeuilles-titres et les PEA

Pour les établissements participant à l'enquête, une comparaison a pu être effectuée entre la composition des PEA et celle des portefeuilles limités aux catégories de titres éligibles au PEA (actions et OPCVM « actions, diversifiés et garantis »)³, appréhendés à partir des données trimestrielles de l'enquête-titres (derniers chiffres disponibles : mars 1999). On constate ainsi que, dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » était nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 17 points), alors que, au sein des dossiers PEA à fin septembre 1999, elle l'emporte de près de 8 points.

Encours et structure des portefeuilles-titres en mars 1999

(montants en millions d'euros, répartition en %)

	Montant	Répartition
Actions	84 380	58,7
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	59 262	41,3
Total	143 642	100,0

³ Selon la classification de la Commission des opérations de bourse (COB) entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1994

1.3. Part des valeurs gérées sous dossier PEA

Poids du PEA dans les portefeuilles-titres

	(en %)	
	Juin 1999	Septembre 1999
Actions	35,9	38,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	61,6	63,3
Poids du PEA par rapport aux valeurs éligibles	46,5	48,5
Poids du PEA dans les portefeuilles-titres (a)	21,5	22,4

(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères

À la fin du troisième trimestre 1999, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 22 % du total des portefeuilles-titres à fin mars 1999 (derniers chiffres disponibles).

L'importance relative dans les portefeuilles des titres gérés sous PEA a été, dès l'origine, plus grande pour les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » que pour les actions gérées en direct : l'écart atteignait 25 points à fin septembre 1999, plus de 63 % des titres d'OPCVM éligibles étant contenus dans les plans d'épargne en actions.

1.4. Composition du compte-titres moyen et du PEA moyen

Portefeuilles moyens

	(montants en euros)		
	Compte-titres moyen	PEA moyen	
	Mars 1999	Juin 1999	Sept. 1999
Actions françaises	6 707	6 943	6 977
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	4 710	8 361	8 163
Autres titres (a)	13 280	—	—
Portefeuille moyen	24 697	15 304	15 140

(a) Obligations françaises, valeurs étrangères et autres titres d'OPCVM

Au 31 mars 1999, on dénombrait environ 12,6 millions de comptes-titres.

Selon l'enquête, plus de 234 000 PEA supplémentaires ont été enregistrés au cours du troisième trimestre 1999.

Le montant moyen du PEA s'élevait à 15 140 euros à fin septembre 1999, en très légère diminution par rapport au trimestre précédent (– 1,1%). Ce montant peut être rapproché de celui du compte-titres moyen, toutes valeurs réunies, qui atteignait environ 24 700 euros au 31 mars 1999.

2. Les résultats détaillés

2.1. Évolution des placements sous dossier PEA

Composition et structure des PEA bancaires

(montants en millions d'euros, structure et variations en %)

	Montant		Structure		Variation
	Juin 1999	Sept. 1999	Juin 1999	Sept. 1999	Sept. 1999/ Juin 1999
<i>Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse</i>					
Actions	4 631	4 779	80,1	80,3	3,2
Titres d'OPCVM					
« actions, diversifiés et garantis »	1 150	1 173	19,9	19,7	2,0
Total	5 781	5 952	100,0	100,0	3,0
Nombre de PEA	69 257	72 256			4,3
<i>Les trois grandes banques</i>					
Actions	10 523	11 352	49,6	51,1	7,9
Titres d'OPCVM					
« actions, diversifiés et garantis »	10 702	10 854	50,4	48,9	1,4
Total	21 225	22 206	100,0	100,0	4,6
Nombre de PEA	1 007 944	1 052 624			4,4
<i>Autres établissements</i>					
Actions	15 137	15 944	38,1	38,5	5,3
Titres d'OPCVM					
« actions, diversifiés et garantis »	24 629	25 502	61,9	61,5	3,5
Total	39 766	41 446	100,0	100,0	4,2
Nombre de PEA	3 285 775	3 472 538			5,7

Le tableau ci-dessus montre que l'encours des PEA a augmenté chez les trois groupes d'établissements : plus de 4 % chez les trois grandes banques et les autres établissements et + 3 % chez les banques d'affaires.

La répartition par catégories d'établissements du nombre de comptes-PEA est restée stable : 1,6 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 22,9 % pour les trois grandes banques et 75,5 % pour les « autres établissements ».

Les évolutions qui sont intervenues au troisième trimestre 1999 n'ont pas modifié de manière sensible la structure des PEA gérés par les banques d'affaires, les sociétés de bourse et les « autres établissements ». En revanche, pour les trois grandes banques, l'orientation préférentielle vers les actions au détriment des titres d'OPCVM amorcée au quatrième trimestre de l'année précédente s'est poursuivie, se traduisant par une progression en volume des actions d'environ 6 %.

2.2. Part des valeurs gérées sous dossier PEA

Poids du PEA dans les portefeuilles-titres selon le type d'établissement

	<i>(en pourcentage)</i>	
	Juin 1999	Sept. 1999
<i>Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse</i>		
Actions	29,7	30,7
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	23,4	23,8
Poids du PEA dans les valeurs éligibles	28,2	29,0
Poids du PEA dans les portefeuilles-titres (a)	16,4	16,9
<i>Les trois grandes banques</i>		
Actions	34,3	37,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	52,4	53,2
Poids du PEA dans les valeurs éligibles	41,5	43,5
Poids du PEA dans les portefeuilles-titres (a)	18,6	19,4
<i>Autres établissements</i>		
Actions	39,7	41,8
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	72,6	75,2
Poids du PEA dans les valeurs éligibles	55,2	57,5
Poids du PEA dans les portefeuilles-titres (a)	24,7	25,7

(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères

À fin septembre 1999, les PEA représentaient 57,5 % des portefeuilles d'actions et d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » chez les « autres établissements », 43,5 % chez les trois grandes banques et 29 % chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentaient, respectivement, environ 19 % et 26 % du total pour les trois grandes banques et les « autres établissements », et 17 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

2.3. Comparaison des valeurs moyennes des comptes-titres et des PEA

À fin septembre 1999, la valeur moyenne du PEA représentait 50,7 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 68,6 % chez les « autres établissements » et 57,4 % chez les trois grandes banques⁴.

Le PEA moyen géré par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisait par une forte proportion d'actions (80 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » étaient majoritaires dans le PEA moyen des « autres établissements » (61,5 %). Pour les trois grandes banques, les parts respectives d'actions et de titres d'OPCVM étaient à peu près équivalentes.

⁴ Les résultats d'enquête plus détaillés sont disponibles sur demande (Tél. 01 42 92 52 87).

Les marchés mondiaux de matières premières au troisième trimestre 1999

Au troisième trimestre, les prix sur les marchés mondiaux de matières premières ont, dans l'ensemble, progressé.

Les cours des denrées alimentaires, mis à part ceux du maïs, du cacao et du café, se sont redressés.

Parmi les produits agricoles à usage industriel, les cours de la pâte à papier ont augmenté, tandis que ceux du coton, du caoutchouc et de la laine baissaient sensiblement.

Les prix des produits minéraux se sont tous accrus, notamment ceux du cuivre, du nickel et du zinc.

Sur le trimestre, l'indice Moody, exprimé en dollars, a augmenté de 3,59 %, tandis que l'indice Reuter, libellé en livres sterling, a diminué de 4,41 %.

L'indice Banque de France, qui reflète le coût des matières premières importées, hors énergie, est ressorti en hausse de 5,07 %. Les indices partiels relatifs aux coûts des produits agricoles à usage industriel et des produits minéraux ont progressé de, respectivement, 0,94 % et 11,39 %. Le sous-indice synthétisant les coûts des produits alimentaires s'est replié de 4,04 %.

Les cours du pétrole se sont accrus, principalement en raison d'un resserrement de l'offre et d'une réduction des stocks. Les prix du Brent, brut de référence de la Mer du Nord, ont bondi de 42,1 % par rapport à ceux de juin 1999, s'établissant en moyenne à 22,58 dollars en septembre 1999, contre 15,89 dollars en juin 1999. Les cours du Dubaï et du WTI se sont appréciés de, respectivement, 41,26 % et 31,79 %.

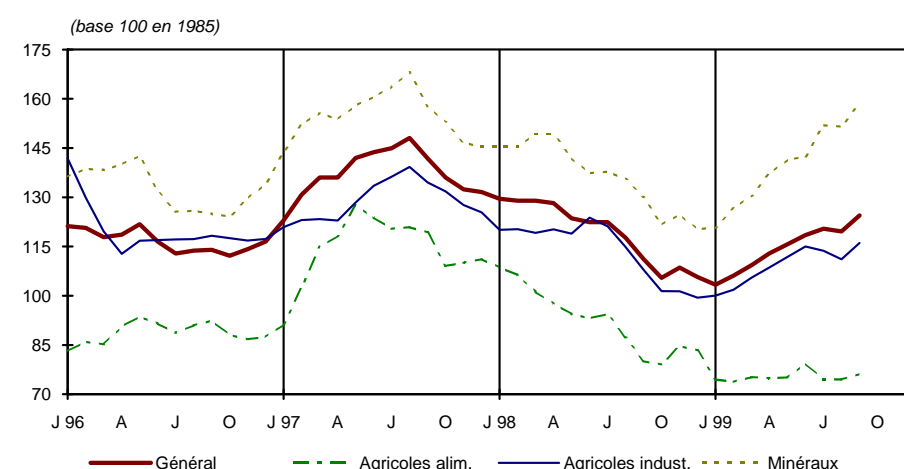
Évelyne FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Matières premières hors énergie

Cette étude retrace la tendance des marchés, telle qu'elle résulte des cours exprimés le plus souvent en dollars et en livres sterling. Les produits cités ne sont pas tous retenus dans les indices Moody, Reuter, INSEE et Banque de France qui, du reste, ont des systèmes de pondération différents. Aussi, les commentaires ci-après ne permettent-ils pas d'expliquer les variations des indices généraux de matières premières, ni surtout celles de l'indice Banque de France, qui représentent l'évolution du coût en monnaie nationale — donc après prise en compte des fluctuations de change — des seuls produits dont notre pays est importateur net.

Les évolutions sont calculées en glissement d'une fin de trimestre à l'autre.

Indice Banque de France des cours des matières premières (hors énergie)



(moyennes mensuelles, variations en pourcentage)

Indices	Juin 1999	Juillet 1999	Août 1999	Sept. 1999	Variation Sept. 99/Juin 99	Variation Sept. 99/Sept. 98
Indice général (base 100 en 1985)	118,47	120,45	119,63	124,48	5,07	11,98
Produits alimentaires (23,43 %)	79,38	74,60	74,51	76,17	- 4,04	- 4,91
Produits agricoles à usage industriel (25,21 %)	115,02	113,70	111,14	116,10	0,94	7,57
Produits minéraux (51,35 %)	142,36	151,96	151,53	158,57	11,39	21,96

1.1. Produits alimentaires

Les prix des produits alimentaires importés, après une hausse de 5,52 % au deuxième trimestre 1999, ont enregistré un repli de 4,04 % au troisième trimestre, selon l'indice Banque de France.

Céréales (blé : + 6,71 % ; maïs : - 4,67 % en cents/boisseau)

— Les prix du *blé*, après s'être situés, au deuxième trimestre, à leur plus bas niveau depuis vingt ans, se sont accrus de 6,71 % au cours de la période sous revue, en raison de perspectives de consommation plutôt orientées à la hausse.

La *consommation* mondiale de blé pour la campagne 1999-2000 pourrait, en effet, atteindre 583 millions de tonnes et être, pour la première fois depuis cinq ans, supérieure à l'*offre*, entraînant une baisse des *stocks* de 15 millions de tonnes.

Les échanges mondiaux se situeraient aux alentours de 100 millions de tonnes, soit une progression de 5 millions de tonnes par rapport à la précédente campagne céréalière.

– En ce qui concerne le *maïs*, les prix se sont repliés de 4,67 % au cours du troisième trimestre.

Malgré des conditions climatiques défavorables, la prochaine *récolte américaine* pourrait être supérieure à 250 millions de tonnes et atteindre ainsi un niveau record.

La *production européenne* de maïs serait stable (32 millions de tonnes environ).

En regard, la *demande* est plutôt terne.

Soja (tourteaux : + 7,47 % en dollars/tonne ; graines : + 6,26 % en cents/boisseau)

Les cours du *soja* ont sensiblement progressé. Au troisième trimestre 1999, la hausse atteint 7,47 % pour les tourteaux et 6,26 % pour les graines, en raison, notamment, d'une révision à la baisse de la récolte aux États-Unis. En effet, la sécheresse et les dommages causés par l'ouragan Floyd ont conduit les agriculteurs américains à abandonner 475 000 hectares de soja.

Le niveau des *stocks* a également été revu à la baisse.

De son côté, la *demande* est plutôt soutenue.

Café (Robusta : – 9,92 % en dollars/tonne ;
Arabica : – 21,42 % en cents/livre britannique)

Au troisième trimestre 1999, les cours du *café* ont chuté à leur plus bas niveau depuis cinq ans, les perspectives étant toujours aussi moroses.

L'*offre* mondiale est pléthorique. L'APC (Association des pays producteurs de café) a relevé ses prévisions pour la prochaine récolte mondiale, qui pourrait être supérieure à 105,8 millions de sacs de 60 kg.

Au Brésil, les conditions climatiques sont excellentes. La production pourrait atteindre 40 millions de sacs de 60 kg l'an prochain, soit près du double de la récolte de cette année.

La tendance est également à la hausse chez les autres pays producteurs, notamment en Amérique centrale ainsi qu'au Mexique.

La *consommation* mondiale serait en hausse limitée (+ 1,5 %) et s'établirait à 100 millions de sacs.

Les *stocks* mondiaux sont très abondants, en particulier aux États-Unis et au Brésil.

Cacao (– 16,29 % en livres sterling/tonne)

Le marché du *cacao* s'est effondré. Les *cours* se sont repliés de 16,29 % au troisième trimestre 1999 et de 37,34 % sur un an), sous l'effet conjugué d'une baisse de la *demande* et d'un excédent de l'*offre*.

Selon l'ICO (Organisation internationale du cacao), la *production* mondiale de fèves devrait atteindre 2,93 millions de tonnes pour la campagne 1999-2000 (+ 6,4 % par rapport à l'exercice précédent), en raison, notamment, de conditions climatiques très favorables en Côte d'Ivoire, premier producteur mondial.

Parallèlement, la *consommation* n'atteindrait que 2,90 millions de tonnes.

Les *stocks* mondiaux s'alourdissent.

Sucre (+ 1,63 % en dollars/tonne)

Après avoir reculé de 5,28 % au trimestre précédent, les cours du *sucre* ont progressé de 1,63 % au troisième trimestre dans un contexte de hausse simultanée de l'*offre* et de la *demande*.

Selon l'Organisation internationale du sucre (ISO), la *production* mondiale pourrait augmenter sensiblement, pour atteindre le niveau record de 134,97 millions de tonnes pour la campagne 1999-2000.

La *consommation* serait également en progression, à 130,04 millions de tonnes, contre 127,84 millions de tonnes pour la campagne précédente.

Par ailleurs, les importations russes pourraient être fortement revues à la hausse : en effet, l'offre nationale n'atteindrait que 1,4 million de tonnes, alors que la consommation pourrait s'établir à 6 millions de tonnes.

Les *stocks* mondiaux sont estimés à 15 millions de tonnes.

1.2. Produits agricoles à usage industriel

Après avoir enregistré une progression de 8,99 % au deuxième trimestre 1999, les cours des produits agricoles à usage industriel retenus dans l'indice Banque de France se sont accrus de 0,94 % au troisième trimestre 1999.

Pâte à papier (+ 7,69 % en dollars/tonne)

Soutenus par des perspectives toujours favorables, les cours de la *pâte à papier* ont augmenté de 7,69 % au troisième trimestre 1999, après + 13,04 % au trimestre précédent.

Les *stocks* de pâte à papier dans la zone Norscan (Amérique du Nord et Scandinavie) ont reculé et se situent à un niveau inférieur à 1,5 million de tonnes.

La *demande* demeure vigoureuse.

Le taux d'utilisation des capacités de production a grimpé, à 98 %.

Il est vraisemblable que le marché connaîtra de nouvelles tensions d'ici à la fin de l'année, les mois d'octobre et de novembre étant traditionnellement des périodes consacrées à la maintenance des installations en Amérique du Nord et en Europe.

Textiles (coton : – 7,29 % en cents/livre britannique ;
laine : – 1,4 % en cents australiens/kilogramme)

Les prix du *coton* sont en repli de 7,29 % au troisième trimestre 1999.

La révision à la baisse de la prochaine récolte américaine (de 2,5 millions de balles, ramenant la production prévue à 16,5 millions de balles) n'a pas eu d'impact sur le marché du coton.

Par ailleurs, le marché chinois a été réformé fin août. Désormais, les prix d'achat payés par les filatures aux paysans sont officiellement libres.

Le marché reste attentif à cette mesure qui devrait déboucher sur une baisse des prix du coton en Chine et donc à des exportations massives.

Pour leur part, les cours de la *laine* ont baissé de 1,4 % dans un contexte de repli simultané de l'*offre* et de la *demande*.

La *production* mondiale devrait se situer à 999 000 tonnes en 1999-2000, en baisse de 2 % par rapport à la campagne précédente.

La population ovine régresse également (1,041 milliard de têtes, contre 1,047 milliard lors de la campagne précédente).

Parallèlement, la *demande* est en baisse sensible. La Chine, premier importateur mondial, a réduit ses achats de 10 % et les États-Unis de presque 50 %. La France a diminué ses importations de 22 %.

Les *stocks* de laine sont importants.

Caoutchouc (– 7,55 % en cents/kilogramme)

Les cours du *caoutchouc*, en repli depuis le début de l'année 1996, ont enregistré une baisse de 7,55 % au troisième trimestre 1999, en raison d'une surabondance de l'*offre* conjuguée à un manque de dynamisme de la *demande*.

L'*offre* devrait être excédentaire d'environ 0,12 million de tonnes. Cependant, cette situation pourrait s'inverser à partir de 2001 avec un déficit estimé à 0,2 million de tonnes, de nombreux producteurs de latex s'étant orientés vers des cultures plus rentables.

Par ailleurs, la décision officielle de retrait de la Thaïlande de l'INRO (Organisation internationale du caoutchouc naturel) devrait intervenir début octobre. L'INRO aurait alors trois ans pour procéder à la liquidation du *stock* régulateur.

1.3. Produits minéraux

Les prix des produits minéraux retenus dans l'indice Banque de France ont progressé de 11,39 % (+ 22,0 % sur un an), avec une hausse particulièrement marquée pour le nickel et le cuivre.

Aluminium (+ 13,7 % en dollars/tonne)

Les cours de l'*aluminium*, après une hausse de 11,15 % au deuxième trimestre 1999, se sont accrus de 13,7 % au troisième trimestre.

La *demande* a été particulièrement soutenue ce trimestre, en raison du dynamisme du secteur automobile. Les importations chinoises sont en forte hausse (+ 76,3 %).

Les *stocks* détenus par le *London Metal Exchange* (LME) sont restés stables au cours des trois derniers mois et représentent environ 797 000 tonnes.

Au total, le marché de l'aluminium, qui connaît depuis trois ans une offre supérieure à la demande, pourrait, cette année, être équilibré.

Pour l'an 2000, une hausse de la *consommation* de 4,0 % est attendue, tandis que la production n'augmenterait que de 2,8 %.

Étain (+ 1,58 % en dollars/tonne)

Au troisième trimestre, les prix de l'*étain* se sont accrus de 1,58 %.

Alors que la *demande* reste ferme, l'*offre* se réduit, provoquant une baisse des *stocks* entreposés au LME, qui ne représentent plus que 9 000 tonnes.

Nickel (+ 35,16 % en dollars/tonne)

Après avoir augmenté de 3,69 % au deuxième trimestre 1999, les prix du *nickel* ont bondi de 35,16 % au cours de la période sous revue.

La *production* mondiale est évaluée à 1,03 million de tonnes pour 1999, soit l'équivalent de celle de l'année précédente.

En regard, la *consommation* devrait atteindre 1,07 million de tonnes, en hausse de 6,5 % par rapport à 1998.

La *demande* en Asie du Sud-Est devrait s'accroître de 9,7 % cette année. L'Europe et les États-Unis pourraient voir leur consommation augmenter de, respectivement, 5,3 % et 1,3 %.

Par ailleurs, les *stocks* détenus dans les entrepôts du LME poursuivent leur tendance baissière. Ils se situent, en septembre, à leur plus bas niveau depuis deux ans et demi, à 50 000 tonnes (contre 66 000 tonnes en début d'année).

Cuivre (+ 22,51 % en dollars/tonne)

Après s'être situés à leur plus bas niveau depuis plus de douze ans, les prix du *cuivre* sont en forte hausse (22,51 %) au cours de la période sous revue.

Les perspectives de renforcement de la *demande* aux États-Unis, en Europe ainsi qu'en Asie (qui représentait 36 % de la demande mondiale en 1996) soutiennent les cours.

Ainsi, la *consommation* pourrait connaître une hausse de 4,5 % cette année et de 10,0 % l'an prochain.

En regard, la *production* progresserait plus faiblement (3 %).

Les *stocks* entreposés au LME se sont légèrement contractés en septembre. Ils sont évalués à 774 000 tonnes, en baisse de 1 000 tonnes par rapport au mois précédent.

Plomb (+ 2,21 % en dollars/tonne)

Au cours du troisième trimestre 1999, les prix du *plomb* ont enregistré une hausse de 2,21 %.

La *demande* au cours de ce trimestre a été faible, les remplacements de batteries automobiles ayant été restreints (70 % de la production de plomb est destinée à ce débouché).

On s'attend, toutefois, à une hausse de 3 % de la *consommation* mondiale cette année.

L'*offre* est restée stable par rapport au trimestre précédent.

Les *stocks* entreposés au LME ont progressé régulièrement au troisième trimestre et s'établissent à 154 000 tonnes.

Zinc (+ 19,29 % en dollars/tonne)

Les cours du *zinc* se sont accrus de 19,29 % au troisième trimestre dans un contexte de progression de la *demande*.

La *consommation* a globalement augmenté de 5 % au premier semestre par rapport au semestre précédent, à 4,1 millions de tonnes, principalement en raison d'un doublement en Malaisie. En Europe, elle est restée ferme.

Dans le même temps, la *production* n'a augmenté que de 1,5 %, à 4,08 millions de tonnes.

Les *stocks* entreposés au LME, en baisse régulière au cours du troisième trimestre, s'établissent à 285 000 tonnes.

Métaux précieux (or : + 0,97 % en dollars/once ; argent : + 3,6 % en dollars/once ; platine : + 3,9 % en dollars/once)

Au troisième trimestre, les cours des *métaux précieux* se sont appréciés de, respectivement, 0,97 % pour l'*or*, 3,6 % pour l'*argent* et 3,9 % pour le *platine*.

– Les cours de l'*or* ont été soutenus par le fait que le FMI s'est abstenu de vendre ses réserves et, en fin de trimestre, par la publication d'un communiqué commun des banques centrales sur la réglementation des ventes. En outre, la *demande* mondiale a progressé de 16 % durant ce trimestre : les achats indiens ont atteint un niveau record et la demande en bijouterie a progressé de 13 %.

L'*offre* a continué d'augmenter (+ 1 % par rapport à l'an dernier).

– Les cours de l'*argent* se sont raffermis dans le sillage de l'*or*, soutenus par d'importants achats asiatiques.

– Les prix du *platine* ont progressé en raison de perspectives plutôt favorables de *consommation* : celle-ci devrait approcher les 5,1 millions d'onces, dont 1,8 million pour l'industrie automobile (pots catalytiques), et l'*offre* devrait s'établir à 5 millions d'onces.

2. Le pétrole

Les cours du *Brent*, brut de référence de la Mer du Nord, se sont accrus de 42,1 % par rapport à juin 1999, cotant en moyenne 22,58 dollars en septembre (+ 68,63 % sur un an) et se situant à leur plus haut niveau depuis plus de deux ans.

Les cours du *Dubaï* et du *WTI* ont augmenté de, respectivement, 41,26 % et 31,79 % au cours du trimestre.

Les prix se sont redressés en raison d'un resserrement de l'*offre* et d'une réduction des *stocks*.

– L'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) poursuit sa politique de restriction de l'*offre*. Si on exclut la production de l'Irak (non concerné par la position du cartel en raison de l'embargo), l'adhésion au programme de limitation de l'*offre* demeure soutenue.

Ainsi, la production de l'OPEP (hors l'Irak) s'est élevée à 23,66 millions de barils/jour, en septembre (après 23,72 millions de barils/jour en août), en regard d'un *quota* officiel de 22,976 millions de barils/jour.

L'*offre* de l'Irak est restée stable, à 2,75 millions de barils/jour.

De plus, l'OPEP a décidé, à l'issue de la réunion du 23 septembre, de maintenir jusqu'en mars 2000 les réductions de production déterminées au printemps dernier.

– Par ailleurs, la Russie pourrait réduire ses exportations de 800 000 tonnes par mois, afin d'assurer l'alimentation des raffineries pétrolières nationales.

L'Agence internationale de l'énergie (AIE) a révisé à la hausse son estimation de la *demande* mondiale pour l'année prochaine, à 77 millions de barils/jour, contre 75,2 millions cette année.

– Les *stocks* se sont sensiblement contractés. Aux États-Unis, les réserves de brut ont diminué de 5,97 millions de barils, à 311,7 millions de barils, soit leur plus bas niveau depuis octobre 1997. Les stocks de l'OCDE ont été revus à la hausse de 24 millions de barils, à un total estimé à 4 milliards.

Au total, les analystes semblent convaincus du respect des engagements de production de l'OPEP. Toutefois, la réouverture éventuelle d'installations pétrolières, nécessitant des techniques d'extraction coûteuses et qui avaient été fermées temporairement comme n'étant plus rentables du fait de la baisse des cours, pourrait modifier l'équilibre du marché.

Brent (MARCHÉ DE LONDRES)

(en dollars/baril)



Indices généraux des cours des matières premières

(moyenne annuelle)

	Banque de France (en francs) Base 100 en 1985	INSEE (en francs) Base 100 en 1990	Moody (en dollars) Base 100 en 1931	Reuter (en livres sterling) Base 100 en 1931
1993	90,41	81,24	1 056,55	1 668,91
1994	108,93	97,48	1 287,78	1 978,22
1995	119,84	102,67	1 471,83	2 229,50
1996	116,68	94,59	1 491,01	2 013,29
1997	137,21	109,96	1 536,71	1 917,86
1998	119,40	92,48	1 319,62	1 581,00

Cours des principaux produits sur leur place de cotation

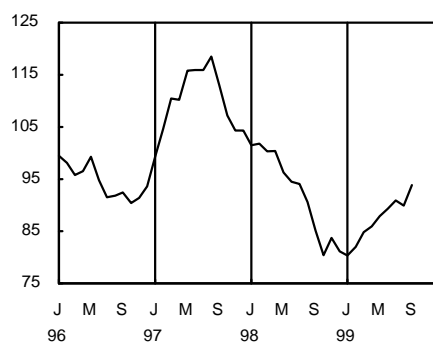
(moyennes mensuelles, variations en pourcentage)

Produits (pondération dans l'indice Banque de France)	Places de cotation	Unités	Juin 1999	Juillet 1999	Août 1999	Sept. 1999	Variation Sept. 99/ Juin 99
PRODUITS ALIMENTAIRES							
Blé	Chicago	Cents/boisseau	255,06	244,39	271,05	272,18	6,71
Maïs	Chicago	Cents/boisseau	217,45	191,99	213,58	207,3	- 4,67
Café Robusta (1,99 %)	Londres	Dollars/tonne	1 405,05	1 297,43	1 344,77	1 265,64	- 9,92
Café Arabica (3,42 %)	New York	Cents/livre britannique	107,6	95,40	91,24	84,55	- 21,42
Soja – tourteaux (9,61%)	Chicago	Dollars/tonne	136,35	130,34	139,66	146,53	7,47
Soja – graines (1,46 %)	Chicago	Cents/boisseau	462,8	430,33	467,33	491,76	6,26
Sucre	Paris	Dollars/tonne	186,56	186,98	186,02	189,61	1,63
Cacao (3,53 %)	Londres	Livres sterling/tonne	754,59	719,05	647,05	631,68	- 16,29
PRODUITS AGRICOLES INDUSTRIELS							
Pâte à papier (11,51 %)	Paris	Dollars/tonne	520,00	520,00	520,00	560,00	7,69
Caoutchouc (2,17 %)	Kuala Lumpur	Cents/kg	61,33	56,4	55,17	56,70	- 7,55
Coton (2,55 %)	New York	Cents/livre britannique	54,99	50,16	51,73	50,98	- 7,29
Laine (3,37 %)	Sydney	Cents australiens/kg	555,68	565,86	554,55	547,91	- 1,4
PRODUITS MINÉRAUX							
Aluminium (13,07 %)	Londres	Dollars/tonne	1 313,30	1 403,39	1 432,05	1 493,16	13,70
Cuivre (12,94 %)	Londres	Dollars/tonne	1 422,20	1 635,12	1 646,70	1 742,39	22,51
Étain (0,62 %)	Londres	Dollars/tonne	5 263,18	5 213,69	5 222,84	5 346,25	1,58
Nickel (4,33 %)	Londres	Dollars/tonne	5 196,14	5 685,48	6 449,20	7 022,95	35,16
Plomb (0,22 %)	Londres	Dollars/tonne	495,99	495,99	502,70	506,95	2,21
Zinc (1,48 %)	Londres	Dollars/tonne	998,35	1 079,52	1 131,43	1 190,94	19,29
Or	New York	Dollars/once	262,06	256,90	257,44	264,60	0,97
Argent (1,73 %)	New York	Dollars/once	504,67	521,61	526,55	522,86	3,60
Platine (1,33 %)	New York	Dollars/once	357,01	349,84	349,94	370,92	3,90
PÉTROLE							
Prix spot depuis le 1 ^{er} janvier 1990							
BRENT	Londres	Dollars/baril	15,89	18,99	20,24	22,58	42,10
DUBAÏ	Londres	Dollars/baril	15,56	17,80	19,47	21,98	41,26
WTI	Londres	Dollars/baril	17,96	20,07	21,24	23,67	31,79

Indices généraux

INSEE en francs

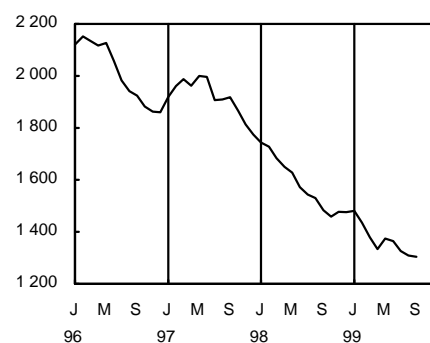
(base 100 en 1990)



Importations françaises

Reuter en livres sterling

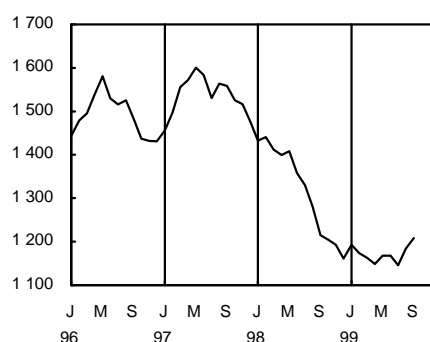
(base 100 en 1931)



Commerce britannique

Moody en dollars

(base 100 en 1931)

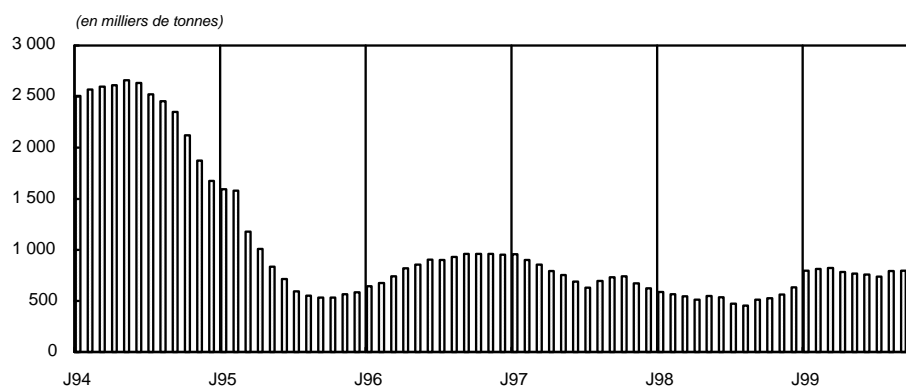


Commerce américain

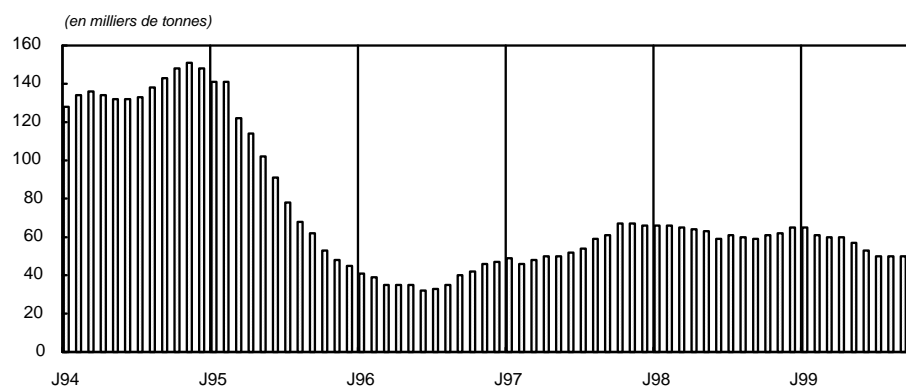
NB : L'évolution des indices généraux peut présenter de notables divergences du fait tant de leur composition (Moody composé en majorité de matières premières industrielles, Reuter composé en majorité de matières premières alimentaires) et des systèmes de pondération que des monnaies retenues pour les construire (dollar des États-Unis pour le Moody, livre sterling pour le Reuter, franc français pour les indices INSEE et Banque de France).

Métaux non ferreux ÉVOLUTION DES STOCKS

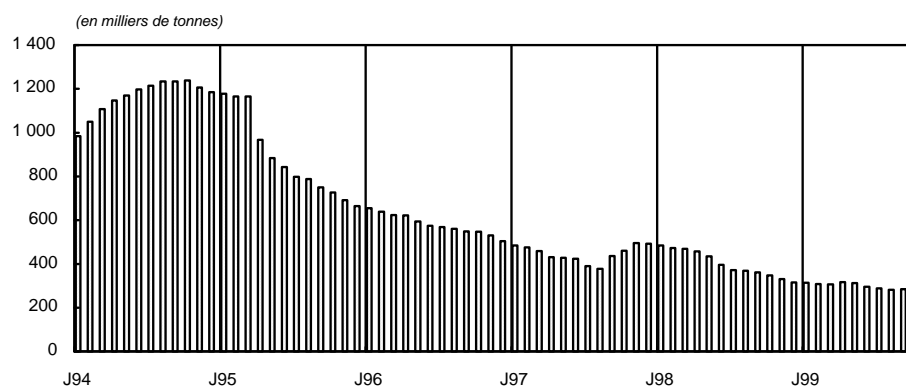
Aluminium



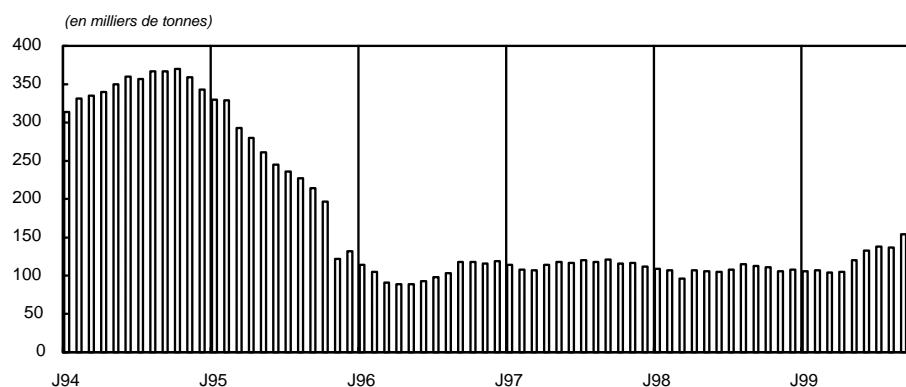
Nickel



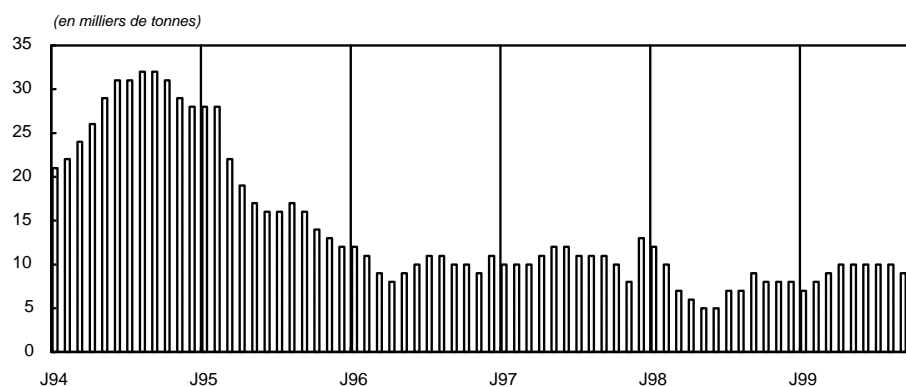
Zinc



Plomb



Étain



Cuivre

