
N° 78

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

JUIN 2000



BANQUE DE FRANCE

Sommaire

	Page
Éditorial	5
Actualité	
1. La situation économique de la France	7
2. Les comportements monétaires et financiers	23
3. Les marchés de capitaux	31
4. Chronologie	51
Études	
Y a-t-il place pour un prêteur international en dernier ressort ?	53
Évolution et structure des financements en France et dans la zone euro	67
Le recours des entreprises aux financements de marché a-t-il été atypique en 1999 ?	79
Le marché des émissions obligataires internationales en 1999 : place et caractéristiques du compartiment de l'euro	87
Résumés d'analyses et d'enquêtes	
Opérations internationales des banques résidentes en France au quatrième trimestre 1999	103
Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1998	104
Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i>	105
Statistiques	107

Les coordonnées des unités de la Banque de France
ayant contribué au présent *Bulletin* figurent en fin de document.

Achévé de rédiger le 19 juin 2000

Site Internet : www.banque-france.fr

Éditorial

Au cours de l'année 1999, les facteurs transitoires de désinflation (baisse des prix mondiaux principalement) se sont dissipés. Toutefois, le rythme de la hausse des prix est resté modéré (+ 1,7 % en glissement annuel en décembre 1999 pour l'IPCH de la zone euro et + 1,4 % pour la France), sous l'influence simultanée de plusieurs facteurs : moindre consommation d'énergie importée par unité produite, maîtrise des coûts salariaux, concurrence intense limitant la répercussion de la hausse des prix des consommations intermédiaires aux stades de la production et de la distribution.

Ce dernier facteur s'est, toutefois, traduit par une certaine dégradation de la rentabilité des entreprises, dont le taux de marge moyen s'est établi à 39,7 % en 1999, en baisse de 0,5 point.

Depuis le début de cette année, néanmoins, la progression tant des prix des importations que des coûts des consommations intermédiaires s'accélère notablement et les prix de vente industriels ont significativement augmenté.

La nouvelle remontée des prix du pétrole après une brève détente — le baril de *Brent* cotait 26,19 dollars en moyenne sur les cinq premiers mois de 2000, contre 12,90 dollars seulement sur la période correspondante de 1999, et s'établissait à 27,71 dollars en mai 2000 — et la hausse continue de celle des matières premières (+ 33,91 %, en francs, sur un an en mai 2000), amplifiées par l'appréciation du dollar face à l'euro, ont alimenté, en effet, la reprise de l'inflation importée. Ainsi, les prix des importations de produits manufacturés ont augmenté de 0,8 % sur un an au premier trimestre 2000, alors qu'ils diminuaient de 2,7 % un an auparavant. À elle seule, la hausse des prix de l'énergie a contribué pour 0,2 point environ à la progression cumulée de l'indice national de janvier à avril 2000 (0,6 %).

Le rythme de croissance du déflateur des consommations intermédiaires dans le secteur manufacturier a, selon l'INSEE, lui aussi fortement rebondi au premier trimestre. En glissement annuel, il progressait ainsi de 1,6 % au début de 2000 (+ 0,3 % un trimestre auparavant), contre une baisse de 2,4 % au premier trimestre 1999.

Dans le même temps, les industriels, français et européens, ont enregistré une augmentation régulière de leurs commandes et une amélioration constante du climat des affaires. Aussi, la hausse des prix de vente industriels s'est-elle, à son tour, sensiblement accélérée. En France, hors énergie et industries agro-alimentaires, l'ensemble des prix industriels progressait de 2,3 % en glissement annuel en avril, contre 1,1 % seulement en janvier 2000. Les prix de vente des biens intermédiaires s'accroissaient de 4,6 % à cette même date, contre 2,5 % en janvier 2000 et - 2,7 % en avril 1999.

Il semble que ce mouvement doive encore s'amplifier au cours des prochains mois.

Dans un contexte de croissance mondiale forte (+ 4,2 % en 2000 selon les prévisions d'avril du FMI, contre + 3,3 % en 1999), d'une demande d'énergie primaire élevée de la part des pays émergents et de stocks pétroliers plus faibles qu'il n'était prévu en début d'année, l'équilibre entre l'offre et la demande de pétrole brut devrait être difficile à atteindre d'ici la fin de l'année. Les cours à terme du *Brent* avoisinent 27 dollars le baril pour l'échéance de décembre 2000. Pour les mêmes raisons, une décreue prochaine des cours des matières premières, en particulier industrielles, ne paraît pas se dessiner.

Par ailleurs, les tensions sur le marché du travail paraissent s'être récemment amplifiées dans la plupart des secteurs.

Les enquêtes de la Banque montrent que les difficultés de recrutement des entreprises industrielles progressent fortement — elles atteignaient 42 % à la fin du premier trimestre, selon l'INSEE, contre 27 % seulement un an auparavant —, tandis que l'emploi salarié s'accroît régulièrement puisqu'il a connu, au premier trimestre 2000, sa plus forte hausse depuis le début des années soixante-dix (+ 16 100 postes dans l'industrie et + 142 300 emplois au total). En France, le taux de chômage est ainsi en baisse de 1,5 point sur un an en avril, à 9,8 %.

Il faut éviter que ce dynamisme du marché du travail n'engendre des tensions sur les coûts salariaux, alors que le processus de réduction du temps de travail entraîne déjà mécaniquement une forte hausse du taux de salaire horaire (+ 2,2 % au premier trimestre, soit + 5,1 % sur un an). Il s'en suivra, au 1^{er} juillet prochain, une revalorisation notable du SMIC horaire, qui viendra alourdir sensiblement le coût du travail des entreprises qui ne sont pas encore passées aux 35 heures. Il s'agit, pour l'essentiel, des entreprises de moins de vingt salariés, placées dans un environnement hautement concurrentiel. En effet, pour les entreprises ayant signé un accord de réduction du temps de travail, la rémunération minimale mensuelle est revalorisée en fonction de l'évolution du salaire mensuel de base de l'ensemble des salariés, qui n'augmentait que de 1,6 % sur un an à la fin du premier trimestre 2000.

Par ailleurs, les gains de productivité, qui devraient partiellement compenser cette progression des coûts salariaux, ne paraissent pas actuellement très élevés : sur un an à la fin 1999, la productivité apparente du travail des entreprises non financières ne progressait ainsi que de 0,7 %, contre 1,1 % à la fin de l'année 1998.

Il est vrai que la plupart des entreprises ont ajusté leurs effectifs à l'évolution attendue de l'activité et que la capacité de production des équipements se situe largement au-dessus de son niveau de longue période (84,3 % selon les enquêtes mensuelles de la Banque dans l'industrie) depuis plus d'un an, si bien que la proportion des goulots de production atteint 31 % des entreprises au premier trimestre, selon l'INSEE.

Dans la phase ascendante du cycle d'activité où se situe actuellement l'économie française, il serait inopportun que se développent, en amont du processus de production, des tensions porteuses de risques à terme pour la stabilité des prix, alors même que la compétitivité du secteur productif, obtenue depuis plusieurs années par la maîtrise des coûts de production, est le déterminant essentiel d'une croissance durable.

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

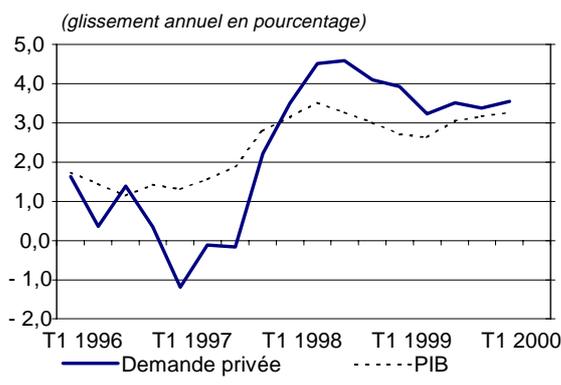
Une demande interne encore très dynamique au premier trimestre

Au premier trimestre 2000, le PIB s'est accru de 0,7 % (+ 0,8 % le trimestre précédent), alors que les prévisions tablaient sur une progression de 0,9 %.

Ce chiffre ne remet toutefois pas en cause l'orientation très favorable de la demande des ménages et des entreprises.

La demande privée (dépenses de consommation des ménages, investissement des entreprises et des ménages) a même légèrement accéléré au premier trimestre de l'année (+ 0,9 %, après + 0,8 %) et son glissement annuel demeure à un niveau particulièrement élevé (+ 3,6 %, après + 3,4 %).

PIB et demande privée (aux prix de 1995)



Source : INSEE

En fait, le ralentissement du rythme trimestriel de progression du PIB provient surtout d'une quasi-stabilisation des dépenses des administrations publiques (+ 0,1 %, après + 0,6 %) et d'un rythme de production qui a semblé insuffisant pour satisfaire la progression de la demande, ce qui a entraîné une contribution à la croissance

légèrement négative des stocks (- 0,1 point, après + 0,5 point au trimestre précédent), l'extérieur ayant eu une contribution nulle :

- la consommation des ménages, en hausse de 0,8 % au premier trimestre, a contribué à hauteur de 0,4 point à la croissance. Les dépenses en produits manufacturés des ménages ont, notamment, sensiblement accéléré (+ 2,2 %, après + 0,4 %) ;
- l'investissement s'est accru de 1,5 %, après + 1,3 %, grâce au dynamisme de l'investissement des ménages en logements (+ 2,3 %, après + 1,1 %), alors que la progression de l'investissement des entreprises s'est ralentie en début d'année (+ 1,2 %, après + 1,5 %). Au premier trimestre, l'investissement total a contribué à hauteur de 0,3 point à la croissance ;
- les variations de stocks n'ont été que très légèrement positives au premier trimestre (+ 1 milliard de francs 1995, après + 3,4 milliards au trimestre précédent) et contribuent négativement à la croissance pour 0,1 point. La faible reconstitution des stocks est due, en grande partie, au fort déstockage observé dans les biens d'équipement (- 7,3 milliards de francs) ;
- les échanges extérieurs ont eu une contribution nulle à la croissance du premier trimestre, malgré l'accélération des exportations (+ 2,3 %, après + 1,6 %), particulièrement sensible pour les ventes de produits manufacturés, qui se sont accrues de 4,5 %, contre + 1,1 % seulement au trimestre précédent.

Au total, sur un an, la progression du PIB atteint 3,3 % à la fin du premier trimestre, contre + 3,2 % le trimestre précédent et + 2,7 % à la fin du premier trimestre 1999.

À la fin du premier trimestre 2000, l'acquis de croissance du PIB est de 2,0 % pour l'année 2000, contre 1,6 % un an auparavant.

Évolution récente de la zone euro et de l'environnement international

Aux États-Unis, les indicateurs disponibles montrent que l'activité est restée vigoureuse en avril. La production industrielle est en hausse de 6,1 % sur un an et la croissance des commandes de biens d'investissement est toujours soutenue en liaison avec la légère augmentation des tensions sur l'appareil productif (le taux d'utilisation des capacités de production est passé de 81,7 % en mars à 82,1 % en avril). L'indicateur de confiance des consommateurs du Conference Board est en hausse en mai par rapport à avril (144,4, contre 137,7). Des signes de ralentissement semblent pourtant apparaître, mais restent ponctuels. La progression des commandes de biens durables à l'industrie ralentit en avril (5,3 % en valeur sur un an, contre 9,9 % en mars). Malgré des évolutions heurtées, le secteur du logement pourrait avoir atteint un point haut. En outre, le taux de chômage remonte en mai à son niveau de mars (4,1 %), après avoir touché un point bas en avril (3,9 %). Le taux d'épargne des ménages est en hausse (0,7 % en avril, contre 0,4 % en mars). Quant à l'augmentation des prix de détail, elle s'est encore légèrement accélérée en mai, avec une hausse de 3,1 % sur un an (3,0 % en avril).

Au Japon, le PIB a augmenté de 2,4 % au premier trimestre (après une baisse de 1,6 % au quatrième trimestre 1999) et le rythme de hausse de la production industrielle est très soutenu en avril (7,6 % sur un an, contre 4,5 % en mars). Une reprise durable de l'activité est pourtant toujours incertaine, notamment en raison de la faiblesse de la demande intérieure et plus particulièrement de la consommation des ménages (en hausse de 1,3 % sur un an en avril, après - 4,3 % en mars). Cette relative faiblesse de l'activité économique pèse sur les prix de détail malgré la forte hausse passée du prix du pétrole. En avril, les prix à la consommation baissent de 0,8 % en glissement annuel.

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB au premier trimestre a été revue à la hausse (0,5 % sur un trimestre, contre 0,4 % initialement prévu). En mai, le taux de chômage est resté stable, à 3,9 %, et l'indice des prix à la consommation (RPI) a augmenté de 3,1 % sur un an (3,0 % en avril).

Dans la zone euro, le PIB a augmenté de 0,7 % au premier trimestre (après une hausse de 0,8 % au quatrième trimestre 1999) et l'activité économique évolue d'une manière très favorable. Selon l'enquête de la Commission européenne pour le mois de mai, la confiance des industriels et des consommateurs est en progression par rapport à avril. En mars, la production industrielle était en hausse de 5 % sur un an. La bonne tenue de l'activité a favorisé la baisse du taux de chômage (9,2 % en avril, contre 9,4 % en mars). L'inflation, mesurée par l'indice harmonisé des prix de détail, est restée proche de 2 %, revenant à 1,9 % sur un an en avril, après 2,1 % en mars.

L'analyse de la situation des principaux pays de la zone montre une poursuite de l'amélioration des conditions économiques générales. En Allemagne, le PIB a augmenté de 0,7 % au premier trimestre (après 0,7 % également au quatrième trimestre 1999). Les commandes à l'industrie sont en forte hausse en avril, à 14,6 % sur un an (13,6 % en mars). En Italie, les perspectives dans l'industrie sont toujours très bien orientées, bien que la confiance des consommateurs reste particulièrement faible.

En avril, le taux de croissance annuelle de M3 a atteint 6,5 % dans la zone euro, contre 6,4 % en mars. La moyenne sur trois mois des taux de croissance annuelle de M3 couvrant la période de février à avril s'est établie à 6,3 %, après 5,9 % sur la période allant de janvier à mars. Le taux de croissance annuelle de M1 a progressé de 10,2 % en mars à 11,4 % en avril. La progression des concours au secteur privé est passée de 10,9 % en mars à 11,4 % en avril. L'accélération résulte essentiellement d'un rythme plus soutenu des prêts des institutions financières monétaires, celui-ci atteignant 10,3 % en avril, après 9,7 % en mars.

L'excédent du compte de transactions courantes de la zone euro a fléchi, pour s'établir à 3 milliards d'euros en mars 2000, au lieu de 6,4 milliards lors du mois correspondant de 1999. Ce recul est imputable pour moitié à une baisse de l'excédent des échanges de biens, qui s'est inscrit à 8,1 milliards d'euros, contre 9,8 milliards en mars 1999 ; de plus, le déficit au titre des transferts courants a augmenté de façon sensible, tandis que le solde des échanges de services se détériorait légèrement.

Compte tenu des risques concernant la stabilité future des prix dans la zone euro, la Banque centrale européenne a, le 8 juin 2000, relevé le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 50 points de base, à 4,25 %.

PIB et ses composantes en 1999 et en 2000

(données en francs constants et en données cvs-cjo – base 1995)

(variations trimestrielles en pourcentage)

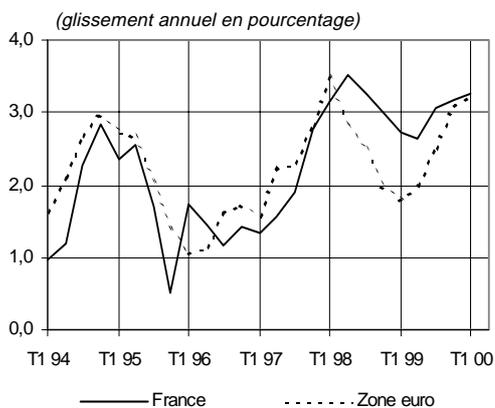
	1999					2000				
	T1	T2	T3	T4	Année	T1	T2	T3	T4	Acquis fin T1
PIB	0,6	0,8	1,0	0,8	2,9	0,7				2,0
Importations	- 1,2	2,6	2,3	3,3	3,7	2,4				6,8
Dépenses de consommation des ménages	0,3	0,5	0,9	0,6	2,3	0,8				1,8
Dépenses de consommation des APU	1,0	0,6	0,5	0,6	2,5	0,1				1,0
FBCF totale	2,3	1,5	1,4	1,3	7,3	1,5				3,6
dont :										
FBCF des SQS et EI	2,8	0,9	2,1	1,5	7,7	1,2				3,6
FBCF des ménages	1,8	3,5	0,3	1,0	8,2	2,1				3,9
Exportations	- 0,5	2,8	4,5	1,6	3,8	2,3				6,5
Stocks en milliards de francs 1995 (a)	5,0	4,2	- 7,2	3,4	5,4	1,0				-
Contributions à la croissance										
Solde extérieur	0,2	0,1	0,6	- 0,4	0,1	0,0				0,1
Demande intérieure hors stocks	0,8	0,7	0,9	0,7	3,2	0,7				1,9
Variation de stocks (a)	- 0,5	0,0	- 0,5	0,5	- 0,4	- 0,1				0,0

(a) Hors acquisitions nettes d'objets de valeur

Source : INSEE (comptes trimestriels base 1995)

Dans la zone euro, le PIB a également progressé de 0,7 % au premier trimestre de l'année (après + 0,8 % au quatrième trimestre 1999). La croissance a été principalement soutenue par une forte hausse de l'investissement (+ 2,1 %), alors que les dépenses de consommation des ménages restaient stables.

Croissance du PIB en France et dans la zone euro



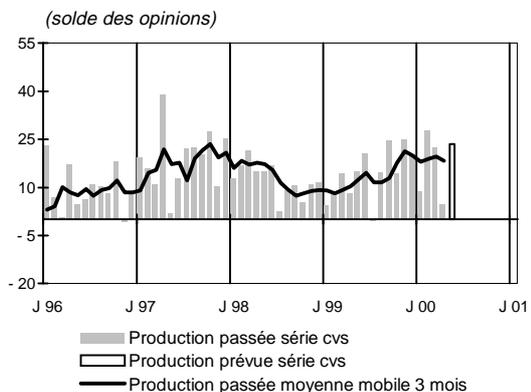
Au total, le glissement annuel du PIB atteint + 3,2 % à la fin du premier trimestre, contre + 3,1 % le trimestre précédent.

Au début du deuxième trimestre, l'activité demeure bien orientée

L'activité industrielle a accéléré en mai

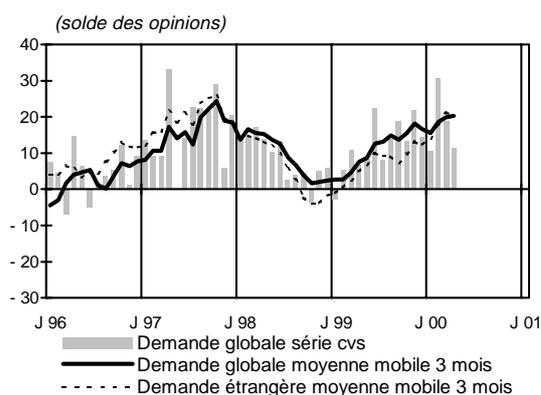
En avril, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a, dans l'ensemble, encore progressé, mais à un rythme moins soutenu qu'en mars. Stable dans les biens de consommation, l'industrie automobile et les biens d'équipement, elle a continué de s'accroître dans les biens intermédiaires ; elle s'est quelque peu repliée dans les industries agro-alimentaires.

Production dans l'industrie



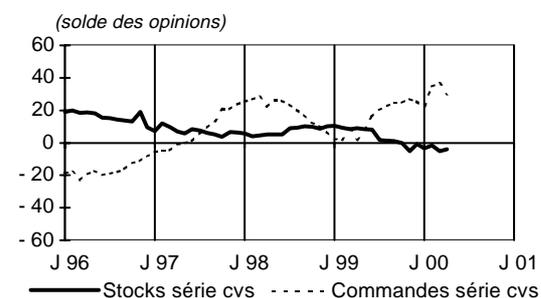
La demande globale s'est encore légèrement accrue. La bonne orientation du marché intérieur s'appuie sur la solidité des échanges interindustriels et la vigueur de la consommation des ménages. La demande étrangère a continué de progresser, mais moins fortement qu'au cours des derniers mois, en raison, principalement, d'un ralentissement des ordres en provenance du marché européen.

Demande dans l'industrie



Les carnets de commandes sont très bien garnis dans l'ensemble. Les stocks, qui ont globalement peu varié, restent conformes au niveau désiré ; ils apparaissent un peu inférieurs à la normale dans les biens intermédiaires.

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie



En mai, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a fortement progressé dans tous les secteurs.

La demande globale a fait preuve d'une vigueur exceptionnelle. Le marché intérieur est toujours soutenu par le dynamisme de certains secteurs (automobile, téléphonie, bâtiment) et par la fermeté de la consommation des ménages. À l'exportation, les ventes ont rebondi, particulièrement en direction de l'Europe, des États-Unis et de l'Asie, zone en forte reprise.

Les carnets de commandes se sont encore étoffés dans tous les secteurs. Ils atteignent un niveau jugé très élevé. Les stocks, qui se sont quelque peu allégés, apparaissent insuffisants dans l'automobile et, dans une moindre mesure, dans les biens intermédiaires.

Dans la zone euro, la production industrielle a continué de progresser en mars (+0,6 % sur le mois, après +0,8 % en février). Son glissement sur douze mois demeure à un haut niveau (+5,0 %, après +5,5 % en février).

En outre, selon la dernière enquête européenne publiée début juin, la confiance des industriels s'est accrue de façon continue depuis le début de l'année, grâce, en particulier, à une amélioration substantielle des commandes reçues.

L'activité retrouve un rythme soutenu dans les services marchands et dans le bâtiment

Dans les *services marchands*, l'activité a retrouvé, en mars-avril, une croissance plus soutenue qu'au cours du bimestre précédent, et a ainsi atteint un niveau nettement plus élevé qu'au cours de la période correspondante de 1999. Le secteur du travail temporaire, en particulier, s'est sensiblement redressé en avril, grâce à la vigueur de la demande en provenance de l'ensemble des secteurs.

Dans la *construction*, après avoir progressé de 1,5 % au premier trimestre de l'année, la production apparaît toujours très vigoureuse au début du deuxième trimestre.

Selon la dernière enquête mensuelle de conjoncture de l'INSEE parue en mai, les carnets de commandes dans le bâtiment sont toujours à des niveaux (5,3 mois) qui n'avaient pas été atteints depuis 1990 et le nombre d'entreprises déclarant ne pas pouvoir accroître leur production a connu un nouveau maximum historique (45 %).

Selon les statistiques publiées par le ministère de l'Équipement, le nombre de logements commencés au cours des trois derniers mois (février, mars, avril) progresse de 21,6 % par rapport aux trois mois précédents, soit le plus fort taux de croissance enregistré depuis janvier 1999. Sur un an, il a retrouvé un rythme de croissance positif (+ 10,6 %), pour la première fois depuis octobre 1999.

Cette accélération est particulièrement sensible pour les logements individuels, en hausse de 19,5 % sur un an.

La consommation des ménages demeure bien orientée ...

En avril, les dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés n'ont, certes, que légèrement progressé (+ 0,1 %, après - 2,2 % en mars), mais cette modération d'ensemble provient surtout de facteurs passagers.

Ainsi, le nouveau repli des achats d'automobiles, observé en avril, ne devrait pas se poursuivre en mai (au regard de l'orientation très favorable des immatriculations de véhicules), alors que la diminution des ventes de textile-cuir (- 2,6 %) est due, principalement, à la fin de sortie de la période des soldes.

En glissement annuel, la croissance des dépenses des ménages en produits manufacturés demeure soutenue (+ 3,8 %).

En mai, le nombre d'immatriculations de voitures particulières est le plus important enregistré depuis dix ans. Sur un an, il a progressé de 32,4 % en données brutes et de 19,8 % en données cjo.

La consommation bénéficie, par ailleurs, du niveau toujours très élevé de la confiance des ménages. En mai, l'indicateur résumé d'opinion des ménages, malgré un léger repli, est resté proche de son maximum historique atteint le mois précédent. En

particulier, la proportion de ménages considérant la période actuelle comme favorable à la réalisation d'achats importants est toujours très forte.

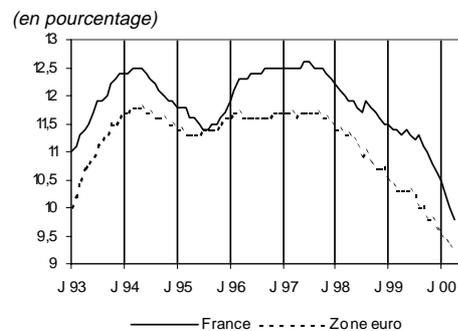
... dans un contexte d'amélioration de l'emploi

Au premier trimestre 2000, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles s'est accru de 1,0 % (selon les chiffres provisoires du ministère du Travail), soit une création nette de 142 300 emplois (127 300 le trimestre précédent) ; il s'agit de la plus forte augmentation enregistrée depuis le début des années soixante-dix. Sur un an, 431 000 emplois ont été créés (+ 3,1 %), contre 275 000 à la fin du premier trimestre 1999.

Cette accélération du rythme de créations d'emplois a entraîné un net recul du taux de chômage, qui s'établit à 9,8 % de la population active en avril (10,0 % en mars), en diminution de 1,5 point sur un an.

Le nombre de demandeurs d'emploi de catégorie 1 (ayant travaillé moins de 78 heures dans le mois) a diminué de 76 900 personnes en avril (- 3,1 % sur le mois et - 16,7 % sur un an).

Taux de chômage au sens du BIT



Sources : Dares, Eurostat

Parallèlement, le nombre de demandeurs d'emploi de catégorie 1 inscrits depuis plus d'un an à l'ANPE a enregistré un recul de 1,4 % en avril (- 20,0 % sur un an). À cette date, il représentait 37,0 % des demandeurs d'emploi, contre 39,0 % un an auparavant.

Dans la zone euro, le taux de chômage a diminué en avril de 0,1 point, revenant à 9,2 % de la population active, contre 10,1 % un an auparavant.

Les perspectives d'investissement apparaissent favorables

Après avoir progressé de 1,2 % au premier trimestre 2000, l'investissement des entreprises pourrait accélérer au deuxième trimestre, selon les résultats de la dernière enquête de l'INSEE sur les investissements dans l'industrie.

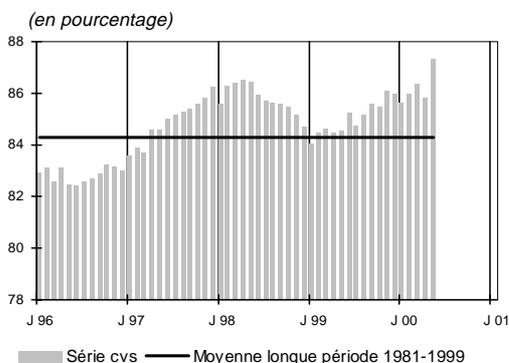
Selon les résultats de cette enquête (au demeurant fragiles), les industriels interrogés ont, en effet, revu en hausse leurs prévisions d'investissement pour 2000 à 12 %, contre 9 % lors de l'enquête de janvier (14 %, après 10 %, pour l'industrie manufacturière).

Cette accélération des dépenses d'investissement devrait, selon les industriels interrogés, être sensible dès le premier semestre et se renforcerait encore au second.

Ces prévisions favorables semblent confirmées par le nombre des autorisations de construire (exprimées en surfaces) des bâtiments industriels, qui progressent de 7,3 % au cours des trois derniers mois (février, mars et avril) par rapport à la période correspondante de 1999. Les mises en chantier de bâtiments industriels se sont accrues de 30,2 % au cours de la même période.

En outre, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, qui s'est élevé de plus de 1 point en mai selon l'enquête de conjoncture de la Banque de France, atteint son plus haut niveau depuis octobre 1990.

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



La fermeté des anticipations des agents économiques suggère une poursuite de la progression de l'activité au cours des prochains mois

Dans l'industrie et le bâtiment, selon les dernières enquêtes disponibles de la Banque de France et de l'INSEE, les perspectives de production pour les prochains mois restent très favorablement orientées.

Ainsi, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité devrait continuer de progresser dans tous les secteurs au cours des prochains mois.

De plus, le rebond des autorisations de logements observé au cours des trois derniers mois (+ 7,2 %, après - 10,2 % par rapport à la période correspondante de 1999) devrait soutenir l'activité de la construction au deuxième trimestre 2000 et au début du second semestre.

Dans les services marchands, selon l'enquête de la Banque de France, les prévisions d'activité sont favorablement orientées dans la majorité des branches pour les mois de mai-juin.

Au total, après une progression du PIB de 0,7 % au premier trimestre, la croissance devrait rester bien orientée aux deuxième et troisième trimestres.

La variation trimestrielle du PIB atteindrait ainsi + 0,9 % au deuxième trimestre et + 1,0 % au troisième trimestre, selon les résultats de l'indicateur mensuel d'activité.

L'acquis de croissance, qui atteignait 2,0 % à la fin du premier trimestre, serait de l'ordre de 3,2 % à la fin du troisième.

Le glissement annuel continuerait de se raffermir, pour s'établir aux environs de 3,5 %.

**Évolution
de l'indicateur synthétique mensuel d'activité
(ISMA)**

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité établi d'après les réponses des chefs d'entreprise, le PIB pourrait progresser de 1,0 % au troisième trimestre 2000 (première estimation disponible). Au deuxième trimestre, il enregistrerait une hausse de 0,9 % (selon la dernière estimation disponible).

Évolution de l'ISMA et du PIB

(en variation trimestrielle)

Janv. 90 Janv. 92 Janv. 94 Janv. 96 Janv. 98 Janv. 00

— Variation trimestrielle du PIB observée
- - - Variation trimestrielle du PIB anticipée par l'ISMA

Les facteurs liés à la demande ont, en effet, enregistré un rebond marqué en mai, grâce, notamment, à la vive augmentation des carnets de commandes, et atteignent leur plus haut niveau depuis 1989.

Par ailleurs, les perspectives d'un ralentissement de l'activité se sont repliées et sont à un très bas niveau, ce qui signifie que l'expansion de l'économie française devrait se poursuivre au cours des prochains mois.

1.2. L'évolution des prix

La hausse annuelle des prix de détail est de 1,5 % à fin mai

En mai 2000, l'indice provisoire des prix de détail (base 100 en 1998) a augmenté de 0,2 % en données brutes, comme en données cvs.

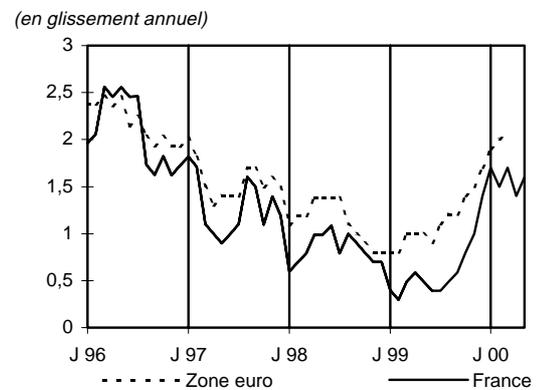
Sur un an, le rythme de croissance de l'indice des prix à la consommation atteint + 1,5 % en données brutes et + 1,4 % en données cvs (après, respectivement, + 1,3 % et + 1,2 % en avril 2000).

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est également accru de 0,2 % (+ 1,6 % sur un an, contre + 1,4 % en avril).

L'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente de l'INSEE a augmenté de 0,1 % en mai et son glissement sur un an continue d'accélérer, à + 1,1 %, après + 1,0 % en avril et + 0,7 % en mars.

Pour l'ensemble de la zone euro, l'augmentation de l'IPCH était de 2,1 % en mars 2000, après 2,0 % en février et de 1,0 % un an auparavant.

Indice des prix à la consommation harmonisé



Sources : INSEE, Eurostat

La progression mensuelle des prix à la consommation résulte principalement de l'augmentation, pour partie saisonnière, des prix de l'alimentation et d'un nouveau renchérissement des prix de l'énergie, après le recul observé en avril. Les baisses des prix de l'habillement-chaussure, des produits de santé et des transports et communications atténuent, toutefois, la progression d'ensemble.

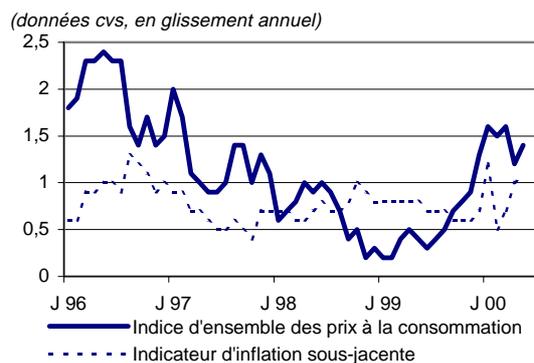
Les *prix alimentaires* se sont accrus de 0,4 % (+ 1,7 % sur un an). Ceux des produits frais ont, en effet, enregistré une nouvelle hausse mensuelle (+ 1,9 %, après + 4,1 % en avril), mais ils continuent de diminuer sur un an (- 0,1 %, contre - 0,3 % le mois précédent). Ceux de l'alimentation hors produits frais ont progressé de 0,2 % (+ 2,0 % sur douze mois).

Les *prix des produits manufacturés y compris énergie* ont augmenté de 0,2 % en mai (+ 2,2 % sur un an).

- Les prix des *produits manufacturés hors énergie* sont restés stables sur le mois et leur glissement annuel demeure négatif (-0,3 %, comme en avril). Ceux de l'habillement-chaussure se sont légèrement repliés (-0,1 % sur le mois et + 0 % sur un an), alors que ceux des produits de santé diminuaient de 0,2 % (-0,4 % sur un an), en raison d'une baisse des prix des produits pharmaceutiques. Les prix des autres produits manufacturés s'accroissent de 0,1 % (-0,3 % sur un an).
- Les prix de l'*énergie* ont rebondi (+ 1,0 % sur le mois), après le repli enregistré en avril (- 1,2 %). Sur un an, ils augmentent de 12,7 % (+ 10,9 % le mois précédent). Les prix des produits pétroliers enregistrent, en effet, une hausse de 1,2 % en mai (+ 21,4 % sur un an).

Les prix des *services* se sont accrus de 0,1 % sur le mois (+ 0,3 % sur un an). Les prix de l'ensemble loyer et eau augmentent de 0,1 %, comme ceux des autres services, et ceux des services de santé de 0,2 % (respectivement, + 0,3 %, + 1,0 % et + 0,4 % sur un an). Les prix des transports et télécommunications ont diminué de 0,2 % en mai (- 2,6 % en glissement annuel).

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



Source : INSEE

La hausse des prix de vente industriels et de ceux des biens intermédiaires s'accroît

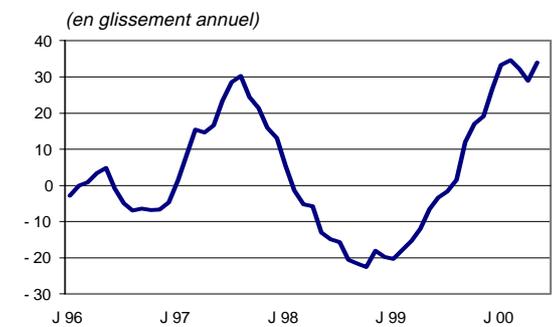
En avril 2000, les prix de vente industriels se sont repliés de 0,4 %, après avoir augmenté de 1,4 % le mois précédent, sous l'effet d'une contraction de 2,5 % des produits énergétiques. Leur glissement annuel atteint + 9,9 % en avril, contre + 11,5 % le mois précédent.

Hors énergie et IAA, les prix de ventes industriels ont continué de progresser (+ 0,5 % sur le mois, soit + 2,3 % sur un an, après + 1,8 % le mois précédent), en raison, notamment de l'accélération observée pour les prix de vente des biens intermédiaires.

Les prix de vente de ces derniers se sont, en effet, accrus de 0,8 % en avril, leur glissement annuel se redressant de nouveau pour atteindre 4,6 %, contre + 3,8 % en mars. Ce rythme de croissance est le plus fort enregistré depuis septembre 1995.

Dans la zone euro, les prix à la production industrielle ont de nouveau légèrement progressé en avril (+ 0,1 %), après les fortes hausses mensuelles des mois précédents. Leur glissement annuel demeure très élevé (+ 5,7 %, contre + 6,2 % le mois précédent). Comme en France, cette évolution des prix industriels provient, en particulier, de l'accélération de ceux des biens intermédiaires (+ 9,8 % sur un an, contre + 6,7 % à la fin 1999).

Rythme de croissance de l'indice Banque de France du coût en francs des matières premières importées



Au total, l'incidence favorable des prix de l'énergie sur l'évolution des prix de détail, observée en avril, s'est inversée dès le mois de mai.

En effet, en moyenne sur ce mois, le cours du *Brent* (pétrole de la mer du Nord) s'est nettement redressé, pour coter 27,71 dollars le baril (22,72 dollars en avril, soit + 21,96 % sur le mois). Ainsi, le coût en monnaie nationale des matières premières importées y compris pétrole s'est accru de 16,7 % (soit + 71,64 % sur un an), selon l'indice de la Banque de France. Hors pétrole, ce dernier a progressé de 6,55 % (+ 33,91 % sur un an).

Aussi, au cours des prochains mois, le rythme de progression de l'indice des prix devrait-il être affecté par la poursuite de la hausse des prix industriels et par l'accroissement des tensions sur les facteurs de production (équipements et main-d'œuvre disponible, dans un contexte de diminution du temps de travail).

1.3. La compétitivité

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

Évolution récente

En mai, en moyenne mensuelle, le dollar et le yen ont poursuivi leur mouvement de hausse à l'égard de l'euro, tandis que la livre sterling s'est légèrement repliée. Les monnaies d'Amérique latine ont de nouveau progressé vis-à-vis de la monnaie unique et les devises de l'Asie émergente ont globalement continué de s'apprécier, malgré le recul de la roupie indonésienne.

Au total, la compétitivité de l'économie française exprimée en euros s'est accrue en mai vis-à-vis de l'ensemble des 42 principaux partenaires¹.

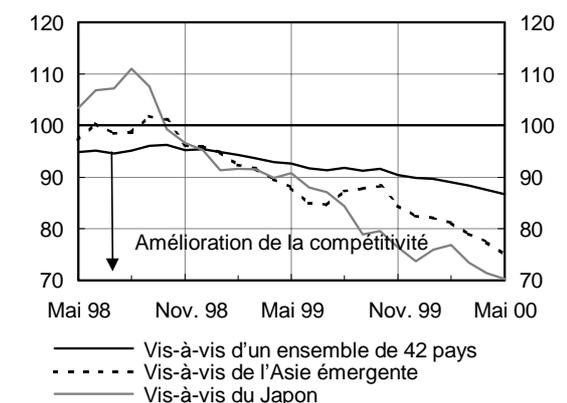
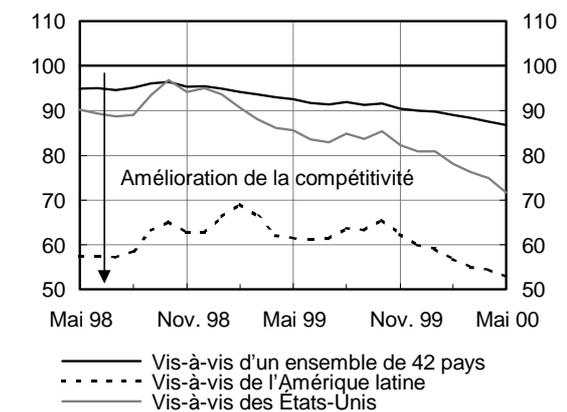
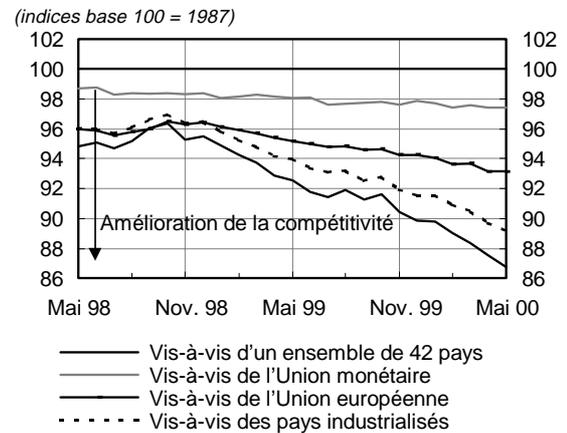
Évolution de long terme

L'indicateur de compétitivité de la France se situe depuis plus d'un an, quel que soit le groupe de pays considéré, en dessous de la base de référence égale à la moyenne de l'année 1987.

Vis-à-vis des pays émergents d'Asie, cet indicateur est revenu au niveau atteint en juillet 1997, date de début de la crise asiatique.

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

Indicateurs d'évolution des prix à la consommation hors effet de change



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

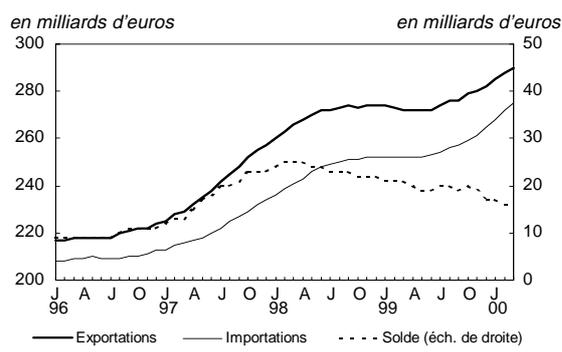
¹ *Union européenne, États-Unis, Suisse, Japon, Canada, Corée du Sud, Turquie, Maroc, Taiwan, Hong-Kong, Pologne, Norvège, Brésil, Australie, Indonésie, Inde, Argentine, Israël, Thaïlande, Singapour, Afrique du Sud, Malaisie, Mexique, Hongrie, Chili, Philippines, Pakistan, Venezuela, Colombie, Nouvelle-Zélande (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 mars 2000

Évolution globale (données douanières FAB-FAB cvs)

Commerce extérieur Cumuls sur douze mois (cvs)



Source : Douanes

Le solde commercial s'établit en mars à 1,2 milliard d'euros, après 958 millions en février, portant l'excédent cumulé à 2,8 milliards, contre 4,6 milliards au premier trimestre de l'année 1999 et 2,9 milliards au dernier trimestre. Les exportations atteignent 25,2 milliards d'euros, en progression de 0,4 % sur les résultats de février ; les importations enregistrent un léger recul (-0,3 %), à 24 milliards d'euros, et le taux de couverture s'établit à 104,8. Le haut niveau de l'excédent agro-alimentaire (808 millions d'euros) et surtout de l'industrie civile (1,3 milliard) viennent compenser une forte hausse de la facture énergétique qui atteint 1,9 milliard d'euros.

Évolution sectorielle (données douanières CAF-FAB cvs)

La facture énergétique se creuse au premier trimestre, pour s'établir à 5,2 milliards d'euros, en raison d'importations accrues (+24 %) qui concernent à la fois les hydrocarbures naturels et les produits raffinés.

Le recul des exportations touche les échanges agricoles (avec un excédent au trimestre de 595 millions d'euros) et l'industrie agro-alimentaire (avec un excédent au-dessus de 10 milliards).

Les ventes de l'industrie automobile enregistrent une nouvelle progression, portant la croissance sur le premier trimestre à plus de 10 %. Malgré une croissance notable des importations sur le trimestre (+6,3 %), l'excédent atteint un niveau record à 2,6 milliards d'euros.

Les échanges de biens d'équipement se stabilisent à un haut niveau, avec un excédent qui atteint 686 millions d'euros, après 613 millions. Dopée par la vigueur des exportations de la construction automobile et aéronautique, la croissance des exportations de l'ensemble du secteur (+5,7 %) porte l'excédent à 2,8 milliards d'euros sur la première partie de l'année.

Les échanges de biens intermédiaires continuent de progresser au mois de mars, avec au trimestre un solde proche de l'équilibre (-308 millions d'euros), avec une progression de l'excédent de l'industrie chimique et une baisse de celui des composants électriques et électroniques.

Le haut niveau du déficit des biens de consommation en mars (472 milliards d'euros) porte celui-ci, au trimestre, au voisinage de 1,5 milliard, du fait de la hausse des importations conjuguée à la baisse des exportations.

Évolution par pays (données douanières CAF-FAB cvs)

La croissance des exportations vers l'Union européenne se confirme au mois de mars (touchant les branches de l'automobile, des biens d'équipement et des biens intermédiaires), alors que les importations fléchissent, notamment dans le secteur de l'automobile. Ce mouvement ne peut empêcher, sur le trimestre, une contraction de l'excédent qui revient de 4,1 milliards d'euros à 2 milliards. L'excédent vis-à-vis de la zone euro s'élève à 486 millions d'euros en mars et 467 millions sur le trimestre.

Le solde avec les États-Unis est excédentaire pour le troisième mois consécutif, bénéficiant, notamment, d'un haut niveau de ventes dans le domaine aéronautique et spatial. Sur l'ensemble du trimestre, les ventes progressent de 12,3 %, bénéficiant des gains de compétitivité et de la vigueur de la croissance américaine, alors que les importations se contractent de 2,8 %, dégageant un excédent de 1,1 milliard d'euros.

Le déficit avec le *Japon*, qui s'était réduit de façon sensible en février, dépasse à nouveau 500 millions d'euros en mars, portant le déficit au premier trimestre à 1,6 milliard, comme au dernier trimestre de 1999. De même, la tendance à la croissance du déficit à l'égard des *pays d'Asie hors Japon* se confirme, pour atteindre au trimestre 3,8 milliards d'euros.

1.5. La balance des paiements en mars 2000

La balance des paiements du mois de *mars 2000* s'est caractérisée en données brutes par une nette progression de l'excédent du solde du *compte de transactions courantes* (2,9 milliards d'euros, contre 1,7 milliard en février) et, en données cvs, par un repli limité (2,5 milliards, après 3,2 milliards).

Si le solde des biens a doublé et atteint 1,4 milliard d'euros en données brutes, il reste stable en données cvs dans un contexte de hausse simultanée de 1,7 % des exportations et des importations.

Le solde des services s'améliore de 1,4 milliard d'euros par rapport à février, à 2,1 milliards, grâce à la contribution importante des voyages (+ 0,4 milliard, suite à une forte augmentation des recettes) et des assurances (+ 0,4 milliard).

En revanche, le solde des revenus se dégrade de 0,7 milliard d'euros d'un mois à l'autre, à 0,5 milliard.

Compte tenu d'erreurs et omissions négatives de 6 milliards d'euros, le *compte financier* présente un solde créditeur de 2,6 milliards en mars.

Les investissements directs, français à l'étranger et étrangers en France, en baisse depuis deux mois, se sont redressés en mars, doublant d'un mois à l'autre. Le solde de la ligne s'établit à - 5,2 milliards d'euros.

Le solde débiteur des investissements de portefeuille (- 6,7 milliards d'euros) s'accroît légèrement par rapport à février, dans un contexte d'accroissement simultané des achats de titres étrangers par les résidents et des achats de titres français par les non-résidents. Les obligations ont représenté 81 % et 96 % des acquisitions nettes de titres par, respectivement, les résidents et les non-résidents.

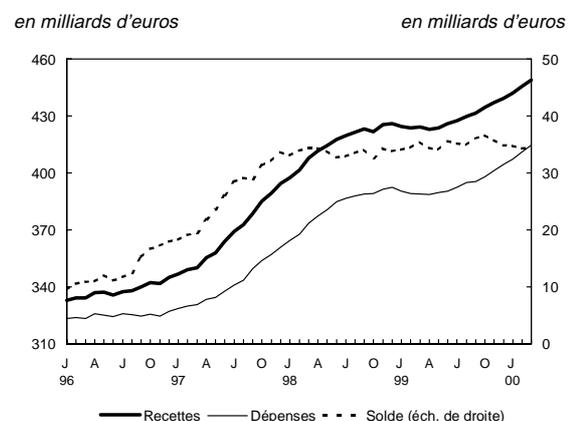
Les « Autres investissements » ont été à l'origine d'entrées de capitaux de 11,9 milliards d'euros. Enfin, les avoirs de réserve se sont contractés de 2,4 milliards d'euros.

Sur les *trois premiers mois de l'année 2000*, l'excédent du *compte de transactions courantes* (9,2 milliards d'euros) connaît un repli limité à 0,6 milliard par rapport à la période correspondante de 1999.

Compte tenu d'erreurs et omissions négatives, le *compte financier* met en évidence, en dépit d'un creusement du déficit des investissements directs (10,2 milliards, au lieu de 5,1 milliards), des entrées de 1,3 milliard (contre des sorties de 19,5 milliards au premier trimestre 1999), qui résultent, d'une forte contraction des sorties nettes d'investissements de portefeuille (- 7,2 milliards, contre - 26,2 milliards) et d'entrées nettes plus importantes au titre des autres investissements (17,1 milliards, au lieu de 9,9 milliards).

1.5.1. Les transactions courantes

Transactions courantes Cumuls sur douze mois



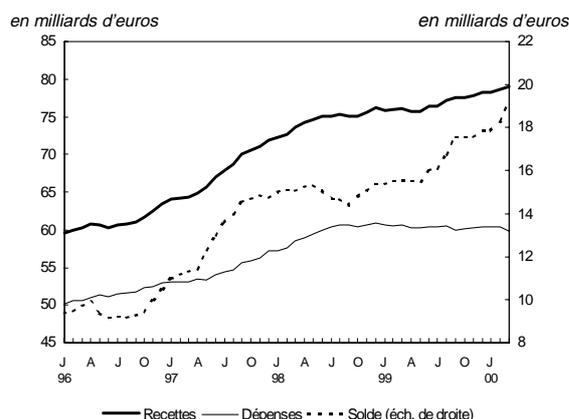
Au mois de mars, l'excédent des transactions courantes s'élève en données cvs à 2,5 milliards d'euros, en repli par rapport à février (+ 3,2 milliards), sous l'effet d'une progression plus rapide des dépenses (+ 5,1 %) que des recettes (+ 8 %). Ce recul est à attribuer principalement aux revenus des investissements.

Les biens
(données mensuelles cvs)

En raison de la stabilité des chiffres du commerce extérieur repris en balance, le solde des biens ne varie pas en mars et s'établit à nouveau à 0,9 milliard d'euros. En revanche, il s'inscrit en fort repli par rapport à mars 1999 (+ 1,7 milliard d'euros), les importations, dynamisées par la consommation des ménages, l'investissement des entreprises et le coût des produits énergétiques, ayant progressé plus vite que les exportations, pourtant soutenues par la demande extérieure et les gains de compétitivité, à partir de la seconde moitié de l'année 1999.

Les services
(données mensuelles cvs,
données annuelles brutes)

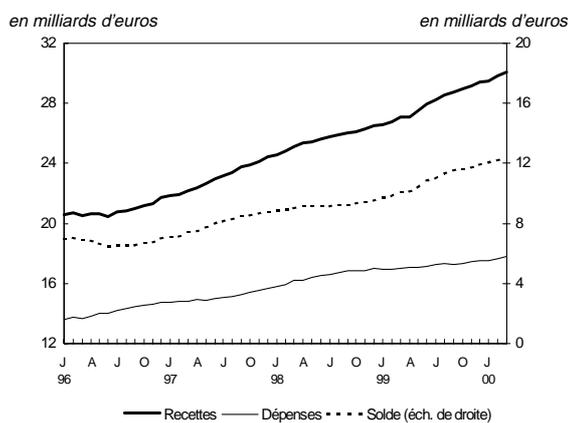
Services
Cumuls sur douze mois (cvs)



La progression de l'excédent des services en mars, qui passe de 1,7 milliard d'euros à 2,1 milliards, s'explique à la fois par une hausse des recettes de 1,4 % (principalement celles des voyages et de la réassurance à la suite des tempêtes de décembre 1999) et une baisse des dépenses de 5,5 %.

Les voyages
(données mensuelles cvs,
données annuelles brutes)

Voyages
Cumuls sur douze mois (cvs)

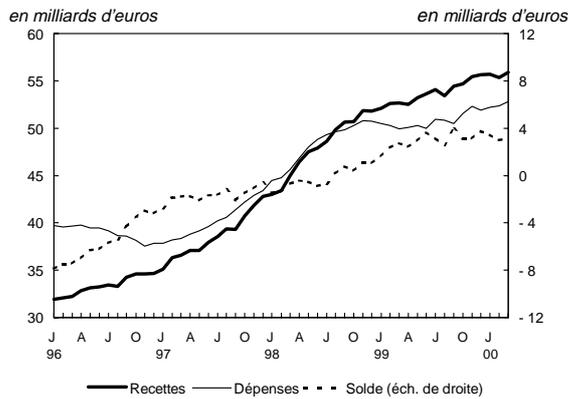


En augmentation de 364 millions d'euros sur un mois, l'excédent des voyages ressort à 1,2 milliard. Le ralentissement observé sur la croissance des recettes (+ 6,7 %, contre + 16,3 % en février) a été compensé par un repli des dépenses de 1,0 %. Cette évolution sur un mois n'altère en rien les tendances observées précédemment. Les dépenses de voyages en France des non-résidents sont en hausse continue d'une année à l'autre et le cumul pour le premier trimestre progresse de 8,6 % par rapport à la période correspondante de 1999. Les dépenses des Français à l'étranger s'inscrivent également en hausse, de 7,8 % par rapport à mars 1999, et de 7,3 % en cumul sur le premier trimestre.

La plupart des autres postes des services enregistrent une contraction de leur solde, principalement les services de construction et les services divers aux entreprises qui regroupent, notamment, les services de locations, de publicité et de gestion.

*Les revenus
(données mensuelles cvs,
données annuelles brutes)*

Revenus des investissements
Cumuls sur douze mois (cvs)



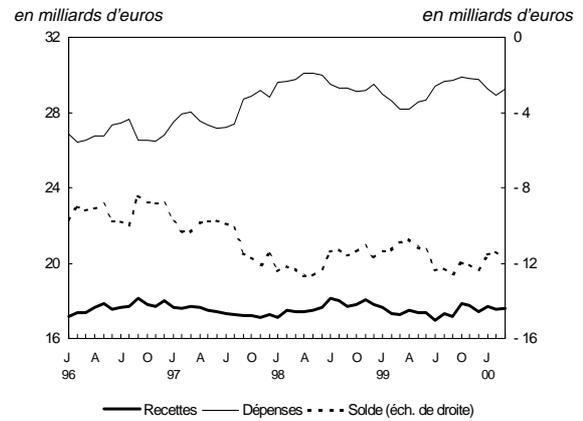
Le recul de l'excédent des revenus des investissements (0,8 milliard d'euros, contre 0,9 milliard en février) est à l'origine du tassement global des revenus, dont le solde excédentaire revient de 1,6 milliard d'euros à 1,4 milliard.

La progression des revenus versés à l'étranger au titre des investissements de portefeuille explique cette évolution globale.

*Les transferts courants
(données brutes)*

En raison de la progression des versements aux institutions européennes au titre du PNB, le déficit des transferts courants s'est creusé en mars, pour s'établir à 1,1 milliard d'euros, les recettes étant restées stables à 0,9 milliard. À la fin du premier trimestre, le déficit ressort en diminution par rapport à la période correspondante de 1999 (- 0,2 milliard d'euros, contre - 0,6 milliard).

Transferts courants
Cumuls sur douze mois



**1.5.2. Le compte de capital
(données brutes)**

La hausse des transferts en capital en mars au titre du Feder explique le renforcement de l'excédent du compte de capital par rapport à février. Il s'établit donc à 0,4 milliard d'euros, contre 0,1 milliard un mois plus tôt. Sur les trois premiers mois de l'année, le solde se retourne par rapport au premier trimestre de 1999, sous l'effet de l'importance des fonds structurels reçus des institutions européennes.

1.5.3. Le compte financier

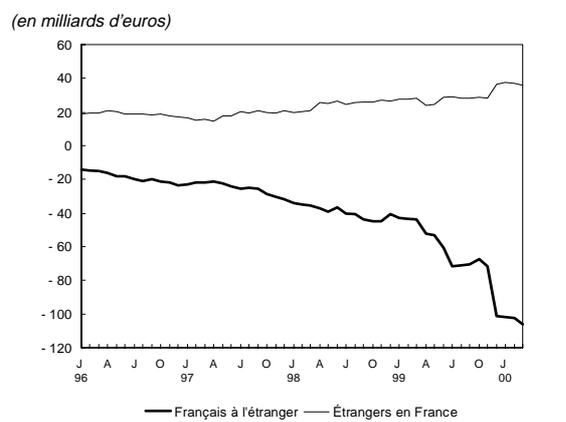
Les flux financiers se sont traduits en mars par des entrées nettes de 2,6 milliards d'euros confirmant, en opposition avec les erreurs et omissions, la rupture de tendance intervenue en février (entrées de 5 milliards) par rapport aux deux mois précédents (sorties de 6,2 milliards en décembre 1999 et de 6,3 milliards en janvier).

Les investissements directs

Investissements directs

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois



Multipliés par deux d'un mois à l'autre tant en recettes qu'en dépenses, les investissements directs (y compris les bénéfiques réinvestis) ont abouti en mars à un solde négatif deux fois plus élevé qu'en février (- 5,2 milliards d'euros, contre - 2,6 milliards).

Les flux nets d'investissements français à l'étranger, avec des sorties de 7 milliards d'euros, contre 3,4 milliards en février, y ont largement contribué. Les opérations en capital social ont atteint 4,8 milliards d'euros, au lieu de 2,1 milliards le mois précédent, tandis que les *autres opérations* se sont établies à 1,6 milliard, contre 0,8 milliard en février.

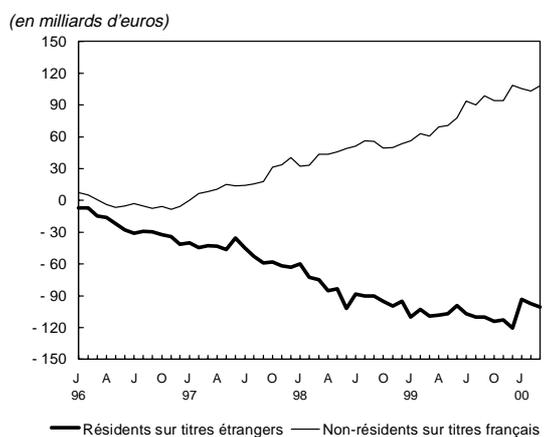
Les flux nets d'investissements étrangers en France ont enregistré une reprise, avec des entrées de 1,7 milliard d'euros (après 0,8 milliard en février). Le montant des opérations en capital social est passé de 0,7 milliard d'euros à 1,1 milliard. Le solde des *autres opérations* s'est retourné, des mises en place nettes de 0,2 milliard d'euros ayant succédé à des remboursements nets de 0,3 milliard en février.

Les investissements de portefeuille

Investissements de portefeuille

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois



En mars, les investissements de portefeuille se sont de nouveau traduits par des sorties nettes : 6,7 milliards d'euros, après 6,2 milliards au cours du mois précédent.

La reprise des achats de titres étrangers par les résidents a été confirmée, avec des sorties nettes s'élevant à 16,7 milliards d'euros, après 12,9 milliards en février. Les résidents ont acquis des titres obligataires étrangers, à hauteur de 13,4 milliards d'euros (après 2,8 milliards le mois précédent), dont une part de titres de la zone euro moindre qu'à l'accoutumée. Ils ont, en revanche, procédé à de moindres achats nets sur instruments des marchés monétaires étrangers (1,7 milliard d'euros, contre 6 milliards le mois précédent), ainsi que sur actions étrangères (1,5 milliard, au lieu de 4,1 milliards).

Au cours du mois de mars, les non-résidents ont de nouveau sensiblement accru leurs achats nets de titres français (10 milliards d'euros, contre 6,7 milliards). Les non-résidents ont amplifié leurs achats d'obligations, avec 9,6 milliards d'euros (au lieu de 5,7 milliards en février), dont 4,4 milliards sur les OAT et les BTAN.

Les instruments du marché monétaire ont fait l'objet d'acquisitions nettes, à hauteur de 2 milliards d'euros, après des cessions de 0,1 milliard en février, liées au remboursement d'importantes lignes de BTF qui étaient venues à maturité au cours de ce mois. Enfin, le solde des opérations des non-résidents sur actions françaises s'est de nouveau retourné, des cessions nettes de 1,5 milliard d'euros ayant succédé à des acquisitions nettes de 1,1 milliard en février.

Autres investissements

Poursuivant la tendance observée sur les deux premiers mois de l'année, les « Autres investissements » ont donné lieu à des entrées nettes de 11,9 milliards d'euros au cours du mois de mars 2000. Cette évolution résulte d'une baisse sensible des avoirs (10,5 milliards d'euros) et d'une augmentation plus modérée des engagements (1,4 milliard).

Les opérations des banques résidentes avec l'extérieur ont largement contribué à ce mouvement, en se soldant par des entrées nettes de 15,2 milliards d'euros, résultant, pour l'essentiel, de la forte progression des engagements (11,3 milliards), tandis que les avoirs se réduisaient de 3,9 milliards.

Comme depuis le début de l'année, les opérations libellées en euros sont principalement à l'origine de ce mouvement, avec des entrées nettes de 12,1 milliards d'euros, correspondant à une hausse des engagements (5,1 milliards) et d'une diminution des avoirs (7 milliards).

Les opérations en devises dégagent, elles aussi, un solde positif (3,1 milliards d'euros), résultant d'une augmentation des engagements compensée pour moitié par le fléchissement des créances.

S'agissant des autorités monétaires, les opérations de prêts et placements se sont soldées par un flux négatif de 3,9 milliards d'euros, notamment en liaison avec les opérations transitant par le système *Target*.

Les flux financiers des autres secteurs, de faible importance, ont donné lieu à des sorties de 0,5 milliard d'euros.

Avoirs de réserve

En mars 2000, 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 les résidents de la zone euro — ont enregistré une hausse de 2,4 milliards d'euros.

2. Les comportements monétaires et financiers

Avertissement

Plusieurs aménagements ont été apportés aux données commentées dans ce chapitre par rapport aux précédentes éditions. Ils consistent en une extension du calcul de flux de nature économique (hors effets statistiques et comptables) à l'ensemble des opérations, une ventilation par agents bénéficiaires et objets de financement des crédits octroyés par l'ensemble des établissements de crédit (et non plus par les seules banques) et une adaptation de l'endettement intérieur total au cadre méthodologique des statistiques monétaires et financières du Système européen de banques centrales (cf. étude intitulée : « Évolution et structure des financements du secteur privé en France et dans la zone euro », dans le présent Bulletin).

Dans la zone euro, la progression annuelle de M3 est demeurée très soutenue, s'établissant à + 6,5 % en avril 2000, après + 6,4 % le mois précédent (chiffre révisé).

Parallèlement, le rythme annuel de progression des financements accordés par les IFM au secteur privé, s'est accru, à + 11,4 % en avril, après + 10,9 % en mars. Notamment, la croissance des prêts s'est renforcée (+ 10,3 %, après + 9,7 %), tandis que celle des concours apportés sous forme d'achats de titres est demeurée très vive (+ 21,7 %, après + 22,8 %).

En France, la progression annuelle des dépôts à vue s'est sensiblement renforcée (+ 11,1 % en avril, après + 7,4 % le mois précédent), ce qui accentue la tendance à l'accélération observée depuis février dernier. L'accélération est essentiellement imputable aux dépôts à vue des sociétés non financières, les dépôts des ménages ayant conservé un rythme de progression élevé mais à peu près stable depuis le début d'année (+ 14,7 % en avril, après + 14,6 % en mars). Le repli des comptes sur livrets s'est poursuivi (- 1,7 %, après - 1,2 % en mars), ce type de placements revêtant un caractère moins attractif en raison de l'augmentation des taux d'intérêt sur le marché monétaire au cours des derniers mois et de la désaffection croissante envers les livrets A et bleus (- 6,5 % en avril). À l'inverse, les dépôts assortis d'une échéance inférieure ou égale à deux ans ont enregistré un regain de croissance très sensible (+ 12,0 %, après + 7,6 % sur douze mois). Les titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire ont conservé une progression soutenue sur un an (+ 12,8 %, en avril après + 14,8 %), mais en net retrait par rapport aux rythmes de croissance élevés

de la fin 1999 + 26,8 %, en décembre), en raison de la dissipation d'un effet de base et du dégonflement des avoirs de précaution constitués en prévision du passage à l'an 2000.

Le taux de croissance annuel des prêts distribués en France par les IFM aux autres résidents s'est sensiblement renforcé en avril, à + 7,6 %, après + 6,5 % en mars. Notamment, les crédits au secteur privé résident ont augmenté à un rythme annuel accru (+ 8,9 %, après + 8,0 % en mars), qui s'est de nouveau rapproché de la moyenne observée dans la zone euro (+ 10,3 %, après + 9,7 % en mars). Aussi, la croissance de l'endettement global des sociétés non financières s'est-elle accélérée (+ 11,4 % en avril, après + 10,6 % le mois précédent), tandis que celle de l'endettement des ménages restait soutenue (+ 8,4 %, après + 8,3 %). L'endettement des administrations publiques a continué de progresser à un rythme annuel très modéré (+ 1,6 %, après + 0,9 %). Ainsi, le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total s'est renforcé, à + 7,0 % en avril 2000, au lieu de + 6,3 % le mois précédent.

Le relèvement de 25 points de base des taux d'intervention de la Banque centrale européenne, décidé le 27 avril 2000, a favorisé la poursuite du rapprochement entre taux d'intérêt à court terme et à long termes sur les marchés. En liaison avec l'évolution des taux de marché, les conditions offertes par les banques de détail ont été marquées par un redressement de la rémunération des dépôts à court terme, plus rapide en France que dans la zone euro. Le coût du crédit est demeuré plus favorable en France que dans la zone euro sauf pour l'habitat.

Principaux indicateurs de monnaie et d'endettement – zone euro et France

	Encours en milliards d'euros		Taux de croissance annuel en % (a)		Part dans la zone euro en %
	Avril 2000	Mars 2000	Avril 2000	Avril 2000	Avril 2000
ZONE EURO (b)					
Billets et pièces en circulation	337,5	5,2	5,5		
+ Dépôts à vue	1 676,2	11,2	12,6		
= M1	2 013,7	10,2	11,4		
+ Dépôts à terme ≤ 2 ans	892,7	0,6	1,3		
+ Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	1 254,7	1,6	1,0		
= M2	4 161,1	5,1	5,5		
+ Pensions	176,5	-2,3	2,7		
+ Titres de créance émis ≤ 2 ans	90,0	40,0	37,7		
+ Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	473,5	19,5	13,6		
= M3	4 901,2	6,4	6,5		
Prêts	6 565,4	8,3	9,0		
dont : <i>Secteur privé</i>	5 726,9	9,7	10,3		
FRANCE (c)					
Éléments de M1					
Dépôts à vue	313,5	7,4	11,1		18,7
Éléments de M2 – M1					
Dépôts à terme ≤ 2 ans	44,1	7,6	12,0		4,9
Comptes sur livrets	273,6	-1,2	-1,7		21,8
Éléments de M3 – M2					
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	272,3	14,8	12,8		57,5
Prêts	1 089,9	6,5	7,6		16,6
dont : <i>Secteur privé</i>	979,5	8,0	8,9		17,1
Endettement intérieur total (d)	2 134,0	6,3	7,0		
dont : <i>Administrations publiques</i>	775,1	0,9	1,6		
<i>Sociétés non financières</i>	881,9	10,6	11,4		
<i>Ménages</i>	477,1	8,3	8,4		

(a) Évolutions corrigées de l'impact des reclassements et des effets de valorisation

(b) Opérations des IFM de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro

(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français, sauf pour l'endettement intérieur total qui regroupe les différentes formes d'endettement des résidents non financiers

(d) À compter d'avril 2000, un nouveau mode de calcul de l'EIT est appliqué à partir de la méthodologie du système européen de comptes (SEC 95) et de données plus complètes concernant le financement à l'étranger. Les séries modifiées ont été rétropolées jusqu'en 1993 dans un premier temps. Pour une description détaillée des changements intervenus, cf. étude intitulée : « Évolution et structure des financements du secteur privé et dans la zone euro », dans le présent Bulletin.

Sources : Banque de France, BCE

- les dépôts à vue des sociétés non financières ont progressé de 9,6 % sur douze mois, après + 7,3 % en mars ;

2.1. Placements intermédiés

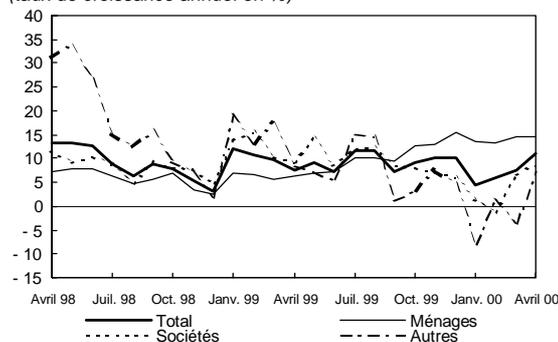
Accélération de la croissance des dépôts à vue des résidents

Au mois d'avril 2000, le taux de croissance annuel des dépôts à vue des résidents en France s'est encore renforcé, pour atteindre + 11,1 %, après + 7,4 % en mars et + 5,8 % en février :

- la progression annuelle des dépôts à vue des ménages est restée très dynamique, à + 14,7 %, après + 14,6 % ;

Dépôts à vue par agents

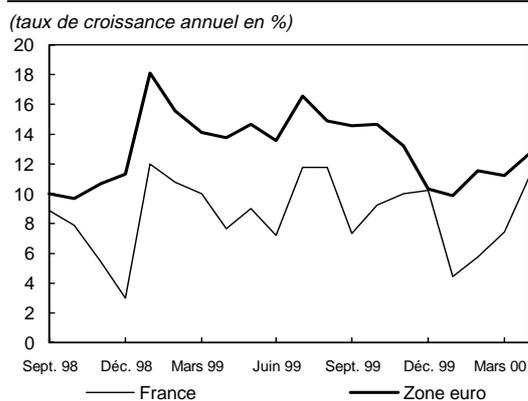
(taux de croissance annuel en %)



- enfin, les *dépôts à vue des autres agents* (organismes publics, administrations privées, OPCVM non monétaires, etc.) ont renoué avec une variation annuelle positive : + 4,9 %, contre - 5,2 % en mars et 0 % en février.

Dans la zone euro, la croissance annuelle des dépôts à vue s'est également renforcée, de + 11,2 % en mars à + 12,6 % en avril.

Dépôts à vue



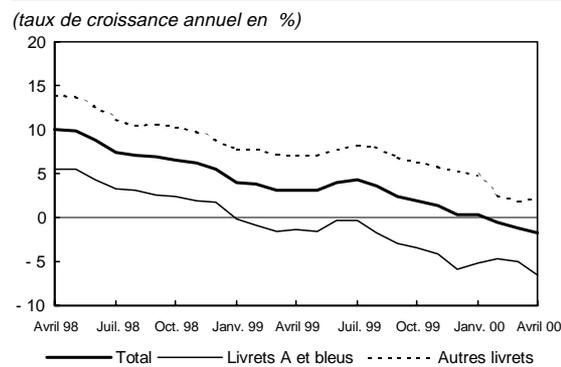
Sources : Banque de France, BCE

Repli persistant des comptes sur livrets

Le mouvement de repli des *comptes sur livrets* (dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) s'est poursuivi avec un taux de croissance annuelle négatif pour le deuxième mois consécutif (- 1,7 %, après - 1,2 % en mars) :

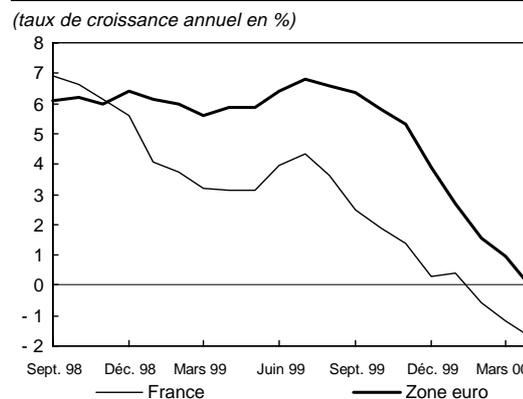
- la décollecte qui affecte les *livrets A et bleus* s'est encore accentuée en avril. Leur encours a diminué de 6,5 % sur douze mois, après - 5,1 % en mars ;
- la croissance annuelle des *autres livrets*, qui n'avait cessé de se ralentir depuis juillet 1999, s'est légèrement renforcée en avril, à + 2,1 %, après + 1,9 %. Néanmoins, hormis les *livrets d'épargne populaire* qui progressent vivement (+ 14,1 % en avril, après + 14,3 % en mars), la croissance des autres comptes reste faible, voire négative.

Comptes sur livrets



Dans la zone euro, le taux de variation des dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois est devenu négatif, comme en France (- 0,1 % en avril, après + 0,9 % en mars).

Dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois



Sources : Banque de France, BCE

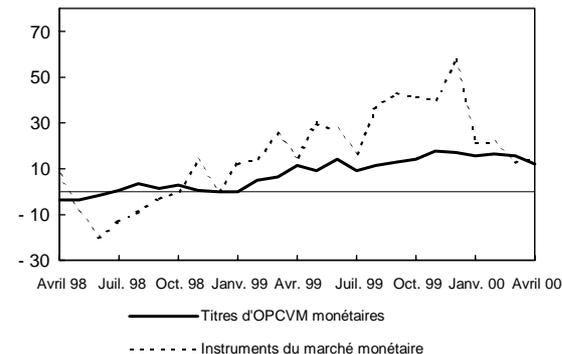
Progression globalement vive des produits rémunérés aux taux du marché monétaire

La croissance annuelle des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est renforcée en avril (+ 12,0 %, après + 7,6 % en mars et + 2,8 % en février), en liaison avec la hausse des taux d'intérêt à court terme.

Les instruments du marché monétaire (certificats de dépôt) ont progressé de + 15,2 % sur douze mois, en légère accélération par rapport au mois précédent (+ 12,7 %).

Principaux placements en titres monétaires

(taux de croissance annuel en %)



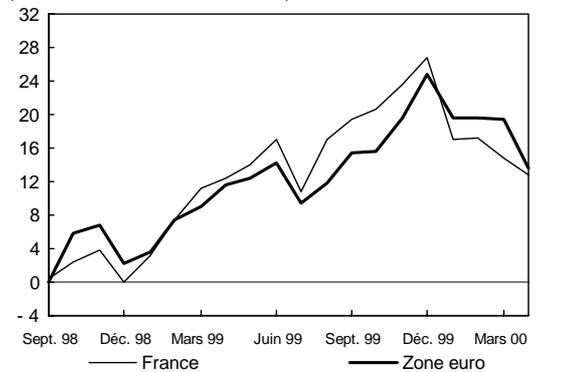
A contrario, la croissance annuelle des titres d'OPCVM monétaires s'est quelque peu ralentie, passant de + 15,8 % en mars 2000 à + 12,1 % en avril 2000. Néanmoins, au-delà des fluctuations mensuelles, cette forme de placement a conservé une croissance très dynamique depuis le début de l'année (+ 15,6 % de décembre 1999 à avril 2000). Ainsi, la reprise des souscriptions d'OPCVM monétaires, qui s'était amorcée en 1999 en relation avec la hausse des taux courts, s'est confirmée (environ 20 milliards d'euros de janvier à avril 2000). En effet, le rendement offert par ce type de placement s'est sensiblement amélioré par rapport à celui des produits d'épargne concurrents, notamment les comptes sur livrets (2,68 %, contre 2,43 % en moyenne à fin avril 2000).

Enfin, les pensions, dont la croissance avait connu un pic en mars dernier (+ 6,0 % en rythme annuel), ont à nouveau diminué en avril (- 1,8 % sur un an).

Dans la zone euro, la croissance annuelle des instruments du marché monétaire et des titres d'OPCVM monétaires s'est infléchi (de + 19,5 % en mars à + 13,6 %), notamment en raison de l'effacement de l'effet de base et du comportement de précaution ayant joué lors du passage à l'an 2000.

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

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Baisse des dépôts non monétaires

En avril 2000, la croissance annuelle des dépôts non monétaires est devenue négative, à - 0,5 %, après + 0,4 % le mois précédent.

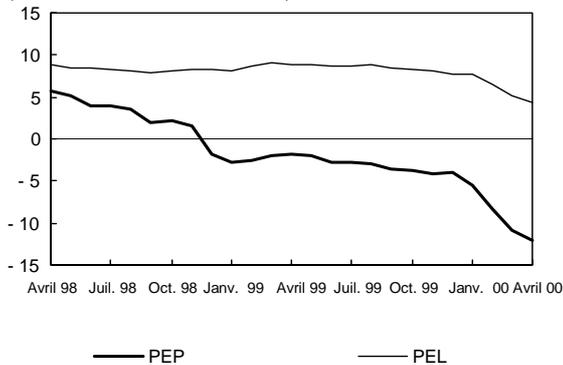
Notamment :

- le repli des PEP bancaires s'est accentué (- 12,0 % sur douze mois, après - 10,9 % en mars) ;
- le taux de croissance des PEL s'est établi à 4,3 % sur douze mois, après + 5,2 % en mars.

Dans les deux cas, le fléchissement observé en avril s'inscrit dans une tendance baissière amorcée depuis plusieurs mois.

Principaux dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



2.2. Endettement

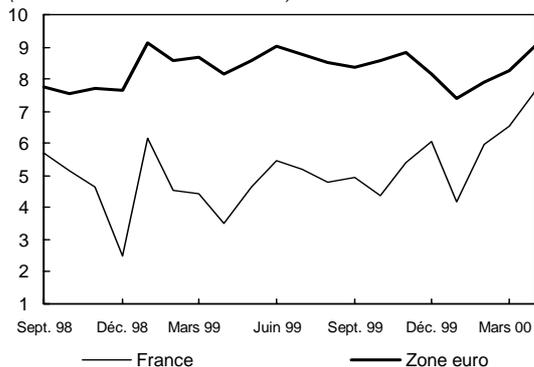
Progression renforcée des crédits des institutions financières monétaires

En France, les crédits obtenus par les résidents auprès des IFM ont progressé de 7,6 % sur un an en avril, après + 6,5 % le mois précédent. Le taux de croissance annuel des crédits au secteur privé s'est accru (+ 8,9 %, après + 8,0 %), tandis que la baisse sur douze mois des crédits aux administrations publiques s'est amoindrie (- 2,9 %, après - 4,6 %).

Au sein de la zone euro, le taux de croissance annuel des crédits s'est également renforcé, de + 8,3 % en mars à + 9,2 % en avril. Comme en France, cette accélération a principalement bénéficié au secteur privé : + 10,3 % sur un an en avril, après + 9,7 % en mars.

Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Nette reprise des crédits distribués par les établissements spécialisés

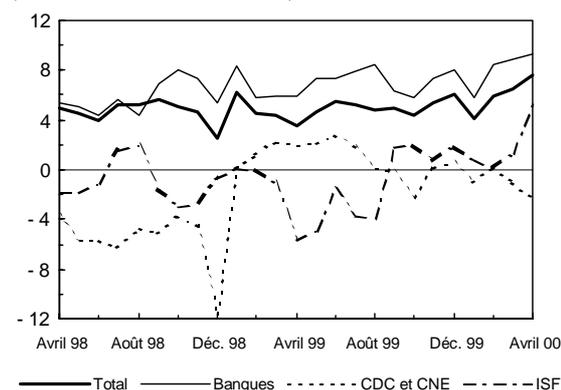
L'accélération de la croissance annuelle des crédits a inégalement concerné les différents réseaux de distribution. Notamment :

- l'activité de crédit des établissements spécialisés (institutions financières spécialisées et sociétés financières), qui était quelque peu atone, s'est sensiblement renforcée en avril (+ 5,2 %, après + 1,3 % en mars) ;
- la progression annuelle des crédits bancaires, déjà très soutenue, s'est accentuée, à + 9,3 % en avril, après + 8,9 % en mars ;

- à l'inverse, les crédits obtenus auprès de la Caisse des dépôts et consignations et de la Caisse nationale d'épargne ont de nouveau diminué (- 2,3 % sur un an, après - 1,0 %).

Crédits par principaux réseaux distributeurs

(taux de croissance annuel en %)



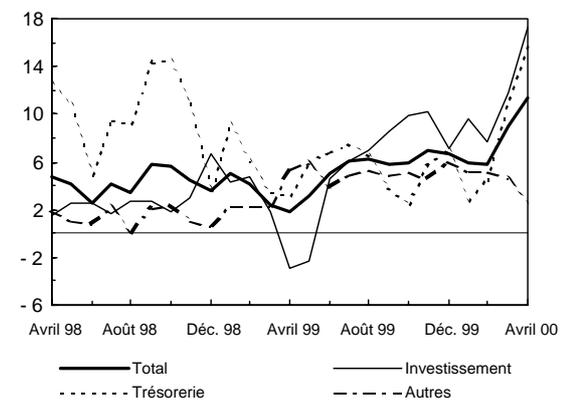
Forte augmentation de la demande de crédit des sociétés non financières

Le dynamisme accru des prêts accordés par l'ensemble des établissements de crédit a bénéficié principalement aux sociétés non financières :

- la progression annuelle des crédits obtenus par les sociétés non financières s'est nettement accélérée (+ 11,3 % en avril, après + 9,1 % en mars). Cette forte accélération a concerné tant les crédits à l'investissement (+ 17,3 %, après + 11,8 %) que les crédits de trésorerie (+ 15,5 %, après + 11,3 %) ;

Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières

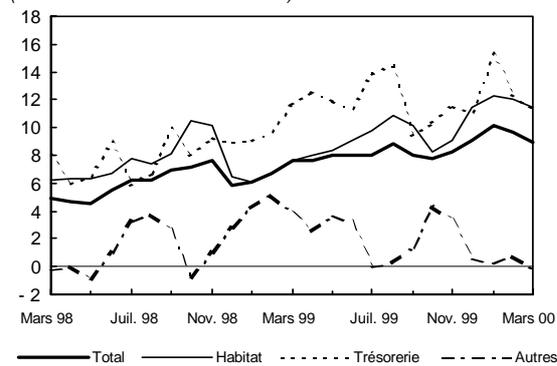
(taux de croissance annuel en %)



– la progression annuelle des crédits obtenus par les ménages est demeurée soutenue au mois d'avril (+ 8,6 % sur un an, après + 8,7 % en mars). Les prêts à l'habitat ont progressé de 8,8 % en rythme annuel, à peu près comme en mars (+ 9,0 %). Le taux de croissance annuel des crédits de trésorerie s'est légèrement accentué (+ 13,2 %, après + 12,6 % en mars).

Crédits des établissements de crédit aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



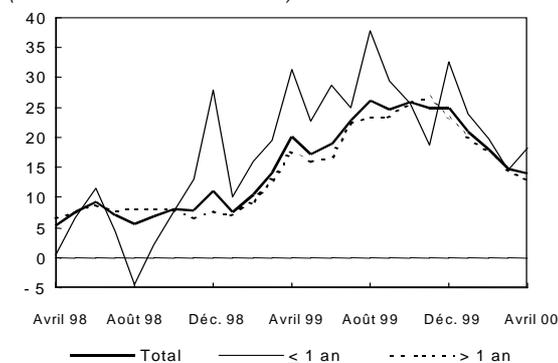
Léger fléchissement de l'endettement des sociétés non financières via les marchés

Les emprunts levés par les sociétés non financières sur les marchés ont conservé un taux de croissance annuel soutenu, à + 14,0 % en avril, en léger retrait cependant par rapport à mars (+ 14,8 %). La progression annuelle des titres émis à plus d'un an a été un peu moins forte (+ 12,8 % en avril, après + 14,8 % le mois précédent) ; à l'inverse, celle des titres courts s'est sensiblement renforcée (+ 18,2 %, après + 14,6 % en mars).

La progression, nettement plus modérée que celle des crédits, de l'endettement des administrations publiques s'est quelque peu accentuée, à + 2,9 % sur un an, après + 2,5 % en mars. Au dynamisme accru de la dette à plus d'un an (obligations, BTAN) (+ 5,1 % sur un an, après + 4,0 %) s'oppose le repli plus marqué de l'encours des BTF (- 22,2 % en avril, après - 17,0 % en mars).

Endettement des sociétés non financières via les marchés

(taux de croissance annuel en %)



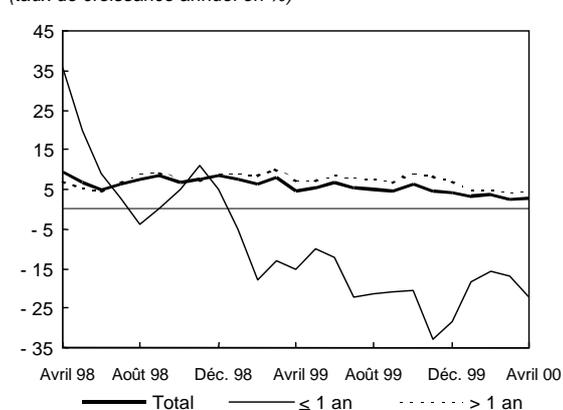
Accélération de la croissance de l'endettement intérieur total

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total s'est renforcé, de + 6,3 % en mars à + 7,0 % en avril.

Cette accélération reflète principalement une plus forte progression annuelle de l'endettement des sociétés non financières (+ 11,4 %, après + 10,6 % en mars). Le rythme de croissance annuel de l'endettement des administrations publiques s'est également accentué, de + 0,9 % en mars à + 1,6 % en avril. L'endettement des ménages a conservé une croissance annuelle soutenue (+ 8,4 %, après + 8,3 % en mars).

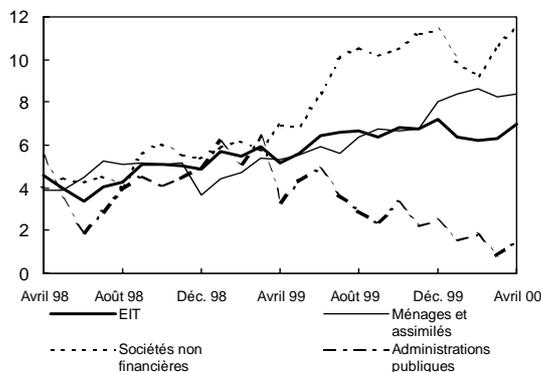
Endettement des administrations publiques via les marchés

(taux de croissance annuel en %)



Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



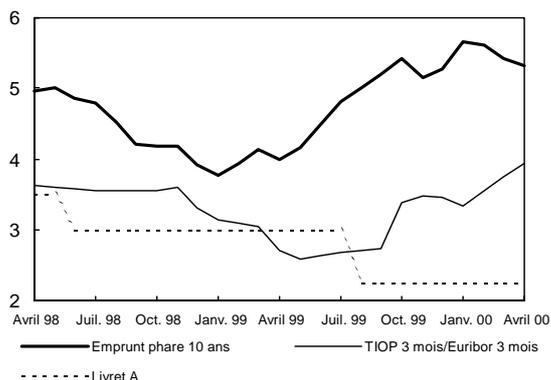
2.3. Taux d'intérêt bancaires

Aplatissement de la pente de la courbe des taux

Le relèvement de 25 points de base des taux directeurs, décidé le 27 avril 2000 par la Banque centrale européenne, s'est accompagné d'une baisse de taux de l'emprunt phare de 10 points de base en moyenne mensuelle entre mars et avril 2000 et d'une progression de l'Euribor de 18 points de base.

Taux de marché et taux réglementés

(en %)



Accentuation des écarts de rémunération zone euro/France sur les dépôts à terme

Le taux de rémunération moyen des dépôts à vue dans la zone euro a continué à progresser, pour s'établir à 0,76 %, retrouvant ainsi un niveau comparable à celui de janvier 1999.

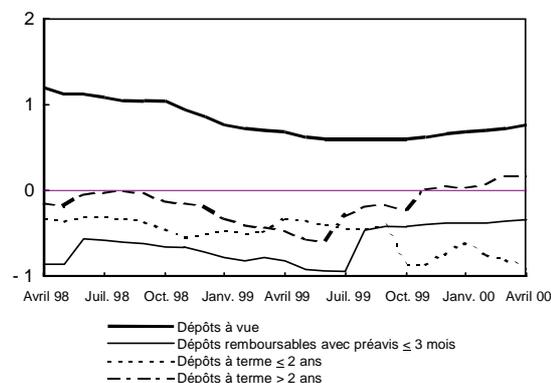
La rémunération des dépôts remboursables avec préavis inférieur à 3 mois n'a que faiblement évolué, tant en France (où elle s'est établie à 2,43 % en avril) que dans la zone euro (2,09 % en avril), l'écart se resserrant légèrement.

Le taux moyen des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans a augmenté dans la zone euro (3,04 %, après 2,95 % en mars), mais moins fortement qu'en France (3,93 %, après 2,75 % le mois précédent).

S'agissant des dépôts à long terme, les taux se sont établis à 4,27 % et 4,08 %, respectivement, dans la zone euro et en France, niveaux voisins de ceux observés en mars.

Rémunération des dépôts Écarts zone euro/France

(en points)



Sources : Banque de France, BCE

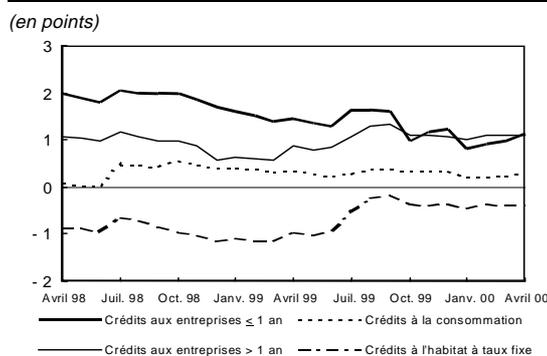
Coût du crédit plus favorable en France que dans la zone euro, sauf pour l'habitat

Au mois d'avril, le taux moyen des prêts aux entreprises à moins d'un an dans la zone euro s'est renforcé (6,21 %, après 6,08 % le mois précédent), alors qu'il a été stable en France (5,09 %). Les taux des prêts aux entreprises à plus d'un an se sont maintenus à un niveau proche de celui du mois de mars tant en France que dans la zone euro.

Le taux moyen des crédits à la consommation dans la zone euro s'est légèrement accentué (9,58 %, après 9,54 % au mois de mars), et n'a pas varié en France.

Enfin, le taux moyen des crédits à l'habitat (à taux fixe) s'est établi à 6,10 % dans la zone euro, contre 6,48 % en France, niveaux inchangés par rapport au mois précédent.

Coût du crédit Écarts zone euro/France



Sources : Banque de France, BCE

Les taux d'intérêt utilisés pour apprécier l'évolution des conditions créditrices et débitrices au sein de la zone euro

Il s'agit d'indicateurs statistiques calculés à partir des sources nationales existantes. En raison du caractère hétérogène des méthodes de collecte au plan national, la comparaison des taux d'intérêt présentés doit porter plutôt sur leur évolution dans le temps que sur leur niveau.

1. Taux d'intérêt moyens de la zone euro

Pour un instrument donné, les taux d'intérêt de la zone euro sont une moyenne pondérée des taux d'intérêt nationaux communiqués par les banques centrales nationales à la Banque centrale européenne. Les coefficients de pondération appliqués sont calculés à partir des encours déclarés par les institutions financières monétaires de chaque pays.

Ces taux nationaux, élaborés à partir des sources nationales existantes, ne sont pas nécessairement harmonisés en termes de couverture (nouvelles opérations ou encours), de nature de taux (nominaux ou effectifs) ou de méthode de calcul (moyenne simple ou moyenne pondérée). Selon les pays, la collecte est effectuée auprès d'un échantillon d'agents déclarants ou de l'ensemble de la population déclarante. Lorsque la donnée nationale n'est pas disponible, un proche substitut est utilisé.

2. Taux d'intérêt français

2.1. Taux créditeurs

Dépôts à vue : *taux nul* (en raison de l'interdiction de la rémunération des comptes créditeurs à vue).

Dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois : *moyenne pondérée par les encours des taux de rémunération des comptes sur livrets (livrets A, livrets bleus, comptes d'épargne-logement, Codevi, livrets d'épargne populaire, livrets jeunes, livrets soumis à l'impôt).*

Dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans : *taux des comptes à terme et des bons de caisse et d'épargne d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans ; en l'absence de données collectées sur ces rendements, l'Euribor 3 mois (TIOP 3 mois avant le 1^{er} janvier 1999), qui sert fréquemment de référence à ces instruments, est utilisé comme proche substitut.*

Dépôts à terme d'une durée initiale supérieure à deux ans : *moyenne pondérée (par les encours) des taux d'intérêt des plans d'épargne-logement, plans d'épargne populaire, et des comptes à terme et des bons de caisse et d'épargne d'une durée initiale supérieure à deux ans. Pour les instruments autres que les PEL, le taux des bons du Trésor à 5 ans est utilisé comme proche substitut en l'absence de données collectées.*

2.2. Taux débiteurs

Crédits aux entreprises d'une durée initiale inférieure ou égale à un an : *moyenne pondérée (par les encours) des taux nominaux d'escompte, de découvert et des autres prêts à court terme, calculés à partir de l'enquête trimestrielle effectuée par la Banque de France auprès d'un échantillon d'établissements de crédit.*

Crédits aux entreprises d'une durée initiale supérieure à un an : *taux nominaux des crédits aux entreprises consentis à moyen et long termes, calculés à partir de l'enquête trimestrielle effectuée par la Banque de France auprès d'un échantillon d'établissements de crédit.*

Crédits à la consommation : *moyenne pondérée (par les encours) des taux effectifs de différents crédits aux particuliers (prêts d'un montant inférieur ou égal à 10 000 francs, découverts en compte, ventes à tempérament et prêts permanents d'un montant supérieur à 10 000 francs, prêts personnels supérieurs à 10 000 francs), calculés à partir de l'enquête trimestrielle effectuée par la Banque de France auprès d'un échantillon d'établissements de crédit.*

Taux des crédits à l'habitat à taux fixe : *taux effectif calculé à partir de l'enquête trimestrielle effectuée par la Banque de France auprès d'un échantillon d'établissements de crédit.*

3. Les marchés de capitaux

3.1.1. Les marchés financiers internationaux en mai 2000

Les principales évolutions observées sur les marchés internationaux de capitaux au cours du mois de mai ont été : le rebond de l'euro face aux principales devises, la relative stabilité des rendements obligataires aux États-Unis et leur détente dans la zone euro et au Japon, la poursuite de la correction sur les valeurs technologiques puis une reprise en fin de période, la progression du prix du pétrole.

Rebond de l'euro face aux principales devises

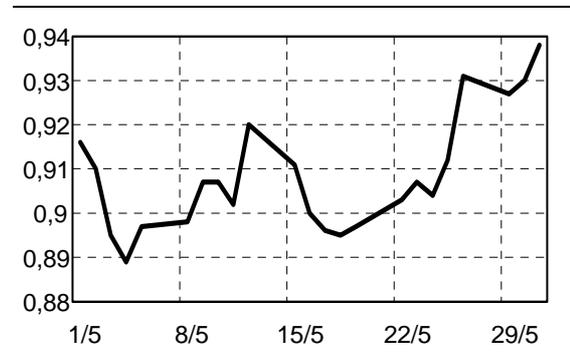
L'euro s'est redressé par rapport aux principales devises au cours du mois de mai.

Face au dollar, après avoir atteint un plus bas niveau historique le 4 mai, à 0,8845, la monnaie européenne a d'abord progressé, sous l'effet notamment des craintes d'interventions de la BCE.

En milieu de mois, l'euro s'est déprécié par rapport au dollar jusqu'au 19 mai, en dépit de la publication d'un indice IFO en Allemagne pour avril meilleur qu'attendu. Le resserrement monétaire de 50 points de base du Système fédéral de réserve, le 16 mai, a contribué à peser sur la devise européenne.

À partir du 19 mai, et jusqu'à la fin du mois, l'euro s'est de nouveau renforcé par rapport au dollar. Il a d'abord été temporairement soutenu par le recul des valeurs technologiques américaines, puis par de nouvelles craintes d'interventions de la BCE. L'euro/dollar est ainsi remonté jusqu'au niveau de 0,9379 le 31 mai.

Euro/dollar au cours du mois de mai



Face au yen, l'euro s'est d'abord déprécié jusqu'au 19 mai, pour atteindre 94,87, le yen bénéficiant du renforcement des perspectives de sortie de la politique monétaire à taux zéro. Par la suite, la remise en cause de la vigueur de la reprise de l'économie japonaise (croissance du PIB japonais pour l'année fiscale 1999-2000) ainsi que le repli du Nikkei ont pesé sur le yen, en dépit de certaines données macroéconomiques favorables (baisse du taux de chômage, progression des dépenses des ménages plus forte qu'attendu). L'euro est ainsi remonté jusqu'à 100,91 yens le 31 mai.

Le yen s'est apprécié par rapport au dollar au cours du mois. Pendant les deux premières semaines, le yen s'est d'abord replié par rapport au dollar, en liaison avec l'accroissement des anticipations de resserrement monétaire aux États-Unis et la baisse du Nikkei. Par la suite, le yen s'est renforcé après la publication du compte rendu du Conseil de politique monétaire faisant part de l'abandon possible de la politique monétaire à taux zéro. Au total, le dollar/yen est passé de 108,18 à 107,65 au cours de la période sous revue.

La livre sterling s'est sensiblement dépréciée par rapport au dollar. Compte tenu du *statu quo* monétaire décidé les 3 et 4 mai, la publication du rapport trimestriel de la Banque d'Angleterre, qui prévoit le maintien du taux d'inflation à un niveau inférieur à 2,5 %, a diminué les anticipations de resserrement monétaire. Dès lors, les perspectives d'accroissement de l'écart de taux avec les États-Unis ont pesé sur la livre sterling qui a atteint un plus bas niveau historique depuis six ans, à 1,4702 le 25 mai.

Le franc suisse a atteint son plus haut niveau historique contre l'euro, à 1,5405 le 4 mai, et son plus bas niveau depuis onze ans face au dollar, à 1,7490 le 19 mai.

Relative stabilité des rendements obligataires aux États-Unis, détente dans la zone euro et au Japon

Le marché obligataire américain s'est d'abord sensiblement dégradé avant de se stabiliser jusqu'en milieu de mois, puis de s'apprécier jusqu'à la fin du mois pour pratiquement effacer les pertes initiales.

En début de période, la consolidation du marché boursier et des indicateurs macroéconomiques plus forts que prévu pour le premier trimestre (déflateur du PIB à 2,7 %, progression de l'indice du coût de la main-d'œuvre de 1,4 %) ont provoqué un accroissement des anticipations de resserrement monétaire, pesant fortement sur le marché obligataire. Les rendements des obligations d'État d'échéance 10 ans et 30 ans se sont ainsi accrus de, respectivement, 35 points de base et 28 points de base entre le 28 avril et le 8 mai.

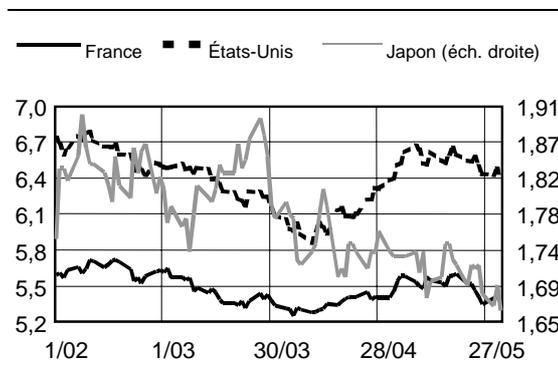
À partir du milieu du mois, le marché obligataire américain s'est progressivement apprécié, soutenu par deux facteurs : un mouvement de « fuite vers la qualité » en liaison avec la volatilité des marchés boursiers et la réduction de l'offre de titres d'État du fait des programmes de rachats de dettes. Le resserrement monétaire américain de 50 points de base le 16 mai, largement anticipé par les intervenants de marché, n'a eu qu'un impact limité sur la courbe obligataire. Les rendements des obligations d'État d'échéance 10 ans et 30 ans se sont ainsi, respectivement, détendus de 17 points de base et 14 points de base entre les 15 et 31 mai.

Les marchés obligataires de la zone euro ont évolué selon un profil comparable à celui du marché américain. Au cours des trois premières semaines, ils se sont sensiblement dégradés en liaison avec l'accroissement des anticipations de resserrement monétaire et le repli de l'euro.

Par la suite, les marchés obligataires de la zone euro ont été soutenus par la reprise de l'euro et la mise en œuvre de stratégies d'investissement pariant sur l'aplatissement de la courbe des taux, alors même que le segment court de la courbe continuant de pâtir des anticipations de resserrement monétaire. En outre, le segment long de la courbe a été soutenu par les perspectives de réduction de l'offre des titres d'État du fait de l'affectation des recettes attendues de la vente de licences de téléphonie mobile à la réduction du déficit budgétaire.

Le marché obligataire japonais s'est globalement apprécié au cours du mois. Plusieurs facteurs ont contribué à le soutenir : la faiblesse du Nikkei, des indicateurs macroéconomiques suggérant le caractère hésitant de la reprise (baisse de la consommation des ménages et des commandes de machines en mars). La perspective de sortie de la politique monétaire à taux zéro n'a que légèrement pesé sur le marché obligataire. Au total sur le mois, le rendement de l'obligation d'État d'échéance 10 ans s'est détendu de 9 points de base.

Rendements des titres d'État en France, aux États-Unis et au Japon (échéance 10 ans)



***Poursuite de la correction
sur les valeurs technologiques,
puis reprise en fin de période***

En mai, la dégradation des valeurs technologiques s'est poursuivie, dans un contexte de forte volatilité des cours. Une reprise a néanmoins été observée en fin de période.

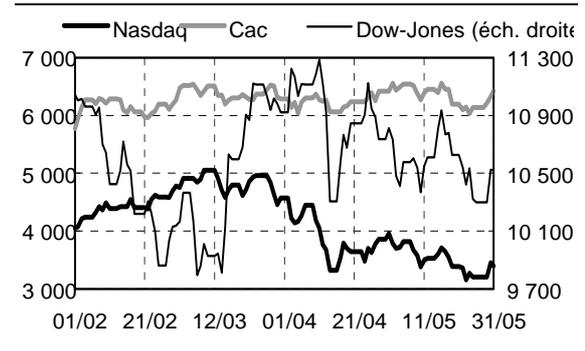
Au cours des trois premières semaines, le Nasdaq s'est replié de 18 %, entraînant dans son sillage une baisse des valeurs technologiques sur l'ensemble des bourses mondiales. Cette dégradation s'explique principalement par l'accroissement des anticipations de resserrement monétaire aux États-Unis et les interrogations croissantes sur les prévisions de bénéfices des entreprises du secteur de la « nouvelle économie » (télécommunications, médias et secteurs technologiques) mises en avant pour justifier des valorisations boursières élevées. Ces interrogations ont été alimentées par les mauvais résultats de quelques valeurs phares du secteur aux États-Unis ainsi que par la première faillite d'une entreprise Internet, intervenue en Europe.

Cependant, ces valeurs ont opéré un rebond en fin de période, limitant ainsi les pertes enregistrées sur le mois. Au total, en mai, le Nasdaq a cédé 11,9 %, le Jasdaq 14,0 % et le Nouveau marché français 8,0 %.

Les indices boursiers plus larges ont enregistré une évolution heurtée comparable à celle des valeurs technologiques, en partie sous l'effet des mêmes facteurs (certaines valeurs technologiques étant présentes dans ces indices également). Ces indices ont d'abord baissé avant de se redresser en fin de période. Néanmoins, le rebond a été d'ampleur variable suivant les marchés. Sur le mois, les reculs enregistrés ont ainsi été contrastés : - 2,0 % pour le Dow Jones, - 9,1 % pour le Nikkei, - 4,1 % pour le DAX et quasi-stabilité du marché français.

Les marchés boursiers des pays émergents se sont sensiblement dégradés, en liaison avec le fort repli du Nasdaq au cours des trois premières semaines : repli de 13 % de l'indice Bovespa au Brésil, de 16 % de l'indice Merval en Argentine et de 10 % de l'indice Kospi en Corée du Sud.

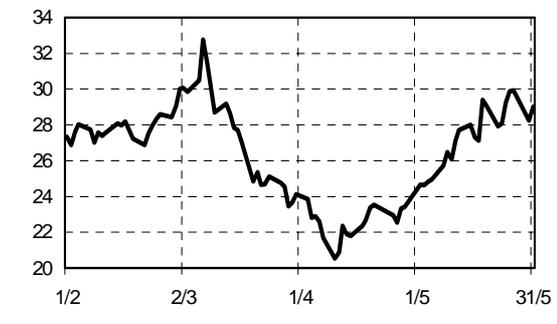
Évolution des indices Dow Jones, Nasdaq et CAC 40



Progression du prix du pétrole

Prix du pétrole

(en dollars le baril)



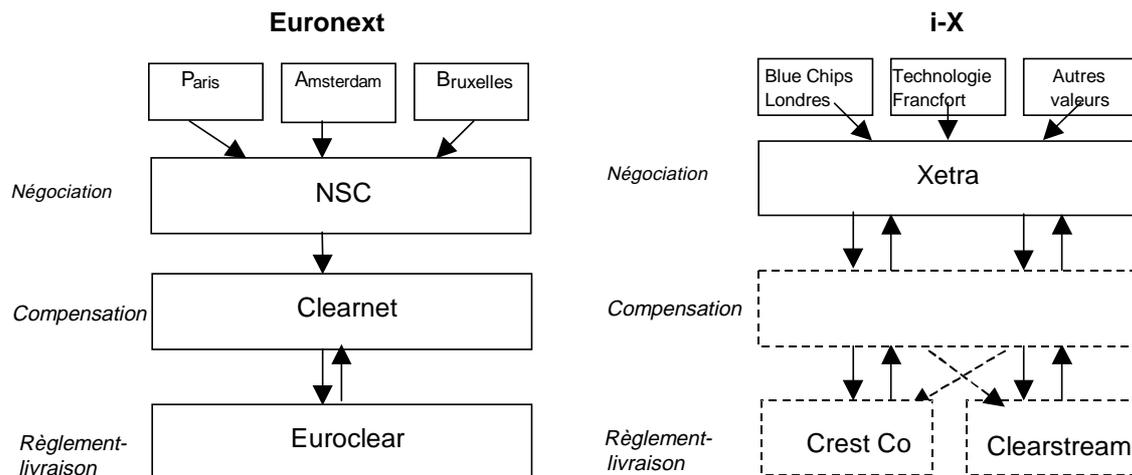
Le prix du pétrole (référence *Brent*) a poursuivi la remontée entamée au cours du mois d'avril. Il s'est accru de 24 % au cours du mois de mai, passant de 23,4 dollars à 29 dollars le baril.

Restructuration des bourses en Europe : une nouvelle étape

Le 18 mars 2000 les Bourses de Paris, Amsterdam et Bruxelles ont annoncé leur intention de fusionner pour créer « Euronext ». Par ailleurs, le 3 mai 2000, les Bourses de Londres et Francfort ont annoncé leur projet de fusion, lequel doit déboucher sur la création d'une nouvelle entité baptisée « i-X ». Ces rapprochements marquent une étape nouvelle dans le mouvement de restructuration des entreprises de marché en Europe, entamé début 2000 pour ce qui concerne les systèmes de règlement-livraison ¹.

Les deux pôles « Euronext » et « i-X » proposent des schémas différents à bien des égards :

- degré d'intégration verticale : le projet « Euronext » prévoit un circuit unique de transaction depuis la négociation (NSC) jusqu'au règlement-livraison (Euroclear) en passant par la compensation (Clearnet). Le projet « i-X » s'appuie sur un système de négociation unique (Xetra) mais ne prévoit pas d'intégration des systèmes de règlement-livraison et de compensation ;
- organisation des compartiments de marché : « i-X » prévoit de rassembler les 200 plus importantes valeurs des cotes anglaise et allemande sur un compartiment unique situé à Londres et les valeurs technologiques sur un compartiment unique situé à Francfort. Les autres valeurs continueront d'être cotées sur leur marché d'origine. L'organisation de marché d'Euronext s'appuie sur les marchés nationaux et offre à l'ensemble de leurs membres un portail unique d'accès à tous les compartiments d'activité qui seront gérés sur une seule plate-forme (NSC) ;
- structure de l'actionnariat : « Euronext » sera détenu à 60 % par ParisBourse, et à 32 % et 8 % par les Bourses d'Amsterdam et Bruxelles. « i-X » sera détenu à parité par les Bourses de Londres et Francfort.



De ce fait, si ces projets partagent un objectif commun : rendre aux investisseurs et aux émetteurs un service unifié en Europe, les chemins empruntés varient. « Euronext » se distingue par le choix de l'euro dès le départ comme monnaie de libellé, et par une intégration englobant la filière complète des prestations de services. Le projet « i-X » vise, à ce stade, un aspect ciblé (la plate-forme de négociation) pour lequel la recherche de l'effet-taille semble privilégiée.

L'un et l'autre projets contribuent à accélérer les mutations d'un secteur qui dépasse les frontières de la zone euro. La mise en place de partenariats entre acteurs européens et nord-américains ainsi que l'annonce d'un accord entre dix grandes bourses internationales pour étudier l'éventualité d'un carnet d'ordre central géré en commun témoignent des changements profonds en cours.

¹ Cf. le projet de fusion Sicovam-Euroclear au cours de l'année 2001 ainsi que le projet de coopération conclu par Clearnet SA, filiale de ParisBourse, et future chambre de compensation d'Euronext, avec le London Clearing House (LCH) en vue de créer une chambre de compensation européenne également courant 2001. Cf. à ce sujet l'encadré : « Le point sur les alliances stratégiques de la Bourse de Paris », *Bulletin de la Banque de France*, n° 76, avril 2000

3.1.2. L'activité financière de la place de Paris

L'activité de la place financière de Paris a été marquée, en mai, par la poursuite des tendances observées le mois précédent : maintien d'anticipations de resserrement monétaire de la part de la BCE, et poursuite du mouvement de repli des valeurs dites « technologiques ». Dans ce contexte, les volumes échangés ont sensiblement progressé sur les compartiments de la pension livrée et des titres de créances négociables. Par ailleurs, au plan structurel, les travaux autour de la fusion des Bourses de Paris, Bruxelles et Amsterdam (projet Euronext) se sont poursuivis activement ¹.

Du fait de l'accentuation des anticipations de hausse des taux directeurs de la BCE, le *marché interbancaire* s'est caractérisé, au mois de mai, par le maintien à un niveau élevé de l'Eonia, celui-ci s'établissant, en moyenne, à 3,92 %, soit 19 points de base au-dessus de la moyenne du taux d'appel d'offres hebdomadaire. Parallèlement, les taux interbancaires à 1 mois et à 3 mois se sont tendus de plus de 30 points de base sur la période.

Sur le *marché de la pension livrée*, les anticipations de hausse de taux ont de nouveau favorisé un accroissement de la part des opérations à taux variables (77 % du total des opérations) et des opérations à moins de 8 jours (82 %). Par ailleurs, les volumes traités, qui étaient en net recul depuis plusieurs mois, ont enregistré une remontée sensible (19,3 %).

Sur le *marché des titres de créances négociables*, l'encours global s'est élevé à 261,5 milliards d'euros à la fin du mois de mai, contre 254 milliards à fin avril. Cette progression provient, pour l'essentiel, des émissions nettes sur le segment des titres à court terme, l'encours des bons à moyen terme négociables n'ayant progressé que de l'ordre de 300 millions d'euros.

L'encours des certificats de dépôt a augmenté de 4 milliards d'euros, en raison d'un net regain d'activité à l'émission. Celui des billets de trésorerie a progressé de 3,2 milliards d'euros, pour atteindre un nouveau sommet de près de 62 milliards d'euros.

Les rendements des titres émis à court terme ont continué de se tendre assez sensiblement, du fait de l'accentuation des anticipations d'un durcissement de la politique monétaire de la BCE.

Dans un contexte de baisse des taux à long terme en fin de période, le *montant des émissions brutes obligataires* réglées au cours du mois de mai sur le marché parisien par les résidents a sensiblement diminué d'un mois à l'autre. Il s'est élevé à près de 8,3 milliards d'euros en mai, contre 13,8 milliards le mois précédent, soit une baisse de près de 40 %. Cette évolution est essentiellement due à une diminution des capitaux collectés par les sociétés non financières et les établissements de crédit.

Les remboursements effectués en mai se sont élevés à 6,7 milliards d'euros, ramenant les émissions nettes à un montant de 1,5 milliard. Au cours des cinq premiers mois de l'année 2000, les émissions brutes ont atteint près de 52 milliards d'euros, soit une hausse de 8 % par rapport à la période correspondante de 1999 (48,1 milliards).

Depuis la mise en place de l'euro, le montant moyen des émissions obligataires a fortement augmenté (533 millions d'euros en moyenne sur le début de l'année 2000, niveau analogue à celui observé sur les cinq premiers mois de l'année 1999, contre 368 millions en moyenne pour l'année 1998). Au cours du mois de mai 2000, il s'établissait à 331 millions d'euros, en diminution de 424 millions par rapport à avril.

Sur le *marché secondaire obligataire*, un très net aplatissement de la courbe des taux a été observé, l'écart de rendement entre l'échéance à 2 ans et celle à 30 ans étant revenu à 50 points de base à la fin du mois, niveau auquel il n'était pas descendu depuis le mois d'avril 1993.

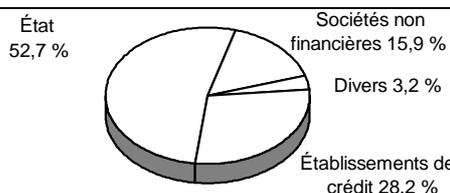
Sur le *marché boursier*, le mois de mai a été marqué par la poursuite du découplage entre l'évolution du CAC 40, qui est en définitive resté stable sur la période, et celle des indices technologiques qui se sont inscrits en net recul (- 8,0 % pour l'IT CAC). Dans un contexte de nouveau marqué par une certaine désaffection vis-à-vis des valeurs des secteurs technologiques, la Bourse de Paris s'est distinguée par sa relative résistance en comparaison avec les principales bourses occidentales. La modération des fluctuations de cours s'est accompagnée d'une diminution de la volatilité implicite et d'une remontée sensible des volumes de transactions (+ 4,3 %).

¹ Cf. encadré ci-contre : « Restructuration des bourses en Europe : une nouvelle étape »

À la fin du mois de mai 2000, l'encours total des titres d'OPCVM a atteint 728,8 milliards d'euros, contre 724,6 milliards à la fin avril. Son rythme de croissance annuel s'est accéléré de 18,4 % en avril à 21,2 %, sous l'effet, notamment, du léger redressement des rendements annuels offerts aux souscripteurs.

**Activité financière sur la place de Paris
Vue d'ensemble**

**Obligations – Encours nominaux (résidents)
Ventilation par secteurs émetteurs – mai 2000**



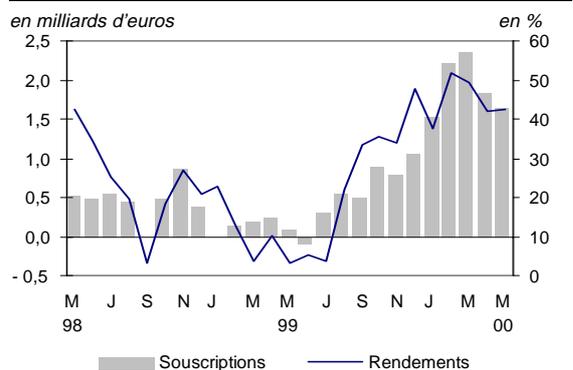
Obligations et titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en mai 2000		Encours à fin mai 2000
	brutes	nettes	
Titres de créances négociables	201,0	7,5	454,6
BTF et BTAN	13,2	-	193,1
Certificats de dépôt négociables	129,4	4,0	140,8
BMTN	1,3	0,3	58,8
Billets de trésorerie	57,1	3,2	61,9
Obligations	8,26	1,52	771,04
- État	4,19	1,94	406,46
- Établissements de crédit et assimilés	1,91	2,07	217,25
dont : Devises	-	-	0,92
- Sociétés non financières	2,17	1,68	122,35
dont : Devises	-	-	1,00
- Autres émetteurs résidents	-	-0,03	25,00

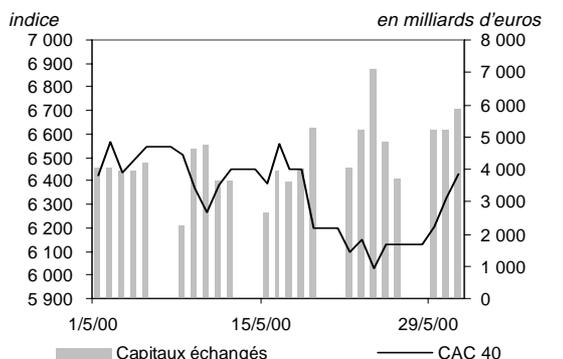
Sicav actions

Souscriptions nettes et rendement annuel

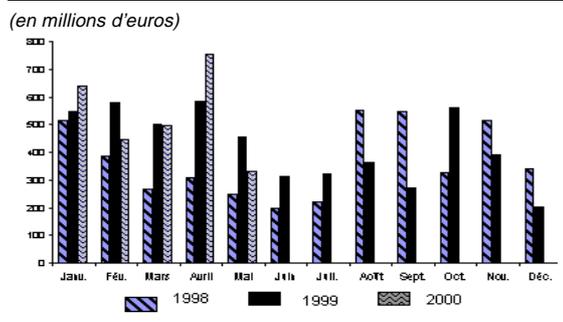


Bourse de Paris (RM)

Cours et volume traité



Comparaison des montants moyens d'émissions d'obligations



Le 16 mai 2000, le président de ParisBourse SA a annoncé la modernisation du marché à règlement mensuel.

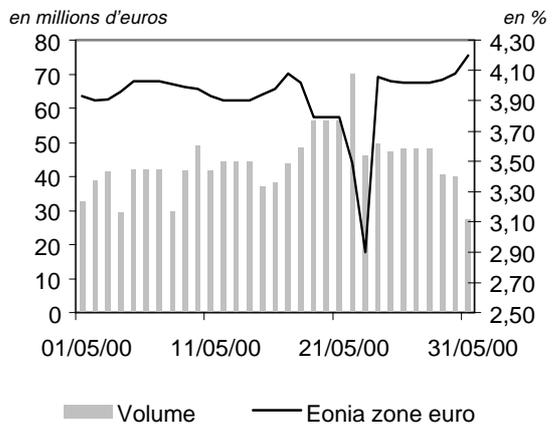
À compter du 22 septembre 2000, toutes les valeurs cotées sur les marchés de ParisBourse (Premier marché, Second marché, Nouveau marché et marché libre) seront négociées uniquement au comptant. Cette simplification répond à une nécessité imposée par l'harmonisation des marchés boursiers européens, la France étant restée le seul pays à avoir conservé un mécanisme de règlement-livraison différé.

Afin de permettre aux actionnaires qui le souhaitent de bénéficier des avantages offerts par un règlement différé, notamment en matière d'effet de levier et de facilité de négociation, ParisBourse crée un mécanisme de substitution, le service à règlement différé (SRD). La liste des valeurs éligibles au SRD, qui comprend quelque 145 valeurs, sera une liste ouverte appelée à être révisée régulièrement.

La création du SRD s'accompagne de la création d'un marché centralisé de prêts-emprunts de titres afin de permettre aux intermédiaires financiers d'emprunter ou de prêter à tout moment les titres dont ils auront besoin pour satisfaire les demandes des clients donneurs d'ordres. Ce marché électronique reprendra les mécanismes techniques et juridiques du marché des reports et fonctionnera avec un fixage matinal. Il sera garanti et compensé par Clearnet.

3.2. Le marché interbancaire

Marché interbancaire au jour le jour



Tout au long du mois de mai, le taux au jour le jour est resté assez largement au-dessus du taux d'appel d'offres hebdomadaire (relevé de 25 points de base, à 3,75 %, à compter de l'opération réglée le 3 mai), sous l'influence des anticipations persistantes de hausse des taux directeurs de la BCE. En moyenne, l'Eonia s'est élevé à 3,92 %, soit 19 points de base au-dessus de la moyenne du taux d'appel d'offres observée sur le mois.

De même, sur le terme, les taux interbancaires se sont tendus dans des proportions sensibles, tout comme les taux de *swaps* et les taux implicites des contrats Euribor. Les taux sur les échéances à 1 mois et à 3 mois ont ainsi progressé de 30 points de base et 32 points de base, pour s'établir à, respectivement, 4,24 % et 4,44 %. Dans le même temps, la pente de la courbe monétaire entre les taux au jour le jour et à 1 an s'est encore accentuée, l'écart de rendements entre ces deux échéances s'élargissant jusqu'à 81 points de base.

Ces évolutions se sont produites dans des volumes substantiels, notamment à l'approche de la fin de période de constitution des réserves obligatoires. En moyenne, le volume quotidien des transactions effectuées par les banques participant au panel de l'Eonia a été de l'ordre de 43 milliards d'euros (45 milliards en avril), et un maximum de 70 milliards a été atteint en mai (57 milliards en avril).

Activité sur le marché de la pension livrée

	Mars 2000		Avril 2000		Mai 2000	
	Volume en milliards d'euros	Part en %	Volume en milliards d'euros	Part en %	Volume en milliards d'euros	Part en %
OAT	311,0	54	233	57	266	55
Pensions à taux fixe	94,1	16	57	14	61	13
Pensions à taux variable	216,9	38	176	43	205	42
BTAN	217,6	38	130	32	152	31
Pensions à taux fixe	80,4	14	41	10	40	8
Pensions à taux variable	137,2	24	89	22	112	23
BTF	43,6	8	45	11	70	14
Pensions à taux fixe	4,6	1	7	2	11	2
Pensions à taux variable	39,0	7	38	9	59	12
TOTAL	572,2	100	409	100	488	100
Pensions à taux fixe	179,1	31	105	26	112	23
Pensions à taux variable	393,1	69	304	74	376	77

Source : Sicovam SA

Sur le marché de la pension livrée, le volume mensuel des transactions s'est inscrit en hausse de 19,3 % par rapport au mois d'avril, pour revenir à 488 milliards d'euros, corrigeant, en partie, le repli d'activité enregistré sur la période précédente (-28 %).

En liaison avec les anticipations de hausse des taux, les pensions à taux variable ont représenté une part encore plus prépondérante de l'ensemble des opérations, au point d'atteindre 77 % du total, contre 74 % le mois précédent et 52 % au début de l'année. Les opérations à très court terme (moins de 8 jours) continuent, par ailleurs, de représenter plus de 82 % des opérations.

S'agissant des titres servant de support, la part des BTF s'est accrue de 11 % à 14 % au détriment des OAT, dont la part s'est repliée de 57 % à 55 %.

3.3. Les titres d'État

3.3.1. Le marché primaire

Adjudications des bons du Trésor à taux fixe

Date d'adjudication	Catégorie	Durée	Servi	Ratio de couverture	Taux actuariel annuel moyen
	(a)	(b)			
2 mai 2000	BTF	13 sem.	1 204	3,42	4,06
2 mai 2000	BTF	52 sem.	1 005	2,60	4,54
9 mai 2000	BTF	13 sem.	1 071	2,98	4,22
9 mai 2000	BTF	25 sem.	742	2,43	4,40
15 mai 2000	BTF	13 sem.	1 023	3,49	4,22
15 mai 2000	BTF	29 sem.	1 003	2,52	4,50
18 mai 2000	BTAN 4 %	2 ans	1 346	4,17	5,03
18 mai 2000	BTAN 5 %	5 ans	2 250	2,49	5,40
22 mai 2000	BTF	13 sem.	1 105	3,37	4,35
22 mai 2000	BTF	49 sem.	888	2,70	4,89
29 mai 2000	BTF	13 sem.	921	3,78	4,28
29 mai 2000	BTF	27 sem.	603	3,85	4,56

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

Face à des tombées de BTF sur le mois de mai totalisant 7 375 millions d'euros, le Trésor a adjudgé 8 560 millions se répartissant comme suit : 62 % sur des échéances à 3 mois, 27 % à 6 mois et 11 % à 1 an.

Les ratios soumissions/montants adjudgés se replient légèrement d'un mois à l'autre, mais demeurent largement supérieurs à 2.

Le secteur des bons à 3 mois demeure caractérisé par une relative cherté des titres émis. À titre d'exemple, le BTF 13 semaines émis le 29 mai est ressorti à 19 points de base en dessous du taux de *swap*, alors que le BTF 6 mois s'établissait à 9 points de base en dessous de ce taux.

Par ailleurs, le Trésor a procédé à l'adjudication de 3 596 millions d'euros de BTAN 2 ans et 5 ans, portant l'encours total de la ligne BTAN 12 janvier 2002 à 11 545 millions d'euros et l'encours de la ligne BTAN 12 juillet 2005 à 11 804 millions d'euros.

Émissions d'obligations (État)

(en millions d'euros)

Date de règlement	Mars 2000	Avril 2000	Mai 2000	5 mois 2000
<i>OAT émises par voie d'adjudication</i>				
OAT 7,25 % Avril 2006				
Valeur nominale			425	425
Prix d'émission			109,81	
Émission brute			467	467
OAT 8,50 % Octobre 2008				
Valeur nominale	554	560		1 114
Prix d'émission	120,07	122,30		
Émission brute	665	685		1 350
OAT TEC 10 Janvier 2009				
Valeur nominale			425	425
Prix d'émission			97,48	
Émission brute			414	414
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale			259	888
Prix d'émission			94,48	
Émission brute			245	832
OAT 4 % Octobre 2009				
Valeur nominale				3 053
Prix d'émission				
Émission brute				2 676
OAT 5,50 % Avril 2010				
Valeur nominale	2 605	2 786	2 413	11 968
Prix d'émission	98,87	101,47	99,32	
Émission brute	2 576	2 827	2 397	11 924
OAT 5,50 % Avril 2029				
Valeur nominale	840	700	911	3 345
Prix d'émission	93,58	97,28	94,56	
Émission brute	786	681	865	3 149
OATi 3,40 % Juillet 2029				
Valeur nominale			266	428
Prix d'émission			94,28	94,46
Émission brute			251	404
<i>OAT destinées aux particuliers</i>				
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale	7	11	4	29
Prix d'émission	96,36	97,51	97,85	
Émission brute	7	11	4	28
OAT 4 % Octobre 2009				
Valeur nominale				74
Prix d'émission				
Émission brute				66
OAT 5,50 % Avril 2010				
Valeur nominale	115	120	56	355
Prix d'émission	100,90	103,47	101,34	
Émission brute	116	124	57	304
TOTAL				
Valeur nominale	4 546	4 433	4 230	22 093
Émissions brutes	4 564	4 578	4 187	21 660
Amortissements	7 314	452	2 248	11 126
Émissions nettes	- 2 750	4 116	1 939	10 534

Au cours du mois sous revue, les émissions brutes de l'État se sont établies à près de 4,2 milliards d'euros (plus de 4,5 milliards en avril). La part de l'État représente près de 51 % de la collecte des résidents du mois de mai sur la place de Paris et environ 53 % des encours du marché parisien de fin de période. Les fonds ont été levés sur cinq lignes d'OAT : l'OAT 7,25 % avril 2006, l'OAT 5,50 % avril 2010, l'OAT 5,50 % avril 2029 et sur deux lignes d'OAT indexées sur l'inflation, l'OATi 3,40 % juillet 2029 et l'OATi 3 % juillet 2009. Lors de l'adjudication du 4 mai 2000, qui portait sur cinq lignes d'OAT, le montant des soumissions compétitives retenues a atteint 3,67 milliards d'euros, auxquels il faut ajouter 499 millions d'euros de soumissions non compétitives.

Les taux de rendement actuariels ont été fixés à 3,71 % pour l'OATi 3,40 % juillet 2009, 5,59 % pour l'OAT 5,50 % avril 2010 et 5,87 % pour l'OAT 5,50 % avril 2009, soit une baisse de, respectivement, 1 point de base, 28 points de base et 17 points de base par rapport à l'adjudication du 6 avril 2000. Les taux de rendement de l'OATi 3 % juillet 2009 et l'OAT 7,25 % ont été fixés à 3,72 % et à 5,29 %.

Les souscriptions par des personnes physiques ont porté sur l'OATi 3 % juillet 2009 et sur l'OAT 5,50 % avril 2010. Le règlement de ces deux lignes a atteint 60 millions d'euros, soit une diminution de plus de la moitié par rapport aux fonds collectés le mois précédent. Les rendements actuariels ont été fixés à 3,45 % pour l'OATi 3 % juillet 2009 et 5,32 % pour l'OAT 5,50 % avril 2010.

À la fin des cinq premiers mois de l'année 2000, l'État avait levé plus de 21,6 milliards d'euros (19,6 milliards au cours de la période correspondante de 1999), représentant plus de 43 % du programme indicatif d'émissions d'OAT de l'année, estimé à 50 milliards d'euros. Sur la période correspondante, l'abondement des deux lignes d'OAT indexées sur l'inflation représente 1,2 milliard d'euros, soit près de 6 % des valeurs émises par l'État depuis janvier 2000.

3.3.2. Le marché secondaire

Bons du Trésor

Au cours du mois de mai, les rendements des bons du Trésor ont enregistré une nette remontée. Si les taux sur le secteur 3 mois-2 ans ont progressé de façon relativement homogène, les taux sur la zone 5 ans ont enregistré une hausse moins marquée amenant à un aplatissement sensible de la courbe des rendements sur la zone 2 ans à 5 ans.

Ces mouvements ont reflété, pour l'essentiel, le renforcement des anticipations de resserrement monétaire au sein de la zone euro.

Évolution des taux des BTF et des BTAN sur le mois

<i>(en points de base)</i>			
Maturité	28 avril	31 mai	Variation
1 mois	3,73	3,99	26
3 mois	3,81	4,17	36
6 mois	4,11	4,51	40
12 mois	4,36	4,77	41
2 ans	4,59	4,98	39
5 ans	5,08	5,18	10

Écarts de taux au sein de la zone euro au 31 mai 2000

<i>(en points de base)</i>					
Échéance	France <i>(en %)</i>	Allemagne	Italie	Belgique	Swaps
3 mois	4,17	–	- 1	15	23
6 mois	4,51	–	4	2	11
12 mois	4,77	–	8	6	9
2 ans	4,98	- 4	17	11	31
5 ans	5,18	- 10	25	15	40

Obligations

Au mois de mai, le marché obligataire français s'est caractérisé par un aplatissement marqué de la courbe des taux. Celui-ci s'est traduit par une réduction de 56 points de base de l'écart de taux entre l'échéance à 30 ans et celle à 2 ans, lequel a été ramené à 50 points de base en fin de période.

Cet aplatissement de la courbe des taux s'est produit dans les conditions suivantes :

- une hausse des taux à 2 ans et à 5 ans de, respectivement, 42 points de base et 10 points de base. Celle-ci a été, essentiellement, liée à l'accentuation des anticipations de resserrement de la politique monétaire à court terme, après la hausse de 25 points de base des taux directeurs de la BCE, annoncée à l'issue du Conseil des gouverneurs, le 27 avril ;
- une légère détente des rendements sur les échéances les plus longues (– 4 points de base et – 14 points de base sur les taux à 10 ans et à 30 ans). Ce mouvement a été particulièrement marqué dans certains pays européens, du fait de l'annonce de programmes de réduction de dettes publiques (cf. encadré sur l'impact des ventes des licences de téléphone mobile sur les marchés obligataires européens).

L'évolution des taux longs européens a suivi deux phases :

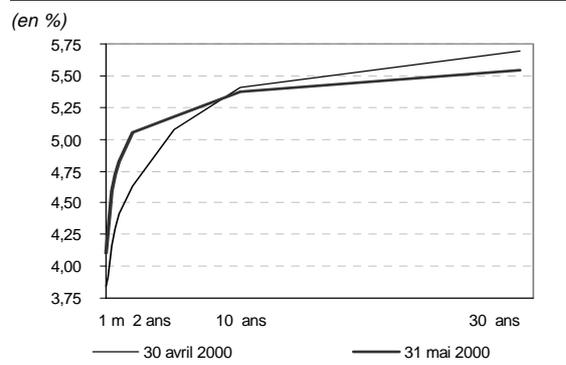
- une phase de tension du début du mois jusqu'au 19 mai, dans un contexte marqué par le recul de l'euro, mais aussi par une dégradation du marché obligataire américain ;
- à partir du 23 mai, une phase de détente des taux, plusieurs facteurs incitant les investisseurs à réajuster leur positions : publications d'indicateurs économiques atténuant les craintes inflationnistes dans un contexte de redressement de l'euro contre dollar, et arbitrages entre marchés d'obligations et d'actions.

Compte tenu de l'aplatissement de la courbe des taux français et de la hausse des rendements des titres publics américains qui, à l'inverse, a surtout concerné le secteur à long terme, les écarts de taux entre les deux marchés ont enregistré des évolutions contrastées selon les durées. Ils se sont sensiblement resserrés sur les échéances les plus courtes (- 40 points de base et - 10 points de base sur les échéances à 2 ans et à 5 ans), tandis qu'ils s'élargissaient sur les échéances les plus longues (+ 10 points de base et + 19 points de base sur les échéances à 10 ans et à 30 ans).

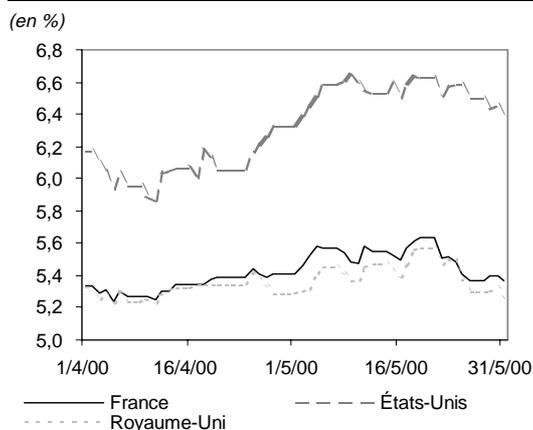
S'agissant des taux d'intérêt réels, la période a été marquée par une remontée du taux de l'OAT à 10 ans indexée sur l'inflation (+ 13 points de base, à 3,78 %). Cette hausse du taux d'intérêt réel est à mettre au compte, principalement, de la multiplication des signes confirmant le renforcement du dynamisme de l'économie européenne.

Titres d'État

Courbe des taux de rendement



Taux des emprunts d'État à 10 ans



L'activité sur le contrat euronotionnel du Matif s'est inscrite, en mai, en baisse par rapport au mois précédent, les volumes traités s'établissant à 251 000 lots par jour en moyenne, contre 341 000 en avril (le nombre de contrats échangés s'est élevé, le 4 mai, à 514 000 lots, niveau proche du record historique établi en mars 1994).

Par ailleurs, au cours du mois de mai, Matif SA a procédé à un changement de méthode pour le calcul des positions ouvertes sur les contrats à terme et optionnels traités sur le marché : les comptes de position ouverts par les adhérents compensateurs sont désormais tenus en brut, et non plus en net. Le calcul de la position ouverte du marché se fait dès lors par addition des positions brutes des comptes de position des adhérents. Compte tenu de ce changement, la position ouverte sur le contrat notionnel, qui atteignait quelque 150 000 lots en début de mois, est passée à un niveau de l'ordre de 500 000 contrats à fin mai.

L'impact de la vente des licences UMTS sur le marché obligataire européen

Au-delà des résultats de la vente aux enchères par le gouvernement britannique de licences de téléphonie de troisième génération satisfaisant à la norme UMTS et de la décision d'affecter les recettes obtenues (22,5 milliards de livres sterling) à des rachats de dettes, l'annonce faite par plusieurs États de leur volonté de procéder à des opérations similaires ouvre une nouvelle étape susceptible de profondément modifier les perspectives d'évolution des dettes publiques en Europe.

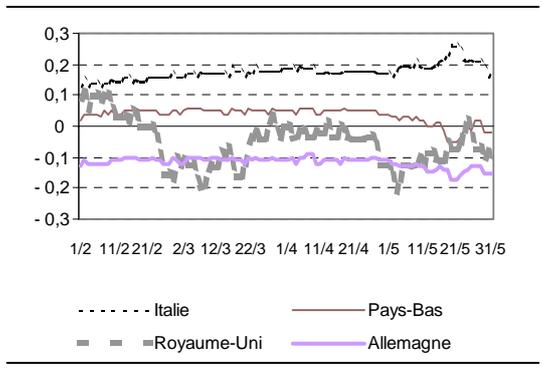
L'annonce de programmes de désendettement, qui peuvent se traduire par des opérations de rachat de dettes et/ou la réduction du montant des nouvelles émissions de titres d'État, a eu un impact non négligeable sur les marchés obligataires européens.

Les pays qui ont annoncé leur volonté d'affecter les recettes attendues de la cession de licences UMTS à des programmes de rachat de dettes publiques ont ainsi enregistré une bonne performance relative de leur marché obligataire. C'est notamment le cas du Royaume-Uni (diminution de l'écart de taux sur les titres publics à 10 ans avec la France de 21 points de base depuis le 1^{er} février) et, dans une moindre mesure, des Pays-Bas et de l'Allemagne.

Rappelons que les marchés des titres publics représentent encore actuellement, au sein de l'OCDE, quelque 15 000 milliards de dollars, soit 44 % du PIB de la zone, contre moins de 20 % dans les années soixante-dix.

Le financement des licences UMTS devrait se faire, en tout ou partie, au moyen d'émissions obligataires des opérateurs de télécommunications. Ce facteur s'ajoutera aux tendances déjà à l'œuvre — réduction programmée des déficits publics, mise en place de marchés d'obligations foncières ou assimilées dans plusieurs pays européens — pour contribuer à l'accélération de la mutation du marché obligataire européen, notamment en ce qui concerne le développement des émissions de signature privée.

Écarts de rendement avec la France des titres publics à 10 ans, en Europe



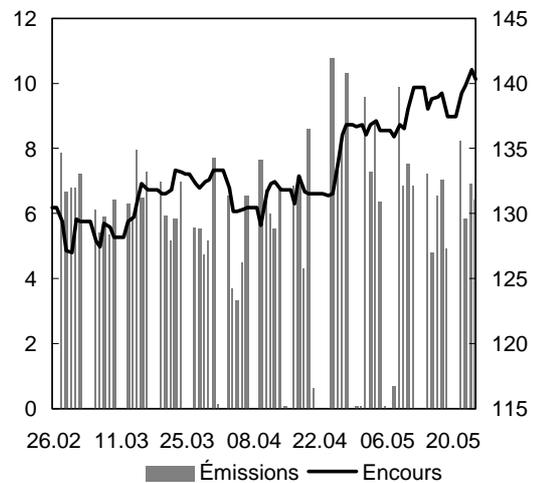
3.4. Les titres des entreprises financières et non financières

3.4.1. Les entreprises financières

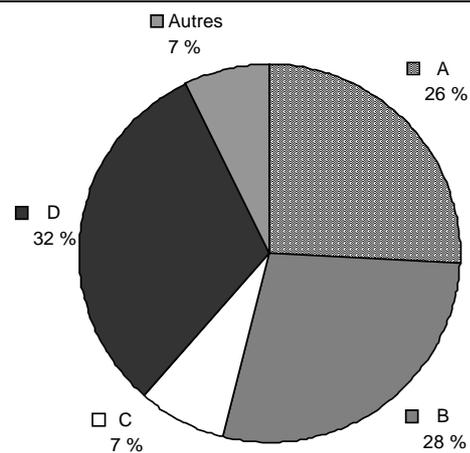
Les émissions de certificats de dépôt négociables

Certificats de dépôt négociables

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



Ventilation des émissions de CDN par catégories de souscripteurs



- A : Établissements de crédit et assimilés
- B : OPCVM
- C : Entreprises d'assurance, caisses de retraites et mutuelles
- D : Sociétés industrielles et commerciales et entreprises individuelles
- Autres : Administrations publiques et privées, ménages et associations, non-résidents installés en zone euro, non-résidents hors zone euro (y compris TOM)

Émissions de CDN en mai 2000

Durée	Montant en millions d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 3 jours	55 920	43,2
De 4 jours à 9 jours	10 581	8,2
De 10 jours à moins de 1 mois	9 107	7,0
De 1 mois à moins de 3 mois	32 104	24,8
De 3 mois à moins de 6 mois	19 787	15,3
De 6 mois à 1 an	1 934	1,5
Total	129 433	100,0

Taux de rendement à l'émission des CDN

	(en pourcentage)			
	29 avril au 5 mai	6 au 12 mai	13 au 19 mai	20 au 26 mai
Certificats à 1 jour	4,03	4,08	4,14	3,82
Certificats à 10 jours	3,93	3,98	3,96	4,07
Certificats à 30 jours	4,04	4,18	4,23	4,29
Certificats à 90 jours	4,25	4,41	4,46	4,57
Certificats à 180 jours	4,44	4,59	4,69	4,71

Dans un contexte de forte activité, l'encours des certificats de dépôt a continué sa progression au cours du mois de mai, pour s'établir, en données provisoires, à 140,8 milliards d'euros, contre 136,8 milliards à la fin du mois d'avril (titres libellés en monnaies de la zone euro globalisés en contre-valeur euros).

En fin de période, le nombre d'émetteurs présents sur le marché s'est établi à 289 en mai, contre 292 le mois précédent. À fin mai, les sept premiers d'entre eux, seuls établissements à disposer d'un encours supérieur à 5 milliards d'euros, représentaient 30,6 % de l'encours global : le Crédit Lyonnais (8 milliards), Paribas SA (6,7 milliards), le Crédit commercial de France (6,3 milliards), la Société générale et la Compagnie financière du crédit mutuel de Bretagne (5,9 milliards chacune), la BNP et la Banque fédérative du crédit mutuel (5,2 milliards chacune).

Face aux tombées, qui augmentent sensiblement, s'élevant à 125,4 milliards d'euros, contre 117,9 milliards en avril, les émissions suivent la même tendance, pour atteindre 129,4 milliards d'euros, contre 121,5 milliards le mois précédent. Les principaux volumes d'émission proviennent de Natexis Banque (17 milliards d'euros), devant la BNP (15,1 milliards), Paribas (9,1 milliards) et le Crédit industriel et commercial (6,6 milliards).

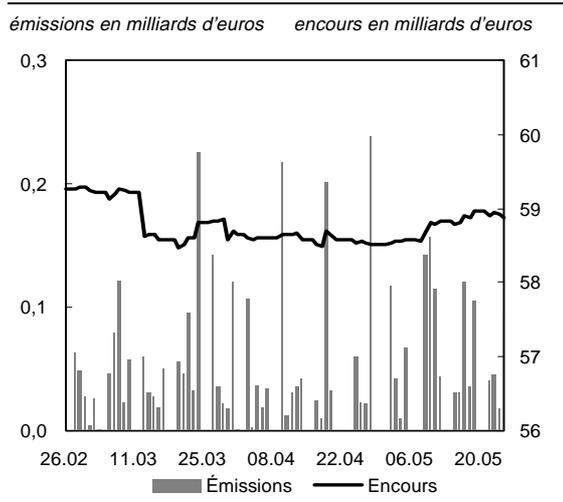
La répartition des émissions du mois selon le type de souscripteurs montre que les sociétés industrielles et commerciales sont redevenues les principaux investisseurs (elles recouvrent 32 % des émissions) devant les OPCVM (28 %) et les établissements de crédit (26 %).

Hors émissions de très courte durée (de 1 jour à 3 jours), lesquelles ont représenté 43 % (contre 34 % le mois précédent) du volume global pour un total de 33 émetteurs, l'examen des durées à l'émission fait ressortir un léger allongement des échéances au bénéfice des émissions supérieures à 3 mois.

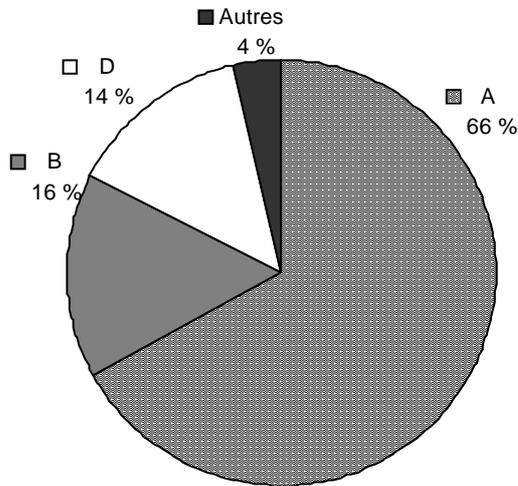
Les moyennes des taux observés pour l'ensemble des durées révèlent une hausse générale des rendements au cours de la période. À la suite du relèvement, le 27 avril, des taux directeurs de la BCE, une première vague de hausses, se chiffrant entre 7 points de base et 16 points de base selon les échéances, est intervenue au cours de la première semaine. La progression des taux, alimentée par les anticipations de marché, s'est poursuivie au cours des semaines suivantes et s'est maintenue jusqu'en fin de période.

Les émissions de bons à moyen terme négociables

Bons à moyen terme négociables



Ventilation des émissions de BMTN par catégories de souscripteurs



A : Établissements de crédit et assimilés
 B : OPCVM
 D : Sociétés industrielles et commerciales et entreprises individuelles
 Autres : Administrations publiques et privées, ménages et associations, non-résidents installés en zone euro, non-résidents hors zone euro (y compris TOM)

Émissions de BMTN en mai 2000

Durée	Montant en millions d'euros	Structure en pourcentage
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	186	14,8
De 2 ans à moins de 3 ans	359	28,5
De 3 ans à moins de 5 ans	549	43,7
De 5 ans à moins de 7 ans	132	10,5
De 7 ans et plus	31	2,5
Total	1 257	100,0

Taux de rendement à l'émission des BMTN

	(en pourcentage)			
	29 avril au 5 mai	6 au 12 mai	13 au 19 mai	20 au 26 mai
Bons à 1 an 1 jour	4,30	4,60	4,61	4,73
Bons à 2 ans	4,79	5,05	5,25	5,43
Bons à 3 ans	5,13	5,12	—	5,67
Bons à 5 ans	5,75	—	—	5,99
Bons à 7 ans	—	—	—	—
Bons à 10 ans	—	—	6,14	6,12

L'encours de BMTN demeure très stable depuis le mois de mars. Au 26 mai, il s'élevait à 58,8 milliards d'euros — chiffre incluant 1,1 milliard de BMTN privilégiés —, contre 58,5 milliards le 28 avril. Cet encours global se répartissait entre 214 émetteurs — dont 202 établissements de crédit —, les trois principaux, représentant 22 % du total, étant la Société générale (5,8 milliards d'euros), le Comptoir des entrepreneurs (3,5 milliards) et Paribas SA (3,3 milliards).

Le volume des émissions enregistré au cours de la période s'est élevé à 1 257 millions d'euros face à un montant de tombées atteignant 950 millions. Les émetteurs les plus actifs au cours de la période ont été le Crédit industriel et commercial (138 millions d'euros d'émissions) devant la Banque fédérative du crédit mutuel (110 millions) et Natexis Banques populaires (108 millions). Les entreprises non financières n'ont procédé à aucune émission.

La ventilation mensuelle par catégories de souscripteurs fait apparaître une présence des établissements de crédit plus marquée qu'au cours des trois mois précédents. Ces établissements ont souscrit aux émissions à hauteur de 67 % du montant global, devant les OPCVM (16 % du total) et les sociétés industrielles et commerciales (14 %).

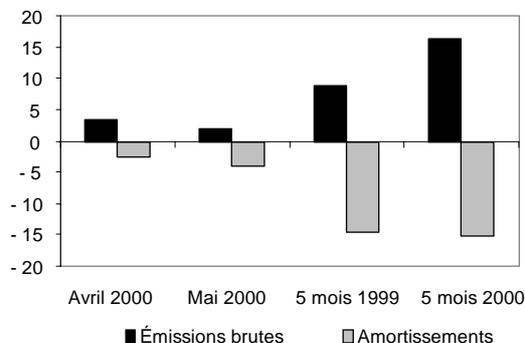
L'examen des émissions du mois selon leurs durées initiales révèle un raccourcissement des émissions par rapport au mois de mai. Les bons à moins de 5 ans ont ainsi représenté 87 % du montant global des opérations, contre 71 % précédemment, la tranche de 3 ans à 5 ans étant la plus sollicitée (44 % de la production).

Les BMTN à taux variable ont constitué la plus forte part du volume d'émission, avec 67 % du montant global, (la référence principale étant l'Euribor 3 mois) devant les bons à taux fixe (29 %) et les produits structurés (4 %). Cette répartition diffère quelque peu de celles des mois précédents, la part des taux variables n'ayant jamais excédé 60 % depuis le mois de janvier.

Les émissions obligataires

Émissions d'obligations Établissements de crédit et assimilés

(en milliards d'euros)



Le montant des émissions brutes d'obligations des établissements de crédit au cours du mois de mai a sensiblement diminué d'un mois à l'autre (1,9 milliard d'euros, après 3,6 milliards en avril et 3,5 milliards en mars).

Compte tenu des remboursements effectués sur la période (près de 4 milliards d'euros), les émissions nettes ont été négatives (- 2 milliards). En conséquence, les encours nominaux ont diminué, revenant à 217 milliards à fin mai, après 219 milliards à fin avril et 216 milliards à fin décembre 1999.

À fin mai 2000, les encours émis par les entreprises financières représentaient 28 % des encours totaux de l'endettement obligataire des résidents sur la place de Paris. Au cours des cinq premiers mois de l'année 2000, le montant des émissions brutes s'est élevé à 16,3 milliards d'euros, en augmentation de plus de 81 % par rapport à la période correspondante de 1999.

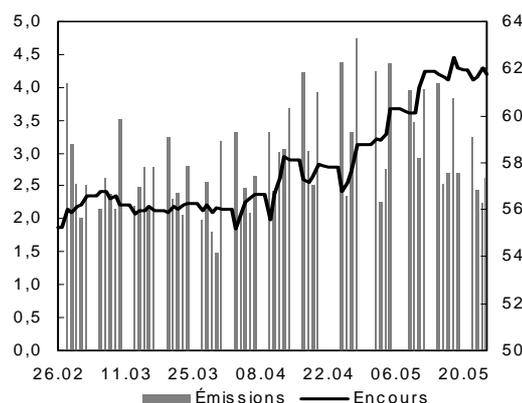
Les sociétés de crédit foncier restent les principaux acteurs de ce secteur. Depuis le début de l'année 2000, elles ont émis des obligations foncières à hauteur de 6,75 milliards d'euros, soit plus de 41 % des émissions du secteur.

3.4.2. Les entreprises non financières et les autres émetteurs résidents (hors État)

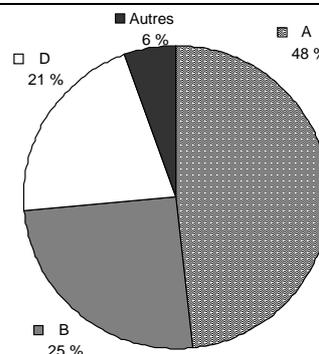
Les émissions de billets de trésorerie

Billets de trésorerie

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



Ventilation des émissions de BT par catégories de souscripteurs



A : Établissements de crédit et assimilés
 B : OPCVM
 D : Sociétés industrielles et commerciales et entreprises individuelles
 Autres : Administrations publiques et privées, ménages et associations, non-résidents installés en zone euro, non-résidents hors zone euro (y compris TOM)

Émissions de BT en mai 2000

Durée	Montant en millions d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 3 jours	17 502	30,6
De 4 jours à 9 jours	2 956	5,2
De 10 jours à moins de 1 mois	4 339	7,6
De 1 mois à moins de 3 mois	26 241	46,0
De 3 mois à moins de 6 mois	5 880	10,3
De 6 mois à 1 an	183	0,3
Total	57 101	100,0

Taux de rendement à l'émission des BT

	(en pourcentage)			
	29 avril au 5 mai	6 au 12 mai	13 au 19 mai	20 au 26 mai
Billets à 1 jour	4,15	4,21	4,24	3,91
Billets à 10 jours	3,99	4,14	–	4,26
Billets à 30 jours	4,16	4,27	4,31	4,38
Billets à 90 jours	4,28	4,50	4,60	4,65
Billets à 180 jours	4,64	4,66	4,70	4,83

Comme en avril, l'encours des billets de trésorerie a sensiblement progressé, gagnant plus de 3 milliards d'euros au cours de la période sous revue. Au 26 mai, il s'élevait à 61,9 milliards d'euros, après avoir dépassé pour la première fois le seuil de 60 milliards en début de mois. Il a ainsi progressé de plus de 6,5 milliards d'euros depuis la fin de l'année 1999.

À fin mai, le nombre d'émetteurs s'établissait à 98, chiffre identique à celui de fin avril, dont 16 entités non résidentes constituant 22 % de l'encours global. Les 5 premiers émetteurs représentaient 30 % du total. General Electric Capital Corporation demeure le principal émetteur, avec un encours de 6 milliards d'euros, devant le groupe Vivendi (4 milliards), Aventis (3,1 milliards), Morgan Stanley Dean Witter et LVMH (2,8 milliards chacun).

Bien qu'aucun nouvel émetteur n'ait été recensé au cours de la période, plusieurs programmes d'émission devraient très prochainement faire leur apparition sur le marché. Delphi Automotive Systems, fournisseur nord-américain de composants destinés à l'industrie automobile, a notamment annoncé le lancement prochain d'un programme de 1 milliard d'euros.

Le montant des émissions a atteint 57,1 milliards d'euros, les émissions à moins de 3 jours représentant plus de 30 % de ce volume. En regard, les tombées se sont élevées à 53,9 milliards d'euros. Les émetteurs qui ont été à l'origine des plus forts montants d'émission ont été les suivants : General Electric Corporation (22,4 milliards d'euros — ce montant comportant une part importante d'émissions à très court terme —), Vivendi (2,6 milliards), Antalis (2,3 milliards), Danone Finance (2 milliards), Aventis (1,9 milliard) et la SNCF (1,5 milliard).

La répartition des émissions du mois selon le type de souscripteurs a peu varié. Les banques ont constitué de nouveau la principale composante, avec 48 % du total, devant les OPCVM (25 %) et les sociétés industrielles et commerciales (21 %). Les investisseurs non résidents, localisés dans leur quasi-intégralité en dehors de la zone euro, ont contribué à hauteur de 4 % du montant des souscriptions.

L'examen de la structure des émissions selon leur durée initiale ne révèle pas de changement notable par rapport au mois d'avril. En dehors des émissions à très court terme, qui ont constitué près du tiers de la production, on relève la prédominance habituelle de la plage d'émission couvrant les durées allant de 1 mois à 3 mois, laquelle a recueilli 46 % du montant des émissions, soit une part très proche de celles constatées lors des deux mois précédents.

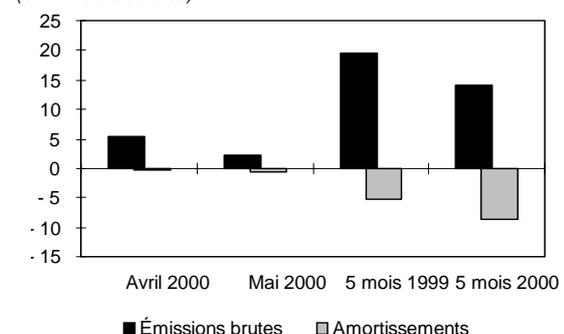
Les taux de rendement à l'émission des opérations réalisées à taux fixe, qui ont représenté 65 % de la production, contre 69 % pour le mois d'avril, se sont à nouveau sensiblement tendus. À l'exception des billets à 1 jour, dont le niveau de rémunération, étroitement lié à celui l'Eonia, demeure assez volatil — notamment en fin de période de constitution des réserves —, les taux de rendement moyens ont progressé de façon quasi constante tout au long du mois sur l'ensemble des échéances. Entre fin avril et fin mai, les taux des billets de trésorerie ont ainsi gagné entre 27 points de base et 47 points de base sur les durées supérieures ou égales à 10 jours.

Les émissions obligataires

Émissions d'obligations

Secteur non financier

(en milliards d'euros)



Au cours du mois, les sociétés non financières et les autres émetteurs ont levé près de 2,2 milliards d'euros, soit une diminution de 60 % par rapport au mois d'avril. Cette évolution est due à une baisse de la demande de capitaux de la part des grandes entreprises nationales par rapport au mois précédent où, en particulier, France Télécom avait réalisé une émission de plus de 5 milliards d'euros.

Au cours des cinq premiers mois de l'année 2000, les remboursements de ce secteur se sont établis à plus de 8,6 milliards d'euros, ramenant les émissions nettes à près de 5,4 milliards, en diminution de l'ordre de 9 milliards par rapport à la période correspondante de 1999, qui avait été, il est vrai, particulièrement active, notamment sur le marché des obligations convertibles.

3.5. Les actions

3.5.1. Le marché primaire

Émissions d'actions et de certificats d'investissement

	(en milliards d'euros)				
	Année 1999	4 mois 1999	4 mois 2000	Mars 2000	Avril 2000
Sociétés non financières	35,73	9,18	17,11	3,67	1,14
Établissements de crédit	1,20	0,06	0,17	-	0,04
Compagnies d'assurance	0,10	0,02	0,51	-	-
Administrations publiques	0,02	-	-	-	-
Total émis (a)	37,05	9,26	17,79	3,67	1,18
dont : Titres cotés (b)	8,09	0,72	5,37	2,12	0,33
Appel public à l'épargne (b)	5,87	0,33	4,94	2,21	0,17

(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 : ParisBourse SBF SA, Banque de France

Le mois d'avril a été marqué par une forte diminution des émissions d'actions réglées en numéraire, qui sont revenues de 3,7 milliards d'euros en mars² à près de 1,2 milliard au cours du mois sous revue. Le secteur des sociétés non financières représente 96 % des émissions totales depuis le début de l'année 2000. Au cours des quatre premiers mois de l'année, le montant des capitaux levés (17,8 milliards d'euros) a quasiment doublé (+ 92 %) par rapport à la période correspondante de 1999.

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

En avril, la plus importante émission d'actions cotées a été effectuée par la société Rhône-Poulenc pour un montant de près de 80 millions d'euros.

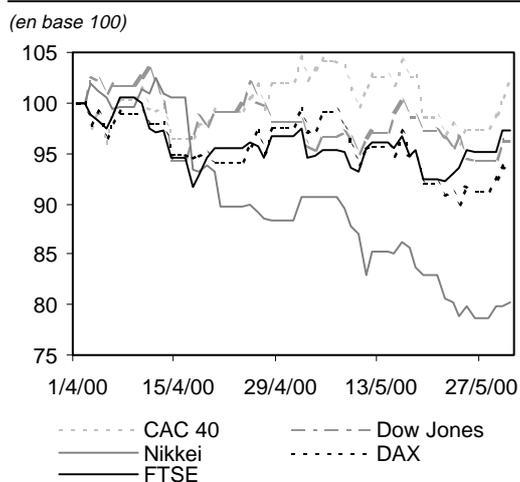
Sur la même période, les émissions des titres cotés à la Bourse de Paris ont représenté près de 28 % de l'ensemble des opérations du mois (57,8 % le mois précédent).

Sur les marchés réglementés de la Bourse de Paris, six sociétés ont été introduites au mois de mai, contre onze le mois précédent, et toutes été introduites sur le Nouveau marché. Cette diminution du nombre des introductions, déjà observée lors du mois précédent, résulte principalement de la dégradation des conditions de marché, dans un contexte de correction boursière sur un certain nombre de valeurs « technologiques ».

3.5.2. Le marché secondaire

La Bourse de Paris s'est caractérisée, au mois de mai, par une relative bonne tenue, contrairement à la majorité des bourses occidentales. Tandis que le CAC 40 restait stable (+ 0,1 %), à 6 426 points le 31 mai 2000, le Dow Jones, le DAX et le Nikkei ont cédé, respectivement, 2,0 %, 4,1 % et 9,1 %. Les indices FTSE à Londres et MIB 30 à Milan ont enregistré, pour leur part, une légère progression (respectivement, + 0,5 % et + 0,4 %).

Évolution des principaux indices boursiers



L'évolution du marché parisien a été également marquée par une diminution de la volatilité implicite — telle que mesurée à partir du prix des options sur indices — au cours du mois de mai. Celle-ci s'est, en effet, réduite de 2,5 points, à 26,6 %, niveau inférieur à la moyenne observée sur les quatre premiers mois de l'année (27,0 %). Cette évolution s'est accompagnée d'une remontée sensible (+ 4,3 %) des volumes échangés sur le CAC 40, après leur tassement observé au cours des deux mois précédents.

L'évolution des valeurs technologiques inscrites à la cote parisienne est, toutefois, demeurée très heurtée. En recul lors des trois premières semaines du mois de mai, l'indice IT CAC est tombé, le 24 mai, à 2 529 points, son plus bas niveau historique. Par rapport à son plus haut niveau historique établi le 10 mars, à 4 364 points, le recul atteint 58 %, baisse d'une ampleur exceptionnelle au regard des corrections boursières antérieures (cf. encadré sur les récentes fluctuations boursières sur la Bourse de Paris).

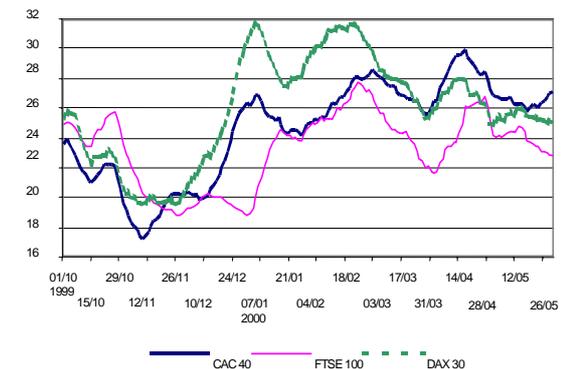
On notera que :

- l'ampleur de la baisse des valeurs du Nouveau marché est, pour la première fois depuis le début de la correction boursière, inférieure à celle du Nasdaq : alors que le Nouveau marché avait enregistré un repli plus marqué que ce dernier lors des mois précédents (– 10,3 % en mars et – 21,2 % en avril, contre, respectivement, – 2,6 % et – 15,6 % pour le Nasdaq), il a mieux résisté en mai (– 8,0 %, contre – 11,9 %) ;
- l'amplitude des corrections de cours extrêmes observées a significativement diminué : alors que 24 valeurs avaient perdu plus de 30 % au mois d'avril, 8 d'entre elles cédant de 40 % à 55 %, 15 seulement ont été affectées par un mouvement similaire en mai, 2 d'entre elles reculant de 40 % à 45 % ;

- la volatilité des cours des valeurs technologiques a diminué, la variation quotidienne moyenne de l'IT CAC s'inscrivant en recul sensible en mai (3,2 %) par rapport au mois précédent (3,7 %). Elle demeure, néanmoins, supérieure de 1 point à la moyenne des six derniers mois (2,7 %) ;
- enfin, les investisseurs procèdent à des choix plus sélectifs parmi les valeurs technologiques plutôt qu'à des dégagements généralisés : si près des trois quarts des valeurs du Nouveau marché ont été en recul en mai, 10 valeurs ont enregistré une hausse de plus de 20 % (3 dépassant même 30 %), contre 1 seule en avril.

Volatilité implicite des principaux indices boursiers européens

(en moyenne glissante sur 10 jours, en %)



3.6. Les titres d'OPCVM

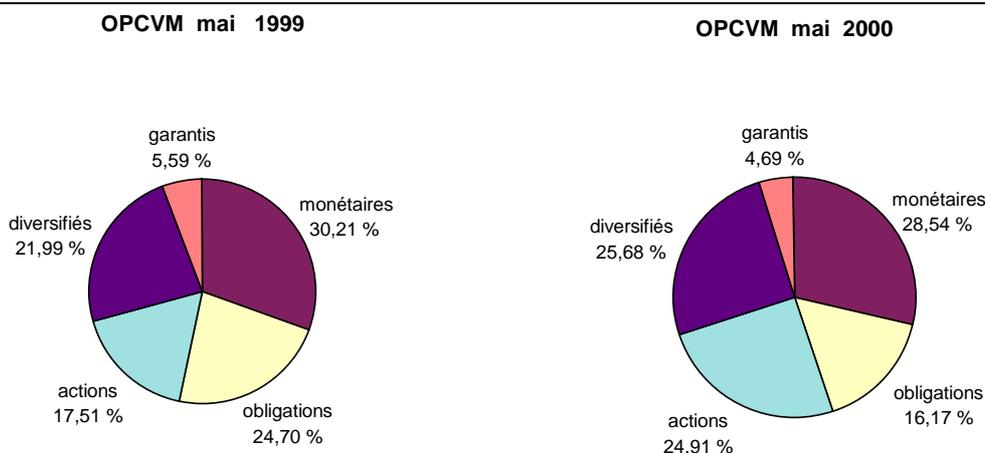
L'encours total des titres d'OPCVM monétaires est passé de 206,8 milliards d'euros en avril 2000 à 210,2 milliards en mai. Son taux de croissance annuel s'est ainsi accéléré à + 14,3 %, après + 11,8 % en avril. Cette évolution est à rapprocher des perspectives de rendement accru qu'offre la remontée des taux d'intérêt à court terme.

Dans un contexte de légère hausse des taux d'intérêt à moyen et long termes — en moyenne —, la baisse de l'encours des titres d'OPCVM obligataires observée depuis plusieurs mois s'est ralentie en mai 2000. En glissement annuel, son recul a atteint - 13,8 %, à 116,3 milliards d'euros, contre - 22,5 %, à 117,2 milliards le mois précédent.

La progression annuelle de l'encours des titres d'OPCVM « actions » s'est accélérée (+ 71,9 %, à 181,7 milliards d'euros, en mai, après + 68,4 %, à 180,5 milliards, en avril), notamment en liaison avec l'augmentation de la capitalisation boursière des valeurs de haute technologie.

Le taux de croissance annuel des titres d'OPCVM « diversifiés » a diminué, tout en restant très élevé (+ 30,8 %, à 186,6 milliards d'euros en mai 2000, après + 38,3 %, à 186,1 milliards en avril 2000). L'encours des titres d'OPCVM garantis s'est établi à 34 milliards d'euros (stable depuis mars 2000) et a diminué de 0,3 % par rapport à mai 1999 (contre - 0,6 % sur un an en avril 2000).

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



Source : Commission des opérations de bourse

*Les récentes corrections boursières :
une forte composante sectorielle*

L'ajustement des cours des valeurs cotées de la nouvelle économie — valeurs dites « TMT » (Technologie, médias, télécommunications) —, depuis le mois de mars, s'avère délicat à qualifier. Il présente, en effet, certains traits propres aux krachs boursiers, mais également des caractéristiques inédites :

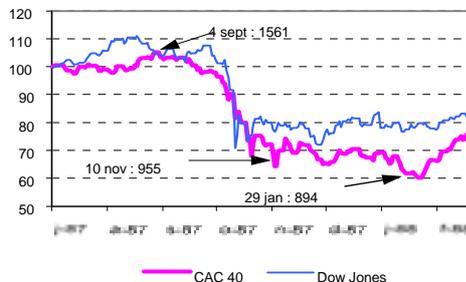
- l'ampleur des variations observées n'apparaît pas sans précédent : le recul de 33,7 % de l'ITCAC — indice représentatif des valeurs technologiques inscrites à la cote parisienne — entre le 10 mars et le 5 avril 2000 est comparable à certaines baisses des indices « multi-secteurs » observées au cours de ces dernières décennies, notamment en 1987, en 1990 et en 1998 ;
- ces mouvements apparaissent, en revanche, sensiblement plus brutaux, les indices technologiques ayant perdu près de 34 % en 18 jours en 2000, contre 39 % en 47 jours en 1987 (du 4 septembre au 10 novembre) et 33 % en 60 jours en 1998 (du 17 juillet au 18 octobre) pour le CAC 40 ; la correction boursière de 1990 — repli de 30 % en 108 jours (du 20 avril au 19 juillet) — peut également être mentionnée ;
- les fluctuations boursières récentes se distinguent également par leur sélectivité. Le mouvement à la baisse, bien que marqué, s'est limité, pour l'essentiel, aux valeurs de la « nouvelle économie », contrairement à ce qui était auparavant observé lors des épisodes de baisse généralisée des cours : alors que l'ensemble des secteurs du SBF 250 avaient enregistré un repli dans des proportions comprises entre 10 % et 49 % entre juillet et octobre 1998 — les deux tiers des secteurs perdant plus de 25 % — la baisse des indices technologiques, depuis le début du mois de mars 2000, s'est accompagnée d'un recul limité du CAC 40 (-7,3 %) et d'une progression des cours de plus de 10 % pour cinq secteurs de l'indice SBF 250 (services financiers, biens de consommation, automobile, industrie agro-alimentaire, matériaux de base).

Le jugement porté sur les variations récentes des indices doit tenir aussi compte de la composition de ces derniers. Ainsi, contrairement à l'indice Nasdaq, qui comporte un grand nombre de valeurs, nombre d'indices représentatifs des actions « TMT » dénotent une forte concentration sur quelques valeurs phares ou des « jeunes pousses » de la « nouvelle économie ». L'indice IT CAC est surtout représentatif des valeurs moyennes de la « nouvelle économie ». L'intensité de l'utilisation d'un indice pour les gestions indicielles, ou comme sous-jacent des contrats d'option, peut également accroître sa volatilité et conduire à nuancer les analyses comparatives.

.../...

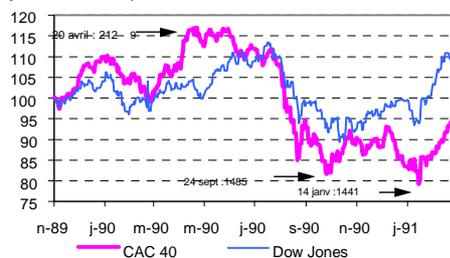
En 1987
en base 100 au 9 juillet 1987

(indices en points)



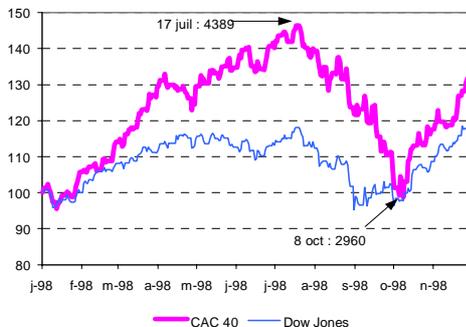
En 1989 et 1990
en base 100 au 1^{er} juillet 1989

(en points d'indice)



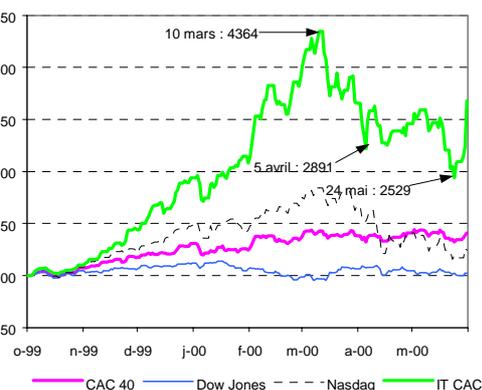
En 1998
en base 100 au 1^{er} janvier 1998

(indices en points)



Début 2000
en base 100 au 1^{er} octobre 1999

(indices en points)



4. Chronologie

18 mai

L'Assemblée nationale adopte la loi de finances rectificative, qui porte le déficit budgétaire de l'État pour l'exercice 2000 à FRF 215,6 milliards.

L'Assemblée nationale adopte le projet de loi portant règlement définitif du budget 1998, qui se solde par un déficit budgétaire de FRF 245 milliards.

Le gouvernement fixe, sous l'égide du Comité interministériel d'aménagement du territoire (Ciadt), la répartition d'une enveloppe de FRF 3,7 milliards entre 20 régions touchées par les intempéries et la marée noire, et arrête 1,3 milliard de crédits en faveur du développement de bassins d'emploi en reconversion.

24 mai

Le Conseil des ministres adopte le projet de loi de « modernisation sociale ».

Mise en place du Conseil de l'emploi, des revenus et de la cohésion sociale, présidé par Jacques Delors.

29 mai

Mise en place du Conseil d'orientation des retraites, présidé par Yannick Moreau, conseillère d'État, composé de 32 membres, dont 16 représentant des partenaires sociaux.

Y a-t-il place pour un prêteur international en dernier ressort ?

Il ne paraît ni souhaitable ni facilement possible de mettre en place un prêteur international en dernier ressort. En effet, le modèle théorique décrit par les « règles » de Bagehot n'est pas davantage transposable au plan international que le modèle empirique fondé sur l'« ambiguïté constructive ». Il faut donc plutôt rechercher comment le cadre existant peut être aménagé pour pallier les défaillances des marchés internationaux de capitaux. Deux voies complémentaires sont à privilégier dans ce sens : l'implication du secteur privé et la réforme du Fonds monétaire international (FMI). Ce dernier est la seule institution en mesure de construire et d'appliquer un système d'incitations équilibré, favorisant à la fois la réduction de la vulnérabilité des économies émergentes aux crises et l'implication du secteur privé. En revanche, toute ambiguïté sur le rôle du FMI comme prêteur international en dernier ressort devrait être levée, ce qui passe par un retour aux limites d'accès aux ressources du FMI.

Gérard KREMER

Direction des Relations internationales et européennes

Christian PFISTER

Direction des Études et Statistiques monétaires

L'objet de cet article est d'évaluer, parmi les propositions de réforme du système financier international, celles qui visent à créer un prêteur international en dernier ressort (PIDR). L'article est organisé en deux parties. La première partie porte sur les conditions auxquelles cette création devrait répondre et les formes qu'elle pourrait prendre ; il en ressort que la nécessité ou seulement la possibilité d'un PIDR ne sont pas clairement établies. La seconde partie analyse, en conséquence, les remèdes disponibles ou proposés pour pallier les défaillances des marchés internationaux de capitaux.

1. Les conditions et le fonctionnement d'un éventuel PIDR

Les auteurs qui se sont penchés sur le sujet ont raisonné par référence au cadre national. La même démarche est adoptée ici.

NB : Cet article n'exprime pas la position de la Banque de France et n'engage que ses auteurs.
E-mail : gerard.kremer@banque-france.fr et christian.pfister@banque-france.fr

1.1. Un PIDR à quelles conditions ?

Au plan national comme international, l'intervention éventuelle d'un prêteur en dernier ressort (PDR) est conditionnée par le respect de deux préalables :

- avant le déclenchement de la crise, il n'est pas possible de remédier, par des protections appropriées, aux circonstances qui nécessiteraient la présence d'un PDR ;
- lors de la crise, les bénéfices escomptés de l'intervention l'emportent sur les coûts. Les bénéfices résident dans le fait d'éviter les pertes de production qu'une perturbation du système financier aurait suscitées. Les coûts sont de deux sortes : perte en cas d'assistance à un débiteur insolvable et surtout risque moral relâchant la discipline de marché (moindre incitation à une gestion efficace de la part des débiteurs, moindre surveillance des créanciers par les débiteurs).

Au plan national, une meilleure diffusion de l'information peut, au moins dans certains cas, pallier les défaillances de marché. En outre, en période de crise financière, des déclarations et des décisions de politique monétaire répondant à une paralysie des marchés peuvent y rétablir la confiance. Surtout, des mesures peuvent réduire les externalités génératrices de risque systémique : organisation sécurisée des systèmes de paiement et de règlement, promotion de la liquidité et des transactions garanties sur les marchés de capitaux, instauration de lignes de défense pour le PDR (contrôle bancaire, exigences de fonds propres, assurance des dépôts, banques consortiales de liquidité), partage de l'information entre ce dernier et le contrôleur bancaire¹. Certaines de ces mesures ont pour avantage d'impliquer le secteur privé dans la prévention et la résolution des crises : elles limitent le risque moral et améliorent le bilan coûts-avantages du PDR. Au plan international, l'intervention d'un PIDR peut sembler justifiée dans trois types de situation : défaut de coordination comparable à une « course aux dépôts » au niveau national², anticipations de changement de politique économique³ et volatilité des mouvements de capitaux à court terme se traduisant par des phénomènes de contagion⁴.

Le problème du défaut de coordination peut être traité par une implication du secteur privé qui remédie à la dispersion des créanciers. Un moyen pour cela serait d'introduire des clauses d'action collective dans les contrats d'émissions souveraines. Autre solution de marché, l'émission de dette contingente pourrait éviter le défaut du pays débiteur, donc le problème de coordination des créanciers, si l'index de référence est correctement choisi. Force est néanmoins de reconnaître que peu de pays ont eu recours à ce type d'émissions (la Bulgarie a émis des obligations indexées sur le PIB, le Mexique des obligations indexées sur le pétrole). Une innovation plus radicale consisterait à transposer le droit des faillites au plan international par la création d'un Tribunal international des faillites. Cette mesure permettrait, comme dans le droit interne, d'instaurer une égalité des créanciers facilitant la résolution ordonnée des crises. Cependant, outre qu'il s'agirait d'une réforme de grande ampleur et donc difficile à mettre en œuvre, elle serait sans doute peu crédible puisqu'elle se heurterait à la souveraineté des États⁵. Les dégagements hors des pays les plus susceptibles de faire défaut pourraient même se trouver précipités à la moindre alerte.

¹ Pfister [2000]

² Chang et Velasco [1998]

³ Flood et Garber [1984], Obstfeld [1986]

⁴ Aglietta et de Boissieu [1999], Flood et Marion [2000]

⁵ Rogoff [1999]

La parade à des anticipations de changement de politique économique consiste à améliorer la crédibilité de celle qui est menée. Cette crédibilité est conditionnée notamment par la solidité du système financier. Cette solidité permet d'amortir les hausses transitoires de taux d'intérêt nécessaires lors d'attaques spéculatives, en cas d'engagement de change, ou les variations de ce dernier, lorsqu'il est flottant et que les établissements sont autorisés à prendre des positions. Les mesures à mettre en œuvre dans ce but sont celles qui, au plan interne, réduisent les externalités génératrices de risque systémique, notamment les exigences de fonds propres. Certains auteurs ont suggéré que ces exigences soient en partie satisfaites par l'émission de dette subordonnée et que l'implantation de banques étrangères soit facilitée afin d'impliquer le secteur privé, notamment les non-résidents, dans la résolution des crises⁶. Afin d'éviter la formation d'anticipations de changement de politique économique, il a aussi été proposé d'éviter les objectifs de change, au sens de « changes fixes mais ajustables »⁷. Le flottement ou les caisses d'émission n'évitent pourtant pas les attaques spéculatives et, pour porter un jugement pertinent sur un engagement de change, il faut en fait prendre en compte un ensemble de critères : modalités d'ancrage (rattachement unilatéral ou accord de change, référence à une monnaie ou à un panier, définition d'une bande de fluctuation...), environnement économique et financier (niveau de développement économique et financier, degré d'ouverture et d'intégration régionale, flexibilité, passé inflationniste et solidité financière...), degré d'engagement des autorités... La prise en compte de ces éléments conduit à quelques recommandations simples, valables même en l'absence d'objectif de change, telles qu'éviter une surévaluation ou ne pas libéraliser les mouvements de capitaux sans avoir mis en place une réglementation et un contrôle bancaires rigoureux et atteint un degré raisonnable de stabilité nominale⁸.

Le diagnostic d'instabilité des marchés se traduisant par des phénomènes de contagion est celui qui conduit le plus souvent et le plus directement à proposer l'institution d'un PIDR, voire à la considérer comme acquise. Il ne débouche pourtant pas systématiquement sur cette conclusion. Deux catégories d'actions ont été suggérées pour y répondre : des actions sur les mouvements de capitaux et des mesures macroprudentielles. Les contrôles directs sont très généralement rejetés. Il a néanmoins été suggéré d'adopter un système de réserves obligatoires sur les entrées de capitaux tel que celui appliqué au Chili de 1992 à 1998 (constitution pour un an de dépôts non rémunérés sur les livres de la Banque centrale, calculés en pourcentage des entrées de capitaux réputées à court terme)⁹. Néanmoins, cette expérience s'est révélée assez négative : la mesure semble bien avoir eu un impact sur la composition par échéances des entrées de capitaux au Chili, mais elle n'a pas permis de faire face à des chocs financiers externes de grande ampleur ; surtout, elle a entraîné un coût de financement accru pour les petites et moyennes entreprises qui ne pouvaient pas la contourner¹⁰. Des mesures macroprudentielles pourraient prendre trois formes : gestion prudente des finances publiques, constitution de réserves de change, éventuellement complétées par la négociation de lignes de crédit contingentes auprès des banques internationales, et transparence¹¹.

⁶ Calomiris [1998], Rogoff [1999]

⁷ Eichengreen [1999], Goldstein [1999], Meltzer [2000]

⁸ Chang et Velasco [1998], McKinnon et Pill [1999], Kaminsky et Reinhart [1999]

⁹ Eichengreen [1999], Hills and al. [1999]

¹⁰ Edwards [1999]

¹¹ Calomiris [1998], Fischer [1999], Haldane [1999], King [1999], Meltzer [2000], Rogoff [1999]

Dans l'ensemble, seules certaines mesures permettant de mieux impliquer le secteur privé dans la résolution des crises et d'assurer la solidité macrofinancière des économies émergentes semblent offrir des moyens à la fois valables techniquement, relativement faciles à mettre en œuvre et venant s'ajouter à ceux destinés à éviter, au plan national, l'intervention d'un PDR.

1.2. Quel fonctionnement d'un éventuel PIDR ?

Au plan national, il est généralement admis que l'institution la mieux placée pour jouer le rôle de PDR est la banque centrale puisque ce rôle consiste à substituer des liquidités à des actifs illiquides et que la banque centrale, émettrice du moyen final de règlement, échappe à la contrainte de liquidité ; ce rôle peut néanmoins être joué par une autre institution — chambres de compensation au XIX^e siècle, État de nos jours — pourvu qu'elle dispose de la trésorerie nécessaire. Les propositions en vue de transposer la notion de PDR au plan international assignent le plus souvent ce rôle au FMI. Cependant, ce dernier ne dispose pas des protections dont le PDR peut s'entourer ; de plus, il est soumis à la contrainte de liquidité.

Les conditions d'intervention du PDR ont été énoncées au XIX^e siècle par Bagehot¹², mais, outre que leur application ne va pas sans difficulté, la pratique contemporaine s'en éloigne en raison de l'évolution profonde du contexte financier et du rôle des banques centrales.

Selon Bagehot, le PDR devrait prêter :

- à court terme et contre des garanties de bonne qualité, afin d'éviter qu'un apport de liquidité ne se transforme en apport de capital ;
- à taux de pénalité, par rapport à celui prévalant avant la crise, afin de limiter le risque moral ;
- à toute entité solvable, afin de prévenir une discrimination, et donc potentiellement pour un montant global très élevé (Bagehot utilise l'expression : *to lend freely*) ;
- selon des principes énoncés à l'avance, afin de réduire l'incertitude sur son intervention et d'effectuer celle-ci promptement.

Il existe une tension entre ces différentes règles, voire des difficultés quasi insurmontables d'application de chacune d'entre elles. Ainsi l'exigence de prêt à court terme préjuge que la crise financière sera de courte durée ; l'évaluation de la qualité des garanties et des contreparties est délicate dans un contexte de crise et donc d'urgence ; un taux de pénalité n'est pas de nature à dissuader un emprunteur aux abois et peut même aggraver sa situation financière, voire l'encourager à prendre davantage de risques pour rembourser sa dette, ce qui accroît le risque moral au lieu de le diminuer ; enfin, l'énoncé de principes à l'avance peut certes réduire l'incertitude mais au prix d'une aggravation du risque moral si les principes sont plus laxistes que ceux auxquels le marché s'attendait. D'ailleurs, la transparence *ex ante* des interventions du PDR est en elle-même source de paradoxes : des principes stricts seraient inapplicables face à l'imprévisibilité des situations de crise et leur violation par le PDR serait source de perte de crédibilité et de risque moral ; des principes lâches seraient inutiles pour réduire l'incertitude et facteurs de risque moral.

¹² Bagehot [1873]

C'est pourquoi les banques centrales mettent aujourd'hui en avant le principe d'« ambiguïté constructive » — i.e. laissent planer le doute « *ex ante* » quant à leur intervention éventuelle et ne la dévoilent « *ex post* » que quand elles l'estiment utile pour restaurer la confiance. En revanche, le FMI ne pourrait pas s'abriter derrière l'« ambiguïté constructive » ; il ne pourrait pas non plus, comme le fait le PDR, coopérer avec un contrôleur puissant et indépendant, capable d'imposer des sanctions sévères aux gestionnaires, actionnaires et détenteurs d'instruments de dette non garantis. En effet, le FMI ne peut pas cacher des interventions qui découlent directement de ses statuts et, sauf à s'exposer à une perte de crédibilité et donc à aggraver le risque moral, il doit fonder ces interventions sur des principes énoncés d'avance ; il ne dispose pas non plus de réels moyens de contrainte sur les États.

Les analyses transposant la notion de PDR au plan international, considérées ici au sens large — c'est-à-dire en y incluant celles qui concluent à l'impossibilité de cette transposition —, peuvent être rangées en trois catégories : celles qui s'efforcent de diminuer le risque moral, celles qui cherchent à le contenir et celles qui pourraient l'aggraver.

Les propositions visant à diminuer le risque moral sont de deux sortes : celles selon lesquelles le FMI ne peut pas servir de PIDR et celles qui le cantonneraient dans ce rôle vis-à-vis de pays soigneusement sélectionnés. Les raisons pour lesquelles le FMI ne pourrait pas servir de PIDR sont qu'il ne peut ni créer de réserves, ni agir rapidement, que l'émission de DTS est limitée en montant et par l'autorisation préalable des États membres et que le Fonds n'a jamais été autorisé à emprunter sur les marchés financiers. Ces raisons sont bonnes. Sur cette base, certains auteurs suggèrent que le FMI soit supprimé, au moins en tant que dispensateur de prêts¹³, d'autres prétendent que des actions coordonnées des grandes banques centrales¹⁴ suppléeraient à un PIDR. Le principal reproche à l'encontre de ces analyses est qu'elles « jettent le bébé avec l'eau du bain » : en général sous couvert d'un souci de ne pas créer d'interférence avec les politiques économiques, elles font l'impasse sur le rôle que les prêts du FMI et leur conditionnalité peuvent jouer dans le rétablissement des équilibres macroéconomiques. Dans les propositions selon lesquelles le FMI ne devrait servir de PIDR qu'à des pays soigneusement sélectionnés, le critère d'éligibilité résiderait dans le fait de disposer de systèmes bancaires et de finances publiques sains¹⁵. En outre, les prêts devraient être accordés à court terme (par exemple, 120 jours renouvelables une fois dans les propositions de la Commission Meltzer), à taux de pénalité par rapport à celui auquel le débiteur avait accès avant la crise, avec une priorité de remboursement par rapport aux autres dettes souveraines considérée comme analogue à une garantie et sans conditionnalité, donc rapidement. Ces propositions, qui soumettraient de fait les interventions du FMI aux « règles » de Bagehot, sont intellectuellement stimulantes. Néanmoins, elles seraient très difficiles à mettre en œuvre dans un contexte où, le FMI étant administré par les États membres, il n'est guère possible de faire abstraction de considérations politiques. En particulier, les critères d'éligibilité pourraient être « tordus » en faveur des pays débiteurs faisant partie d'une zone d'influence, selon un procédé de donnant-donnant entre grands pays créanciers. En outre, il faudrait autoriser le FMI à emprunter sur les marchés, ce qui diminuerait probablement le contrôle exercé par les États membres sur le Fonds et pourrait finalement conduire à des interventions plus fréquentes que souhaité par les partisans de cette approche.

¹³ Schwartz [1998]

¹⁴ Rogoff [1998]

Selon cet auteur, le G 7 joue déjà le rôle de PIDR, mais il le fait mal.

¹⁵ Calomiris [1998], Meltzer [2000]

Ce dernier utilise l'expression « quasi-PIDR ».

Dans les approches qui s'efforcent de limiter le risque moral, le FMI devrait, pour l'essentiel, conserver son rôle actuel¹⁶, voire concentrer ses activités de prêt sur la résolution des crises mettant en cause les facteurs économiques fondamentaux. Dans cette dernière perspective, Aglietta et de Boissieu [1999] ont proposé une spécialisation des rôles entre le FMI, qui interviendrait, par des prêts conditionnels, pour les crises impliquant la dette souveraine en liaison avec des défaillances dans la gestion macroéconomique, et un réseau des grandes banques centrales qui interviendrait, sans conditionnalité, pour les crises de liquidité touchant les agents privés et les marchés financiers, à caractère potentiellement ou effectivement systémique ; l'intervention des banques centrales restant discrétionnaire, la fonction de PIDR serait exercée selon le principe d' « ambiguïté constructive ». Cette proposition intellectuellement attrayante serait délicate à mettre en œuvre, compte tenu à la fois de la difficulté à opérer certaines distinctions en situation de crise — comme celles entre crise de liquidité et crise des « fondamentaux » ou entre dette des agents privés et du secteur public — et des réticences probables des banques centrales à s'engager sans visibilité et sans conditionnalité¹⁷.

Enfin, le risque moral pourrait être accru dans les présentations qui reconnaissent déjà le rôle de PIDR au FMI, tout en rejetant la responsabilité du risque moral sur les autorités des pays créanciers¹⁸ ou en suggérant que le FMI pourrait renoncer à son statut de créancier privilégié¹⁹. L'aggravation du risque moral pourrait être encore plus nette lorsqu'il est envisagé que le FMI accorde des conditions de prêt concessionnelles aux emprunteurs qui respecteraient des standards internationaux en matière de réglementation et de sécurité financière, sans prévoir de taux de pénalité pour les pays qui ne les respecteraient pas, tandis que les pays où le contrôle bancaire est inadéquat et les établissements sont fragiles devraient taxer les entrées de capitaux à court terme, ce qui diminuerait l'incitation à renforcer la solidité financière²⁰.

La plupart des éléments qui permettent de faire face à des imperfections des marchés internationaux de capitaux ou à des phénomènes de contagion sont déjà à la portée des pays et ne nécessitent donc pas de bouleversement institutionnel. De plus, les analyses qui tentent de transposer la notion de PDR au plan international ne sont pas convaincantes, en raison d'obstacles techniques et, le plus souvent aussi, d'un traitement insatisfaisant du risque moral. Il reste donc à envisager comment le cadre existant, au sein duquel le FMI assure un rôle majeur, pourrait être aménagé pour fonctionner plus efficacement.

¹⁶ King [1999]

¹⁷ Maarek [1999], Pisani-Ferry [1999]

¹⁸ Fischer [1999]

¹⁹ Giannini [1998]

²⁰ Eichengreen [1999], Hills et al. [1999]

2. L'adaptation du système financier international

Deux voies de renforcement du système financier international sont susceptibles de rendre l'environnement international moins vulnérable aux crises systémiques : l'implication du secteur privé dans la prévention et la résolution des crises d'une part, une réforme du FMI d'autre part.

2.1. L'implication du secteur privé

Les fondements

Trois facteurs justifient la recherche d'une implication du secteur privé :

- le développement des flux de capitaux internationaux et l'évolution de leur nature depuis le début des années quatre-vingt-dix : une part grandissante des financements internationaux s'est effectuée sous forme d'émission de titres ; la durée des financements s'est réduite et le secteur privé a pris une place croissante du côté des emprunteurs. Ces caractéristiques ont rendu les économies émergentes plus vulnérables à des sorties massives de capitaux, face à une capacité d'intervention financière limitée de la part du FMI et des autres institutions financières internationales ;
- les relations entre créanciers d'une part et entre créanciers et emprunteurs d'autre part : l'absence de coordination entre créanciers se traduit pour l'emprunteur par un niveau de *spread* plus élevé que celui correspondant à l'état des fondamentaux ²¹. L'implication du secteur privé passerait par la conception de mécanismes permettant de surmonter l'absence de coordination entre créanciers ;
- l'aléa moral, que la mise en œuvre de programmes financiers officiels de montants importants au cours des dernières années a sensiblement accru.

Les modalités

La distinction opérée par Haldane [1999] entre les moyens conduisant à un *binding in* ou à un *bailing in* du secteur privé est utile : elle permet d'établir un ordre de priorité entre les modalités d'implication du secteur privé, celles favorisant la prévention des crises (*binding in*) devant être privilégiées par rapport à celles facilitant leur résolution (*bailing in*).

²¹ Haldane [1999]

L'introduction de clauses d'action collective dans les contrats obligataires des émetteurs souverains, l'émission de dette contingente précédemment évoquée, l'introduction systématique d'options de renouvellement dans les instruments de dette libellés en devises (UDROP²²), les lignes précautionnelles privées (Mexique et Argentine notamment) allient à la fois des modalités de *binding in* et de *bailing in*. Certaines clauses d'action collective, présentes seulement dans les contrats d'émission de droit britannique, ont fait l'objet d'une analyse détaillée par Eichengreen et Mody [2000], qui conclut qu'elles ne se traduiraient pas systématiquement par un coût plus élevé de l'endettement obligatoire mais permettraient plutôt au marché de mieux évaluer le risque. Les lignes précautionnelles privées peuvent parfois inciter les banques commerciales impliquées à réduire leur exposition sur d'autres pays considérés comme des risques de même catégorie, transférant les pressions sur la balance des paiements à d'autres économies.

Bien plus souvent appliquées, les autres propositions visent généralement une implication contrainte du secteur privé (*bailing in*). Trois de ces modalités méritent d'être plus particulièrement évoquées : la suspension du paiement du service de la dette, la mise en place à titre temporaire des mesures de contrôle des capitaux ou des changes, et la possibilité d'instaurer, temporairement, un gel des actions judiciaires de certains créanciers en réponse à une suspension des paiements ou à un moratoire. Le FMI a, dans le cas récent de l'Équateur, donné son aval à des mesures de suspension des paiements. En acceptant de négocier un programme d'ajustement avec ce pays, il a implicitement approuvé le défaut de paiement vis-à-vis des détenteurs d'obligations (*Brady bonds* et *Eurobonds*) émis par l'Équateur. Le FMI a étendu en septembre 1998 sa politique de « prêt en situation d'arriérés »²³ (*lending into arrears*) aux cas d'arriérés sur les obligations souveraines et d'arriérés du secteur privé vis-à-vis des créanciers étrangers résultant de mesures de contrôle des changes. En modifiant sa politique, le FMI a *de facto* reconnu la possibilité qu'un État membre mette en place des contrôles temporaires des changes. L'amendement de l'Article VIII (2) b proposé par l'ancien directeur général du FMI²⁴ vise à instituer un gel des actions judiciaires susceptibles d'être intentées par des créanciers (*stay on litigation*), en cas de défaut ou de suspension des paiements. Cette dernière proposition est assez peu réaliste compte tenu des changements juridiques nécessaires sur le plan national et des abandons de souveraineté qu'elle suppose. Plusieurs des modalités de *bail in* (comme la possibilité de suspension des paiements au travers de contrôles temporaires des capitaux ou des changes) ont été intégrées dans le cadre défini par le G 7 pour l'implication du secteur privé et adopté lors du sommet de Cologne de juin 1999²⁵.

²² Buiter et Sibert [1999]

²³ Fonds monétaire international [1999]

²⁴ Camdessus [1999]

²⁵ Groupe des Sept (G 7) [1999]

2.2. La nécessaire réforme du FMI

La réforme du FMI peut être envisagée du point de vue des deux rôles fondamentaux du Fonds : surveillance et conditionnalité d'une part, interventions financières d'autre part.

Le renforcement de la surveillance du Fonds et de la conditionnalité

La surveillance du FMI s'est récemment élargie à deux domaines : l'identification des vulnérabilités des systèmes financiers d'une part, l'évaluation de la conformité des politiques des États membres aux codes et normes internationaux d'autre part.

Le FMI a lancé au printemps 1999, en coopération avec la Banque mondiale, un projet pilote, le *Financial Sector Assessment Program (FSAP)*, dont l'objectif est l'identification des vulnérabilités structurelles des systèmes financiers. Le FASP devrait s'intégrer au processus de surveillance effectué dans le cadre de l'Article IV des statuts du FMI. En termes de politiques prudentielles, l'élément central de l'amélioration de la supervision bancaire dans les économies émergentes s'appuie sur les *Principes fondamentaux de Bâle*²⁶. Ces derniers constituent un minimum et non une norme absolue, les exigences de stabilité financière dans les économies émergentes étant susceptibles de requérir des normes plus exigeantes que celles adoptées par le Comité de Bâle.

L'adoption d'une stratégie de gestion du risque de liquidité est présentée comme une politique d'« auto-protection »²⁷ ou d'« auto-assurance » contre une volatilité parfois excessive des mouvements de capitaux à court terme. S'agissant du secteur public, la « règle de Guidotti »²⁸, qui figure dans les recommandations du groupe Willard sur les systèmes financiers en 1999²⁹ et, plus récemment, dans celles du groupe de travail du Forum de stabilité financière sur les flux de capitaux³⁰, pourrait être adoptée par le FMI comme un indicateur de vulnérabilité. L'application de cette règle incite à rechercher une échéance moyenne de la dette extérieure la plus élevée possible. À ce titre, elle échappe en partie aux critiques adressées aux politiques actives d'accumulation de réserves de change comme moyen de se prémunir contre les risques de sorties soudaines et massives de capitaux, ces politiques étant susceptibles, si elles se généralisaient, d'exercer des pressions déflationnistes sur l'économie mondiale. Appliquée au secteur bancaire, une politique de gestion du risque de liquidité pourrait impliquer le recours aux instruments suivants : constitution de réserves de liquidité assises sur les ressources empruntées à l'extérieur ou sur les dépôts, lignes de crédit précautionnelles contractées auprès de banques commerciales par la banque centrale qui peut ainsi renforcer sa capacité de soutien en liquidité d'urgence en devises. Pour les secteurs non réglementés et plus particulièrement pour les entreprises non financières, l'évaluation du risque de liquidité reposerait largement sur la conformité de ces institutions à une transparence rigoureuse impliquant la communication des actifs/passifs en devises et par échéances.

²⁶ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire [1997]

²⁷ Feldstein [1999]

²⁸ Règle selon laquelle les réserves de change doivent être supérieures aux tombées sur la dette publique extérieure attendues pour l'année à venir. L'application de cette règle permet de « vivre » sans accès aux marchés internationaux de capitaux pendant une période d'un an.

²⁹ Groupe des Vingt-deux (G 22) [1999]

³⁰ Forum de stabilité financière [2000]

L'évaluation du respect des codes et normes internationaux constitue le second volet d'extension de l'activité de surveillance du FMI. Ce dernier se trouve au centre du processus d'évaluation mais d'autres organismes ou institutions producteurs de normes ou codes sont également impliqués. L'application de ces codes, dont beaucoup visent à une plus grande transparence, tend à améliorer l'information à la disposition des investisseurs et des prêteurs et, par conséquent, leur évaluation des risques. Il devrait en résulter une meilleure adéquation entre les niveaux de risque et leur rémunération.

Ces codes et normes s'appliquent essentiellement au secteur public. La Norme spéciale de diffusion des données (NSDD) créée par le FMI a pour objectif une large diffusion des données macroéconomiques des pays y adhérant. Cette norme a été développée récemment par intégration des réserves de change nettes, ce qui devrait permettre aux acteurs de marché de mieux évaluer la position de liquidité en devises d'une économie en rapprochant les réserves de change des indicateurs de la dette extérieure par échéances dont la publication est également prévue. Les codes et normes concernant le secteur privé sont rares si l'on considère uniquement ceux bénéficiant d'une reconnaissance au plan international. Le cas des normes comptables est notable car elles conditionnent l'utilité d'autres normes ou codes. Or, il n'existe pas de normes comptables universellement reconnues. Une première étape pourrait consister à accroître la transparence sur les normes effectivement appliquées.

L'extension de l'activité de surveillance traditionnelle et de la conditionnalité accompagnant les interventions financières du FMI des politiques macroéconomiques a suscité des critiques de certains analystes. Pour Feldstein [1998] et Rodrik [1999], le FMI devrait s'en tenir aux prescriptions de politique macroéconomique, seules indispensables pour résoudre les crises financières et faciliter l'objectif d'un retour de l'accès des pays en crise aux marchés internationaux de capitaux. Ces critiques sont sujettes à deux limites : elles nient l'influence des structures et des comportements financiers sur la réalisation des équilibres macroéconomiques ; elles ignorent que la stabilité monétaire et financière internationale repose sur la stabilité financière des économies nationales, compte tenu de l'ampleur des effets de débordement observés depuis la crise mexicaine ³¹.

Les interventions financières du FMI

Un retour aux limites d'accès traditionnelles aux ressources du FMI devrait contribuer à lever toute ambiguïté sur le fait que le FMI ne peut jouer le rôle d'un PIDR.

Les montants particulièrement élevés des interventions du FMI au cours des années quatre-vingt-dix, sensiblement supérieurs aux limites d'accès traditionnelles (100 % des quotes-parts par an, 300 % en termes cumulés), ont entretenu la perception par les acteurs de marché que le FMI pouvait tenir lieu de PIDR. De plus, la création des deux facilités « systémiques » a certainement contribué à conforter les attentes des créanciers. Ces attentes doivent donc être découragées, notamment en rendant effectives et crédibles les limites d'accès aux ressources du FMI ³², y compris aux facilités « systémiques ». À cet égard, une implication effective du secteur privé est une condition indispensable à la cohérence temporelle des actions du FMI.

³¹ Eichengreen [1999]

³² Hills et al. [1999], De Gregorio et al. [1999]

Afin de répondre aux menaces de crise systémique, ces limites pourraient être dépassées exceptionnellement et uniquement par recours à des sources de financement autres que les ressources générales du FMI : Accords généraux d'emprunt/Nouveaux accords d'emprunt³³, voire lignes de crédit bilatérales officielles. Le recours à ces financements exceptionnels, décidé à des majorités qualifiées, permettrait d'introduire une forme d'« ambiguïté constructive » compatible avec le principe général d'un retour aux règles et constituerait un facteur de limitation du risque moral. Ces ressources ne devraient être disponibles qu'au terme d'un processus qui permettrait de s'assurer de la réalité des besoins de financement du pays en crise et du caractère systémique de la crise. De ce fait, et en raison aussi des conditions auxquelles ces ressources sont mises à la disposition du FMI, le processus de décision serait aussi rendu plus transparent.

En créant la Facilité supplémentaire de réserve (SRF) et la Ligne de crédit précautionnelle (CCL), le FMI a voulu répondre aux nouvelles caractéristiques des crises financières : sorties brutales et massives de capitaux provoquées par une brusque altération de la perception par les acteurs de marché de la situation d'un emprunteur souverain et phénomène de contagion. La contribution de ces facilités à la stabilité financière internationale n'est pas avérée. En particulier, l'utilisation inappropriée de la SRF dans le cas de la Russie a été rendue possible par l'absence de spécification comme critère d'accessibilité des circonstances dans lesquelles la facilité peut être utilisée. Quant à la CCL, elle est restée inutilisée depuis sa création.

Au total, les facilités « systémiques » du FMI ont été conçues comme des instruments proches du modèle théorique d'intervention de dernier ressort sans toujours comporter les précautions nécessaires pour minimiser le risque moral que leur usage peut comporter. Une plus grande cohérence entre les instruments financiers disponibles est nécessaire pour que les incitations spécifiques à chacun des instruments puissent produire les effets initialement escomptés.

Plusieurs propositions de réforme du FMI, d'inspiration parfois très différentes, suggèrent que cette Institution n'apporte des soutiens financiers qu'à court terme. Summers [1999] voit le FMI comme un substitut de très court terme au marché dont l'objectif serait de faciliter le retour le plus rapide possible des pays en crise sur les marchés financiers internationaux. Pour Calomiris [1998], Edwards [1998] et Meltzer [2000], le recentrage du FMI sur le court terme devrait résulter de son rôle exclusif de prêteur ou de quasi-prêteur en dernier ressort. D'autres propositions suggèrent de transférer les facilités à moyen et long termes du FMI à la Banque mondiale en se fondant sur le présupposé que les instruments de financement à moyen et long termes sont exclusivement des instruments de financement du développement³⁴. En fait, la Facilité de financement élargie (EFF) vise à soutenir des réformes structurelles qui peuvent être de nature financière, favorisant la stabilité financière internationale. À ce titre, elle sert un objectif relevant des compétences du FMI. Par ailleurs, les facilités à moyen et long termes du FMI impliquent une surveillance macroéconomique qui est une des missions du Fonds. Il ne serait pas cohérent de donner à la Banque mondiale un rôle en cette matière.

³³ Modalité envisagée, dans certains cas (lorsque le pays est d'importance systémique et qu'il est en crise en raison de politiques inadaptées), dans Hills et al. [1999]. Toutefois, aider au-delà des limites un pays qui mène des politiques inadaptées est facteur de risque moral.

³⁴ Les facilités à moyen et long termes du FMI sont la Facilité de financement élargie (*Extended Fund Facility*), destinée à financer des besoins de balance de paiements liés à des déséquilibres structurels, et la Facilité d'ajustement structurel renforcé — remplacée récemment par la Facilité pour la croissance et la réduction de la pauvreté —, permettant de financer des programmes d'ajustement structurels mis en œuvre par des pays en voie de développement à revenu faible.

Références bibliographiques

Aglietta M., de Boissieu C. [1999] : « Le prêteur international en dernier ressort », dans *Architecture financière internationale*, Conseil d'analyse économique, La Documentation française, Paris.

Bagehot W. [1873] : *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londres, H. S. King.

Buiter H. W., Sibert C. A. [1999] : « UDROP, a Small Contribution to the New International Financial Architecture », *LSE Discussion Paper*, 425, avril.

Calomiris C.W. [1998] : « Blueprints for a New Global Financial Architecture », *Mimeo*, Columbia Business School, 7 octobre.

Camdessus M. [1999] : « From the Crises of the 1990s to the New Millenium », *Mimeo*, International Graduate School of Management (IESE), Madrid, 27 novembre.

Chang R., Velasco A. [1998] : « Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model », *NBER Working Paper*, 6606, juin.

Chari V.V., Kehoe P.J. [1998] : « Asking the Right Questions About the IMF », dans *Federal Reserve Bank of Minneapolis Annual Report, Special Issue*, 13, p. 2-26.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire [1997] : *Core Principles for Effective Banking Supervision*, Bâle, avril.

De Gregorio J., Eichengreen B., Ito T., Wyplosz C. [1999] : *An Independent and Accountable IMF*, CEPR Press, Geneva Reports on the World Economy, 1, septembre.

Edwards S. [1999] : « How Effective are Capital Controls? », *Journal of Economic Perspectives*, 13 (4), automne, p. 65-84.

Eichengreen B. [1999] : *Toward a New Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, The Institute for International Economics, Washington.

Feldstein M. [1999] : « Self-protection for Emerging Market Economies », *NBER Working Paper*, 6907, janvier.

Fischer S. [1999] : « On the Need for an International Lender of Last Resort », *Journal of Economic Perspectives*, 13 (4), automne, p. 85-104.

Flood R.P., Garber P. [1984] : « Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples », *Journal of International Economics*, 17 (1), février, p. 1-13.

Flood R.P., Marion N.P. [2000] : « Self-Fulfilling Risk Predictions: An Application to Speculative Attacks », *Journal of International Economics*, 50 (1), février, p. 245-268.

Fonds monétaire international [1999] : « IMF Policy on Lending into Arrears to Private Creditors », *Mimeo*, juin.

Forum de stabilité financière [2000] : « Report of the Working Group on Capital Flows », *Mimeo*, Bâle, avril.

Giannini C. [1998] : « Enemy of None but a Common Friend of All? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function », *Temi di discussione*, Banque d'Italie, 341, décembre.

Goldstein M. [1998] : *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures and Systemic Implications*, The Institute for International Economics, Washington.

Groupe des Sept (G 7) [1999] : *Strengthening the International Financial Architecture*, Rapport des ministres des Finances au sommet économique de Cologne, juin.

Groupe des Vingt-deux (G 22) [1998] : « Report of the Working Group on Strengthening Financial Systems », *Mimeo*, octobre.

Haldane A. [1999] : « Private Sector Involvement in Financial Crisis: Analytics and Public Policy Approaches », *Financial Stability Review*, Banque d'Angleterre, 7, novembre, p. 184-202.

Hills C.A., Peterson P.T., Goldstein M. [1999] : « Safeguarding Prosperity in a Global Financial System », *The Future International Financial Architecture*, Council on Foreign Relations, The Institute for International Economics, Washington.

Kaminsky G.L., Reinhart C.M. [1999] : « The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems », *American Economic Review*, 89 (3), juin, p. 473-500.

King M. [1999] : « Reforming the International Financial System: The Middle Way », *Financial Stability Review*, Banque d'Angleterre, 7, p. 203-211.

Maarek G. [1999] : « Commentaire », dans *Architecture financière internationale*, Conseil d'Analyse économique, La Documentation française, Paris.

Meltzer A. [2000] : « Rapport du Comité consultatif sur les institutions financières internationales placé auprès du Congrès des États-Unis », *Mimeo*, mars.

McKinnon R.I., Pill H. [1999] : « Exchange-Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Borrowing », *Oxford Review of Economic Policy*, 15 (3), automne, p. 19-38.

Obstfeld M. [1986] : « Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises », *American Economic Review*, 76 (1), février, p. 72-81.

Pfister C. [2000] : « Relations entre politique monétaire unique et politiques prudentielles », *Revue économique*, 51 (3), mai, p. 683-692.

Pisani-Ferry J. [1999] : « Commentaire », dans *Architecture financière internationale*, Conseil d'analyse économique, La Documentation française, Paris.

Rogoff K. [1999] : « International Institutions for Reducing Global Financial Instability », *Journal of Economic Perspectives*, 13 (4), automne, p. 21-42.

Sachs J. [1995] : « Do we Need an International Lender of Last Resort? », *Mimeo*, Princeton University, Franck Graham Memorial Lecture, 20 avril.

Schwartz A.J. [1998] : « Time to Terminate the ESF and the IMF », *Foreign Policy Briefing*, 48, The Cato Institute, 26 août.

Évolution et structure des financements en France et dans la zone euro

La progression de l'endettement global des agents non financiers résidant en France s'est sensiblement renforcée depuis la mi-1998, notamment par la voie d'une accélération de la croissance des crédits. Ainsi, le processus de désintermédiation observé depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, qui résultait du développement plus rapide des financements de marché, s'est quelque peu modéré en 1999. Dans la zone euro comme en France, les financements intermédiés ont prédominé en 1999, mais le recours aux financements de marché a été relativement plus important en France.

Emmanuel GERVAIS
Direction des Études et des Statistiques monétaires
Service des Analyses et Statistiques monétaires

1. La progression de l'endettement des agents non financiers résidents s'est renforcée depuis la mi-1998

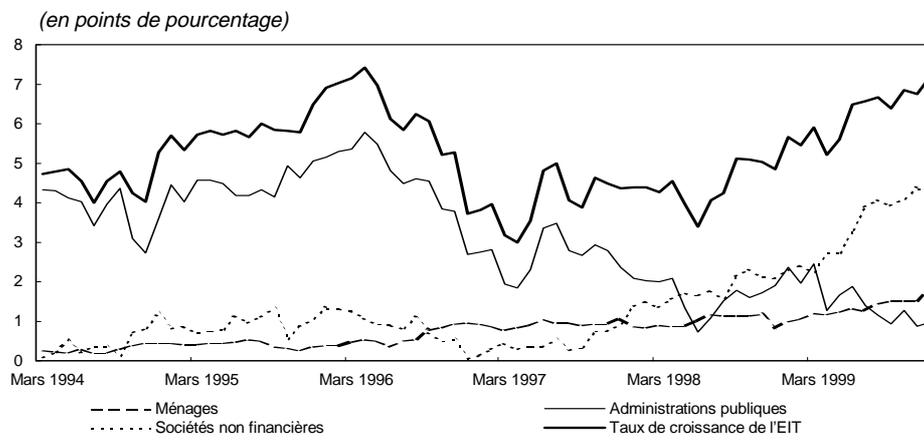
La croissance annuelle de l'endettement intérieur total (EIT), c'est-à-dire de l'ensemble des concours (hors émission d'actions) reçus par les agents non financiers résidant en France, a atteint 7,2 % à la fin de 1999, au lieu de + 3,4 % en juin 1998, rythme annuel de progression qui n'avait pas été observé depuis le milieu des années quatre-vingt-dix (cf. annexe)¹. Contrairement à ce qui avait été constaté dans la précédente phase d'accélération (décembre 1994-avril 1996), c'est le développement de l'endettement du secteur privé plutôt que celui des administrations publiques qui a constitué le moteur de la reprise de l'EIT. En effet, la contribution du secteur privé à la croissance de l'EIT a atteint 6,2 points et celle des administrations publiques 1 point à la fin 1999, au lieu de, respectivement, 1,6 point et 5,8 points en avril 1996. Cette reprise de l'endettement du secteur privé s'est amorcée dès la fin 1996 par un regain des concours aux ménages, l'accélération n'intervenant pour les sociétés non financières qu'à partir de 1998.

¹ Ces données résultent des nouvelles modalités d'élaboration de l'EIT mises en œuvre à compter de l'échéance d'avril 2000 en vue de rendre la méthodologie de cet indicateur identique à celle des autres agrégats de financement utilisés par le Système européen de banques centrales.

Les calculs statistiques ont bénéficié de la précieuse collaboration d'Isabelle Kuhlen.

Les révisions induites par la nouvelle méthodologie sont indiquées en annexe.

Contribution des différents secteurs économiques à la croissance annuelle de l'EIT



1.1. La progression annuelle de la dette des administrations publiques recensée dans l'EIT s'est sensiblement ralentie

Ce ralentissement est lié à la réduction du besoin de financement des administrations publiques : celui-ci est revenu de - 50,3 milliards d'euros en 1996 à - 23,9 milliards en 1999, le flux d'endettement baissant sur la même période de + 83,3 milliards d'euros à + 14 milliards. Parallèlement, les administrations publiques ont favorisé les financements longs, la part de ceux d'une durée initiale inférieure ou égale à un an revenant de 10,1 % à la fin 1995 à 5,7 % à la fin 1999.

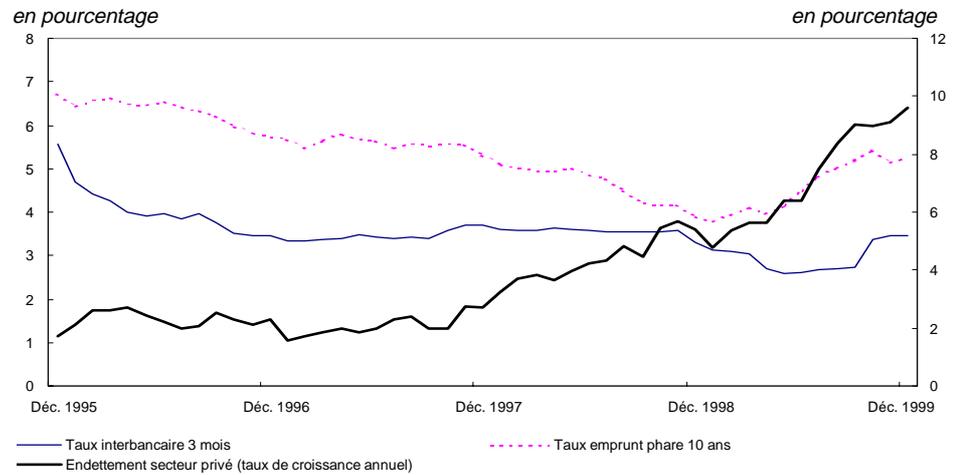
1.2. En revanche, l'endettement du secteur privé s'est nettement développé

Les facteurs à l'origine de la reprise des emprunts obtenus par les agents du secteur privé (sociétés non financières et ménages principalement) ont été multiples².

- La baisse des taux d'intérêt a contribué avec retard à la reprise de l'endettement des sociétés non financières et des ménages. Entre la fin 1995 et la fin 1999, le taux d'intérêt interbancaire à 3 mois (TIOP, puis, depuis le début 1999, Euribor) est revenu de 5,6 % à 3,4 %, et celui du taux de l'emprunt phare à 10 ans de 6,7 % à 5,3 %. La décreue des taux d'intérêt à court terme s'est, pour l'essentiel, produite dès le début 1996, soit un an avant l'accélération du rythme de croissance de l'endettement des ménages et deux ans avant celle de l'endettement des sociétés non financières. Par ailleurs, la hausse des taux longs observée en 1999, de 3,9 % fin 1998 à 5,3 % fin 1999, n'a pas empêché une nouvelle accélération de la croissance de l'endettement du secteur privé.

² Cf. Thierry Grunspan, Ivan Odonnat et Adrien Verdelhan « Les liens entre demande de crédit et croissance économique – Le cas des crédits aux sociétés en France sur la période récente », *Bulletin de la Banque de France* n° 46, octobre 1997

Évolution de l'endettement du secteur privé (échelle de droite) et taux d'intérêt (échelle de gauche)



- L'impact de la stratégie de financement des sociétés non financières doit être également pris en compte. Leur taux d'autofinancement, qui était proche de 100 % au milieu des années quatre-vingt-dix, s'est replié à 87,6 % en 1998 et à 80,6 % en 1999, sous l'effet d'une accélération de la formation brute de capital fixe, tandis que les coûts salariaux restaient maîtrisés³. De manière concomitante, leur ratio d'endettement (endettement total rapporté à l'excédent brut d'exploitation), qui était constamment en baisse entre 1993 et 1998, a fortement progressé depuis la fin 1998 pour revenir à des niveaux proches de celui constaté à la fin 1994 (377 %). Après avoir mené une stratégie de désendettement depuis 1991, qui faisait suite à la forte augmentation de leurs encours de crédit à la fin des années quatre-vingt, les entreprises auraient donc recommencé à s'endetter pour financer leur effort d'investissement.
- S'agissant des ménages, l'accélération du rythme d'accroissement de l'endettement peut être rapprochée du renforcement de la demande de biens et services observé depuis la fin 1996. En moyenne, le taux de croissance annuel de l'investissement-logement des particuliers en valeur s'est ainsi établi à +4,2 % sur la période 1996-1999, au lieu de +1,1 % sur la période 1993-1995, tandis que celui de la consommation des ménages en valeur passait de +1,6 % à +2,5 %. Ce surcroît de dépenses a été, en partie, financé par voie d'endettement. Notamment, en 1999 le taux d'endettement des ménages (endettement en pourcentage du revenu disponible brut en valeur) s'est inscrit en hausse sensible, pour atteindre 54,2 %, au lieu de 52,0 % en 1998.

³ La part des salaires dans la valeur ajoutée est ainsi demeurée stable autour de 64 % entre 1998 et 1999 (cf. *Note de conjoncture de l'INSEE*, mars 2000).

2. Le processus de désintermédiation des financements engagé au cours des années quatre-vingt-dix s'est atténué en 1999

Ce processus peut s'apprécier de deux manières :

- dans une optique de demande, par le suivi de la part des crédits dans le total des financements des agents non financiers résidents (intermédiation au sens étroit) ;
- dans une perspective d'offre, par le suivi de l'ensemble des positions des institutions financières monétaires découlant non seulement de l'octroi de crédits mais également de l'acquisition de titres (intermédiation au sens large) ⁴.

2.1. La place des crédits parmi les financements, qui n'avait cessé de se restreindre depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, s'est stabilisée en 1999

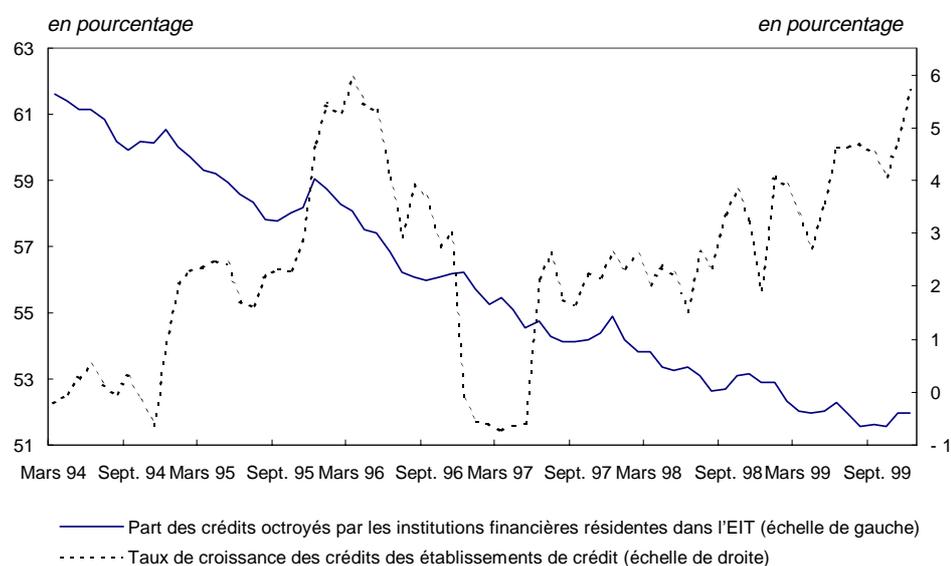
Au cours de la période 1994-1999, le taux de croissance de l'ensemble des crédits consentis aux agents non financiers résidents a été constamment inférieur à celui des autres formes d'endettement recensées dans l'EIT. En moyenne, il s'est établi à + 1,9 %, au lieu de + 10,2 % pour les financements de marché et + 10,7 % pour les concours obtenus auprès des non-résidents. En conséquence, la part des crédits dans l'EIT n'a cessé de décliner, revenant de 63,5 % à la fin 1993 à 52,0 % à la fin 1999, tandis que celle des financements de marché s'est accrue de 29,7 % à 38,5 % et celle des crédits des non-résidents de 4,8 % à 6,8 % ⁵. Toutefois, une certaine stabilisation s'est opérée en 1999, en raison de l'accélération du rythme de croissance des crédits accordés par les seules institutions financières monétaires (IFM) ⁶.

⁴ Cf. *Rapport annuel 1998* du CNCT pour une présentation détaillée de ces notions

⁵ Le solde reflète les engagements du Trésor vis-à-vis de ses correspondants. Il a diminué entre 1993 et 1999, revenant de 2,0 % à 1,8 %.

⁶ Par institutions financières monétaires, on entend les établissements de crédit définis par la législation communautaire et les institutions financières qui collectent des dépôts et/ou des produits qui leur sont substituables et octroient des crédits et/ou pour leur propre compte achètent des titres (OPCVM monétaires principalement).

Désintermédiation et évolution des crédits



La désintermédiation des financements constatée depuis la fin 1993 résulte, pour partie, du poids relatif des différents secteurs emprunteurs. En effet, la part des ménages, dont l'endettement se compose exclusivement de crédits, dans l'EIT s'est repliée de 25,7 % à 22,5 % fin 1999. Dans le même temps, le poids des administrations publiques s'est accru, de 28,7 % à 37,4 %. Or, parmi celles-ci, les administrations centrales ont privilégié le recours aux marchés. L'État, qui représentait 83,2 % de l'endettement des administrations publiques fin 1999, a eu recours quasi exclusivement à des émissions de bons du Trésor et d'obligations pour couvrir son besoin de financement. En outre, les titres émis par la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) se sont substitués aux crédits consentis à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (Acos) lorsque ceux-ci ont été repris en 1997 par la Cades. Enfin, les financements accordés aux collectivités locales, dont l'endettement se compose à 95 % de crédits, ont progressé à un rythme annuel beaucoup plus modéré que celui observé pour l'État (+ 2,1 % en moyenne pour la période 1994-1999, au lieu de + 11,0 % pour l'État).

Toutefois, c'est surtout le comportement des sociétés non financières qui explique la réduction de la place des crédits au sein des financements. L'examen de la structure de leur endettement fait ainsi apparaître une baisse continue de la part des crédits au profit des concours obtenus à l'étranger et des financements de marché.

Structure de l'endettement des sociétés non financières résidentes

(en pourcentage)

	Fin 1993	Fin 1996	Fin 1998	Fin 1999
Crédits	69,5	64,6	61,0	58,5
Financements de marché	19,3	20,4	21,4	23,8
Crédits des non-résidents	11,1	12,8	17,6	17,8

La progression sensible de la contribution des financements étrangers reflète principalement la croissance continue des investissements directs : + 26,8 % en moyenne entre 1994 et 1999 pour les prêts liés aux investissements directs, contre + 11,5 % seulement pour les prêts de non-résidents non affiliés et + 1,8 % pour les crédits commerciaux⁷. L'internationalisation de l'économie française apparaît donc comme une cause significative de désintermédiation, le financement des filiales de groupes étrangers tendant à être assuré par les maisons mères dans le cadre d'une gestion financière globale.

Par ailleurs, plusieurs autres facteurs ont poussé les sociétés non financières à substituer des financements de marché aux crédits. En premier lieu, les baisses de taux directeurs ont été répercutées avec retard par les établissements de crédit sur leurs conditions débitrices, ce qui a rendu les financements de marché comparativement plus avantageux. Par exemple, le taux des billets de trésorerie a diminué de 178 points de base entre la fin 1995 et la fin 1996, alors que le taux moyen des crédits aux entreprises d'une durée initiale inférieure à un an, calculée d'après l'enquête sur le coût du crédit de la Banque de France, ne fléchissait que de 80 points de base. Plus généralement, les résultats de l'enquête sur la structure des bilans bancaires par types de taux, menée depuis 1992, également par la Banque de France, font apparaître que les baisses de taux directeurs tendent à réduire la marge sur les encours, ce qui conduirait les établissements de crédit à freiner la réduction du coût des nouveaux crédits afin de préserver leur marge globale.

Toutefois, l'évolution de l'écart entre les taux débiteurs et les taux de marché n'est pas le seul déterminant du choix entre recours au crédit et endettement *via* les marchés pour les sociétés non financières. Par exemple, en 1998 et en 1999, le coût des financements intermédiés a baissé plus fortement que celui des emprunts sur les marchés, ce qui a certainement contribué à l'accélération de la progression des crédits aux sociétés non financières, de 2,3 % fin 1998 à 5,8 % fin 1999. Or, malgré cette accélération, l'écart entre la progression de leur endettement *via* les marchés et celle de leurs recours au crédit s'est élargi (+ 25,0 % à la fin 1999, après + 11,1 % à la fin 1998).

Une telle divergence d'évolution paraît cohérente avec le scénario suivant : ce sont principalement les grandes entreprises qui recourent aux financements de marché. Dès lors, l'accentuation de la reprise des crédits accordés aux sociétés non financières observée en 1999 serait imputable aux PME, qui ont bénéficié à la fois d'une conjoncture plus favorable et du bas niveau des conditions bancaires débitrices. De leur côté, les grandes entreprises auraient davantage recouru aux marchés pour des raisons financières (financement de fusions-acquisitions par exemple). En outre, elles ont eu largement recours, lors de leurs émissions obligataires, à des formules qui les rapprochent de fonds propres : emprunts convertibles en actions, titres subordonnés à durée indéterminée, etc.⁸. De plus, les grandes entreprises ont pu procéder à des émissions de titres pour des motifs exceptionnels (constitution d'encaissements de précaution avant le passage de l'an 2000 *via* l'émission de billets de trésorerie).

⁷ Les prêts entre entités entre lesquelles existent des liens en capital sont recensés dans les investissements directs lorsque ceux-ci correspondent à une prise de participation couvrant au moins 10 % du capital de l'entreprise investie. Lorsque n'existent pas les liens en capital définis ci-dessus, les prêts sont considérés comme étant consentis à des entités non affiliées au même groupe (cf. Rapport annuel relatif à *La balance des paiements et la position extérieure de la France*, point 3.3 : Note méthodologique).

⁸ Les émissions d'obligations convertibles en actions ont représenté 46 % du total en 1998 et en 1999, au lieu de 23 % en 1995.

2.2. La part des financements octroyés par les institutions financières monétaires a également décliné depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, mais dans une moindre mesure en 1999

Globalement, cette part a diminué entre la fin 1993 et la fin 1999, revenant de 70,2 % à 63,5 %. La décomposition du taux d'intermédiation par catégories d'IFM et selon le secteur bénéficiaire permet d'affiner ce constat.

Taux d'intermédiation des principales institutions financières monétaires (en pourcentage)

	Fin 1993	Fin 1996	Fin 1998	Fin 1999
Taux d'intermédiation des établissements de crédit				
Ensemble des financements accordés aux agents non financiers	67,1	65,7	62,0	61,15
dont : <i>Administrations publiques</i>	40,7	47,7	41,9	39,70
<i>Sociétés</i>	72,8	68,8	65,6	64,70
Taux d'intermédiation des OPCVM monétaires				
Ensemble des financements accordés aux agents non financiers	3,0	2,4	2,2	2,40
dont : <i>Administrations publiques</i>	3,8	1,9	1,5	1,30
<i>Sociétés</i>	4,2	4,3	4,3	4,70

S'agissant des OPCVM monétaires, le déclin de leur taux d'intermédiation accompagne l'érosion sensible de leur actif net, qui a baissé de 204,9 milliards d'euros fin 1993 à 157,4 milliards fin 1998, avant de remonter, cependant, à 181,7 milliards fin 1999. On observe dans le même temps un renforcement de l'importance relative des créances des OPCVM monétaires sur les sociétés non financières et une diminution de celle de leur portefeuille en titres émis par les administrations publiques, moins rémunérateurs que les billets de trésorerie.

La baisse du taux d'intermédiation des établissements de crédit s'est accompagnée de fortes fluctuations de leurs placements en titres émis par les administrations publiques. Une fraction notable de ces derniers sert, en effet, de support à leurs interventions sur les marchés, dont la forte volatilité empêche de les considérer comme ressortissant d'un processus d'intermédiation au sens classique du terme. En revanche, la contribution des établissements de crédit à l'endettement des sociétés non financières a constamment diminué, même si le processus s'est ralenti en 1999, notamment en raison d'importantes acquisitions de titres.

3. En 1999, les agents non financiers ont eu davantage recours aux financements de marché en France que dans la zone euro

Les statistiques sur les émissions de titres dans la zone euro, publiées par la Banque centrale européenne (BCE), combinées aux données trimestrielles concernant les crédits distribués par les IFM de la zone euro, font apparaître que, en 1999, dans la zone euro comme en France, les agents non financiers ont davantage eu recours aux crédits qu'aux financements de marché, mais que la part de ces derniers dans le total de l'endettement est sensiblement plus élevée en France que dans le reste de la zone euro⁹.

Intermédiation des financements en France et dans la zone euro

(ratios et taux de croissance en pourcentage)

	France	Zone euro
Données de structure (à fin 1999)		
Financements de marché/ (financements de marché + crédits accordés par les IFM)		
Ensemble des agents non financiers	43,8	37,8
dont : Sociétés non financières	30,4	10,5
Financements de marché à court terme/total des financements de marché		
Administrations publiques	5,7	7,7
Sociétés non financières	20,6	23,5
Évolutions (glissement sur les encours de décembre 1998 à décembre 1999)		
Financements de marché		
+ crédits des IFM obtenus par les agents non financiers	6,5	5,8
Crédits des IFM	5,0	6,5
Financements de marché	8,4	4,8
Financements de marché		
+ crédits des IFM obtenus par les sociétés non financières	10,6	6,6
Crédits des IFM	5,9	5,6
Financements de marché	23,2	15,6
Financements de marché		
+ crédits des IFM obtenus par les administrations publiques	2,4	3,2
Crédits des IFM aux ménages	7,6	9,3

NB : Les données actuellement disponibles pour la zone euro ne couvrent que l'année 1999 en matière d'émission de titres.

Sources : BCE, Banque de France

La part des émissions de titres des sociétés non financières résidentes dans le total des émissions de titres recensées dans la zone euro a été d'ailleurs prédominante (70 %). Au total, en 1999, la somme des crédits des IFM et des financements de marché obtenus par les sociétés non financières en France a progressé plus fortement que dans la zone euro.

⁹ La comparaison ne peut être menée que sur l'année 1999, compte tenu de l'absence d'informations sur les émissions de titres antérieurement à 1998.

L'adaptation de l'EIT au nouveau cadre des statistiques monétaires et financières

Endettement intérieur total (EIT)

(encours fin de période en milliards d'euros, variations en pourcentage)

	Encours		Taux de croissance annuel	
	1999	1997	1998	1999
Endettement intérieur total	2 088,7	4,4	4,8	7,2
Sociétés	837,7	2,4	5,4	11,4
≤ 1 an	293,1	3,6	5,4	11,4
> 1 an	544,6	1,9	5,4	11,3
Administrations publiques	781,2	6,2	5,0	2,5
≤ 1 an	86,1	- 12,5	2,7	- 12,9
> 1 an	695,1	9,7	5,3	4,8
Ménages et assimilés (a)	469,9	4,6	3,7	8,0
≤ 1 an	22,7	5,0	6,4	8,9
> 1 an	447,2	4,6	3,5	8,0
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	1 085,9	2,1	1,4	5,2
Sociétés	488,9	1,0	2,3	5,8
≤ 1 an	121,7	2,8	- 3,1	0,0
> 1 an	367,3	0,3	4,3	7,9
Administrations publiques	127,2	- 1,5	- 7,9	- 6,0
≤ 1 an	13,3	- 45,0	- 1,9	- 9,8
> 1 an	113,8	7,7	- 8,5	- 5,5
Ménages et assimilés (b)	469,9	4,6	3,7	8,0
≤ 1 an	22,7	5,0	6,4	8,9
> 1 an	447,2	4,6	3,5	8,0
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	149,2	6,8	10,3	14,0
Financements de marché	815,6	8,0	9,1	8,6
Sociétés	199,6	3,7	11,1	25,0
≤ 1 an	41,2	- 4,4	27,9	32,5
> 1 an	158,4	5,5	7,8	23,3
Administrations publiques	616,0	9,3	8,6	4,1
≤ 1 an	34,9	- 0,1	4,9	- 28,5
> 1 an	581,1	10,2	9,0	7,1
Financement monétaire du Trésor public	38,0	- 35,6	11,3	35,5

(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages

(b) IF : Institutions financières = institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers (CNA, CNT, Comité interprofessionnel du logement, OPCVM non monétaires)

(c) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux

Annexe (suite)

Dans la continuité du renouvellement des statistiques monétaires et financières entrepris par la Banque de France depuis la mise en place de l'euro, les modalités d'élaboration de l'EIT ont été revues pour le rendre plus facilement comparable avec les autres agrégats de financement utilisés par le Système européen de banques centrales (SEBC) d'une part et pour en améliorer la précision d'autre part.

Le premier objectif a conduit à ajuster la définition des opérations suivies et des agents contreparties et à calculer des flux :

- désormais, les crédits inclus dans l'EIT recouvrent non seulement les crédits octroyés par les établissements de crédit mais aussi ceux accordés par les autres IFM ainsi que par les autres intermédiaires financiers¹⁰. Par ailleurs, les encours intègrent dorénavant les titres pris en pension et la réserve latente sur les opérations de crédit-bail. La zone géographique couverte comprend non seulement la France métropolitaine et Monaco, mais aussi les départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion), Saint-Pierre-et-Miquelon et Mayotte ;
- au lieu de distinguer entre marché monétaire et marché obligataire, les financements de marché sont ventilés en fonction de leur durée initiale (un an au plus, plus d'un an), à l'instar de la décomposition retenue par la BCE dans le cadre des statistiques d'émissions de titres dans la zone euro. En outre, la distinction des émissions en fonction du territoire d'émission disparaît, pour mieux rendre compte de la globalisation des marchés de capitaux ;
- s'agissant des secteurs contreparties, la catégorie des « autres agents » a été supprimée : les financements accordés aux sociétés d'assurance ne sont plus repris dans la mesure où celles-ci sont des institutions financières dans la nouvelle nomenclature des secteurs d'activité définis en application du système européen des comptes nationaux SEC 95. En outre, les financements accordés aux administrations publiques autres que l'État ont été regroupés avec ceux de l'État afin de reproduire la décomposition secteur privé/administrations publiques retenue dans le cadre des statistiques monétaires mensuelles ;
- le calcul du passif monétaire du Trésor, anciennement dénommé « dette non négociable de l'État » a été modifié. Il recouvre désormais les seuls dépôts constitués par les correspondants du Trésor hors administration publique. En outre, de manière cohérente avec le traitement retenu pour les autres postes, les engagements du Trésor vis-à-vis de ses correspondants sont calculés sur une base brute, et donc le net des comptes du Trésor à la Banque de France ainsi que les prises en pensions par le Trésor de titres détenus par les IFM ne sont plus déduits ;
- l'évolution de l'EIT et de ses composantes est appréciée à partir des flux de nature économique. Ainsi, les variations d'encours sont corrigées des différents effets de type statistique ou comptable (reclassements entre les différentes rubriques d'une ventilation provoquant des ruptures de séries, disparition d'encours suite au retrait d'agrément d'un établissement de crédit, passages en perte, évolution des cours de marché, fluctuations de change). Ces ajustements n'étaient jusqu'alors effectués qu'au niveau le plus agrégé.

¹⁰ C'est-à-dire les OPCVM monétaires pour les autres IFM, d'une part, et les OPCVM non monétaires, la Caisse nationale des autoroutes, les comités interprofessionnels du logement pour les autres intermédiaires financiers, d'autre part.

Annexe (fin)

De plus, la précision du calcul de l'EIT a été renforcée :

- pour les financements de marché, par le suivi complet des émissions internationales ainsi que par l'exclusion des émissions de billets de trésorerie par les non-résidents, lesquels n'étaient pas jusqu'à présent isolées ;
- pour les prêts accordés par les non-résidents, par la prise en compte des prêts consentis dans le cadre des investissements directs et des crédits commerciaux, outre ceux consentis par les non-résidents non affiliés, qui étaient jusqu'alors les seuls suivis (source : Balance des paiements).

Dans un premier temps, le nouveau calcul de l'EIT a été effectué depuis mars 1993. Les séries feront ultérieurement l'objet d'une rétropolation sur la période 1978-1993.

Le tableau et le graphique ci-après retracent l'ampleur des révisions induites par les nouvelles modalités de calcul de l'EIT.

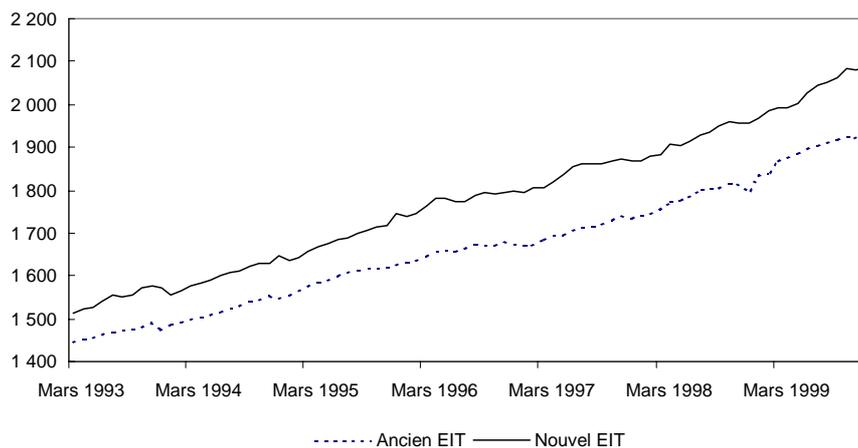
Impact des révisions

(taux de croissance annuel à fin décembre en pourcentage)

		1994	1995	1996	1997	1998	1999
Ancien EIT	(A)	5,6	6,8	4,2	5,4	4,4	8,1
Nouvel EIT	(B)	5,3	6,5	3,7	4,4	4,8	7,2
Écart	(B - A)	- 0,3	- 0,3	- 0,5	- 1,0	0,4	- 0,9

Comparaison de l'ancien et du nouvel EIT

(encours en milliards d'euros)



Le recours des entreprises aux financements de marché a-t-il été atypique en 1999 ?

En 1999, le recours des entreprises non financières françaises aux augmentations de capital a sensiblement diminué ; simultanément, le financement par endettement, notamment obligataire, a été plus fortement sollicité.

Le niveau des taux d'intérêt a influencé la part relative des ressources désintermédiées dans le financement des entreprises, mais d'autres variables sont intervenues : la mise en place de l'euro a renforcé la liquidité des marchés obligataires ; les évolutions du mode de gouvernement des entreprises ont incité ces dernières à privilégier les techniques de financement ayant un impact sensible sur le résultat par action.

Pour autant, la conjonction de ces multiples facteurs en 1999 ne se reproduira pas nécessairement en 2000, les tendances du premier trimestre montrant plutôt un retour au rythme antérieur d'émission d'actions.

Imène RAHMOUNI
*Direction des Marchés de capitaux
Cellule monétaire*

1. Le constat

La répartition du financement par recours au marché des entreprises non financières¹ françaises selon ses trois composantes principales — émission d'actions, d'obligations, de billets de trésorerie — a notablement évolué en 1999.

Tableau 1
Recours des entreprises non financières aux financements de marché
Principales données disponibles

(montants en milliards, parts relatives en %)

	1995		1996		1997		1998		1999	
	Montant relative	Part relative								
Flux de financement										
Augmentations de capital en numéraire	34,9	100	41,4	82	42,3	99	47,4	77	35,7	49
Total des émissions nettes d'obligations (a)	0,2	1	3,5	7	2,6	6	7,3	12	26,7	36
Émissions nettes de billets de trésorerie	- 0,2	ns	5,4	11	- 2,0	ns	7,1	11	10,8	15
Total	34,9	100	50,3	100	42,9	100	61,9	100	73,2	100
<i>Pour mémoire</i>										
Variation de l'encours des crédits distribués par les établissements de crédit de la métropole	3,5		- 19,7		0,5		11,0		24,3	
Taux d'autofinancement (b)										
1995-1996	↗	83,4	98,6							
1996-1997	↗		97,6		98,7					
1997-1998	↘				90,9		80,5			

(a) Y compris obligations convertibles

(b) Ce taux est issu de l'étude annuelle sur la « Situation des entreprises industrielles », dressée par la Centrale de bilans de la Banque de France à partir d'un échantillon cylindrique redéfini chaque année. C'est donc la tendance d'une année à l'autre qui est significative.

ns : non significatif

Sources : Banque de France – Direction des Études et des Statistiques monétaires
Direction des Entreprises – Centrale de bilans
Direction des Marchés de capitaux

L'observation du recours des entreprises aux financements de marché montre ainsi une diminution sensible, de l'ordre de 25 %, du financement par voie d'augmentation de capital² par rapport à 1998. En outre, les augmentations de capital de grande envergure ont été plus rares en 1999 que les années précédentes. En 1999, le montant cumulé des dix plus importantes augmentations de capital en numéraire s'est inscrit en recul de près de 10 % par rapport à 1998 et le nombre d'opérations dépassant 800 millions d'euros est revenu de quatre à deux.

¹ Les statistiques utilisées dans cet article concernent les sociétés non financières. Elles diffèrent, tant par la méthodologie que pour le champ ouvert, de celles recensées dans le secteur correspondant du compte financier des comptes nationaux, notamment en ce qu'elles n'incluent pas les grandes entreprises nationales (GEN). Pour plus de détails sur le compte financier, cf. l'article « Les comptes financiers de la Nation en 1999 : dynamisme des financements aux agents privés », *Bulletin de la Banque de France*, mai 2000.

Les données sur les financements désintermédiés recouvrent les émissions des entreprises non financières résidentes effectuées sur le marché parisien et à l'international. Elles se réfèrent à l'ensemble des entreprises (hors GEN), qu'elles soient cotées ou non. À noter que les émissions d'actions directement imputables aux entreprises cotées ne représentent pas la majorité des flux d'émission.

² Seules ont été prises en compte les augmentations de capital en numéraire, à l'exclusion des augmentations de capital ne donnant pas lieu à un flux de trésorerie.

Corrélativement, les émissions nettes obligataires des entreprises non financières ont plus que triplé entre 1998 et 1999, tandis que leur encours obligataire a augmenté de 49 % (en valeur nominale) et leur encours de billets de trésorerie de 37 % d'une fin d'année à l'autre. Alors que le financement par voie d'augmentation de capital représentait, en 1995, l'essentiel des capitaux levés sur les marchés financiers, sa part est tombée à 49 % en 1999. Il est resté, néanmoins, le mode de financement de marché le plus sollicité, avant le financement obligataire (36 %) et les émissions de billets de trésorerie (15 %).

2. Les mécanismes à l'œuvre en 1999

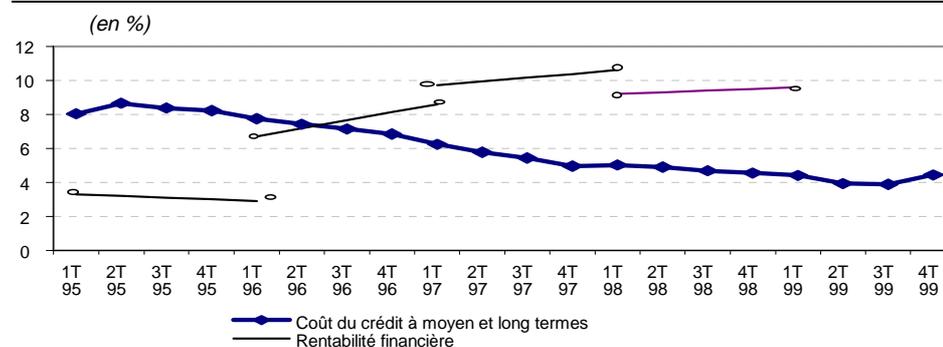
2.1. Un arbitrage en faveur de l'endettement

2.1.1. Un arbitrage lié au niveau des taux d'intérêt

La baisse sensible des taux d'intérêt à long terme depuis 1995 — ils ont atteint des plus bas niveaux historiques début 1999 — a contribué à accroître l'écart entre coût des fonds propres et coût de la dette au profit de ce dernier. Cette évolution a renforcé l'intérêt de l'arbitrage en faveur de l'endettement, en particulier sous forme de titres, qui permet, par le biais de l'effet de levier, d'améliorer la rentabilité financière de l'entreprise³.

L'enquête sur la situation des entreprises industrielles de la Centrale de bilans montre une tendance haussière de la rentabilité financière depuis 1996, accréditant l'hypothèse d'un effet de levier positif (cf. graphique).

Coût moyen du crédit aux entreprises à moyen et long termes et taux de rentabilité financière



NB : Ce coût est déterminé par enquête trimestrielle auprès d'un échantillon de banques (environ 600 guichets). Les taux sont communiqués par les banques en fonction des montants octroyés, un taux moyen pondéré étant ensuite calculé.

Le taux de la rentabilité financière est issu de l'étude annuelle sur la « Situation des entreprises industrielles » dressée par la Centrale de bilans de la Banque de France à partir d'un échantillon cylindré redéfini chaque année. C'est donc la tendance d'une année à l'autre qui est significative. Un changement de méthode dans le calcul de la rentabilité financière a eu lieu en 1996, ce qui explique l'écart important entre le chiffre 1996 du segment 1995-1996 et le chiffre 1996 du segment 1996-1997. Pour 1995-1996, la capacité d'autofinancement nette était rapportée au financement propre, qui inclut outre les capitaux propres les amortissements et les provisions, ce qui minore la rentabilité financière. Par la suite, elle est rapportée aux seuls capitaux propres.

Sources : Banque de France – Direction de la Conjoncture
Direction des Entreprises

³ Mesurée par le ratio capacité d'autofinancement nette sur capitaux propres

2.1.2. Un arbitrage favorisé par la mise en place de l'euro

L'attrait des financements obligataires s'est renforcé en 1999 en raison de l'élargissement à l'ensemble de la zone euro de marchés obligataires privés auparavant nationaux. L'augmentation des volumes d'émissions obligataires des sociétés non financières de la zone euro a ainsi été spectaculaire en 1999 — le montant des émissions brutes⁴ a été multiplié par 3,6 entre 1998 et 1999, passant de 30,9 milliards d'euros en 1998 à 111,9 milliards en 1999 —, ce qui a contribué à l'accroissement de la profondeur et de la liquidité du marché. La volonté des émetteurs de se faire connaître rapidement des investisseurs des autres pays de la zone euro et de porter à une taille critique leur encours de dette a conduit à une augmentation sensible des montants moyens des émissions. Ainsi, trois émetteurs français (Alcatel, Saint-Gobain, Schneider) ont procédé en 1999 à des émissions de 1 milliard d'euros, alors que seules trois émissions dans l'ensemble des onze pays de la zone euro avaient atteint ce montant en 1998. En outre, la croissance des émissions a également été liée au financement d'importantes opérations de fusions-acquisitions — dont le montant a plus que doublé en 1999 dans la zone euro — et d'opérations de rachats d'entreprises par endettement.

S'agissant des billets de trésorerie, la mise en place de l'euro a également joué un rôle dans l'augmentation des émissions nettes. L'internationalisation du marché français a conduit à l'apparition de nouveaux émetteurs résidents et favorisé le rehaussement de programmes existants. La profondeur de ce marché, le plus important de la zone euro, avec un encours de 55,4 milliards d'euros à fin décembre 1999, a pu également inciter les entreprises, à tout le moins celles y faisant couramment appel, à privilégier ce type de financement par rapport au financement bancaire.

Plus généralement, le développement du marché français des billets de trésorerie s'explique par l'accélération de la croissance économique, mais aussi par la multiplication des opérations de fusions-acquisitions impliquant des entreprises émettrices. En effet, le marché des billets de trésorerie se révèle très flexible comme relais de financement à court terme dans le cadre d'opérations de croissance externe, le bas niveau de taux d'intérêt ayant prévalu en 1999 pouvant à cet égard avoir été incitatif.

2.2. Des évolutions liées aux nouvelles règles de gouvernement d'entreprise

Les nouvelles règles du gouvernement d'entreprise ont consacré un exercice accru du droit de regard des actionnaires sur la gestion financière de l'entreprise, autour de la notion de création de valeur au profit de l'actionnaire. Dans ce contexte, les entreprises sont incitées à améliorer leur bénéfice par action, ce qui les amène à favoriser certains types d'opérations financières (utilisation du levier d'endettement, rachats d'actions). Par ailleurs, pour équilibrer l'accroissement du droit de regard des actionnaires, elles peuvent désirer conserver la maîtrise de leur base d'actionnariat, usant pour cela de techniques de financement hybrides (obligations convertibles par exemple).

⁴ Émissions brutes de sociétés non financières libellées en euros, telles que recensées par le serveur de données *Capital Data Bondware*

La base de données d'émission de titres de la BCE, plus précise puisqu'elle recense les émissions par les résidents de la zone euro de titres selon les devises d'émission et les secteurs, ne dispose pas d'historique antérieur à février 1999.

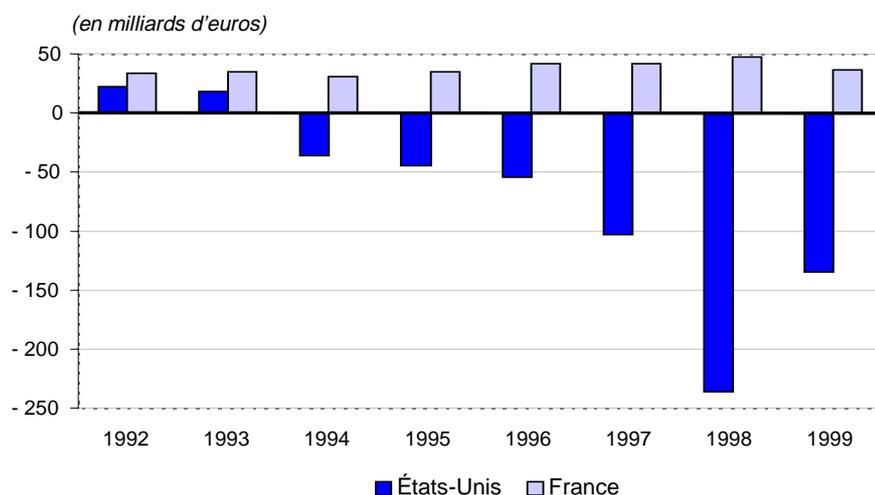
2.2.1. Maîtrise de l'évolution du bénéfice par action

Cette stratégie constitue l'un des leviers pour la création de valeur et peut expliquer une diminution des émissions nettes d'actions, en raison d'un recours accru à l'endettement, qui n'exerce pas d'effet dilutif sur le bénéfice par action, et de la multiplication des programmes de rachat d'actions.

Aux États-Unis, la mise en œuvre intensive de tels programmes se reflète dans des émissions nettes d'actions négatives depuis 1994.

En France, l'assouplissement du cadre réglementaire des rachats d'actions est récent. Depuis la loi du 2 juillet 1998 (DDOEF), les entreprises françaises bénéficient d'un dispositif allégé pour racheter leurs actions dans la limite de 10 % du capital.

Émissions nettes d'actions des sociétés non financières en France et aux États-Unis



Sources : Banque de France – Direction des Études et Statistiques monétaires
Flow of funds du Système fédéral de réserve américain

Un premier bilan de l'application de cette nouvelle loi ⁵, effectué par la Commission des opérations de bourse sur la période allant de septembre 1998 à septembre 1999, fait état de 504 programmes de rachat d'actions (concernant la moitié des entreprises cotées sur les marchés réglementés de la Bourse de Paris) correspondant à une valeur de marché de 9 milliards d'euros ⁶. Près de 40 % de ces programmes avaient pour but l'annulation pure et simple des actions rachetées, en vue d'augmenter le résultat par action. Par ce biais, les entreprises redistribuent une partie de leur trésorerie disponible à leurs actionnaires, au lieu de la consacrer à de nouvelles opportunités d'investissement. D'autres objectifs, qui n'ont pas d'effet immédiat sur le bénéfice par action, peuvent être également assignés aux programmes de rachat d'actions (cession aux salariés, conservation des titres au bilan en vue de régulariser, le cas échéant, le cours de l'action ou de procéder ultérieurement à une acquisition ou encore de constituer un autocontrôle).

⁵ Cf. également à ce sujet l'article « Les rachats par les entreprises de leurs propres actions », *Bulletin de la Commission bancaire*, avril 2000

⁶ Ce chiffre n'est pas comparable aux émissions nettes d'actions pour 1999 (35,7 milliards d'euros), car les rachats d'actions y sont comptabilisés en valeur comptable.

2.2.2. Usage de techniques de financement assurant une maîtrise de la base d'actionariat

Cette préoccupation des entreprises constitue l'une des raisons sous-jacentes de l'augmentation spectaculaire du recours au financement par obligations convertibles en 1999. Le montant brut des émissions de cette nature de titres par les sociétés non financières sur la place de Paris a été multiplié par plus de trois entre 1998 et 1999, s'établissant à 10,2 milliards d'euros en 1999, soit 40 % de leurs émissions brutes d'obligations. Plus généralement, la hausse de l'encours des obligations convertibles émises par le secteur privé — qui tient compte de l'effet restrictif des conversions et des remboursements — a été de 8,3 milliards d'euros d'une fin d'année à l'autre (+ 46,5 %) et représentait, à fin 1999, 42,0 % des émissions nettes d'obligations du secteur.

Ce recours accru aux obligations convertibles reflète les avantages comparatifs de cette catégorie hybride de titres de créance, tant du point de vue de l'émetteur que de l'investisseur. Pour les émetteurs, outre l'avantage de leur faible coût (en termes de charge annuelle d'intérêt), ces titres offrent la possibilité d'étaler dans le temps l'élargissement de leur base d'actionariat et l'effet potentiel de dilution issu du mécanisme de conversion sur le résultat par action. Les investisseurs y ont trouvé en 1999 une opportunité de diversification et de protection contre la baisse des cours en dépit d'un rendement de ces titres — hors mécanisme de conversion — le plus souvent inférieur à celui des titres d'État.

3. 1999 : une année atypique ?

Le montant d'émissions nettes d'actions, en 1999, n'ayant jamais été aussi faible depuis 1995, la question se pose de savoir s'il s'agit de l'apparition d'une nouvelle tendance ou d'un phénomène transitoire. La diversité des mécanismes à l'œuvre en 1999, ainsi que les perspectives pour l'année 2000, conduisent à penser que cette contraction a été favorisée par une convergence de facteurs qui ne s'étaient jamais manifestés de manière simultanée jusqu'à présent.

À cet égard, les premières tendances découlant des données du premier trimestre 2000 dénotent une inflexion qui semble marquer un retour à des émissions d'actions soutenues : les émissions nettes d'actions et de certificats d'investissement ont, en effet, presque doublé entre le premier trimestre 1999 et le premier trimestre 2000 (cf. tableau 2), tandis que les émissions d'obligations — dont des obligations convertibles — se sont inscrites en net retrait par rapport à la période correspondante de l'année 1999⁷.

⁷ Le chapitre 3.1.2. de la rubrique « Actualité » du *Bulletin de la Banque de France* — L'activité financière de la place de Paris — donne un suivi mensuel de ces évolutions.

Tableau 2

Premières tendances du recours des entreprises non financières aux financements de marché en 2000

(montants en flux et en milliards d'euros)

	1 ^{er} trimestre 1999	1 ^{er} trimestre 2000	Moyenne trimestrielle 1999
Augmentations de capital en numéraire	8,3	16,0	8,9
Émissions nettes d'obligations sur le marché parisien	8,5	1,3	6,7
Émissions nettes de billets de trésorerie	6,7	2,8	2,7

NB : Chiffres provisoires

Sources : Banque de France – Direction des Études et Statistiques monétaires
Direction des Marchés de capitaux

Il convient tout d'abord de noter que les années 1995 à 1998 avaient été marquées par les effets conjoints d'augmentations de capital de grandes entreprises cotées, de recapitalisations d'entreprises actuellement dans la sphère publique et d'investissements importants en fonds propres de multinationales étrangères dans leurs implantations françaises. D'autres facteurs sont susceptibles de prendre le relais.

L'émergence de nouvelles pratiques financières — introduction en bourse de « jeunes pousses *Internet* », de filiales « *Internet* » de groupes de télécommunication ou de distribution — figure parmi les sources potentielles de dynamisme du marché primaire, même si la forte volatilité de tel ou tel compartiment de marché est susceptible de modifier les calendriers prévisionnels, voire les montants des opérations projetées. Ainsi, la cote parisienne a accueilli vingt et une nouvelles sociétés du secteur technologique au cours des quatre premiers mois de l'année 2000 (contre dix pour la période correspondante de 1999).

Dans une perspective de moyen terme, la création d'entités cotées par des acteurs du secteur mutualiste, de nouvelles étapes du processus de privatisations, mais aussi des introductions en bourse d'entreprises rattachées à des secteurs traditionnels, sont autant d'éléments qui sont de nature à entretenir le dynamisme du marché primaire français des actions dans les prochaines années.

En 1999, le recours à l'endettement, quoique important, a été atténué par la préférence des entreprises pour les offres publiques d'échange (OPE) au détriment des offres publiques d'achat (OPA) comme technique de prise de contrôle. En effet, les OPE, contrairement aux OPA, dispensent les entreprises acquéreuses de lever des capitaux par endettement pour financer leurs opérations de croissance externe. Le nombre d'OPE, de deux en 1998, est passé à vingt en 1999, tandis que le nombre d'OPA (douze) est resté stable. De même, en 1999, le montant des OPE (85,8 milliards d'euros) a été sans commune mesure avec celui des OPA (1,9 milliard)⁸. Pour l'année 2000, la poursuite de l'essor des OPE constitue potentiellement un facteur de moindre recours à l'endettement qui pourrait participer à un rééquilibrage des sources de financement désintermédié.

⁸ Source : *Rapports d'activité* du Conseil des marchés financiers 1998 et 1999

En outre, l'arbitrage en faveur du financement par endettement, fait saillant de l'année 1999, connaît des limites naturelles car il ne se circonscrit pas à un simple calcul financier de courte période :

- l'entreprise ne peut accroître significativement son taux d'endettement sans augmenter la prime de signature demandée sur ses emprunts futurs et, corrélativement, son risque de défaillance ;
- s'agissant particulièrement des financements de marché, les entreprises adaptent le mode de financement au type d'investissement : ainsi, on observe que l'investissement immatériel est généralement autofinancé ou pris en charge par des structures de capital-risque ou de capital-développement, tandis que l'investissement matériel tend plutôt à être financé par endettement (mode « financement de projet »), soit en raison des sûretés réelles qu'il constitue, soit parce qu'il est possible d'isoler les flux de trésorerie générés par cet investissement et de les affecter à l'amortissement des emprunts correspondants.

Enfin, face à des facteurs structurels de soutien de la demande d'actions — essor des fonds de pension dans un contexte de vieillissement démographique, intérêt des non-résidents⁹ —, la contraction de l'offre en 1999 ne semble s'expliquer que par la force des facteurs favorables à l'endettement. Dans ce contexte de demande d'actions structurellement élevée, la possibilité d'une contraction durable de l'offre d'actions, si elle n'est pas exclue, comme en témoigne le cas américain, est loin de pouvoir être envisagée avec certitude en France. Il convient de se demander dans quelle mesure les facteurs structurels de demande faciliteront une reprise des émissions d'actions, contribuant à rééquilibrer la part des différentes sources de financement désintermédié des entreprises.

⁹ Les comptes financiers provisoires de la Nation en 1999 montrent une augmentation de 67 % des acquisitions nettes d'actions par les non-résidents par rapport à 1998 (cf. à ce sujet l'article « Les comptes financiers de la Nation en 1999 : dynamisme des financements aux agents privés », *Bulletin de la Banque de France*, mai 2000). Les résultats de l'enquête-titres de la Banque de France du troisième trimestre 1999 confirment ce constat (cf. à ce sujet l'article « Comportement des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au troisième trimestre 1999 », *Bulletin de la Banque de France*, avril 2000).

Le marché des émissions obligataires internationales en 1999 : place et caractéristiques du compartiment de l'euro

Avec l'équivalent de 612 milliards de dollars d'émissions en 1999 selon les données de la Banque de règlements internationaux (BRI), le marché primaire des obligations internationales en euros a joué un rôle moteur dans l'expansion générale des marchés internationaux de titres de dettes. Au cours de sa première année d'existence, l'euro s'est ainsi imposé comme une monnaie privilégiée de libellé sur ces marchés, aux côtés du dollar, tandis que les autres euromonnaies historiques ont vu leur part se réduire sensiblement.

Dans un contexte de hausse des taux à long terme et d'appréciation du dollar, le marché des obligations internationales en euros a bénéficié de l'impact prépondérant d'évolutions structurelles liées au passage à la monnaie unique et opérant tant du côté de l'offre de titres que de la demande. La vague de restructurations bancaires et industrielles s'est, en outre, traduite en 1999 par un recours accru au marché obligataire, notamment pour refinancer les eurocrédits importants mis en place lors des acquisitions.

L'analyse des caractéristiques des titres émis révèle que le marché primaire obligataire international en euros est dominé en 1999 par les emprunteurs de la zone euro (à l'origine de 68 % des montants émis en euros en 1999), dont le montant des émissions libellées en euros a doublé par rapport à 1998. Au sein de l'UEM, les emprunteurs de nationalité allemande sont les premiers émetteurs, du fait notamment de la taille du marché spécifique des Jumbo-Pfandbriefe. En termes de résidence des emprunteurs, on note sur trois ans une nette progression des émissions en euros (ou monnaies participantes et écus avant 1999) réalisées au nom des filiales de groupes internationaux installées dans les centres extraterritoriaux (offshore) d'Asie ou des Caraïbes (7 % des montants émis en euros en 1999).

L'année 1999 devrait enfin rester sur les marchés obligataires comme celle de l'émergence d'un véritable marché européen des obligations d'entreprises non financières, avec l'équivalent de 132 milliards de dollars de titres à long terme émis par les entreprises non financières de la zone euro, essentiellement libellés en euros, soit plus de quatre fois le niveau atteint en 1998.

Jean-Stéphane MÉSONNIER
Direction de la Balance des paiements
Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)

1. Le compartiment de l'euro moteur de l'expansion des marchés obligataires internationaux en 1999

1.1. Une reprise générale de l'activité d'émission sur les marchés internationaux en 1999

Les marchés primaires de titres internationaux de dette ont connu en 1999 une forte reprise de l'activité, contrastant avec l'atonie de la fin de l'année précédente, marquée à la fois par les conséquences des chocs de l'automne 1998 (crise russe, faillite du fonds LTCM) et par un certain attentisme des emprunteurs à la veille de l'introduction de l'euro. Les capitaux levés, selon les montants d'émissions nettes des remboursements enregistrés par la BRI, se sont ainsi élevés à 1 085 milliards de dollars en 1999, contre 679 milliards en 1998¹.

Au sein des marchés internationaux, le compartiment des obligations internationales et des EMTN à plus d'un an, qui représente 95 % des encours en fin d'année, a fortement contribué à cette expansion. Avec 1 580 milliards de dollars d'émissions brutes réalisées en 1999 (1 017 milliards de dollars d'émissions nettes), le segment des titres à long terme a ainsi enregistré une activité en hausse de 39 % par rapport à 1998.

1.2. L'euro, première monnaie d'émission

1.2.1. Le rôle moteur de l'euro en 1999

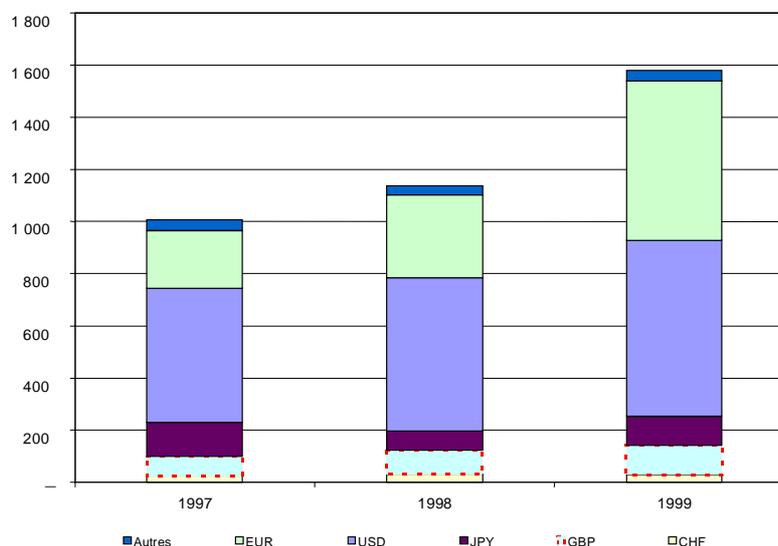
L'expansion rapide du marché des obligations libellées en euros par rapport aux anciens compartiments des monnaies participantes s'impose vraisemblablement comme le phénomène le plus marquant de l'année 1999 sur les marchés internationaux de capitaux.

En termes nets des remboursements, la monnaie européenne s'est, en effet, imposée comme une monnaie privilégiée de libellé des émissions, avec 469 milliards de dollars levés sous forme d'obligations et d'EMTN, soit une part de marché de 46 % sur 1999, contre seulement 32 % en 1998 pour les futures devises participantes à l'UEM (et l'écu). Bien que l'activité d'emprunt en dollars ait contribué notablement, pour près de 16 %, à la progression globale du marché primaire obligataire international, la monnaie américaine a vu ainsi sa suprématie historique sur les marchés de titres de dette internationaux contestée, au moins en termes nets : la part de marché du dollar s'est s'inscrite en recul de 14 points sur l'année, à 46 % également pour 1999.

¹ Données mises à jour fin février 2000

Émissions brutes d'obligations internationales et d'EMTN : ventilation par monnaies de libellé

(en milliards de dollars)



Source : BRI

L'examen complémentaire des émissions brutes confirme que les marchés obligataires internationaux, analysés sous l'angle de la monnaie de libellé, fonctionnent désormais largement sur deux compartiments. Une appréciation prudente des parts de marché des deux grandes monnaies s'impose cependant, d'autant plus que la mesure de l'activité sur les marchés primaires internationaux demeure relativement imprécise (cf. encadré 1).

En termes d'émissions brutes effectivement réalisées sur l'année écoulée, le dollar conserverait ainsi, selon les données recueillies par la BRI, un léger avantage (avec 43 % de part de marché, contre 39 % pour l'euro). Ce contraste entre le résultat des deux mesures (émissions nettes/émissions brutes) s'explique notamment par le renouvellement d'emprunts de grosse taille arrivant à échéance en cours d'année, au profit d'émetteurs importants traditionnellement « captifs » du compartiment du dollar, comme les grandes agences hypothécaires américaines².

Les trois autres euromonnaies historiques (franc suisse, livre sterling et yen) ne représentent plus désormais qu'une part relativement faible des émissions. La contraction des parts de marché recouvre cependant une progression sensible des montants émis dans le cas de la livre sterling (GBP) (+ 50 % en deux ans), qui fait aujourd'hui jeu égal avec le yen (JPY) (avec une part de marché des émissions brutes de l'ordre de 7 % en 1999).

² Cf. BRI, *Activité bancaire et financière internationale*, février 2000

Encadré 1

L'activité d'émission en euros, une question de mesure

Diverses sources officielles peuvent être utilisées pour appréhender l'activité des marchés primaires d'obligations internationales en général et d'obligations libellées en euros en particulier. Ainsi, la Banque centrale européenne, la Banque des règlements internationaux, Eurostat, la DG II de la Commission européenne et l'OCDE, pour ne citer qu'eux, publient séparément leurs propres statistiques. Si la plupart s'entendent pour mesurer l'activité en termes d'émissions brutes réalisées d'instruments à échéance initiale supérieure à un an (obligations et EMTN en pratique sur le segment international), les divergences méthodologiques entre les compilateurs ainsi que les écarts entre les sources auxquelles ils recourent (IFR Data, Capital Data, Reuter, Bloomberg, Thomson Financial Securities, Banque d'Angleterre, etc.) sont cependant à l'origine de différences d'affichage plus ou moins importantes.

Ainsi, la DG II, qui s'approvisionne auprès de la base Bloomberg pour le suivi des émissions en euros, ne recense que les émissions d'un montant nominal supérieur au seuil de 50 millions d'euros. Eurostat, qui, pour la publication mensuelle : Monnaie, finance et l'euro, recueille des données fournies par Capital Data, applique un critère mécanique de délimitation des segments domestique et euro-obligataire (selon que plus ou moins un quart de l'émission est placée auprès d'investisseurs non résidents de la zone euro). Son estimation du segment euro-obligataire en euros majore dès lors très largement celle de la BRI, qui croise plusieurs bases de données et recourt à un faisceau de critères pour déterminer le caractère international d'une émission (la définition des euro-obligations varie, en effet, historiquement selon les devises d'émission et les spécificités des réglementations nationales³).

Face à cette relative incertitude sur les niveaux, la démarche la plus pertinente consiste à choisir une des sources et à s'intéresser aux évolutions à méthodologie constante, ces dernières demeurant, en effet, globalement cohérentes. La présente note exploite ainsi principalement les données sur les émissions brutes effectivement réalisées qui sont recensées dans la base de la BRI.

Émissions brutes de titres internationaux de dette à long terme en 1999 selon diverses sources

	BRI	Capital Data	IFR	DG II	Eurostat	BCE
	(a)	(a)	(a)	(b)	(b)	(b)
En dollars	675	574	702	–	–	–
En euros	610	603	646	500	1 204	–
Toutes devises confondues	1 575	1 350	1 523	–	–	–
Pour mémoire :						
Toutes émissions en euros	–	–	–	1 407	1 582	1 527

(a) Montants en milliards de dollars

(b) Montants en milliards d'euros

Sources : BRI (*Rapport trimestriel*, février 2000, émissions annoncées)

Capital Data (cité par *La Tribune*, 10 janvier 2000)

IFR (n° 1316, 15 janvier 2000)

Commission européenne, DG II (*Quarterly Note on the Euro-Denominated Bond Markets*, n° 9)

Eurostat (*Monnaie, finance et l'euro*, janvier 2000)

BCE (*Bulletin mensuel*, mars 2000)

³ Ainsi, la Banque fédérale d'Allemagne a longtemps défini les obligations en eurodeutschemarks comme les obligations en deutschemarks émises par des non-résidents via un syndicat d'émission comptant au moins une banque internationale non allemande (ce dernier point permettant de différencier les euro-obligations des obligations étrangères traditionnelles libellées en deutschemarks). En France, un des principaux critères de délimitation de l'eurofranc par rapport au compartiment domestique correspondait jusqu'à la fin 1998 à la « règle » dite des 50 %, qui exigeait que la moitié de l'émission soit destinée à des investisseurs étrangers.

1.2.2. Les facteurs structurels de l'expansion des marchés en euros

Les conditions monétaires dans la zone euro ont sans doute influencé l'activité du marché primaire euro-obligataire dans la monnaie européenne. Les analystes s'accordent cependant à souligner l'impact prépondérant de facteurs plus structurels, opérant du côté de l'offre comme de la demande.

Du côté de l'offre d'abord, la conversion rapide en euros de la dette publique des États participant à la monnaie unique a ainsi donné naissance à un marché obligataire vaste et profond, provoquant un accroissement notable de la liquidité, même si l'intégration du marché de la dette européenne demeure encore incomplète, compte tenu de l'hétérogénéité persistante de certaines caractéristiques techniques (réglementation des pensions par exemple)⁴.

Du côté de la demande de titres ensuite, la fusion des monnaies participantes à l'euro a permis aux emprunteurs d'accéder à une base d'investisseurs élargie à l'intérieur même des frontières de la zone. Débarrassés du risque de change, les institutionnels européens ont pu dès lors diversifier leurs portefeuilles en jouant davantage sur les différents degrés de qualité du crédit, alors que la demande de financements adressée aux marchés de capitaux par les entreprises du secteur privé, notamment les entreprises non financières, connaissait parallèlement une forte croissance.

La vague de restructurations bancaires et industrielles, qui a atteint de nouveaux records en 1999, s'est, en effet, traduite par des recours accrus aux marchés obligataires de la part des entreprises concernées, soit directement, soit indirectement *via* le refinancement des banques apportant leurs concours aux opérations de leur clientèle. Si les acquisitions ont le plus souvent été financées par des eurocrédits syndiqués à court ou moyen terme, qui permettent de lever rapidement des montants très importants⁵, ceux-ci ont, dans un deuxième temps, été refinancés par des émissions euro-obligataires⁶.

1.2.3. Un contexte pourtant peu favorable aux émissions à taux fixe

Cette activité importante s'est pourtant inscrite dans un contexte conjoncturel peu favorable *a priori* aux émissions à taux fixe, qui représentent, en 1999, 69 % des émissions brutes de titres à long terme, contre 71 % en 1998. La hausse des rendements sur les marchés obligataires a, en effet, contribué à renchérir le coût des opérations pour les débiteurs. La volatilité des marges sur le crédit, mécaniquement accrue en période de hausse des taux, a, sans doute, été accentuée par une surabondance de l'offre de titres, de nombreux émetteurs accélérant leurs programmes d'emprunt en prévision de possibles problèmes liés au passage à l'an 2000. Combinée à une hausse de la volatilité des marges sur les contrats d'échange en seconde partie d'année, elle a rendu plus difficile la tarification des papiers proposés aux investisseurs.

⁴ Cf. BCE, *Bulletin mensuel* : « La zone euro un an après l'introduction de l'euro », janvier 2000

⁵ On retiendra par exemple, pour 1999, l'emprunt de 30 milliards de dollars levés en quelques jours, *via* un syndicat bancaire international, par l'opérateur de télécommunications américain AT&T pour l'acquisition de MediaOne (avril 1999). Source : revue *Euromoney*

⁶ Ainsi, à titre d'exemple, le groupe allemand Mannesmann a émis pour 5,5 milliards d'euros d'obligations à taux fixe et 1 milliard d'euros d'obligations à taux variable entre mai et août 1999 pour refinancer l'emprunt consorsial de près de 8 milliards d'euros souscrit en avril dans le but d'acquérir la société de téléphonie mobile italienne Omnitel. Source : revue *Euromoney*

On comprend dès lors mieux le moindre engouement des non-résidents de la zone euro pour les titres longs à taux fixe émis dans l'UEM, dont le marché primaire connaissait pourtant une expansion marquée, tandis qu'ils donnaient la préférence aux marchés d'actions, portés par des niveaux de valorisation exceptionnels en 1999. Les données de balance des paiements de la zone euro pour 1999 révèlent ainsi que les acquisitions nettes d'obligations domestiques par les non-résidents se sont limitées à 83 milliards d'euros, contre 103 milliards en 1998. Les investisseurs étrangers se sont, par contre, massivement portés acquéreurs de titres de dette à court terme de la zone euro, pour un montant de 82 milliards d'euros, contre seulement 16 milliards l'année précédente.

2. Les caractéristiques du compartiment de l'euro en 1999

2.1. La nationalité et la résidence des émetteurs

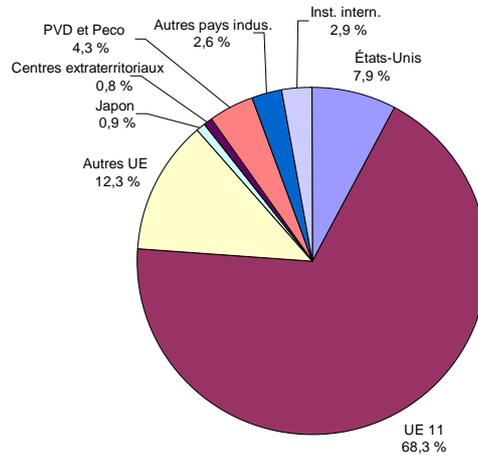
2.1.1. Le marché de l'euro : un marché d'abord européen

L'analyse de la répartition des émetteurs d'obligations internationales selon leur nationalité ⁷ révèle que l'introduction de l'euro a paradoxalement conforté le caractère domestique du marché européen des titres de dette. Ainsi, 68 % des obligations émises en euros en 1999 (en termes de montants d'émissions brutes) étaient le fait de nationaux de la zone euro, contre 63 % en 1998. Par contraste, la proportion des émissions des nationaux américains s'élevait à 60 % en 1999 et 49 % en 1998 sur le compartiment du dollar. Dans le cas de l'euro cependant, ce constat s'explique principalement par l'expansion sans précédent du marché primaire des titres européens, les émissions internationales libellées en euros imputables à des nationaux de la zone se montant à 418 milliards de dollars en 1999, contre 201 milliards en 1998, phénomène qui tend à masquer la progression en niveau absolu des emprunts en euros lancés par des ressortissants d'autres zones (avec 194 milliards de dollars de capitaux levés en 1999, soit 67 % de hausse par rapport à 1998).

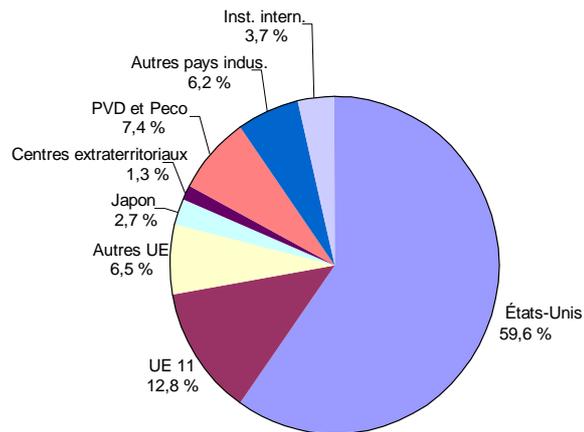
⁷ Si la « nationalité » de l'émetteur d'une obligation internationale (nom du pays pour une émission souveraine, nationalité des détenteurs de la majorité du capital pour une société) ne pose pas de problème d'identification *a priori*, le lieu de « résidence » de l'entité émettrice ne s'en déduit pas automatiquement : un emprunteur, par exemple une société financière française dont le siège est à Paris, peut, pour différentes raisons, telles que le type d'investisseurs ciblés ou le choix de l'environnement réglementaire et fiscal, préférer émettre l'obligation au nom d'une de ses filiales à l'étranger (enregistrée à Londres, au Luxembourg, aux Îles Caïmanes, etc.).

Ventilation des émissions brutes d'obligations internationales par nationalités des emprunteurs en 1999

Émissions en euros : 612 milliards de dollars



Émissions en dollars : 675 milliards de dollars



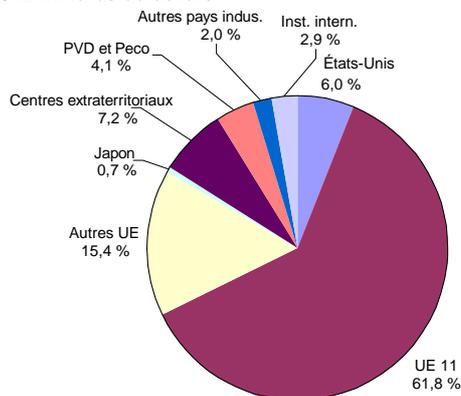
Source : BRI

2.1.2. Les filiales de groupes internationaux implantées dans les principaux centres extraterritoriaux émettent désormais davantage en euros qu'en dollars

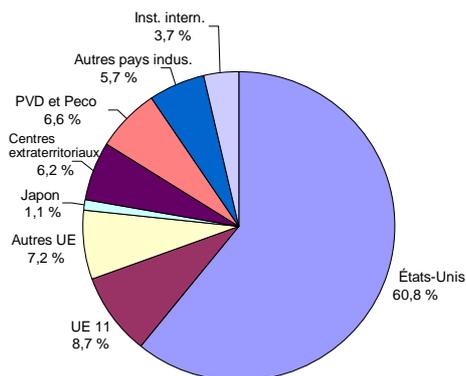
La comparaison de ces chiffres avec la répartition des montants émis par lieux de résidence des emprunteurs souligne le rôle relativement actif des filiales situées dans les centres extraterritoriaux des Caraïbes en ce qui concerne les émissions internationales en euros. Ces entités extraterritoriales, essentiellement implantées aux Îles Caïmanes (31 milliards de dollars d'émissions en 1999) ou aux Antilles néerlandaises (près de 12 milliards de dollars d'émissions en 1999), ont réalisé 44 milliards de dollars d'emprunts bruts en euros au cours de l'année écoulée, soit trois fois plus qu'en 1997.

Ventilation des émissions brutes d'obligations internationales par résidences des emprunteurs en 1999

Émissions en euros : 612 milliards de dollars



Émissions en dollars : 675 milliards de dollars



Source : BRI

À titre de comparaison, l'équivalent de 41 milliards de dollars d'euro-obligations libellées en dollars ont été émises par des filiales extraterritoriales de groupes internationaux, soit à peine les deux tiers du montant atteint en 1997. L'implantation géographique des entités extraterritoriales émettant en dollars est, en outre, plus diversifiée, puisqu'à côté des emprunts réalisés depuis les îles des Caraïbes, on enregistre en 1999 pour près de 8 milliards de dollars d'emprunts effectués depuis Hong-Kong dans la monnaie des États-Unis.

2.1.3. Les emprunteurs allemands, premiers émetteurs de la zone euro en 1999

Au sein de la zone euro, les nationaux allemands sont les plus gros émetteurs d'obligations internationales libellées en euros (avec 162 milliards de dollars, contre 78 milliards pour les Français et 61 milliards pour les Italiens). Dans le même temps, les entités résidentes en Allemagne fédérale n'ont levé que pour 110 milliards de dollars de capitaux. À l'opposé, les Pays-Bas et le Luxembourg apparaissent comme des destinations privilégiées pour les emprunteurs en euros, enregistrant pour 110 milliards de dollars et 13 milliards, respectivement, d'émissions réalisées par des résidents, alors que les nationaux de ces pays ne sont responsables que de 42 milliards de dollars et 2 milliards, respectivement, d'emprunts.

Alors que la prédominance des entités de nationalité allemande renvoie à la taille du compartiment spécifiquement allemand des *Pfandbriefe* (ou lettres de gage, cf. encadré 2), qui se sont progressivement émancipées de leur statut de titres domestiques pour attirer de plus en plus d'investisseurs internationaux, l'importance des émissions réalisées au Luxembourg ne doit pas étonner, compte tenu du rôle historique du Grand-Duché comme terre d'accueil pour les filiales des banques allemandes chargées d'émettre des titres sur les euromarchés. La France se situe dans une situation intermédiaire, les fonds levés par les résidents correspondant approximativement aux fonds levés par les émetteurs de nationalité française (74 milliards de dollars, contre 78 milliards).

Encadré 2

Pfandbriefe, obligations foncières et autres obligations sécurisées

L'émergence d'une zone financière euro sur les marchés obligataires internationaux s'est, notamment, manifestée en 1999 par la diffusion progressive à plusieurs pays européens de catégories de titres considérées jusqu'alors comme des spécificités nationales.

L'extension du marché des obligations foncières ou hypothécaires sur le mode du marché allemand des Pfandbriefe, ou lettres de gages, constitue, de ce point de vue, un phénomène marquant.

Les Pfandbriefe allemandes, dont l'origine remonte à 1769 et dont le régime actuel est fixé par une loi révisée en 1998, sont des obligations adossées à des actifs de très bonne qualité, principalement des prêts immobiliers comprenant une clause d'hypothèque sur les immeubles financés ainsi que des prêts à l'État, aux collectivités locales allemandes (prêts communaux) et autres personnes publiques. La spécificité de ce type d'obligations sécurisées par rapport aux opérations de titrisation hypothécaire découle du fait que les actifs auxquels elles sont adossées demeurent dans le bilan des banques émettrices et ne sont pas cédés en toute propriété à des structures immunisées contre les faillites (comme le sont par exemple les FCC français). Les porteurs de ces titres disposent cependant d'une priorité d'exigibilité sur les actifs inscrits en garantie. La qualité de crédit des Pfandbriefe qui, d'ailleurs, jouissent le plus souvent d'une excellente notation, peut dès lors être considérée indépendamment de la solvabilité générale de l'établissement émetteur.

Essentiellement domestique jusqu'à une période récente, le marché allemand des Pfandbriefe a connu une forte expansion à l'international à partir de 1995, date d'introduction des Jumbo-Pfandbriefe, qui sont des obligations géantes de plus de 1 milliard de deutschemarks (500 millions d'euros), émises par un syndicat bancaire, cotées sur une bourse allemande et présentant de bonnes garanties de liquidité sur le marché secondaire. À fin mars 1999, l'encours total des Pfandbriefe se montait à 980 milliards d'euros, soit 38 % du marché obligataire allemand¹. Les Jumbo-Pfandbriefe, qui sont à 90 % des Pfandbriefe publiques couverts par des crédits à l'État, représentaient à elles seules 240 milliards d'euros d'encours².

Dans le contexte nouveau de l'Union monétaire, qui contribue à accentuer la concurrence entre les émetteurs européens, le succès des Jumbo-Pfandbriefe a convaincu les autorités d'autres pays européens de rénover leurs législations pour proposer rapidement aux investisseurs des titres similaires.

En France, la loi du 25 juin 1999 a ainsi autorisé les établissements de crédit, par l'intermédiaire de sociétés de crédit foncier (SCF), à émettre les nouvelles « obligations foncières ». Comme en Allemagne, ces titres sont immunisés contre le risque de faillite. Leurs porteurs bénéficient également d'un privilège de remboursement. Depuis sa mise en place en octobre 1999, le marché des obligations foncières françaises (et titres assimilés³) a rencontré un vif succès auprès des investisseurs. À fin février 2000, l'encours total des obligations foncières et assimilées émises par les résidents sur la place de Paris représentait ainsi plus de 34 milliards d'euros, soit environ 15 % de l'encours du secteur financier (cf. Bulletin de la Banque de France, n° 75, p. 47).

Ailleurs, en Europe, l'Espagne s'est efforcée de mieux faire connaître à l'étranger ses cedulas hipotecarias par le biais de quelques émissions de grande taille en 1999, tandis que le Danemark s'est lancé dans la promotion de ses obligations hypothécaires, dont l'encours représente environ la moitié du marché obligataire domestique. D'autres pays européens envisagent enfin de proposer de tels titres dans un futur proche (Luxembourg, Irlande, Portugal, Belgique).

¹ Obligations domestiques et étrangères

² Source : Association des banques hypothécaires allemandes (VDH)

³ Y compris les titres de caractéristiques similaires émis directement par la Caisse de refinancement de l'habitat, qui n'est pas une société de crédit foncier

2.1.4. Succès en Amérique latine et dans les Peco

Dans le monde en développement, l'euro a connu un certain succès comme monnaie de libellé auprès des emprunteurs latino-américains, avec 14 milliards de dollars d'émissions (soit une hausse de 32 % par rapport aux émissions libellées dans les monnaies participantes et l'écu en 1997) ainsi qu'en Europe centrale et orientale. Les nationaux de ces pays ont en effet levé l'équivalent de 10 milliards de dollars de titres longs en euros en 1999, soit 2,3 fois plus qu'en 1997 dans les monnaies participantes (et l'écu).

Les institutions internationales, qui avaient profité du phénomène de « fuite vers la qualité » en 1998 pour emprunter massivement sur les marchés obligataires internationaux, se sont faites plus rares en 1999. Si le niveau absolu de leurs emprunts en euros s'est inscrit en baisse en 1999 par rapport à l'année précédente (à 18 milliards de dollars environ), la part de l'euro dans leurs émissions s'est cependant accrue, pour atteindre 26 %, contre 22 % en 1998 pour l'ensemble des monnaies participantes. Soucieuses d'établir de nouvelles souches de référence dans la monnaie européenne, elles ont, en outre, apporté leur lot d'innovations, comme les EARN lancés par la Banque européenne d'investissement (BEI) (cf. encadré 3).

Encadré 3

Les EARN de la BEI

En mars 1999, la Banque européenne d'investissement (BEI) a inauguré un programme d'émission de titres de référence en euros baptisé EARN (Euro Area Reference Note Issuance Facilities). Par cette initiative, qui présente des similarités avec les programmes d'émissions de référence des grandes agences hypothécaires américaines comme Fannie Mae, la BEI entend renforcer sa position sur les marchés de capitaux en euros. Elle vise, notamment, à établir ses obligations comme une référence complémentaire, voire concurrente, à celles fournies par les souches des grands États européens, ambition dont témoigne le recours possible, parallèlement aux syndications classiques sur les marchés internationaux, à des adjudications pour les augmentations de souches EARN existantes.

Pour atteindre cet objectif, la BEI s'est efforcée d'offrir aux investisseurs une liquidité appréciable sur ses titres EARN ainsi qu'une visibilité à moyen terme sur ses appels au marché. Les émissions nouvelles doivent, en effet, présenter une taille minimale importante (2 milliards d'euros initialement, 1 milliard depuis décembre 1999) et peuvent être augmentées par des procédures d'assimilation effectuées régulièrement jusqu'à atteindre une taille de quelque 5 milliards. La tenue de marché des titres, encadrée par un cahier des charges strict, est assurée par un syndicat de direction composé de dix spécialistes de premier rang (ou primary dealers), qui détiennent le monopole des émissions, complété par un syndicat de placement comprenant vingt-deux autres teneurs de marché (ou dealers). La qualification au rang de spécialiste ou de teneur de marché peut être remise en cause chaque année, selon les performances. Depuis décembre 1999, les teneurs de marché simples peuvent cependant également participer à l'émission d'obligations fongibles « à vocation EARN » de taille inférieure à 1 milliard d'euros. La BEI s'est enfin engagée à émettre au moins 2 milliards d'euros d'EARN par trimestre.

Alors qu'elle prévoyait environ 20 milliards d'euros d'émissions en 1999 sur le compartiment de l'euro, la BEI n'a, en définitive, levé que 11,6 milliards (41 % de ses emprunts totaux sur l'année), dont la moitié via le programme EARN. Ce dernier a, cependant, permis à l'Institution internationale de poser les bases d'une courbe de rendements presque complète en euros, avec sept souches de référence sur des maturités allant de 2003 à 2009, pour un encours total de 24 milliards d'euros. Des facteurs de surcoût subsistant, il paraît néanmoins prématuré d'affirmer que les investisseurs considèrent les obligations de la BEI, malgré le triple A de l'émetteur, comme des substituts des obligations des souverains européens. Le coefficient de risque de crédit de 20 % imposé par le Comité de Bâle aux titres de la BEI pour le calcul des ratios Cooke (contre un coefficient nul pour les souverains) constitue, en particulier, une barrière importante pour les investisseurs bancaires, tandis qu'à l'heure actuelle, les dettes publiques des principaux pays de la zone euro offrent une profondeur (liquidité, encours) dans l'ensemble sensiblement supérieure.

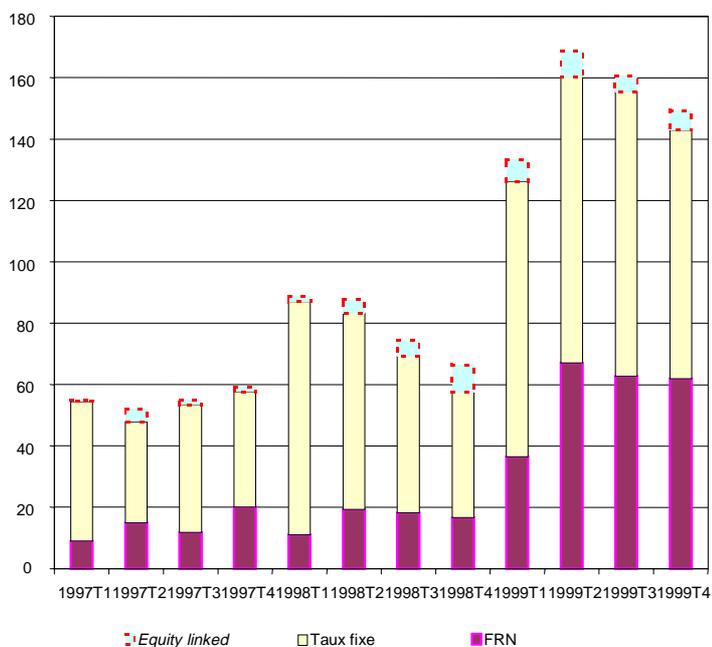
2.2. Ventilation par types de titres : expansion des FRN en euros

Toutes devises confondues, la part des titres à taux fixe est restée relativement stable sur le compartiment des obligations internationales et EMTN, à 69 % en 1999, contre 71 % l'année précédente. Les évolutions constatées sur les compartiments de l'euro et du dollar ont cependant divergé au cours de l'année écoulée.

Alors que la part des titres à taux variable (FRN) s'établissait en dessous du quart des montants totaux empruntés en 1997 et en 1998 sur le compartiment délimité par l'ensemble des monnaies de la zone euro et l'écu (soit nettement moins que sur le marché du dollar où ces titres représentent environ un tiers des émissions), les émissions de FRN en euros ont connu une forte expansion en 1999, pour atteindre 37 % du montant total émis sur ce compartiment. Dans un contexte marqué par une forte concurrence entre les emprunteurs, cette évolution peut s'expliquer par une demande plus forte en papier à taux variable émanant des investisseurs, ces derniers souhaitant tirer profit de la poursuite largement anticipée de la hausse des taux à moyen et long termes. Avec 228 milliards de dollars de capitaux levés, le segment des titres en euros à taux variable s'est dès lors imposé devant son homologue dans la monnaie des États-Unis (162 milliards de dollars). À fin 1999, l'encours des FRN en euros s'établissait cependant à 351 milliards de dollars seulement, contre 628 milliards pour celui des FRN en dollars.

Ventilation par types de titres des émissions brutes d'obligations internationales en euros

(en milliards de dollars)



Source : BRI

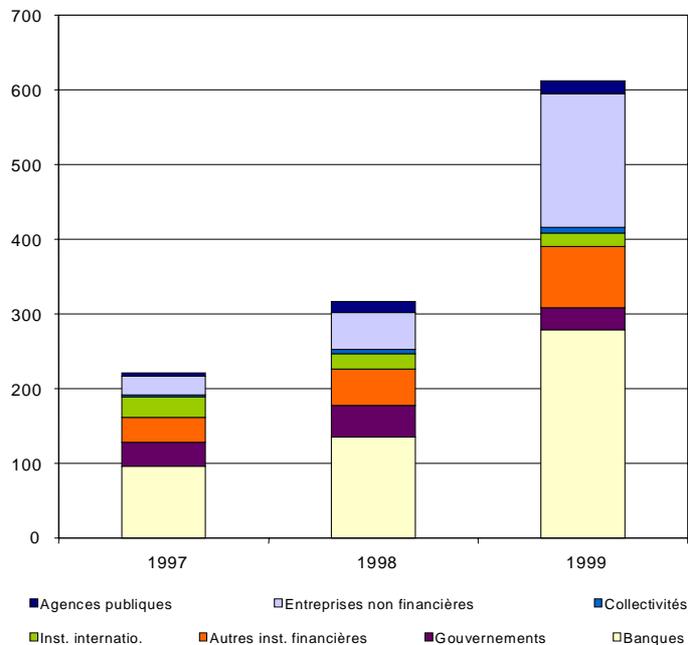
Les émissions d'obligations liées à des actions (convertibles essentiellement, mais aussi obligations à warrants d'actions, etc.) ont continué enfin leur progression en 1999 sur le compartiment de l'euro, avec 27 milliards de dollars empruntés, et leur décline sur le compartiment du dollar (9 milliards de dollars seulement). Avec 13 milliards de dollars de titres émis, les entreprises françaises du secteur privé non financier se sont notamment illustrées sur ce segment ⁸.

2.3. L'émergence d'un marché européen des obligations d'entreprises non financières conforte l'évolution globale d'un marché des titres d'entreprises arrivant à maturité

L'analyse de la ventilation des montants selon le secteur d'activité des emprunteurs confirme la part prépondérante des banques commerciales sur le marché euro-obligataire de l'euro (46 % de parts de marché en 1999, contre 43 % en 1998). La principale leçon de l'année 1999 se situe cependant ailleurs. L'introduction de l'euro a, en effet, favorisé l'émergence attendue d'un vaste marché des obligations d'entreprises non financières en Europe, apte à rivaliser désormais avec le marché américain des obligations dites *corporate*. Les émissions d'entreprises non financières libellées en euros se sont ainsi montées à 179 milliards de dollars en 1999, alors que le compartiment de la monnaie des États-Unis ne recueillait que 166 milliards de dollars d'emprunts de ce secteur d'activité.

Ventilation par secteurs des émissions brutes d'obligations internationales libellées en euros

(en milliards de dollars)



Source : BRI

⁸ Segment qui a bénéficié, notamment, de l'intérêt suscité par l'innovation des Océane (obligations convertibles en actions nouvellement émises)

Ce renversement s'explique, en grande partie, par l'activité d'émission des entreprises européennes. Les entreprises non financières de la zone euro ont émis un montant record de 132 milliards de dollars de titres à long terme (soit presque autant que leurs homologues américaines, avec 149 milliards de dollars), après seulement 41 milliards en 1998 et 28 milliards en 1997.

Les *entreprises européennes* ont, de plus, largement privilégié l'euro pour leurs financements sur le marché obligataire international. Alors que les entreprises non financières américaines ont libellé 70 % des montants émis en dollars, celles de la zone euro ont choisi la monnaie européenne pour 85 % des capitaux empruntés en 1999. L'introduction de l'euro a, en effet, incité de nombreux émetteurs *corporate* à lancer de vastes emprunts obligataires dès les premiers mois de l'année, afin de se faire connaître des investisseurs internationaux sur ce nouveau compartiment et d'imposer de nouvelles références de tarification. Ainsi, un grand groupe industriel français du secteur des télécommunications, coté simple A, a lancé dès février 1999 une émission de 1 milliard d'euros. Le succès de l'émission en dehors des frontières de l'Hexagone (près de 90 % des titres auraient été acquis par des investisseurs non résidents⁹), malgré une tarification jugée agressive par le marché, a confirmé l'émergence attendue d'un véritable marché européen des obligations d'entreprises. D'autres émissions géantes d'entreprises, non triple A, introduites en cours d'année sont venues conforter cette analyse.

Selon une étude récente publiée par la BRI¹⁰, la multiplication en 1999 de grosses émissions couvrant une large palette de risques de crédit (jusqu'à la limite inférieure de la catégorie d'investissement) et bénéficiant d'une liquidité suffisante pour servir de référence de tarification pour d'autres obligations moins importantes, indique que le marché international des obligations d'entreprises tend à arriver à maturité.

Au-delà de la création de l'euro, qui facilite le placement d'obligations de plus de 1 milliard d'euros en élargissant notablement la base d'investisseurs potentiels, la BRI souligne également l'impact favorable du rétrécissement du gisement des obligations du Trésor américain. L'apparition d'excédents budgétaires aux États-Unis tend logiquement à réduire l'effet d'éviction sur les marchés obligataires au profit de nouvelles références internationales émanant du secteur privé, alors même que le marché d'actions américain, le plus important du monde, enregistre des rachats nets liés aux nombreuses opérations de fusions-acquisitions et ne ponctionne donc pas le surplus d'épargne ainsi dégagé.

⁹ Source : *Euromoney*, février 2000

¹⁰ Remolona, E., 1999, « Émergence d'obligations d'entreprises de référence », *Rapport trimestriel* de la BRI, novembre

2.4. Une compétition exacerbée pour la conduite des syndications d'émissions

Le classement annuel des chefs de file d'émissions à taux fixe en euros, publié par la revue spécialisée *International Financing Review*, montre que les grandes banques d'affaires européennes ont su tirer parti de l'introduction de la monnaie unique. Trois banques européennes (deux allemandes et une hollandaise) ont conquis en 1999 les premières places d'un palmarès qui fait l'objet d'une grande attention dans la profession. Le premier chef de file français arrive en cinquième place. Cinq autres établissements français se répartissent entre le seizième et le cinquantième rang. La performance des établissements allemands s'explique, cependant, en partie par la prise en compte des syndications de *Jumbo-Pfandbriefe* dans l'établissement de ce classement.

Cinq des grandes banques d'investissement américaines ont cependant créé la surprise en apparaissant dans les dix premières du classement. Alors que les banques américaines dominent systématiquement le marché des chefs de file d'émissions internationales, du fait de leur prééminence historique sur le compartiment de la dette en dollars, elles étaient, en effet, relativement moins bien placées que les établissements européens sur les compartiments internationaux des principales monnaies de la zone euro avant 1999.

Enfin, à fin 1999, le marché des chefs de file d'émissions obligataires internationales libellées en euros semble moins concentré que le marché total : les dix premiers sur le compartiment de l'euro ne représentent que 58 % des montants d'émissions dirigés, contre 66 % pour les dix premiers chefs de file toutes devises de libellé confondues.

Résumés d'analyses et d'enquêtes

Le contenu détaillé des analyses et enquêtes résumées ci-après est disponible sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr).

Opérations internationales des banques résidentes en France au quatrième trimestre 1999

Les chiffres commentés ci-après portent sur la contribution de la France aux statistiques trimestrielles bancaires internationales dites « euromonnaies » publiées par la Banque des règlements internationaux. Les commentaires portent sur des encours exprimés en dollars des États-Unis.

Au quatrième trimestre 1999, l'activité internationale des banques résidentes en France s'est ralentie, après le rebond constaté à la fin du troisième trimestre.

La baisse des encours a été plus importante sur les créances (- 3,4 %) que sur les engagements (- 1,8 %).

Ce mouvement, qui a essentiellement touché les créances et engagements vis-à-vis des autres pays industrialisés, notamment les autres pays de l'Union européenne ainsi que les États-Unis, a été accentué par la dépréciation du taux de change de l'euro face au dollar et au yen et également par l'approche du passage à l'an 2000, qui a incité les banques à réduire l'importance de leurs positions.

Toutefois, on observe une augmentation des dépôts reçus par les banques résidentes, venant des pays en développement et en transition.

D'une fin d'année à l'autre, la diminution des encours avec les seuls non-résidents est de l'ordre de 2 %, tandis que la disparition des encours libellés dans les monnaies nationales de la zone euro au 1^{er} janvier 1999 est à l'origine de la rupture statistique des positions en devises vis-à-vis des résidents.

D'après les chiffres publiés dans le Rapport trimestriel de la BRI de mai 2000, la France demeure à la cinquième place derrière le Royaume-Uni, les États-Unis, le Japon et l'Allemagne pour l'importance des encours bancaires transfrontière déclarés.

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

NB : Les opérations internationales des banques résidentes analysées dans cette étude regroupent :
– les prêts et emprunts en euros et devises accordés aux non-résidents ;
– les prêts et emprunts en devises accordés aux résidents ;
– les portefeuilles-titres internationaux (actif et passif ; cf. rappel méthodologique en annexe 3).

Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1998

Outre les flux d'entrées et de sorties d'investissements directs appréhendés mensuellement en balance des paiements, la Banque de France évalue en fin d'année, dans le cadre de la position extérieure de la France, le montant des stocks d'investissements directs avec l'étranger¹.

Le recensement des stocks s'effectue, conformément aux normes internationales recommandées par le 5^e Manuel de la balance des paiements du FMI, auprès d'entreprises résidentes dont le capital est détenu à hauteur d'au moins 10 % par des sociétés non résidentes. En l'espèce, fin 1998, 10 919 sociétés non résidentes détenaient des participations dans 9 494 entreprises résidentes (sur la base des données comptables disponibles).

À fin 1998, le stock des investissements directs étrangers en France est évalué à 1 325,1 milliards de francs en valeur comptable, contre 1 145,1 milliards à fin 1997 (données révisées).

Le stock à fin 1998 se décompose comme suit (en milliards de francs) :

– capitaux propres :	884,5 milliards
– prêts à long terme :	62,8 milliards
– prêts à court terme et dépôts entre affiliés :	256,4 milliards
– investissements immobiliers :	121,4 milliards.

Les encours de capitaux propres et de prêts et dépôts à court terme sont évalués à partir de données collectées annuellement auprès des entreprises. Les encours de prêts à long terme et d'investissements immobiliers résultent d'une estimation fondée sur un cumul de flux.

La France se situe ainsi au troisième rang des pays industrialisés pour l'accueil des investissements directs étrangers, derrière les États-Unis et le Royaume-Uni, et devant l'Allemagne, la Belgique et les Pays-Bas.

En valeur de marché, le montant du stock s'élève à 2 982 milliards de francs, contre 2 736,4 milliards à fin 1997.

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

¹ Depuis 1987 pour les investissements à l'étranger, depuis 1989 pour les investissements étrangers en France (cf. rappel méthodologique en annexe 6).

Bulletin officiel

Depuis janvier 1999, le Bulletin officiel de la Banque de France fait l'objet d'une publication distincte dont seul le sommaire figure ci-dessous. Cette publication est également accessible sur Internet (www.banque-france.fr/fr/textes/main.htm). Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service Relations avec le public, 48 rue Croix des Petits Champs 75001 Paris ¹) et dans toutes les succursales de la Banque de France.

Sommaire

Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements relevant de la loi bancaire

– en avril 2000

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement

– en avril 2000

Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor

Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés

Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels

¹ Heures d'ouverture : 9 h 30 – 16 h 00 – Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40.

Les demandes d'abonnement à la publication, fournies gracieusement, sont également à transmettre à cette unité.

Statistiques

Sommaire

	<u>Tableau n°</u>	<u>Page</u>
Environnement international		
Croissance du produit intérieur brut	1	109
Prix à la consommation	2	110
Taux de chômage	3	111
Compétitivité de l'économie française : du franc à l'euro	4	112
Taux d'intérêt des euromonnaies	5	113
Données de référence nationales		
Tableau de bord de l'économie française	6	114
Situation hebdomadaire de la Banque de France	7	116
Réserves obligatoires – Assiettes – Réserves exigées, réserves constituées –		
Facteurs de la liquidité bancaire	8	118
Balance des paiements : présentation simplifiée	9	119
Balance des paiements : compte de transactions courantes et compte de capital	10	120
Balance des paiements : compte financier	11	122
Placements et financements de l'économie nationale		
Méthodologie (tableaux 12 à 26)		124
Bilan de la Banque de France	12	125
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France	13	126
Dépôts auprès de l'administration centrale (Trésor et La Poste)	14	127
Monnaie et crédit	15	127
Dépôts à vue	16	128
Comptes sur livrets	17	128
Dépôts à terme (DAT)	18	129
Crédits des institutions financières monétaires	19	130
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières	20	131
Crédits des établissements de crédit aux ménages	21	131
Endettement des agents non financiers <i>via</i> les marchés	22	133
Endettement des administrations publiques <i>via</i> les marchés	23	133
Endettement intérieur total (EIT)	24	134
Rémunération des dépôts	25	136
Coût du crédit	26	136
Taux des crédits et seuils de l'usure	27	137
Émissions obligataires réglées en mai 2000	28	138
Émissions d'obligations et de titres participatifs en euros et en devises	29	140
Obligations et titres participatifs en euros et en devises	30	141
Titres de créances négociables hors bons du Trésor	31	142
Détention par les non-résidents de titres français :		
actions cotées, obligations, bons du Trésor	32	143
Émissions de bons du Trésor	33	144
Titres d'OPCVM	34	145
Système de paiement		
Système de paiement de montant élevé en euros	35	147

Tableau 1
Croissance du produit intérieur brut

(en %)

	En moyenne annuelle		En variation trimestrielle						En glissement annuel					
	1998	1999	1998		1999		2000		1998		1999		2000	
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T4	T1	T2	T3	T4	T1
France (a)	3,2	2,9	0,7	0,6	0,8	1,0	0,8	0,7	3,0	2,7	2,6	3,1	3,2	3,3
Allemagne (b)	1,9	1,3	-0,2	0,7	0,1	0,8	0,7	0,7	1,2	0,7	0,9	1,4	2,3	2,3
Autriche	3,3								1,7	1,2	1,7			
Belgique	2,7	2,6	-0,2	0,8	1,0	1,5	1,1		0,9	1,0	1,3	3,3	4,6	
Espagne	4,0	3,7	0,8	0,8	1,1	1,1	1,0		3,4	3,4	3,7	3,9	4,0	
Finlande	5,0	3,5	0,8	0,7	0,8	0,7	1,3		4,2	3,9	3,7	3,0	3,5	
Irlande	8,9	8,9												
Italie	1,5	1,4	-0,1	0,3	0,5	0,8	0,4		0,5	1,0	1,1	1,5	2,1	
Luxembourg														
Pays-Bas	3,7	3,6	1,1	0,8	0,9	1,0	1,4	0,6	3,2	3,1	3,3	3,8	4,1	3,9
Portugal	3,5		2,4						2,8					
Zone euro	2,7	2,4	0,3	0,7	0,6	1,0	0,8		2,0	1,9	2,0	2,5	3,1	
Danemark	2,5	1,6	0,0	-0,3	0,6	1,1	0,6		2,6	0,7	2,2	1,4	2,0	
Grèce	3,7													
Royaume-Uni	2,2	2,1	0,0	0,4	0,7	1,0	0,8	0,5	1,5	1,5	1,6	2,2	3,0	3,1
Suède	3,0	3,8	1,0	1,0	0,8	0,8	0,8		3,1	3,7	3,4	3,6	3,5	
Union européenne	2,7	2,2	0,2	0,5	0,6	1,0	0,9		1,9	1,7	1,8	2,3	3,1	
États-Unis	4,3	4,2	1,5	0,9	0,5	1,4	1,8	1,3	4,7	3,9	3,8	4,3	4,6	5,0
Japon	-2,5	0,3	-0,5	1,5	1,0	-1,0	-1,4		-3,1	-0,4	0,7	1,0	0,0	

(a) Source : INSEE (Comptes nationaux trimestriels cvs-cjo)

(b) Source : Banque fédérale d'Allemagne, données cvs-cjo.

Selon l'Office fédéral de statistiques,

les taux de croissance annuels sur données brutes sont de 2,2 % pour 1998 et de 1,5 % pour 1999.

Sources : Données nationales, Eurostat, OCDE

Réalisé le 6 juin 2000
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 2
Prix à la consommation

(variations sur douze mois en %, données brutes)

	1999					2000								
	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Moy.	Janvier	Février	Mars	Avril
France	0,5	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8	1,0	1,4	0,6	1,7	1,5	1,7	1,4
Allemagne	0,8	0,4	0,4	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,4	0,6	1,9	2,1	2,1	1,6
Autriche	0,1	0,4	0,2	0,3	0,5	0,6	0,8	1,0	1,7	0,5	1,4	2,0	2,0	1,8
Belgique	1,1	0,8	0,7	0,7	0,9	1,3	1,4	1,6	2,1	1,1	1,8	2,1	2,5	2,3
Espagne	2,3	2,1	2,1	2,1	2,3	2,5	2,4	2,7	2,8	2,2	2,9	3,0	3,0	3,0
Finlande	1,3	1,4	1,2	1,4	1,3	1,4	1,6	1,9	2,2	1,3	2,3	2,7	3,2	2,5
Irlande	2,0	2,3	2,1	1,9	2,4	2,6	2,8	3,0	3,9	2,5	4,4	4,6	5,0	5,0
Italie	1,3	1,5	1,4	1,7	1,6	1,9	1,9	2,0	2,1	1,7	2,2	2,4	2,6	2,4
Luxembourg	1,3	1,3	1,2	-0,3	1,4	1,6	1,9	1,9	2,3	1,0	3,5	2,6	3,0	3,2
Pays-Bas	1,9	2,1	2,1	1,8	2,5	2,0	1,8	2,0	1,9	2,0	1,6	1,5	1,6	1,7
Portugal	2,7	2,1	2,1	1,9	1,8	1,9	1,8	1,9	1,7	2,2	1,9	1,6	1,4	1,9
Zone euro	1,1	1,0	0,9	1,1	1,2	1,2	1,4	1,5	1,7	1,1	1,9	2,0	2,1	1,9
Danemark	1,7	1,6	1,9	2,0	2,4	2,4	2,6	2,7	3,1	2,1	2,8	2,8	3,0	2,9
Grèce	2,6	2,0	1,5	1,6	1,4	1,3	1,7	2,0	2,3	2,1	2,4	2,6	2,8	2,1
Royaume-Uni	1,5	1,3	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,3	1,2	1,3	0,8	1,0	0,7	0,6
Suède	0,3	0,3	0,4	0,2	0,8	1,1	1,0	0,8	1,2	0,6	1,0	1,4	1,4	1,0
Union européenne	1,2	1,1	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,7	1,2	1,8	1,9	1,9	1,7
États-Unis	2,3	2,1	2,0	2,1	2,3	2,6	2,6	2,6	2,7	2,2	2,7	3,2	3,7	3,0
Japon	-0,1	-0,4	-0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,7	-1,2	-1,1	-0,3	-0,9	-0,6	-0,5	-0,8

NB : Indices harmonisés pour les pays de l'Union européenne

Sources : Données nationales, Eurostat

Réalisé le 6 juin 2000
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 3
Taux de chômage

(en % de la population active, données cvs)

	1999					2000								
	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Moy.	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai
France	11,4	11,3	11,2	11,3	11,1	11,0	10,8	10,6	11,2	10,5	10,2	10,0	9,8	
Allemagne	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,4	10,2	10,5	10,1	10,0	10,1	9,6	
Autriche	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,8	3,6	3,5	3,5	3,3	
Belgique	9,0	9,0	9,0	9,2	8,9	8,8	8,7	8,7	9,0	8,6	8,6	8,4	8,5	
Espagne (a)		15,6			15,5			15,4	15,9			15,0		
Finlande	10,5	10,1	10,0	10,0	9,9	10,1	10,0	9,8	10,2	10,2	10,9	10,7	10,2	
Irlande	5,8	5,7	5,6	5,5	5,4	5,2	5,1	5,0	5,6	4,9	4,9	4,7	4,7	
Italie		11,5			11,5			11,0	11,4			11,2		
Luxembourg (a)	2,8	2,7	2,7	2,7	2,9	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,8	2,6	
Pays-Bas	3,3	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0	2,9	2,7	3,2	2,7	2,6	2,8	2,7	
Portugal		4,7			4,4			4,0	4,4					
Zone euro	10,0	10,0	9,9	9,9	9,8	9,7	9,7	9,6	10,0	9,4	9,3	9,2		
Danemark	5,7	5,5	5,6	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4	5,7	5,4	5,3	5,3		
Grèce														
Royaume-Uni	4,5	4,4	4,3	4,2	4,2	4,2	4,1	4,1	4,4	4,0	4,0	4,0	3,9	
Suède (a)	4,9	5,9	6,4	6,1	5,5	5,2	5,2	5,3	5,6	5,7	5,4	5,1		
Union européenne	9,2	9,2	9,1	9,1	9,0	8,9	8,9	8,8	9,2	8,8	8,7	8,6	8,5	
États-Unis	4,2	4,3	4,3	4,2	4,2	4,1	4,1	4,1	4,2	4,0	4,1	4,1	3,9	4,1
Japon	4,6	4,8	4,8	4,7	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7	4,9	4,9	4,8	

(a) Données brutes

Sources : Données nationales, BRI, OCDE, Eurostat

Réalisé le 6 juin 2000
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 4

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)

	Vis-à-vis de l'Union monétaire		Vis-à-vis de l'Union européenne		Vis-à-vis de 42 partenaires (a)	
	Nominal	Réel	Nominal	Réel	Nominal	Réel
1995 Décembre	109,50	99,80	112,60	100,70	137,80	99,70
1996 Décembre	108,70	98,50	109,90	97,80	136,00	96,80
1997 Décembre	109,80	98,90	108,90	96,10	135,60	94,70
1998 Décembre	110,00	98,40	110,20	96,40	139,40	95,50
1999 Décembre	110,00	97,80	108,30	94,20	132,50	89,90
1998						
Mai	109,80	98,70	109,20	96,00	137,00	94,80
Juin	109,80	98,80	109,00	95,90	137,40	95,10
Juillet	109,90	98,30	109,00	95,50	137,40	94,70
Août	109,90	98,40	109,30	95,80	138,20	95,10
Septembre	109,90	98,40	109,70	96,00	139,90	96,00
Octobre	110,00	98,40	110,30	96,50	140,60	96,40
Novembre	110,00	98,30	110,10	96,30	139,30	95,30
Décembre	110,00	98,40	110,20	96,40	139,40	95,50
1999						
Janvier	110,00	98,00	110,10	96,10	139,00	94,90
Février	110,00	98,10	109,70	95,90	137,90	94,30
Mars	110,00	98,30	109,40	95,70	136,90	93,70
Avril	110,00	98,10	109,20	95,40	136,10	92,90
Mai	110,00	98,10	109,10	95,20	135,80	92,50
Juin	110,00	98,10	108,90	95,00	134,60	91,70
Juillet	110,00	97,60	109,00	94,80	134,60	91,40
Août	110,00	97,60	109,10	94,80	135,40	91,90
Septembre	110,00	97,70	108,80	94,60	134,60	91,30
Octobre	110,00	97,80	108,80	94,60	135,30	91,60
Novembre	110,00	97,60	108,50	94,20	133,70	90,40
Décembre	110,00	97,80	108,30	94,20	132,50	89,90
2000						
Janvier	110,00	97,70	108,10	94,00	132,50	89,80
Février	110,00	97,40	108,00	93,60	131,70	89,00
Mars	110,00	97,60	107,90	93,70	130,70	88,40
Avril	110,00	97,40	107,50	93,10	129,80	87,50
Mai	110,00	97,40	107,60	93,10	128,80	86,80

NB : Une hausse de l'indice nominal correspond à une valorisation de la monnaie et une baisse de l'indice, en termes réels, traduit des gains de compétitivité.

Jusqu'en décembre 1998, les indicateurs de compétitivité sont calculés à partir des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux du franc. À partir de janvier 1999, ils retracent les évolutions de l'euro vis-à-vis des devises des pays partenaires de la France. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, sont établies sur la base des échanges commerciaux de produits manufacturés de 1995 à 1997 entre la France et ses 42 principaux partenaires et prennent en compte les effets exercés sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Les déflateurs utilisés sont les indices nationaux des prix à la consommation.

(a) 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.

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

Réalisé le 6 juin 2000

Direction des Changes – SAMI – Tél. 01 42 92 31 90

Tableau 5
Taux d'intérêt des euromonnaies

(en pourcentage)

	Décembre		Janvier		Février		Mars		Avril		Mai	
	1999		2000		2000		2000		2000		2000	
	Fin de mois	Moy. mens.										
Euro												
Au jour le jour	3,650	3,060	3,325	3,025	3,400	3,257	3,740	3,503	3,880	3,655	4,200	3,916
À 1 mois	3,165	3,444	3,260	3,121	3,450	3,344	3,660	3,562	3,905	3,768	4,205	4,140
À 3 mois	3,280	3,411	3,440	3,310	3,605	3,505	3,800	3,721	4,055	3,905	4,395	4,337
À 6 mois	3,440	3,475	3,630	3,516	3,760	3,705	3,980	3,914	4,225	4,059	4,615	4,521
À 1 an	3,840	3,801	4,085	3,921	4,100	4,086	4,250	4,241	4,500	4,347	4,955	4,817
Dollar												
Au jour le jour	5,560	5,513	5,730	5,569	5,860	5,758	6,205	5,887	6,060	6,056	6,690	6,351
À 1 mois	5,765	6,207	5,820	5,732	5,805	5,809	6,090	5,987	6,250	6,094	6,610	6,486
À 3 mois	5,945	6,055	6,010	5,968	6,020	6,019	6,250	6,128	6,450	6,267	6,850	6,697
À 6 mois	6,105	6,083	6,230	6,163	6,250	6,249	6,500	6,360	6,670	6,492	7,060	6,926
À 1 an	6,475	6,338	6,690	6,569	6,680	6,740	6,910	6,771	7,070	6,826	7,450	7,322
Livre sterling												
Au jour le jour	3,000	4,832	6,000	5,244	6,065	5,956	5,905	5,817	5,875	5,891	6,095	5,981
À 1 mois	5,695	5,744	5,930	5,773	6,050	6,060	5,985	6,000	6,140	6,027	6,090	6,093
À 3 mois	6,000	5,972	6,110	6,064	6,220	6,181	6,170	6,155	6,270	6,217	6,220	6,232
À 6 mois	6,375	6,167	6,300	6,323	6,390	6,348	6,360	6,343	6,330	6,374	6,370	6,382
À 1 an	6,685	6,545	6,750	6,773	6,620	6,690	6,730	6,642	6,600	6,661	6,650	6,656
Yen												
Au jour le jour	0,130	0,100	0,045	0,052	0,090	0,112	0,060	0,063	0,070	0,063	0,055	0,071
À 1 mois	0,100	0,583	0,080	0,084	0,105	0,096	0,075	0,121	0,045	0,060	0,045	0,061
À 3 mois	0,100	0,275	0,100	0,116	0,100	0,112	0,075	0,126	0,075	0,085	0,045	0,078
À 6 mois	0,130	0,234	0,100	0,149	0,130	0,117	0,105	0,138	0,135	0,131	0,100	0,109
À 1 an	0,280	0,299	0,220	0,259	0,250	0,241	0,280	0,295	0,250	0,295	0,250	0,253
Franc suisse												
Au jour le jour	1,000	1,003	2,050	1,253	2,025	2,027	2,400	1,650	3,025	2,593	3,150	2,210
À 1 mois	1,480	1,889	1,900	1,516	2,220	2,153	2,470	2,260	2,990	2,679	2,650	2,740
À 3 mois	1,750	1,869	2,070	1,771	2,465	2,278	2,790	2,532	3,170	2,851	3,050	3,061
À 6 mois	1,880	1,913	2,190	1,971	2,765	2,455	3,020	2,794	3,340	3,071	3,350	3,336
À 1 an	2,100	2,177	2,550	2,341	3,175	2,828	3,380	3,176	3,630	3,398	3,770	3,691

Source : Banque de France

Réalisé le 6 juin 2000
Direction des Changes – SAMI – Tél. 01 42 92 31 35

Tableau 6
Tableau de bord de l'économie française

	Juin 1999	Juillet 1999	Août 1999	Septembre 1999	Octobre 1999	Novembre 1999
Placements monétaires (taux de croissance annuel en %) (a)						
– Dépôts à vue	7,2	11,8	11,8	7,3	9,2	10,0
– Comptes sur livrets	4,0	4,3	3,6	2,5	1,9	1,4
– Titres d'OPCVM monétaires et certificats de dépôt	17,1	10,8	17,0	19,4	20,7	23,6
Endettement (taux de croissance annuel en %) (a)						
– Crédits au secteur privé	6,5	6,2	5,9	6,1	5,9	6,8
– Endettement intérieur total	6,5	6,6	6,7	6,4	6,9	6,7
Taux d'intérêt (en %)						
– Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	2,63	2,68	2,70	2,73	3,38	3,47
– Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	4,47	4,81	5,01	5,19	5,43	5,15
– Livret A (fin de mois)	3,00	3,00	2,25	2,25	2,25	2,25
– Taux de base bancaire (fin de mois)	6,55	6,55	5,95	5,95	5,95	6,30
Cours de change (moyenne mensuelle)						
– EUR/USD	1,04	1,04	1,06	1,05	1,07	1,03
– EUR/JPY	125,32	123,71	120,10	112,39	113,52	108,25
– EUR/GBP	0,65	0,66	0,66	0,65	0,65	0,64
Prix de détail (base 100 en 1998)						
– Variation mensuelle	0,0	- 0,2	0,1	0,2	0,1	0,0
– Variation depuis le début de l'année	0,6	0,4	0,5	0,7	0,8	0,8
– Glissement sur 12 mois	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9
Production industrielle (base 100 en 1990 – cvs/cjo)						
– Variation mensuelle	- 0,09	0,98	0,00	0,80	0,53	1,22
– Glissement sur 12 mois	1,18	2,36	2,36	3,18	3,72	4,33
Demandeurs d'emploi (cvs)						
– Variation mensuelle	- 0,64	- 1,86	0,30	- 3,01	- 0,98	- 1,66
– Glissement sur 12 mois	- 4,66	- 6,56	- 6,95	- 8,88	- 9,40	- 10,54
– Taux de chômage définition BIT	11,30	11,20	11,30	11,10	11,00	10,80
Commerce extérieur (cvs, en milliards de francs)						
– Importations FAB (NES 1999)	143,70	143,63	151,24	146,61	149,78	153,32
– Exportations FAB (NES 1999)	155,43	161,18	157,84	158,26	161,44	159,86
– Solde mensuel	11,73	17,55	6,60	11,65	11,66	6,55
– Solde cumulé depuis le début de l'année	58,67	76,22	82,81	94,46	106,12	112,67
Transactions courantes (en millions de francs)						
– Solde mensuel brut	23 348	20 407	9 713	31 548	22 556	15 130
– Cumul depuis le début de l'année	115 844	136 251	145 964	177 512	200 068	215 198

(a) Ces évolutions sont corrigées des variations ne résultant pas de transactions effectives (reclassements, changements de périmètre du secteur des IFM, passages en pertes, fluctuations de taux de change et autres effets de valorisation).

Sources : Banque de France, Association française des banques, INSEE, Ministère du Travail, Douanes, Direction du Trésor

	1998		1999			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Produit intérieur brut total – base 1995 (cvs)						
– Variation en volume	0,5	0,7	0,6	0,8	1	0,8
Taux de salaire horaire						
– Variation	0,5	0,3	0,6	0,6	1,3	0,9

Sources : INSEE, Ministère du Travail

Réalisé le 8 juin 2000
DDPE – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 6 (suite)
Tableau de bord de l'économie française

	Décembre 1999	Janvier 2000	Février 2000	Mars 2000	Avril 2000	Mai 2000
Placements monétaires (taux de croissance annuel en %) (a)						
– Dépôts à vue	10,2	4,4	5,8	7,4	11,1	
– Comptes sur livrets	0,3	0,4	- 0,6	- 1,2	- 1,7	
– Titres d'OPCVM monétaires et certificats de dépôt	26,8	17,1	17,2	14,8	12,8	
Endettement (taux de croissance annuel en %) (a)						
– Crédits au secteur privé	7,1	5,1	7,1	8,0	8,9	
– Endettement intérieur total	7,2	6,4	6,3	6,3	7,0	
Taux d'intérêt (en %)						
– Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	3,45	3,34	3,54	3,75	3,93	4,36
– Emprunt phare 10 ans (moyenne mensuelle)	5,27	5,66	5,62	5,43	5,33	5,50
– Livret A (fin de mois)	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
– Taux de base bancaire (fin de mois)	6,30	6,30	6,30	6,30	6,30	6,30
Cours de change (moyenne mensuelle)						
– EUR/USD	1,01	1,01	0,98	0,96	0,95	0,91
– EUR/JPY	103,72	106,53	107,64	102,59	99,92	98,09
– EUR/GBP	0,63	0,62	0,61	0,61	0,60	0,60
Prix de détail (base 100 en 1998)						
– Variation mensuelle	0,5	0,0	0,1	0,5	0,0	
– Variation depuis le début de l'année	1,3	0,0	0,1	0,6	0,6	
– Glissement sur 12 mois	1,3	1,6	1,4	1,5	1,3	
Production industrielle (base 100 en 1990 – cvs/cjo)						
– Variation mensuelle	- 1,12	- 0,26	1,05	0,52		
– Glissement sur 12 mois	3,91	3,07	4,53	4,41		
Demandeurs d'emploi (cvs)						
– Variation mensuelle	- 1,55	- 0,72	- 2,55	- 2,05	- 3,15	
– Glissement sur 12 mois	- 11,44	- 11,70	- 13,56	- 14,87	- 16,71	
– Taux de chômage définition BIT	10,60	10,50	10,20	10,00	9,80	
Commerce extérieur (cvs, en milliards de francs)						
– Importations FAB (NES 1999)	156,89	159,46	158,36	157,86		
– Exportations FAB (NES 1999)	158,09	164,34	164,65	165,40		
– Solde mensuel	1,20	4,88	6,29	7,54		
– Solde cumulé depuis le début de l'année	113,86	4,88	11,17	18,71		
Transactions courantes (en millions de francs)						
– Solde mensuel brut	13 324	29 411	11 452	19 270	16 586	
– Cumul depuis le début de l'année	228 522	29 411	40 863	60 133	76 719	

(a) Ces évolutions sont corrigées des variations ne résultant pas de transactions effectives (reclassements, changements de périmètre du secteur des IFM, passages en pertes, fluctuations de taux de change et autres effets de valorisation).

Sources : Banque de France, Association française des banques, INSEE, Ministère du Travail, Douanes, Direction du Trésor

	2000				2001	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Produit intérieur brut total – base 1995 (cvs)						
– Variation en volume	0,7					
Taux de salaire horaire						
– Variation	2,2					

Sources : INSEE, Ministère du Travail

Réalisé le 8 juin 2000
DDPE – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 7
Situation hebdomadaire de la Banque de France

	(en millions d'euros)									
	24	31	7	14	21	28	5	12	19	26
	mars	mars	avril	avril	avril	avril	mai	mai	mai	mai
	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
ACTIF										
1. Avoirs en or	28 154	28 085	28 085	28 085	28 085	28 085	28 085	28 085	28 085	28 085
2. Avoirs en devises	37 832	38 461	39 267	40 129	41 086	41 693	41 962	42 635	45 243	42 658
3. Relations avec le Fonds monétaire international	5 693	5 888	5 351	5 149	5 172	5 172	5 164	5 164	5 210	5 178
3.1. Concours au Fonds monétaire international	5 390	5 575	4 588	4 836	4 835	4 835	4 827	4 827	4 831	4 806
3.2. Acquisition de droits de tirage spéciaux	303	313	313	313	337	337	337	337	379	372
4. Créances sur non-résidents de la zone euro	54 861	6 022	19 058	17 063	26 628	11 067	17 875	19 363	32 219	5 246
5. Concours aux établissements de crédit	21 067	19 926	23 287	21 808	23 544	24 501	25 289	24 045	25 238	26 443
5.1. Opérations principales de refinancement	16 904	18 464	21 829	20 340	21 925	21 450	22 339	21 076	22 293	23 487
5.2. Opérations de refinancement à plus long terme	4 066	1 400	1 400	1 400	1 400	2 918	2 918	2 918	2 918	2 918
5.3. Opérations de réglage fin	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5.4. Opérations structurelles	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5.5. Facilité de prêt marginal	0	0	0	0	165	107	0	20	0	0
5.6. Appels de marge versés	97	62	58	68	54	26	32	31	27	38
5.7. Autres concours	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6. Titres	2 655	2 710	2 646	2 796	2 739	2 703	2 816	2 728	2 688	2 810
7. Créances sur le Trésor public	1 723	1 723	1 723	1 723	1 723	1 723	1 723	1 723	1 723	1 723
7.1. Au titre des monnaies divisionnaires	259	259	259	259	259	259	259	259	259	259
7.2. Au titre de la Convention du 10 juin 1993	1 464	1 464	1 464	1 464	1 464	1 464	1 464	1 464	1 464	1 464
8. Relations au sein du Système européen de banques centrales (SEBC)	9 259	9 259	9 259	9 259	9 259	9 259	9 259	9 259	9 259	9 259
8.1. Participation au capital de la Banque centrale européenne (BCE)	842	842	842	842	842	842	842	842	842	842
8.2. Créance sur la BCE au titre des avoirs de réserve transférés	8 417	8 417	8 417	8 417	8 417	8 417	8 417	8 417	8 417	8 417
8.3. Autres créances sur le SEBC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
9. Divers	9 632	9 592	10 299	11 082	12 447	9 741	9 188	9 251	9 438	9 247
10. Comptes de réévaluation	0	34	34	34	34	34	34	34	34	34
Total	170 876	121 700	139 009	137 128	150 717	133 978	141 395	142 287	159 137	130 683

Source : Banque de France
Direction de la Comptabilité

Réalisé le 2 juin 2000
DDPE – SPE – Tél. 01 42 92 29 54

Tableau 7 (suite)
Situation hebdomadaire de la Banque de France (suite)

	(en millions d'euros)									
	24	31	7	14	21	28	5	12	19	26
	mars	mars	avril	avril	avril	avril	mai	mai	mai	mai
	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
PASSIF										
1. Billets en circulation	42 863	42 881	43 285	43 541	44 018	43 966	44 297	44 705	44 854	44 535
2. Engagements envers les établissements de crédit	18 768	19 813	21 198	14 776	16 122	16 536	21 892	15 034	21 842	18 337
2.1. Comptes courants	18 752	19 743	21 198	14 776	15 995	16 520	21 878	15 020	21 808	18 323
2.2. Facilité de dépôt	0	70	0	0	127	0	0	0	20	0
2.3. Reprise de liquidité en blanc	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.4. Mises en pension	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.5. Appels de marge reçus	16	0	0	0	0	16	14	14	14	14
3. Engagements envers d'autres résidents	3 139	3 413	3 360	3 203	7 626	3 400	3 392	3 289	4 108	3 347
3.1. Compte du Trésor public	635	786	684	578	4 722	622	721	583	1 495	671
3.2. Autres engagements	2 504	2 625	2 676	2 625	2 904	2 778	2 671	2 706	2 613	2 676
4. Engagements envers des non-résidents de la zone euro	2 368	2 737	3 412	3 850	3 423	3 739	3 505	4 838	4 796	5 251
5. Engagements en devises	1 226	0	833	1 713	2 672	3 238	3 541	4 224	6 819	4 240
6. Compte spécial du Trésor public – Contrepartie des allocations de droits de tirage spéciaux	1 475	1 526	1 526	1 527	1 526	1 526	1 526	1 526	1 527	1 526
7. Relations au sein du Système européen de banques centrales (SEBC)	62 015	10 437	24 657	27 614	34 331	20 505	22 281	27 516	33 966	12 180
7.1. Billets à ordre contrepartie des certificats de dettes émis par la Banque centrale européenne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7.2. Autres engagements envers le SEBC	62 015	10 437	24 657	27 614	34 331	20 505	22 281	27 516	33 966	12 180
8. Divers	5 024	4 962	4 807	4 973	5 068	5 137	4 973	5 167	5 237	5 279
9. Comptes de réévaluation	9 714	11 624	11 624	11 624	11 624	11 624	11 624	11 624	11 624	11 624
10. Réserve de réévaluation des réserves en or de l'État	18 499	18 499	18 499	18 499	18 499	18 499	18 499	18 499	18 499	18 499
11. Réserve de réévaluation des réserves en devises de l'État	3 040	3 040	3 040	3 040	3 040	3 040	3 055	3 055	3 055	3 055
12. Capital et réserves	2 745	2 768	2 768	2 768	2 768	2 768	2 810	2 810	2 810	2 810
Total	170 876	121 700	139 009	137 128	150 717	133 978	141 395	142 287	159 137	130 683

Source : Banque de France
Direction de la Comptabilité

Réalisé le 2 juin 2000
DDPE – SPE – Tél. 01 42 92 29 54

Tableau 8
Réerves obligatoires
Assiettes

(en milliards d'euros, données en fin de période)

Période de constitution prenant fin en		Assiette		Exigibilités incluses dans l'assiette des réserves et auxquelles s'applique le taux de réserve de 2 %				Exigibilités incluses dans l'assiette des réserves et auxquelles s'applique le taux de réserve de 0 %			
		Total		Dépôts (à vue, à terme d'une durée ≤ à 2 ans avec préavis)		Autres exigibilités (a)		Dépôts (d'une durée > à 2 ans avec préavis)		Autres exigibilités (b)	
		Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France
1999	Décembre	9 187,4	1 508,0	5 123,4	826,0	282,8	109,8	1 204,9	53,9	2 576,3	518,3
2000	Janvier	9 265,7	1 522,4	5 164,6	825,4	264,8	106,2	1 210,3	50,9	2 626,1	539,9
	Février	9 338,4	1 537,8	5 189,6	830,4	279,0	106,8	1 220,7	52,1	2 649,1	548,5
	Mars	9 490,8	1 550,9	5 308,7	847,9	291,7	113,6	1 231,5	51,0	2 658,9	538,4
	Avril	–	1 558,4	–	861,7	–	116,8	–	49,4	–	530,5

(a) Titres de créances d'une durée ≤ à 2 ans avec préavis + instruments du marché monétaire

(b) Titres en pension + titres de créances d'une durée > à 2 ans

Réerves exigées, réserves constituées

(montants en milliards d'euros, taux en %)

Période de constitution prenant fin le	Réerves à constituer		Réerves constituées		Excédents		Insuffisances		Taux de rémunération
	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	Zone euro	dont : France	
23 janvier 2000	107,7	19,1	108,5	19,2	0,8	0,2	0,0	0,0	3,00
23 février 2000	107,5	18,7	107,9	18,8	0,4	0,1	0,0	0,0	3,12
23 mars 2000	108,0	18,6	108,4	18,7	0,5	0,1	0,0	0,0	3,27
23 avril 2000	108,7	18,7	109,5	18,9	0,8	0,2	0,0	0,0	3,50
23 mai 2000	111,4	19,2	–	19,3	–	0,1	–	0,0	3,67

Facteurs de liquidité bancaire

(encours)

(en moyenne et en milliards d'euros)

Période de constitution prenant fin le	Billets en circulation	Réerves nettes de changes	Dépôts des administrations publiques	Divers	Total	Concours (net)	Avoirs
Zone euro							
23 janvier 2000	347,6	367,8	49,2	64,2	93,2	201,3	108,1
23 février 2000	347,6	369,2	51,7	63,5	93,6	202,2	108,6
23 mars 2000	349,7	377,1	45,6	69,1	87,3	197,0	109,7
dont : France							
23 février 2000	43,0	68,9	1,1	26,9	2,1	20,9	18,8
23 mars 2000	42,9	68,9	0,7	29,3	4,0	22,9	18,9
23 avril 2000	43,2	69,9	1,1	28,4	2,8	21,9	19,1
23 mai 2000	44,4	70,2	0,9	29,8	4,9	24,5	19,6

NB : $T = A + C + D - B$

$F = E - T$

Des données exhaustives depuis début 1999 sont publiées dans le Bulletin de la Banque de France – Supplément « Statistiques ».

Sources : Banque de France, BCE

Réalisé le 14 juin 2000
DMC – Cellule monétaire – Tél. 01 42 92 24 54

Tableau 9
Balance des paiements : présentation simplifiée

(données brutes en millions d'euros)

	Année 1998 (a)	Année 1999 (a)	Déc. 1999 (b)	Janvier 2000 (b)	Février 2000 (b)	Mars 2000 (b)	3 mois 1999 (a)	3 mois 2000 (b)
Compte de transactions courantes	33 803	34 838	2 031	4 484	1 746	2 938	9 796	9 167
<i>Biens</i>	22 369	18 851	220	397	726	1 437	4 194	2 559
<i>Services</i>	15 414	18 012	1 858	1 121	770	2 136	2 800	4 028
Total « Biens et services »	37 783	36 862	2 078	1 518	1 496	3 573	6 994	6 587
– Recettes	348 381	358 228	32 107	28 036	30 135	34 655	83 461	92 826
– Dépenses	310 597	321 366	30 028	26 518	28 639	31 082	76 467	86 239
Revenus	7 715	10 309	1 507	838	1 180	469	3 385	2 487
Transferts courants	- 11 695	- 12 333	- 1 555	2 128	- 931	- 1 104	- 583	94
Compte de capital	1 300	1 408	240	161	77	426	- 27	664
Compte financier	- 44 015	- 36 898	- 6 187	- 6 334	4 966	2 639	- 19 451	1 271
<i>Investissements directs</i>	- 14 364	- 64 663	- 19 727	- 2 384	- 2 563	- 5 237	- 5 095	- 10 185
– Français à l'étranger	- 40 883	- 101 385	- 31 786	- 4 459	- 3 380	- 6 985	- 10 262	- 14 825
– Étrangers en France	26 519	36 722	12 059	2 075	817	1 748	5 167	4 640
<i>Investissements de portefeuille</i>	- 41 900	- 11 955	16 839	5 654	- 6 158	- 6 668	- 26 191	- 7 172
– Avoirs	- 95 376	- 120 612	- 7 923	2 145	- 12 872	- 16 676	- 47 153	- 27 403
– Engagements	53 476	108 658	24 762	3 508	6 714	10 008	20 962	20 231
<i>Autres investissements</i>	30 237	40 593	- 4 045	- 8 831	14 021	11 866	9 940	17 056
– Avoirs	21 044	- 25 167	41 806	- 10 363	1 650	10 472	- 60 844	1 760
– Engagements	9 193	65 760	- 45 851	1 531	12 370	1 395	70 784	15 296
<i>Produits financiers dérivés</i>	- 356	- 1 960	537	- 74	165	272	- 1 886	364
<i>Avoirs de réserve</i>	- 17 631	1 087	210	- 698	- 499	2 405	3 780	1 208
Erreurs et omissions nettes	8 911	652	3 916	1 689	- 6 789	- 6 002	9 682	- 11 103

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Sources : Banque de France

Réalisé le 9 juin 2000
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. 01 42 92 24 54

Tableau 10

Balance des paiements : compte de transactions courantes et compte de capital
Compte de transactions courantes : données brutes

(en millions d'euros)

	Année 1998 (a)	Année 1999 (a)	Déc. 1999 (b)	Janvier 2000 (b)	Février 2000 (b)	Mars 2000 (b)	3 mois 1999 (a)	3 mois 2000 (b)
Compte de transactions courantes	33 803	34 838	2 031	4 484	1 746	2 938	9 796	9 167
A. Biens	22 369	18 851	220	397	726	1 437	4 194	2 559
– Recettes	272 128	279 891	24 795	22 519	24 593	28 025	66 508	75 137
– Dépenses	249 759	261 041	24 575	22 123	23 868	26 588	62 314	72 578
<i>Marchandises générales</i>	21 085	17 449	131	245	603	1 330	3 962	2 179
– Données douanières FAB-FAB	21 974	17 782	156	234	667	1 286	3 782	2 187
– Total des corrections	- 889	- 333	- 26	11	- 64	44	181	- 9
<i>Avitaillement</i>	257	179	16	30	33	42	58	105
<i>Travail à façon et réparations</i>	1 027	1 222	74	122	90	64	173	276
B. Services	15 414	18 012	1 858	1 121	770	2 136	2 800	4 028
– Recettes	76 253	78 337	7 312	5 517	5 542	6 630	16 953	17 688
– Dépenses	60 838	60 325	5 454	4 396	4 771	4 494	14 154	13 661
<i>Transports</i>	423	345	91	- 52	- 7	35	- 25	- 23
– Transports maritimes	- 1 207	- 1 004	- 73	- 65	- 86	- 113	- 223	- 263
– Transports aériens	- 19	217	0	13	- 35	78	- 17	57
– Autres	1 649	1 132	165	0	114	69	214	183
<i>Voyages</i>	9 586	12 084	982	726	603	1 041	2 028	2 371
<i>Services de communication</i>	- 11	62	- 13	- 16	3	2	15	- 12
<i>Services de construction</i>	2 025	1 782	156	156	156	170	486	482
<i>Services d'assurance</i>	- 367	- 101	- 51	15	- 14	423	- 4	424
<i>Services financiers</i>	- 92	32	- 27	9	27	61	64	97
<i>Services d'informatique et d'information</i>	127	112	0	- 1	4	9	9	12
<i>Redevances et droits de licence</i>	- 344	- 282	15	- 118	28	- 4	- 130	- 95
<i>Autres services aux entreprises</i>	4 853	4 799	761	470	25	457	517	952
– Négoce international	2 904	3 335	351	161	175	229	340	565
– Autres services commerciaux	- 889	- 1 009	- 92	- 79	- 91	- 55	- 250	- 224
– Locations	- 129	- 272	- 15	- 22	- 18	- 20	- 93	- 60
– Services divers aux entreprises	2 967	2 745	517	409	- 41	303	519	671
<i>Services personnels, culturels et récréatifs</i>	- 338	- 467	- 12	- 26	- 25	- 37	- 84	- 88
– Services audiovisuels et annexes	- 405	- 482	- 11	- 34	- 31	- 46	- 93	- 111
– Autres services personnels	67	15	- 1	8	7	8	9	23
<i>Services des administrations publiques</i>	- 449	- 354	- 45	- 43	- 30	- 20	- 76	- 92
Total « Biens et services »	37 783	36 862	2 078	1 518	1 496	3 573	6 994	6 587
C. Revenus	7 715	10 309	1 507	838	1 180	469	3 385	2 487
<i>Rémunération des salariés</i>	7 324	7 325	602	306	610	647	1 835	1 563
<i>Revenus des investissements</i>	391	2 984	905	532	570	- 178	1 550	924
– Directs	4 000	6 273	182	80	321	230	1 093	631
– De portefeuille	- 4 786	- 3 907	321	148	113	- 354	606	- 93
– Autres	1 176	618	402	303	136	- 54	- 149	385
D. Transferts courants	- 11 695	- 12 333	- 1 555	2 128	- 931	- 1 104	- 583	94
<i>Secteur des administrations publiques</i>	- 7 333	- 7 036	- 1 201	2 226	- 655	- 893	508	678
<i>Autres secteurs</i>	- 4 362	- 5 297	- 354	- 97	- 276	- 211	- 1 090	- 584
– Envois de fonds des travailleurs	- 2 132	- 2 030	- 154	- 59	- 109	- 69	- 388	- 236
– Autres transferts	- 2 230	- 3 267	- 200	- 39	- 167	- 143	- 702	- 348

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Sources : Banque de France

Réalisé le 9 juin 2000

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. 01 42 92 24 54

Tableau 10 (suite)

Balance des paiements : compte de transactions courantes et compte de capital (suite)

Compte de capital : données brutes

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année	Année	Déc.	Janvier	Février	Mars	3 mois	3 mois
	1998	1999	1999	2000	2000	2000	1999	2000
	(a)	(a)	(b)	(b)	(b)	(b)	(a)	(b)
Compte de capital	1 300	1 408	240	161	77	426	- 27	664
<i>Transferts en capital</i>	1 262	1 413	240	161	77	430	- 32	668
<i>Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)</i>	39	- 5	0	0	0	- 4	5	- 4

Compte de transactions courantes : données cvs-cjo

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année	Année	Déc.	Janvier	Février	Mars	3 mois	3 mois
	1998	1999	1999	2000	2000	2000	1999	2000
	(a)	(a)	(b)	(b)	(b)	(b)	(a)	(b)
Compte de transactions courantes	34 170	35 235	1 523	1 550	3 218	2 498	8 113	7 266
Biens	22 321	18 527	- 227	1 125	929	946	4 496	3 000
Marchandises générales	21 057	17 112	- 396	1 074	780	752	4 244	2 606
Services	15 379	17 877	1 790	1 415	1 697	2 061	3 852	5 174
Transports maritimes	- 1 209	- 1 006	- 72	- 44	- 87	- 108	- 197	- 239
Transports aériens	- 2	222	17	22	- 4	94	41	112
Autres transports	1 649	1 138	163	14	128	32	204	173
Voyages	9 508	11 886	1 043	1 020	968	1 159	2 717	3 147
Autres services aux entreprises	4 816	4 769	655	339	406	370	661	1 116
Revenus	8 434	11 130	808	- 192	1 577	1 442	3 739	2 827
Revenus des investissements	1 053	3 751	237	- 504	909	830	1 882	1 236

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Sources : Banque de France

Réalisé le 9 juin 2000
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. 01 42 92 24 54

Tableau 11
Balance des paiements : compte financier

	(en millions d'euros)							
	Année 1998 (a)	Année 1999 (a)	Déc. 1999 (b)	Janvier 2000 (b)	Février 2000 (b)	Mars 2000 (b)	3 mois 1999 (a)	3 mois 2000 (b)
Investissements directs	- 14 364	- 64 663	- 19 727	- 2 384	- 2 563	- 5 237	- 5 095	- 10 185
1. Français à l'étranger	- 40 883	- 101 385	- 31 786	- 4 459	- 3 380	- 6 985	- 10 262	- 14 825
Capital social	- 21 620	- 71 471	- 29 482	- 2 859	- 2 079	- 4 840	- 3 254	- 9 778
Bénéfices réinvestis	- 1 939	- 6 568	- 547	- 547	- 547	- 547	- 1 642	- 1 642
Autres opérations	- 17 323	- 23 346	- 1 757	- 1 053	- 754	- 1 598	- 5 366	- 3 405
2. Étrangers en France	26 519	36 722	12 059	2 075	817	1 748	5 167	4 640
Capital social	15 227	16 700	9 850	630	726	1 123	1 077	2 479
Bénéfices réinvestis	476	4 610	384	384	384	384	1 153	1 153
Autres opérations	10 815	15 412	1 824	1 061	- 293	241	2 937	1 009
Investissements de portefeuille	- 41 900	- 11 955	16 839	5 654	- 6 158	- 6 668	- 26 191	- 7 172
1. Avoirs – Titres étrangers	- 95 376	- 120 612	- 7 923	2 145	- 12 872	- 16 676	- 47 153	- 27 403
<i>Actions et titres d'OPCVM</i>	- 22 206	- 18 085	- 6 159	- 715	- 4 058	- 1 534	- 2 096	- 6 307
<i>Obligations et assimilés</i>	- 55 750	- 70 084	1 300	- 2 555	- 2 815	- 13 439	- 30 545	- 18 809
<i>Instrument du marché monétaire</i>	- 17 421	- 32 443	- 3 063	5 414	- 5 999	- 1 702	- 14 511	- 2 287
2. Engagements – Titres français	53 476	108 658	24 762	3 508	6 714	10 008	20 962	20 231
<i>Actions et titres d'OPCVM</i>	15 467	43 129	20 508	- 41	1 079	- 1 508	1 199	- 471
<i>Obligations et assimilés</i>	42 089	54 487	1 585	2 801	5 746	9 566	17 785	18 113
dont : OAT	24 497	13 285	901	2 283	1 452	2 195	3 419	5 929
BTAN	11 270	18 697	1 327	- 1 523	346	2 230	5 216	1 054
<i>Instrument du marché monétaire</i>	- 4 080	11 041	2 669	749	- 111	1 950	1 978	2 588
dont : BTF	- 262	6 492	988	468	- 333	421	1 027	555
Pour mémoire :								
Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)	35 505	38 474	3 216	1 227	1 465	4 846	9 662	7 538
Autres investissements	30 237	40 593	- 4 045	- 8 831	14 021	11 866	9 940	17 056
1. Avoirs	21 044	- 25 167	41 806	- 10 363	1 650	10 472	- 60 844	1 760
<i>Crédits commerciaux (autres secteurs)</i>	- 7 212	- 6 480	- 183	- 214	- 107	0	- 3 624	- 322
<i>Prêts</i>	29 251	- 18 451	41 989	- 10 148	1 758	10 472	- 57 220	2 081
Autorités monétaires	- 23	- 9 150	11 474	- 13 377	2 401	5 894	- 17 963	- 5 082
Administrations publiques	1 752	1 122	175	56	56	117	111	230
Secteur bancaire (c)	35 414	- 8 913	29 249	5 816	1 171	3 920	- 36 395	10 906
Autres secteurs (d)	- 7 892	- 1 509	1 090	- 2 643	- 1 871	541	- 2 973	- 3 973
<i>Autres avoirs</i>	- 994	- 236	0	0	0	0	0	0
2. Engagements	9 193	65 760	- 45 851	1 531	12 370	1 395	70 784	15 296
<i>Crédits commerciaux (autres secteurs)</i>	1 660	193	- 203	- 200	- 100	0	1 790	- 299
<i>Prêts</i>	7 533	65 567	- 45 648	1 731	12 470	1 395	68 995	15 596
Autorités monétaires	274	25 211	- 12 753	- 3 797	526	- 9 788	18 368	- 13 058
– Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
– Autres engagements	274	25 211	- 12 753	- 3 797	526	- 9 788	18 368	- 13 058
Administrations publiques	107	1 092	817	- 643	- 764	- 63	- 93	- 1 471
Secteur bancaire (c)	5 198	37 249	- 33 392	5 812	11 844	11 275	49 631	28 930
Autres secteurs (d)	1 954	2 015	- 320	359	864	- 29	1 088	1 194
<i>Autres engagements</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
Produits financiers dérivés	- 356	- 1 960	537	- 74	165	272	- 1 886	364

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

(c) Cf. répartition long terme-court terme dans le tableau complémentaire ci-contre

(d) Autres secteurs = entreprises, ménages

Source : Banque de France

Réalisé le 9 juin 2000
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85

Tableau 11 (suite)
Balance des paiements : compte financier (suite)

(en millions d'euros)

	Année 1998 (a)	Année 1999 (a)	Déc. 1999 (b)	Janvier 2000 (b)	Février 2000 (b)	Mars 2000 (b)	3 mois 1999 (a)	3 mois 2000 (b)
Avoirs de réserve	- 17 631	1 087	210	- 698	- 499	2 405	3 780	1 208
Or	- 5 102	1 263	0	0	0	0	1 263	0
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 81	618	- 53	0	42	0	761	42
Position de réserve au FMI	- 1 270	- 984	- 103	0	167	- 128	- 794	39
Devises étrangères	- 11 178	190	366	- 698	- 708	2 533	2 550	1 127
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0
Compte financier	- 44 015	- 36 898	- 6 187	- 6 334	4 966	2 639	- 19 451	1 271

NB : À compter de janvier 1999, les avoirs de réserve (bruts), conformément à la nouvelle définition statistique retenue par l'Eurosysteme, n'incluent pas les avoirs en devises sur des résidents de la zone euro.

Source : Banque de France

Réalisé le 9 juin 2000
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau complémentaire : avoirs et engagements du secteur bancaire

(en millions d'euros)

	Année 1998 (a)	Année 1999 (a)	Déc. 1999 (b)	Janvier 2000 (b)	Février 2000 (b)	Mars 2000 (b)	3 mois 1999 (a)	3 mois 2000 (b)
Total secteur bancaire	40 612	28 336	- 4 144	11 628	13 014	15 194	13 237	39 836
1. Avoirs	35 414	- 8 913	29 249	5 816	1 171	3 920	- 36 395	10 906
Long terme	- 5 883	- 10 020	- 631	- 1 521	- 4 132	647	- 4 465	- 5 006
– Francs/euros (c)	- 517	- 5 403	- 1 079	- 895	- 3 615	- 36	- 503	- 4 546
– Devises	- 5 366	- 4 617	449	- 626	- 517	683	- 3 963	- 460
Court terme	41 297	1 107	29 879	7 337	5 303	3 272	- 31 930	15 912
– Francs/euros (c)	23 101	- 43 776	18 745	- 74	4 998	7 054	- 51 800	11 978
– Devises	18 196	44 883	11 134	7 411	304	- 3 781	19 871	3 934
2. Engagements	5 198	37 249	- 33 392	5 812	11 844	11 275	49 631	28 930
Long terme	3 924	16 193	3 984	2 492	289	- 309	5 847	2 472
– Francs/euros (c)	6	7 357	2 750	2 240	- 795	2 054	2 004	3 499
– Devises	3 918	8 836	1 233	252	1 084	- 2 363	3 843	- 1 027
Court terme	1 274	21 057	- 37 376	3 320	11 554	11 584	43 785	26 458
– Francs/euros (c)	- 15 556	13 726	- 32 901	10 508	10 605	3 008	29 184	24 121
– Devises	16 829	7 331	- 4 475	- 7 188	949	8 576	14 601	2 337

NB : Détail des postes « Autres investissements » – Secteur bancaire

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

(c) Euros à compter de janvier 1999

Source : Banque de France

Réalisé le 9 juin 2000
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. 01 42 92 51 85

Méthodologie (tableaux 12 à 26)

Définitions

1. Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Espagne + Finlande + France + Irlande + Italie + Luxembourg + Pays-Bas + Portugal

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :

France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Mayotte

2. Secteurs économiques

Institutions financières monétaires (IFM) : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro tels que définis par la législation communautaire et toutes les institutions financières résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Administrations publiques = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales.

Secteur privé = sociétés non financières + ménages + sociétés d'assurance et fonds de pension + institutions à but non lucratif au service des ménages + autres intermédiaires financiers (OPCVM monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.).

Agents non financiers (ANF) = administrations publiques + secteur privé – autres intermédiaires financiers.

Cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

3. Instruments financiers

Les *dépôts à terme* comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les *dépôts avec un préavis inférieur ou égal à trois mois* recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne-logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les *pensions* représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés.

Les *titres autres que des actions ou titres de créance* sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les *instruments du marché monétaire* correspondent à des titres émis à court terme par des IFM (durée initiale inférieure ou égale à un an) et négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt et les bons des institutions et sociétés financières (BISF).

Sont qualifiés de monétaires tous les actifs financiers entrant dans la composition de l'agrégat M3 suivi par la Banque centrale européenne.

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue.

M2 = M1 + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans.

M3 = M2 + pensions + titres d'OPCVM monétaires + instruments du marché monétaire + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans.

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale sont incluses dans M3.

Les *crédits* incluent les crédits à l'habitat, à la consommation, à l'investissement, de trésorerie, les autres crédits, les créances douteuses brutes, le crédit-bail, les avoirs en titres non négociables et les dettes subordonnées constituées sous la forme de dépôts ou de prêts.

Par souci de prendre en compte d'éventuels mouvements de substitution entre actifs en euros et actifs en devises, le suivi des instruments financiers s'appuie sur un critère « toutes devises ».

L'*endettement intérieur total (EIT)* mesure l'ensemble des financements des agents non financiers résidant en France, obtenu par voie d'endettement, soit auprès des institutions financières, soit sur les marchés de capitaux (monétaire ou obligataire), tant en France qu'à l'étranger.

Tableau 12
Bilan de la Banque de France

(encours en milliards d'euros)

	Déc. 1996	Déc. 1997	Déc. 1998	Avril 1999	Déc. 1999	Avril 2000
Actif						
Territoire national	29,0	25,3	31,5	32,5	52,9	33,5
<i>Crédits</i>	25,8	22,6	28,7	29,9	50,6	30,8
IFM	23,2	20,4	26,8	28,0	48,4	28,7
APU	2,6	2,2	1,8	1,8	1,7	1,7
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4
<i>Titres autres que des actions</i>	3,2	2,6	2,8	2,7	2,3	2,7
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
APU	3,2	2,6	2,8	2,7	2,3	2,7
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Instruments du marché monétaire</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Actions et autres participations</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro	2,4	2,9	0,7	40,5	15,3	10,2
Reste du monde	17,5	22,1	32,9	50,2	34,3	48,7
Avoirs en or	30,5	28,7	30,8	25,3	28,2	28,1
Non ventilés par zone géographique	13,4	22,0	22,2	19,3	20,7	17,5
Total	92,8	101,0	118,1	167,8	151,3	137,9

(encours en milliards d'euros)

	Déc. 1996	Déc. 1997	Déc. 1998	Avril 1999	Déc. 1999	Avril 2000
Passif						
Dépôts – Territoire national	8,7	12,7	33,9	25,3	27,0	18,2
<i>IFM</i>	5,1	5,5	19,7	23,0	24,4	16,7
<i>Administration centrale</i>	3,1	6,6	13,6	1,4	1,1	0,6
<i>Autres secteurs (à vue)</i>	0,5	0,6	0,6	0,9	1,6	0,9
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,2	0,1	5,2	61,5	24,7	21,4
<i>IFM</i>	0,2	0,1	5,2	61,5	24,7	21,4
<i>Autres secteurs</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – Reste du monde	6,6	6,5	0,8	0,3	7,6	7,0
Non ventilés par zone géographique	77,3	81,7	78,1	80,7	91,9	91,3
<i>Billets et pièces en circulation</i>	43,8	44,3	45,0	43,7	49,3	46,9
<i>Titres de créance émis</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Instruments du marché monétaire</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Capital et réserves</i>	28,0	29,3	24,2	24,5	34,2	36,2
<i>Autres</i>	5,6	8,2	8,9	12,5	8,5	8,2
Total	92,8	101,0	118,1	167,8	151,3	137,9

Source : Banque de France

Réalisé le 25 mai 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 13

Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France

(encours en milliards d'euros)

	Déc. 1996	Déc. 1997	Déc. 1998	Avril 1999	Déc. 1999	Avril 2000
Actif						
Territoire national	2 130,6	2 220,4	2 289,2	2 411,6	2 370,9	2 433,1
<i>Crédits</i>	<i>1 674,0</i>	<i>1 750,0</i>	<i>1 833,6</i>	<i>1 936,7</i>	<i>1 915,5</i>	<i>1 968,6</i>
IFM	697,6	758,2	828,1	918,5	853,9	880,8
APU	139,2	132,5	121,0	111,8	119,9	108,6
Secteur privé	837,2	859,3	884,5	906,4	941,6	979,1
<i>Titres autres que des actions</i>	<i>357,9</i>	<i>368,7</i>	<i>354,3</i>	<i>364,4</i>	<i>350,4</i>	<i>340,4</i>
IFM ≤ 2 ans	13,2	14,1	16,0	20,9	12,0	13,0
> 2 ans	83,6	78,7	68,4	60,3	64,4	65,2
APU	200,4	215,6	204,1	206,7	192,5	175,1
Secteur privé	60,6	60,3	65,8	76,4	81,4	87,1
<i>Instruments du marché monétaire</i>	<i>71,9</i>	<i>65,5</i>	<i>66,3</i>	<i>73,9</i>	<i>67,9</i>	<i>84,8</i>
dont : Titres d'OPCVM monétaires	8,1	6,0	8,2	10,9	11,2	21,0
<i>Actions et autres participations</i>	<i>26,8</i>	<i>36,2</i>	<i>35,0</i>	<i>36,6</i>	<i>37,2</i>	<i>39,3</i>
Autres États de la zone euro	155,1	191,4	225,0	287,4	306,0	323,2
Reste du monde	354,6	431,4	391,7	432,3	415,4	426,8
Non ventilés par zone géographique	311,2	346,4	374,9	430,9	499,8	556,9
Total	2 951,5	3 189,6	3 280,8	3 562,1	3 592,2	3 740,0

(encours en milliards d'euros)

	Déc. 1996	Déc. 1997	Déc. 1998	Avril 1999	Déc. 1999	Avril 2000
Passif						
Dépôts – Territoire national	1 462,8	1 604,5	1 683,8	1 765,7	1 769,5	1 735,5
<i>IFM</i>	<i>700,7</i>	<i>765,7</i>	<i>822,4</i>	<i>899,7</i>	<i>884,5</i>	<i>843,9</i>
<i>Administration centrale</i>	<i>17,8</i>	<i>17,9</i>	<i>8,6</i>	<i>4,6</i>	<i>9,8</i>	<i>1,9</i>
<i>Autres secteurs</i>	<i>744,4</i>	<i>821,0</i>	<i>852,8</i>	<i>861,4</i>	<i>875,2</i>	<i>889,7</i>
Dépôts à vue	195,6	211,4	217,2	215,6	242,4	249,3
Dépôts à terme ≤ 2 ans	44,5	38,6	38,0	38,4	39,8	43,7
> 2 ans	255,2	280,3	292,1	293,9	298,4	288,5
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	236,9	258,6	273,0	278,1	273,8	273,4
Pensions	12,1	32,1	32,5	35,4	20,9	34,7
Dépôts – Autres États de la zone euro	116,5	128,5	142,7	172,0	172,2	180,5
<i>IFM</i>	<i>98,3</i>	<i>106,1</i>	<i>121,2</i>	<i>148,1</i>	<i>150,2</i>	<i>158,0</i>
<i>Autres secteurs</i>	<i>18,2</i>	<i>22,5</i>	<i>21,5</i>	<i>23,9</i>	<i>22,0</i>	<i>22,5</i>
Dépôts – Reste du monde	254,2	303,5	286,6	334,9	328,3	367,9
Non ventilés par zone géographique	1 118,0	1 153,1	1 167,6	1 289,6	1 322,2	1 456,1
<i>Titres de créance émis ≤ 2 ans</i>	<i>29,7</i>	<i>24,8</i>	<i>20,5</i>	<i>19,6</i>	<i>24,2</i>	<i>23,9</i>
> 2 ans	329,0	329,3	341,7	335,8	322,3	347,5
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	<i>172,6</i>	<i>155,6</i>	<i>157,4</i>	<i>185,0</i>	<i>181,7</i>	<i>218,0</i>
<i>Instruments du marché monétaire</i>	<i>108,5</i>	<i>105,1</i>	<i>104,2</i>	<i>130,3</i>	<i>132,3</i>	<i>139,2</i>
<i>Capital et réserves</i>	<i>185,9</i>	<i>193,8</i>	<i>199,5</i>	<i>204,3</i>	<i>233,7</i>	<i>241,0</i>
<i>Autres</i>	<i>292,3</i>	<i>344,6</i>	<i>344,3</i>	<i>414,6</i>	<i>428,0</i>	<i>486,5</i>
Total	2 951,5	3 189,6	3 280,8	3 562,1	3 592,2	3 740,0

Source : Banque de France

Réalisé le 25 mai 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 14
Dépôts auprès de l'administration centrale (Trésor et La Poste)

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en pourcentage)

	Dépôts à vue	Dépôts à terme ≤ 2 ans	Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
1996	54,1	0,7	0,2	55,0	5,9
1997	60,2	0,5	0,3	61,0	10,9
1998	62,5	0,5	0,3	63,3	3,8
1999					
Avril	66,2	1,0	0,3	67,4	8,5
Mai	64,5	1,0	0,3	65,7	8,2
Juin	59,4	1,0	0,3	60,7	- 3,0
Juillet	64,0	0,7	0,3	65,0	5,4
Août	64,1	0,7	0,3	65,1	4,9
Septembre	60,4	0,7	0,3	61,4	- 1,0
Octobre	61,6	0,4	0,3	62,3	3,2
Novembre	61,5	0,4	0,3	62,2	1,2
Décembre	64,9	0,4	0,3	65,6	3,6
2000					
Janvier	62,5	0,4	0,3	63,2	0,1
Février	61,1	0,5	0,3	61,9	1,5
Mars	63,6	0,4	0,3	64,3	- 9,6
Avril	63,3	0,4	0,3	64,0	- 5,1

Source : Banque de France

Réalisé le 25 mai 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 15
Monnaie et crédit

(taux de croissance annuel en pourcentage)

	M1 (a)		M2 (a)		M3 (a)		Crédits au secteur privé (a)	
	Zone euro	France	Zone euro	France	Zone euro	France	Zone euro	France
1999								
Avril	11,5	6,1	6,3	2,9	5,3	3,1	9,6	4,5
Mai	12,1	7,2	6,4	3,1	5,4	3,9	9,9	5,6
Juin	11,5	5,8	6,3	2,2	5,5	4,3	10,4	6,6
Juillet	14,1	10,0	7,7	5,7	5,9	4,1	10,2	6,0
Août	12,8	10,3	7,0	6,4	5,7	6,4	10,0	5,5
Septembre	12,8	6,6	6,9	3,6	5,9	4,9	9,9	5,9
Octobre	13,0	8,4	7,0	3,9	5,7	3,4	10,0	5,8
Novembre	11,8	8,9	6,3	4,0	6,1	5,4	10,1	6,9
Décembre	10,0	9,7	5,2	4,9	6,1	7,3	9,5	6,9
2000								
Janvier	9,2	3,8	4,1	1,5	5,2	4,6	8,7	4,8
Février	10,5	4,7	5,2	1,9	6,0	4,7	9,4	6,9
Mars	10,2	6,5	5,1	2,9	6,4	5,5	9,7	7,7
Avril	11,4	9,6	5,5	4,4	6,5	6,1	10,3	8,6

(a) La composante France mesure les exigibilités monétaires ou les créances sous forme de prêts des IFM françaises vis-à-vis du secteur détenteur de monnaie dans la zone euro (résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales). Lorsque la donnée n'est pas disponible auprès des IFM (monnaie fiduciaire, titres à caractère monétaire), elle est calculée par consolidation des encours émis et détenus par les IFM, conformément à la méthode appliquée par la BCE pour le calcul des agrégats monétaires de la zone euro.

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 5 juin 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 16
Dépôts à vue

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en pourcentage)

	Ménages	Sociétés	Autres ANF (a)	Autres intermédiaires financiers (b)	Total	
					Encours	Taux de croissance annuel
1996	123,4	74,9	48,3	3,6	250,2	0,6
1997	126,6	81,6	56,9	7,0	272,2	8,8
1998	129,7	85,3	57,3	8,1	280,3	3,0
1999						
Avril	135,5	78,5	58,8	9,9	282,7	7,7
Mai	132,8	84,6	55,1	11,2	283,6	9,0
Juin	140,0	84,8	56,0	11,8	292,6	7,2
Juillet	145,5	85,1	58,4	10,1	299,0	11,8
Août	141,9	83,3	56,4	7,6	289,1	11,8
Septembre	140,7	85,2	55,0	7,4	288,3	7,3
Octobre	145,6	81,7	55,3	7,6	290,2	9,2
Novembre	141,2	83,6	56,0	9,0	289,9	10,0
Décembre	150,0	91,2	59,2	8,4	308,9	10,2
2000						
Janvier	149,4	83,5	61,0	10,8	304,7	4,4
Février	144,9	82,2	59,0	13,7	299,9	5,8
Mars	148,6	86,1	59,0	12,9	306,6	7,4
Avril	155,4	86,0	59,2	12,8	313,5	11,1

(a) Notamment les administrations de Sécurité sociale, les collectivités locales et les sociétés d'assurance et fonds de pension

(b) Principalement les OPCVM non monétaires, les entreprises d'investissement et les fonds communs de créance

Source : Banque de France

Réalisé le 29 mai 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 64 69

Tableau 17
Comptes sur livrets

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en pourcentage)

	Livrets A	Livrets bleus	Comptes d'épargne-logement	Codevi	Livrets d'épargne populaire	Livrets jeunes	Livrets soumis à l'impôt	Total	
								Encours	Taux de croissance annuel
1996	103,9	14,1	23,5	30,9	26,1	3,9	34,8	237,1	7,0
1997	107,0	14,7	24,7	33,4	31,3	4,6	43,2	258,8	9,2
1998	108,5	15,2	25,9	35,1	36,2	4,9	47,6	273,3	5,6
1999									
Avril	107,7	15,2	26,9	36,2	37,4	4,8	50,1	278,4	3,1
Mai	107,3	15,2	26,8	36,1	37,5	4,8	50,4	278,1	3,2
Juin	106,9	15,2	26,8	36,0	37,6	4,8	50,8	278,0	4,0
Juillet	106,5	15,2	27,0	36,1	37,8	4,7	51,9	279,2	4,3
Août	105,0	15,1	27,2	35,9	38,7	4,9	52,2	279,0	3,6
Septembre	103,2	14,9	26,7	35,1	39,3	4,9	51,0	275,1	2,5
Octobre	102,1	14,8	26,7	35,0	39,9	4,9	50,7	274,1	1,9
Novembre	100,7	14,6	26,5	34,6	40,2	4,8	49,6	271,1	1,4
Décembre	101,7	14,8	26,9	35,1	41,4	4,9	49,2	274,0	0,3
2000									
Janvier	102,7	14,9	27,3	35,8	42,1	4,9	50,0	277,6	0,4
Février	102,7	14,6	27,1	35,5	42,2	4,9	47,4	274,4	- 0,6
Mars	101,7	14,5	27,1	35,4	42,4	4,9	46,8	272,8	- 1,2
Avril	100,5	14,5	27,2	35,5	42,7	4,8	48,4	273,6	- 1,7

Source : Banque de France

Réalisé le 29 mai 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 64 69

Tableau 18
Dépôts à terme (DAT)

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en pourcentage)

		DAT ≤ 2 ans	DAT > 2 ans			Total	
			PEL	PEP	Autres	Encours	Taux de croissance annuel
1996		45,2	142,2	70,4	42,6	300,5	6,1
1997		39,1	161,8	77,5	41,0	319,5	6,4
1998		38,6	175,3	76,2	40,6	330,7	3,5
1999	Avril	39,4	180,4	75,2	38,4	333,3	2,2
	Mai	38,3	180,6	74,7	38,1	331,6	1,9
	Juin	36,6	180,8	74,0	38,9	330,2	1,2
	Juillet	38,7	181,4	73,5	39,3	332,9	2,8
	Août	41,0	182,5	73,2	38,7	335,5	3,5
	Septembre	38,4	182,3	72,5	38,9	332,1	1,7
	Octobre	38,6	182,6	72,0	38,8	332,0	1,4
	Novembre	38,5	182,8	71,6	38,6	331,4	1,6
	Décembre	40,2	188,7	73,1	36,5	338,6	2,4
	2000	Janvier	39,6	190,7	72,1	36,7	339,0
Février		40,6	189,9	69,7	34,9	335,1	0,5
Mars		42,9	189,1	67,5	33,9	333,4	- 0,1
Avril		44,1	188,1	66,2	34,3	332,7	- 0,2

Source : Banque de France

Réalisé le 29 mai 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 64 69

Tableau 19
Crédits des institutions financières monétaires
Répartition par réseaux distributeurs

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en pourcentage)

	Métropole + Monaco			Autres institutions financières monétaires (c)	Total		
	Banques (a)	CDC et Caisse nationale d'épargne (a)	Établissements spécialisés (b)		Encours	Taux de croissance annuel	
1996	630,7	104,5	231,6	12,2	979,0	0,1	
1997	655,4	113,4	213,9	11,3	994,0	4,6	
1998	685,0	99,7	210,6	12,0	1 007,4	2,5	
1999	Avril	705,2	101,2	198,1	15,6	1 020,1	3,5
	Mai	710,9	100,6	199,4	16,1	1 026,9	4,6
	Juin	721,0	104,2	206,6	16,6	1 048,4	5,5
	Juillet	726,0	100,1	206,3	16,4	1 048,8	5,2
	Août	720,3	100,4	205,7	15,8	1 042,2	4,8
	Septembre	727,4	101,8	209,7	14,6	1 053,6	4,9
	Octobre	738,0	101,1	206,7	14,5	1 060,4	4,4
	Novembre	743,8	103,6	204,9	14,7	1 067,0	5,4
	Décembre	737,5	99,8	212,4	14,0	1 063,7	6,1
	2000	Janvier	746,4	98,8	210,8	15,2	1 071,2
Février		749,7	100,0	208,6	15,1	1 073,4	5,9
Mars		758,3	99,5	208,7	16,0	1 082,5	6,5
Avril		769,5	98,4	206,7	15,4	1 089,9	7,6

(a) L'ensemble des banques regroupe les établissements adhérents de l'Association française des banques (AFB) et les réseaux mutualistes ou coopératifs.

Les données correspondant aux catégories « Banques » et « CDC et Caisse nationale d'épargne » ont été révisées suite au reclassement du réseau des caisses d'épargne au sein des « Banques », en application de la loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière.

(b) Institutions financières spécialisées et sociétés financières (ISF)

(c) Banque de France, OPCVM monétaires et institutions financières monétaires sises outre-mer

Répartition par secteurs bénéficiaires

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en pourcentage)

	Secteur privé		Administrations publiques		Total	
	Encours	Taux de croissance annuel	Encours	Taux de croissance annuel	Encours	Taux de croissance annuel
1996	837,2	1,7	141,8	- 7,6	979,0	0,1
1997	859,3	4,8	134,7	3,2	994,0	4,6
1998	884,5	4,2	122,9	- 8,2	1 007,4	2,5
1999	Avril	906,4	113,6	- 3,0	1 020,1	3,5
	Mai	912,4	114,5	- 1,8	1 026,9	4,6
	Juin	931,5	116,9	- 1,9	1 048,4	5,5
	Juillet	936,1	112,8	- 2,6	1 048,8	5,2
	Août	929,5	112,7	- 3,4	1 042,2	4,8
	Septembre	938,5	115,0	- 3,7	1 053,6	4,9
	Octobre	946,5	113,9	- 7,0	1 060,4	4,4
	Novembre	949,1	118,0	- 5,0	1 067,0	5,4
	Décembre	942,0	121,6	- 1,5	1 063,7	6,1
	2000	Janvier	955,7	115,5	- 3,1	1 071,2
Février		959,8	113,6	- 3,3	1 073,4	5,9
Mars		969,7	112,7	- 4,6	1 082,5	6,5
Avril		979,5	110,4	- 2,9	1 089,9	7,6

Source : Banque de France

Réalisé le 25 mai 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 20

Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières
 Répartition par objets de financement

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en pourcentage)

	Investissement	Trésorerie	Autres objets	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
1996	142,1	116,6	163,3	421,9	- 1,1
1997	140,8	123,9	157,7	422,4	2,0
1998	149,8	127,8	154,3	431,9	3,5
1999					
Avril	139,8	134,8	162,5	437,1	1,9
Mai	140,3	136,1	162,1	438,5	3,1
Juin	151,1	138,4	158,9	448,4	5,0
Juillet	151,8	141,1	160,5	453,5	6,1
Août	154,3	136,3	157,6	448,3	6,2
Septembre	157,5	137,0	157,0	451,5	5,8
Octobre	158,1	142,1	158,9	459,2	5,9
Novembre	159,5	142,5	157,9	460,0	6,9
Décembre	160,6	138,1	158,6	457,3	6,7
2000					
Janvier	161,4	142,7	161,5	465,6	5,9
Février	160,9	142,8	162,1	465,8	5,8
Mars	163,3	147,8	161,4	472,5	9,1
Avril	164,2	157,7	163,2	485,2	11,3

NB : Y compris les crédits titrisés

Source : Banque de France

Réalisé le 25 mai 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 21

Crédits des établissements de crédit aux ménages
 Répartition par objets de financement

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en pourcentage)

	Habitat	Trésorerie	Autres objets	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
1996	246,8	70,6	77,7	395,1	4,3
1997	254,0	76,4	79,8	410,2	4,8
1998	262,7	82,2	77,8	422,7	3,7
1999					
Avril	266,5	83,5	77,8	427,8	5,3
Mai	267,6	84,7	78,5	430,8	5,6
Juin	271,5	85,6	78,6	435,7	5,8
Juillet	274,8	86,4	79,1	440,2	5,7
Août	277,6	86,4	78,8	442,8	6,5
Septembre	279,7	87,0	80,2	447,0	7,0
Octobre	281,3	87,9	79,7	448,9	6,8
Novembre	282,0	88,4	80,3	450,7	6,9
Décembre	285,1	92,5	77,2	454,8	8,3
2000					
Janvier	286,2	93,9	77,1	457,3	8,6
Février	287,4	92,7	77,6	457,7	8,8
Mars	289,1	94,0	77,0	460,0	8,7
Avril	290,4	94,6	76,9	461,8	8,6

NB : Y compris les crédits titrisés

Source : Banque de France

Réalisé le 25 mai 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 22
Endettement des agents non financiers via les marchés

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en pourcentage)

		≤ 1 an	> 1 an	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
1996		25,4	117,5	143,0	6,4
1997		24,3	122,1	146,4	3,7
1998		31,1	130,9	162,0	11,1
1999	Avril	39,0	145,1	184,2	20,3
	Mai	37,9	145,5	183,4	17,4
	Juin	37,3	148,6	185,9	19,0
	Juillet	39,0	154,5	193,5	22,8
	Août	39,3	155,6	194,9	26,1
	Septembre	39,3	156,1	195,4	24,6
	Octobre	39,4	158,9	198,3	25,8
	Novembre	40,4	158,8	199,2	24,9
	Décembre	41,2	158,4	199,6	25,0
	2000	Janvier	41,8	155,1	196,9
Février		42,2	155,0	197,2	18,0
Mars		42,6	157,6	200,3	14,8
Avril		46,2	163,5	209,8	14,0

Source : Banque de France

Réalisé le 29 mai 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 23
Endettement des administrations publiques via les marchés

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en pourcentage)

		≤ 1 an	> 1 an	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
1996		46,6	456,1	502,7	13,7
1997		46,6	497,1	543,6	9,3
1998		48,8	541,8	590,6	8,6
1999	Avril	49,7	551,1	600,7	4,8
	Mai	50,2	551,3	601,5	5,6
	Juin	46,9	557,8	604,7	6,6
	Juillet	42,6	564,6	607,2	5,4
	Août	45,3	570,3	615,6	4,8
	Septembre	41,8	577,2	619,0	4,5
	Octobre	41,7	585,2	626,8	6,3
	Novembre	35,3	580,7	616,1	4,6
	Décembre	34,9	581,1	616,0	4,1
	2000	Janvier	37,4	576,8	614,2
Février		34,4	585,2	619,6	3,5
Mars		36,2	585,5	621,6	2,5
Avril		38,6	582,5	621,2	2,9

Source : Banque de France

Réalisé le 29 mai 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 24
Endettement intérieur total (EIT)
 Répartition par agents

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en pourcentage)

	Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques	Total	
				Encours	Taux de croissance annuel
1996	409,0	701,2	687,5	1 797,7	3,7
1997	424,5	719,8	724,3	1 868,6	4,4
1998	437,3	757,9	760,2	1 955,4	4,8
1999					
Avril	442,6	789,8	760,2	1 992,6	5,2
Mai	445,8	794,9	761,9	2 002,6	5,6
Juin	451,3	808,5	767,7	2 027,5	6,5
Juillet	455,1	824,9	764,7	2 044,7	6,6
Août	457,6	821,1	771,9	2 050,6	6,7
Septembre	461,8	825,0	776,9	2 063,7	6,4
Octobre	463,8	836,4	782,8	2 083,0	6,9
Novembre	465,7	838,6	775,6	2 079,8	6,7
Décembre	469,9	837,7	781,2	2 088,7	7,2
2000					
Janvier	472,5	845,6	772,4	2 090,5	6,4
Février	472,9	847,4	775,1	2 095,4	6,3
Mars	475,2	858,6	776,8	2 110,6	6,3
Avril	477,1	881,9	775,1	2 134,0	7,0

(a) Ménages + Institutions sans but lucratif au service des ménages

Source : Banque de France

Réalisé le 29 mai 2000
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 24 (suite)
Endettement intérieur total (EIT) (suite)
 Répartition par instruments

(encours fin de période en milliards d'euros et variations en pourcentage)

	Encours Avril 2000	Taux de croissance annuel			
		Déc. 1998	Déc. 1999	Mars 2000	Avril 2000
Endettement intérieur total	2 134,0	4,8	7,2	6,3	7,0
Ménages et assimilés (a)	477,1	3,7	8,0	8,3	8,4
≤ 1 an	23,1	6,4	8,9	6,3	6,6
> 1 an	454,0	3,5	8,0	8,4	8,5
Sociétés non financières	881,9	5,4	11,4	10,6	11,4
≤ 1 an	312,7	5,4	11,4	10,4	11,2
> 1 an	569,2	5,4	11,3	10,8	11,6
Administrations publiques	775,1	5,0	2,5	0,9	1,6
≤ 1 an	89,5	2,7	- 12,9	- 8,5	- 8,9
> 1 an	685,6	5,3	4,8	2,2	3,1
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	1 109,6	1,4	5,2	6,2	7,4
Ménages et assimilés (a)	477,1	3,7	8,0	8,3	8,4
≤ 1 an	23,1	6,4	8,9	6,3	6,6
> 1 an	454,0	3,5	8,0	8,4	8,5
Sociétés non financières	516,7	2,3	5,8	8,2	10,2
≤ 1 an	129,2	- 3,1	0,0	3,7	5,5
> 1 an	387,5	4,3	7,9	9,8	11,8
Administrations publiques	115,9	- 7,9	- 6,0	- 8,0	- 6,5
≤ 1 an	12,9	- 1,9	- 9,8	- 15,9	- 3,2
> 1 an	103,0	- 8,5	- 5,5	- 6,9	- 6,9
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	155,5	10,3	14,0	13,6	12,3
Financements de marchés	830,9	9,1	8,6	5,3	5,5
Sociétés non financières	209,8	11,1	25,0	14,8	14,0
≤ 1 an	46,2	27,9	32,5	14,6	18,2
> 1 an	163,5	7,8	23,3	14,8	12,8
Administrations publiques	621,2	8,6	4,1	2,5	2,9
≤ 1 an	38,6	4,9	- 28,5	- 17,0	- 22,2
> 1 an	582,5	9,0	7,1	4,0	5,1
Financement monétaire du Trésor public	38,0	11,3	35,5	29,9	41,7

(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages

(b) IF (institutions financières) = institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers (CNA, CNT, Comité interprofessionnel du logement, OPCVM non monétaires, fonds communs de créances)

(c) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux

Source : Banque de France

Réalisé le 29 mai 2000
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Tableau 25
Rémunération des dépôts

(taux mensuels moyens en pourcentage, sauf indication contraire)

		Livrets A (fin de période)	Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	Dépôts à terme ≤ 1 an	Dépôts à terme > 2 ans
1996	Décembre	3,50	3,54	3,44	4,98
1997	Décembre	3,50	3,55	3,69	4,50
1998	Décembre	3,00	3,16	3,32	3,73
1999	Avril	3,00	3,08	2,70	3,72
	Mai	3,00	3,08	2,58	3,77
	Juin	3,00	3,08	2,63	3,88
	Juillet	3,00	3,08	2,68	3,75
	Août	2,25	2,45	2,70	3,84
	Septembre	2,25	2,41	2,73	3,95
	Octobre	2,25	2,41	3,38	4,24
	Novembre	2,25	2,42	3,47	3,94
	Décembre	2,25	2,42	3,45	3,96
	2000	Janvier	2,25	2,42	3,34
Février		2,25	2,43	3,54	4,16
Mars		2,25	2,43	3,75	4,10
Avril		2,25	2,43	3,93	4,08

Source : Banque de France

Réalisé le 29 mai 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 64 69

Tableau 26
Coût du crédit

(taux mensuels moyens en pourcentage)

		Crédits à la consommation	Crédits à l'habitat à taux fixe	Crédits aux entreprises	
				≤ 1 an	> 1 an
1996	Décembre	11,24	8,31	7,40	6,84
1997	Décembre	10,24	7,31	4,99	4,95
1998	Décembre	9,22	6,45	4,52	4,55
1999	Avril	9,03	5,87	4,21	3,93
	Mai	9,03	5,87	4,21	3,93
	Juin	9,03	5,87	4,21	3,93
	Juillet	8,93	5,71	3,77	3,88
	Août	8,93	5,71	3,77	3,88
	Septembre	8,93	5,71	3,77	3,88
	Octobre	9,03	6,16	4,59	4,44
	Novembre	9,03	6,16	4,59	4,44
	Décembre	9,04	6,16	4,59	4,44
	2000	Janvier	9,30	6,48	5,09
Février		9,30	6,48	5,09	4,74
Mars		9,30	6,48	5,09	4,74
Avril		9,30	6,48	5,09	4,74

Source : Banque de France

Réalisé le 29 mai 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 64 69

Tableau 27
Taux des crédits et seuils de l'usure

	<i>(en pourcentage)</i>		
	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} janvier 2000	Taux effectif pratiqué au 1 ^{er} trimestre 2000	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} avril 2000
Crédits aux particuliers			
<i>Crédits immobiliers</i>			
Prêts à taux fixe	8,21	6,48	8,64
Prêts à taux variable	7,64	6,05	8,07
Prêts relais	8,33	6,74	8,99
<i>Crédits de trésorerie</i>			
Prêts d'un montant ≤ à 10 000 francs (ou 1 524 euros)	18,11	14,11	18,81
Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 10 000 francs (ou 1 524 euros)	15,79	12,04	16,05
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > 10 000 francs (ou 1 524 euros)	10,92	8,42	11,23
Crédits aux entreprises			
Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	9,23	7,05	9,40
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable	6,93	5,61	7,48
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	7,56	6,04	8,05
Découverts en compte (a)	11,92	9,44	12,59
Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	9,39	7,43	9,91

NB : Informations publiées au Journal officiel du 12 mars 2000

(a) Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois.

Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois de janvier 2000
s'est élevé à 0,05 % du plus fort découvert du mois.

Source : Banque de France

Réalisé le 21 mars 2000
Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. 01 42 92 49 43

Tableau 28
Les émissions obligataires réglées en mai 2000

Nom de l'émetteur	Renvoi n°	Code secteur	Montant (en millions d'euros)	Prix d'émission (%)	Taux nominal (%)	Taux actuariel (%)	Date d'amortissement final	Date de règlement
	(a)		(b)			(c)		
Marché parisien								
OAT 5,50 % Avril 2010	1	95	2 396,59	99,32	5,50	5,62	25.04.2010	10.05.2000
OAT 5,50 % Avril 2029	1	95	865,09	94,96	5,50	5,87	25.04.2029	10.05.2000
OAT 7,25 % Avril 2006	1	95	466,69	109,81	7,25	5,29	25.04.2006	10.05.2000
OATi 3,40 % Juillet 2029	2	95	153,03	94,46	3,40	3,71	25.07.2029	10.05.2000
OATi 3 % Juillet 2009	3	95	244,70	94,48	3,00	3,72	25.07.2009	10.05.2000
OATi 3 % Juillet 2009 personnes physiques	4	95	3,61	97,85	3,00	3,45	25.07.2009	25.05.2000
OAT 5,50 % Avril 2010 personnes physiques	5	95	57,21	101,34	5,50	5,32	25.04.2010	25.05.2000
Vivendi Eonia Mai 2000 EMTM	6	28	149,94	99,96	Eonia		02.05.2002	02.05.2000
CNCA 5,50 % Mai 2000	7	35	49,26	98,51	5,50	5,70	22.12.2009	03.05.2000
BULL 2,25 % Mai 2000 Oceane	8	28	181,05	100,00	2,25		01.02.2005	17.05.2000
CNCA 5,30 % Mai 2000	9	35	187,17	99,29	5,30	5,41	31.10.2008	31.05.2000
CNCA 5,60 % Mai 2000	10	35	245,37	99,95	5,60	5,61	20.12.2011	31.05.2000
CNCA intérêt progressif Mai 2000	11	35	193,44	99,71			04.11.2010	31.05.2000
Socram Euribor 3 mois Mai 2000	12	49	50,04	100,09	Euribor		12.10.2004	12.05.2000
Dexia CLF 4,40 % Avril 2000	13	55	67,21	99,57	4,40	4,65	09.05.2005	10.05.2000
BNP 1,03 % Mai 2000	14	32	61,00	100,00	1,03		23.05.2008	15.05.2000
DMA Mai 2000 CMS10	15	49	200,00	100,00	cms10		17.05.2012	17.05.2000
Infogrames Entertainment 1,50 % Mai 2000	16	28	348,72	100,00	1,50		01.07.2005	30.05.2000
Dexia Municipal Agency Mai 2000 CMS 10	17	49	135,20	100,15	cms10		24.05.2010	24.05.2000
Dexia Municipal Agency 5 % Mai 2000	18	49	485,32	97,06	5,00		26.04.2005	30.05.2000
CDN 5,50 % Avril 2000 TSDD		32	40,06	100,15	5,50	5,48	05.05.2010	05.05.2000
BNP 5,70 % Avril 2000 TSDD		32	191,71	100,90	5,70	5,60	15.05.2012	15.05.2000
Carrefour 6,125 % Mai 2000		28	746,61	99,55	6,13		26.05.2010	26.05.2000
Carrefour 6,125 % Mai 2000		28	247,40	98,96	6,13		26.05.2010	26.05.2000
Rhodia 6,25 % Mai 2000		28	497,18	99,44	6,25		31.05.2005	31.05.2000
TOTAL			8 263,60					
(Pour mémoire coupon couru)			23,92					

(a) Cf. page ci-contre

(b) Montant, hors coupon couru, en prix d'émission

(c) Ou taux minimum pour les emprunts à taux variable ou révisable

Source : Banque de France

Réalisé le 2 juin 2000
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28 (suite)

Les émissions obligataires réglées en mai 2000 (suite)

Renvois relatifs aux émissions du mois

- 1 **Procédure d'adjudication au prix demandé** : le prix d'émission ainsi que le taux actuariel retenus sont des données moyennes pondérées par les soumissions retenues.
- 2 **L'OATi 3,40 % Juillet 2029 indexée sur l'inflation** bénéficiera d'un coupon annuel fixe de 3,40 %, calculé sur le nominal indexé sur l'inflation. Remboursement le 25 juillet 2029 à un prix correspondant au montant nominal multiplié par le coefficient d'indexation.
- 3 **OATi 3 % Juillet 2009 indexée sur l'inflation**. L'OAT bénéficiera d'un coupon annuel fixe de 3 %, calculé sur le nominal indexé sur l'inflation. **Le premier coupon**, calculé *pro rata temporis* et payé le 25 juillet 2000, s'élèvera à 0,00746 euro. **Assimilation** le 25 juillet 2000 à « l'OATi 3 % juillet 2009 » (CV 57142), après paiement du coupon.
- 4 **OAT 3 % Juillet 2009 destinées aux personnes physiques**. **Assimilation** le 25 juillet 2000 à « l'OATi 3 % juillet 2009 » (CV 57142), après paiement du coupon. **Le premier coupon**, payable le 25 juillet 2000, s'élèvera à 0,005 euro par titre.
- 5 **OAT 5,50 % Avril 2010 destinées aux personnes physiques**. **Assimilation** le 25 avril 2001 à « l'OAT 5,50 % avril 2010 » (CV 18660), après paiement du coupon. **Le premier coupon**, payable le 25 avril 2001, s'élèvera à 0,05048 euro par titre.
- 6 **Euro medium term notes**. **Intérêt** référencé sur l'Eonia majoré d'une marge de 0,35 %, payable annuellement.
- 7 **Assimilation** immédiate à l'emprunt « CNCA 5,50 % décembre 1997 » (CV 58197). **Emprunt souscrit dans le cadre de l'emploi de fonds collectés au titre des comptes pour le développement industriel (Codevi)**.
- 8 **Obligations à option de conversion en actions nouvelles et ou échange en actions existantes (Oceanes)**, la conversion pourra être demandée à tout moment à compter du 17 mai 2000, à raison de 1 action Bull de 2 euros de nominal entièrement libérée pour 1 obligation de 15,75 euros présentée. **Exceptionnellement**, le premier coupon payable le 1^{er} janvier 2001 s'élèvera à 0,22 euro par titre. **Amortissement normal** le 1^{er} février 2005 à 18,30 euros, soit 16,60 % du pair. **Amortissement général anticipé (AGE)** de la totalité des titres restant en circulation, à partir du 1^{er} janvier 2003 jusqu'au 31 décembre 2004. Le prix de remboursement assurera au souscripteur un taux de rendement actuariel brut de 5,50 %. **Amortissement résiduel** de la totalité des titres, à tout moment, si le nombre de titres restant en circulation est inférieur à 10 % du nombre des titres émis.
- 9 **Exceptionnellement, le premier coupon payable le 31 octobre 2000 s'élèvera à 2,22 % du nominal pour 153 jours d'intérêt**.
- 10 **Assimilation** immédiate à l'emprunt « CNCA 5,60 % février 2000 » (CV 18669). **Exceptionnellement**, le premier coupon payable le 20 décembre 2000 s'élèvera à 4,265 % du nominal pour 278 jours d'intérêt.
- 11 **Assimilation** immédiate à l'emprunt « CNCA intérêt progressif octobre 1999 » (CV 18646). **Intérêt** : payable trimestriellement, 3,60 % l'an du 4 août 2000 au 4 février 2002, 5,50 % l'an du 4 février 2003 au 4 novembre 2006, 7 % l'an du 4 février 2006 à l'échéance.
- 12 **Intérêt** : Euribor 3 mois majoré d'une marge de 0,50 %, payable trimestriellement les 12 octobre, janvier, avril et juillet de chaque année.
- 13 **Intérêt** payable trimestriellement en mai, août, novembre et février.
- 14 **Euro medium term notes**. **Amortissement normal** le 23 mai 2008 au minimum au pair, le montant remboursé à l'échéance sera indexé sur la performance d'un panier de 15 actions.
- 15 **Obligations foncières** émises dans la cadre du programme **Euro medium term notes**. **Intérêt** calculé sur la base du taux de référence CMS pour les *swaps* en euros taux fixe à 10 ans, contre Euribor 6 mois en euros, minoré d'une marge de 0,60 %.
- 16 **Obligations à option de conversion en actions nouvelles et/ou échange en actions existantes (Oceanes)**, la conversion pourra être demandée à tout moment à partir du 30 mai 2000 à raison de 1 action pour 1 obligation présentée. **Exceptionnellement**, le premier coupon payable le 1^{er} juillet 2001 s'élèvera à 1,63115 % du nominal. **Amortissement normal** le 1^{er} juillet 2005, à 46,11 euros, soit 118,23 % du nominal. **Amortissement général anticipé (AGE)** de la totalité des titres restant en circulation, à partir du 30 mai 2000 jusqu'au 30 juin 2005. Le prix de remboursement assurera au souscripteur un taux de rendement actuariel brut de 4,75 %. **Amortissement résiduel** de la totalité des titres, à tout moment, si le nombre de titres restant en circulation est inférieur à 10 % du nombre des titres émis, à un prix égal à 118,23 %.
- 17 **Obligations foncières** émises dans la cadre du programme **Euro medium term notes**. **Intérêt**, calculé sur la base du taux de référence CMS pour les *swaps* en euros taux fixe à 10 ans, contre Euribor 6 mois en euros, minoré d'une marge de 0,565 %.
- 18 **Obligations foncières**. **Assimilation** le 10 juillet 2000 à l'emprunt « Dexia Municipal Agency 5 % octobre 1999 » (CV 49742).

Tableau 29

Émissions d'obligations et de titres participatifs en euros et en devises
Marché parisien

(flux en date de règlement, en milliards d'euros)

	1999						2000					
	Émissions brutes			Émissions nettes			Émissions brutes			Émissions nettes		
	Mai	5 mois	Année	Mai	5 mois	Année	Avril	Mai	5 mois	Avril	Mai	5 mois
Ensemble des agents (a)	7,7	48,1	108,4	- 0,9	16,7	52,8	13,7	8,3	52,0	10,5	1,5	16,9
Administrations publiques (hors La Poste)	3,7	23,2	48,0	- 3,3	11,5	33,4	4,6	4,2	22,3	4,1	1,9	11,1
État	3,7	19,6	43,8	- 3,3	8,1	31,0	4,6	4,2	21,7	4,1	1,9	10,5
État organismes repris	-	-	-	-	- 0,1	- 0,1	-	-	-	-	-	-
Odac	-	3,5	4,0	0,0	3,5	4,0	-	-	0,6	-	0,0	0,6
Apul	-	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-	-	-
Administrations – Sécurité sociale	-	-	-	-	-	- 1,5	-	-	-	-	-	-
Éts de crédit et assimilés	3,0	9,0	29,0	1,7	- 5,7	- 2,5	3,6	1,9	16,3	1,1	- 2,1	1,0
Banques	0,7	2,6	6,2	0,0	- 4,1	- 5,9	0,7	1,0	4,5	- 0,1	0,4	- 1,1
Banques AFB	0,3	1,4	3,7	- 0,2	- 2,2	- 2,8	0,7	0,3	2,8	- 0,1	- 0,2	- 0,6
Natexis Banque	0,4	0,4	0,4	0,2	- 1,2	- 1,4	-	-	0,0	-	- 0,1	- 0,7
Banques populaires	-	0,2	0,4	-	- 0,3	- 0,1	-	-	0,1	0,0	-	0,0
Crédit agricole	-	0,5	1,7	-	- 0,4	- 1,4	-	0,7	1,6	0,0	0,7	0,2
Crédit mutuel	-	-	0,0	-	-	0,0	-	-	-	-	-	-
Crédit mutuel agricole et rural	-	-	-	-	0,0	- 0,1	-	-	-	-	-	0,0
Crédit coopératif	-	-	-	0,0	0,0	- 0,1	-	-	-	0,0	-	0,0
Crédits municipaux	-	-	-	-	-	0,0	-	-	-	-	-	-
Sociétés financières et assimilées	0,6	1,8	12,4	0,6	- 1,5	7,2	2,3	0,9	9,4	2,2	- 0,7	6,5
Sicomi – Sofergie	-	-	0,4	0,0	- 0,1	0,2	-	-	-	0,0	0,0	0,0
Stés financement des télécom.	-	-	-	-	- 0,1	- 0,1	-	-	-	-	- 0,2	- 0,2
Csse de refin. hypothécaire	-	0,7	2,2	-	- 2,1	- 0,5	0,4	-	1,2	0,4	-	1,2
Stés fin. habilitées à titre individuel	0,6	1,1	9,7	0,6	0,8	7,7	1,9	0,9	8,2	1,8	- 0,4	5,5
Maisons de titres	-	-	-	-	-	0,0	-	-	-	-	-	-
Caisses d'épargne	-	0,3	2,4	0,0	- 0,6	- 0,3	-	-	1,3	-	- 0,4	0,9
Inst. fin. spécialisées assimilées	1,6	3,4	6,0	1,0	- 0,2	- 3,5	0,6	0,1	1,0	- 0,9	- 1,4	- 5,1
Crédit d'équipement des PME	-	-	0,9	-	- 0,5	- 0,8	-	-	-	-	-	- 0,4
Comptoir des entrepreneurs	-	-	0,3	0,0	- 0,2	- 0,1	-	-	0,3	-	-	0,0
Crédit foncier de France	-	-	0,0	0,0	- 0,8	- 3,4	-	-	-	- 0,1	0,0	- 1,8
Sociétés de développement régional	-	-	-	-	0,0	- 0,1	-	-	-	0,0	-	0,0
Agence française de développement	-	0,3	0,7	-	0,1	0,2	-	-	-	- 0,1	-	- 0,1
Crédit local de France	1,0	2,5	2,9	0,5	0,7	0,2	-	0,1	0,1	- 0,6	- 1,3	- 2,5
Caisse nationale des autoroutes	0,6	0,6	1,3	0,6	0,6	0,5	0,6	-	0,6	0,4	-	0,2
Institutions financières diverses	0,1	1,0	2,0	0,1	0,6	- 0,1	-	-	-	0,0	0,0	- 0,1
Groupements	-	-	0,0	0,0	- 0,4	- 2,1	-	-	-	0,0	0,0	- 0,1
Autres	0,1	1,0	2,0	0,1	1,0	2,0	-	-	-	-	-	-
Sociétés non financières	0,7	15,4	29,8	0,3	10,4	20,4	5,6	2,2	13,0	5,3	1,7	4,4
GEN y compris La Poste	-	1,3	4,1	- 0,2	- 1,3	- 1,1	5,1	-	5,1	4,9	- 0,5	1,5
Charbonnages de France	-	0,5	0,5	0,0	0,5	0,1	-	-	-	-	- 0,3	- 0,3
Électricité de France	-	0,4	1,1	-	- 1,2	- 0,8	-	-	-	-	- 0,2	- 1,2
Gaz de France	-	-	-	-	- 0,3	- 0,3	-	-	-	-	-	-
SNCF	-	-	1,0	- 0,1	- 0,6	- 0,1	-	-	-	-	-	- 0,8
RATP	-	-	0,5	-	- 0,1	0,2	-	-	-	-	-	- 0,1
Air France – Air Inter	-	-	-	0,0	- 0,1	- 0,1	-	-	-	-	0,0	- 0,1
La Poste – France Télécom	-	0,4	1,0	- 0,1	0,3	- 0,2	5,1	-	5,1	4,9	-	3,9
Autres sociétés	0,7	14,1	25,6	0,5	11,7	21,6	0,6	2,2	7,9	0,4	2,2	2,9
Compagnies d'assurances	0,4	0,4	1,5	0,4	0,4	1,5	-	-	0,4	-	-	0,4
Pour mémoire :												
Titres subordonnés	0,1	2,2	5,6	- 0,1	1,0	3,8	0,6	0,2	2,9	0,5	0,1	1,8
Titres participatifs	-	-	-	-	0,0	- 0,1	-	-	-	-	-	-

NB : Obligations et titres participatifs émis sur le marché parisien

Émissions cotées à la Bourse de Paris ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB

(a) Compte tenu de la disparition de quelques émetteurs (CNT, Crédit national, FIS, CNE...), les données relatives à certains regroupements (GEN, IF...) peuvent être différentes des données détaillées.

Source : Banque de France

Réalisé le 9 juin 2000
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 30
Obligations et titres participatifs en euros et en devises
Marché parisien

(encours en valeur nominale, en milliards d'euros)

	1999		2000			
	Avril	Mai	Décembre	Mars	Avril	Mai
Ensemble des agents (a)	716,7	715,8	753,4	759,0	769,5	771,0
Administrations publiques (hors La Poste)	398,3	394,9	418,0	423,2	427,2	429,1
État	375,1	371,9	395,9	400,5	404,5	406,5
État organismes repris						
Odac	15,7	15,7	16,2	16,8	16,8	16,8
Apul	3,8	3,7	3,7	4,0	4,0	3,7
Administrations – Sécurité sociale	3,7	3,7	2,2	1,8	1,8	2,2
Éts de crédit et assimilés	210,6	212,3	215,7	218,2	219,3	217,2
<i>Banques</i>	<i>84,1</i>	<i>84,1</i>	<i>82,4</i>	<i>81,1</i>	<i>81,0</i>	<i>81,4</i>
Banques AFB	48,5	48,3	47,7	47,5	47,4	47,3
Natexis Banque	8,7	8,9	8,7	8,1	8,1	8,0
Banques populaires	3,4	3,4	3,6	3,6	3,5	3,5
Crédit agricole	19,9	19,9	19,0	18,6	18,6	19,2
Crédit mutuel	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Crédit mutel agricole et rural	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Crédit coopératif	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Crédits municipaux	0,0	0,0	–	–	–	–
<i>Sociétés financières et assimilées</i>	<i>34,4</i>	<i>35,0</i>	<i>43,9</i>	<i>49,0</i>	<i>51,2</i>	<i>50,5</i>
Sicomi – Sofergie	0,8	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Stés financement des télécom.	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Csse de refin. hypothécaire	8,1	8,1	9,9	10,8	11,2	11,2
Stés fin. habilitées à titre individuel	25,1	25,7	32,7	36,8	38,7	38,3
Maisons de titres	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<i>Caisses d'épargne</i>	<i>12,1</i>	<i>12,1</i>	<i>12,4</i>	<i>14,0</i>	<i>14,0</i>	<i>13,5</i>
<i>Inst. fin. spécialisées et assimilées</i>	<i>73,3</i>	<i>74,4</i>	<i>71,1</i>	<i>68,3</i>	<i>67,4</i>	<i>66,0</i>
Crédit d'équipement des PME	5,0	5,0	4,8	4,4	4,4	4,4
Comptoir des entrepreneurs	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4
Crédit foncier de France	19,2	19,1	16,6	15,0	14,8	14,8
Sociétés de développement régional	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Agence française de développement	6,6	6,6	6,7	6,6	6,6	6,6
Crédit local de France	22,3	22,8	22,3	21,8	21,2	19,8
Caisse nationale des autoroutes	16,7	17,3	17,3	17,0	17,5	17,5
<i>Institutions financières diverses</i>	<i>6,5</i>	<i>6,6</i>	<i>5,9</i>	<i>5,8</i>	<i>5,8</i>	<i>5,8</i>
Groupements	4,9	4,9	3,2	3,1	3,1	3,1
Autres	1,6	1,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Sociétés non financières	107,4	107,7	117,8	115,3	120,7	122,4
<i>GEN y compris La Poste</i>	<i>52,6</i>	<i>52,4</i>	<i>52,6</i>	<i>49,5</i>	<i>54,4</i>	<i>53,9</i>
Charbonnages de France	4,7	4,7	4,3	4,3	4,3	4,0
Électricité de France	11,2	11,2	11,6	10,6	10,6	10,4
Gaz de France	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
SNCF	20,1	20,0	20,5	19,7	19,7	19,7
RATP	3,4	3,4	3,6	3,5	3,5	3,5
Air France – Air Inter	1,3	1,2	1,2	0,9	0,9	0,9
La Poste – France Télécom	11,1	11,0	10,5	9,5	14,5	14,5
Autres sociétés	54,9	55,4	65,2	65,9	66,3	68,4
Compagnies d'assurances	0,4	0,9	1,9	2,3	2,3	2,3
<i>Pour mémoire :</i>						
Titres subordonnés	28,2	28,1	30,9	32,1	32,6	32,7
Titres participatifs	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7

NB : Obligations et titres participatifs émis sur le marché parisien

Émissions cotées à la Bourse de Paris ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB

(a) Compte tenu de la disparition de quelques émetteurs (CNT, Crédit national, FIS, CNE...), les données relatives à certains regroupements (GEN, IF...) peuvent être différentes des données détaillées.

Source : Banque de France

Réalisé le 9 juin 2000
DESM – SEVAM – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 31
Titres de créances négociables hors bons du Trésor
 Répartition des encours par catégories de souscripteurs initiaux

(en milliards d'euros)

	Souscripteurs financiers (a)				Souscripteurs non financiers				Souscripteurs non résidents				Total
	Certificats de dépôt	BISF	Billets de trésorerie	BMTN	Certificats de dépôt	BISF	Billets de trésorerie	BMTN	Certificats de dépôt	BISF	Billets de trésorerie	BMTN	
1998													
Mai	78,3	4,0	35,3	58,0	24,8	0,1	1,5	5,5	1,3	0,0	0,9	1,6	211,3
Juin	71,1	4,5	33,7	57,5	22,5	0,1	1,5	5,5	1,3	0,0	0,9	1,6	200,2
Juillet	71,0	5,1	34,4	57,2	23,3	0,1	1,5	5,5	1,5	0,0	0,9	1,6	202,1
Août	72,2	6,0	31,6	57,3	23,7	0,2	1,5	5,6	1,4	0,0	0,9	1,7	202,1
Septembre	71,7	5,9	33,1	57,4	23,8	0,2	1,4	5,6	1,7	0,0	1,1	1,7	203,6
Octobre	74,7	6,5	33,6	57,1	24,2	0,2	1,7	5,5	1,7	0,0	0,9	1,7	207,8
Novembre	78,9	6,9	36,8	57,1	24,4	0,2	1,6	5,5	1,8	0,0	1,0	1,7	215,9
Décembre	72,0	6,0	35,2	57,0	25,1	0,1	1,5	5,2	1,6	0,0	0,7	1,7	206,1
1999													
Janvier	88,5	3,0	39,0	58,1	23,2	0,1	1,8	5,0	2,2	0,0	0,4	1,6	222,9
Février	92,6	1,1	40,4	59,8	22,9	0,1	1,7	5,0	2,6	0,0	0,7	1,7	228,6
Mars	91,1	0,2	43,6	58,6	22,7	0,0	2,3	5,2	3,8	0,0	0,9	1,8	230,2
Avril	96,3	0,2	44,7	56,6	23,3	0,0	2,9	5,2	3,7	0,0	1,0	1,7	235,6
Mai	97,2	0,1	43,6	56,8	21,6	0,0	2,9	5,0	3,8	0,0	1,1	1,8	233,9
Juin	90,2	0,1	42,2	57,0	20,3	0,0	2,5	5,0	3,0	0,0	1,2	1,8	223,3
Juillet	90,9	0,1	43,8	56,7	21,0	0,0	3,5	5,0	4,7	0,0	1,4	1,9	229,0
Août	94,9	0,0	44,4	56,1	22,2	0,0	3,6	5,0	5,1	0,0	1,1	1,9	234,3
Septembre	96,1	0,0	45,0	56,1	22,8	0,0	3,5	4,9	5,3	0,0	1,1	2,2	237,0
Octobre	97,2	0,0	46,3	55,0	24,8	0,0	3,9	4,9	4,5	0,0	0,9	2,2	239,7
Novembre	102,2	0,0	47,5	55,8	27,7	0,0	4,6	4,9	5,0	0,0	1,1	2,0	250,8
Décembre	99,4	0,0	48,5	55,6	32,3	0,0	5,3	4,7	6,2	0,0	1,6	1,5	255,1
2000													
Janvier	95,1	0,0	47,4	55,5	28,6	0,0	5,8	4,5	5,8	0,0	1,7	1,5	245,9
Février	97,2	0,0	48,7	54,0	29,0	0,0	5,6	4,4	5,9	0,0	1,7	1,5	248,0
Mars	99,9	0,0	48,2	53,6	29,8	0,0	5,8	4,2	8,6	0,0	2,1	1,7	253,9
Avril	99,9	0,0	51,5	53,3	33,3	0,0	5,5	4,3	8,4	0,0	1,9	1,7	259,8
Mai	103,0	0,0	54,1	53,5	35,6	0,0	5,7	4,4	7,9	0,0	2,0	1,7	267,9

NB : Encours euros (euros, monnaies de la zone euro et écus) et devises (devises des pays appartenant à l'Union européenne hors zone euro et des pays tiers) cumulés, calculés au dernier jour du mois

Contre-valeur des devises calculée à la même date

Toutes les données sont rétropolées.

La contre-valeur euros des monnaies de la zone euro a été calculée selon le cours de conversion arrêté au 31 décembre 1998, quelle que soit la date d'encours.

Les écus sont convertis en euros à compter du 1^{er} janvier 1999 à la parité de 1 pour 1.

Encours calculés à partir des bases de données TCN de la DMC

(a) Souscripteurs financiers : établissements de crédit et assimilés, OPCVM, assurances, caisses de retraite et mutuelles

Source : Banque de France

Réalisé le 8 juin 2000
 DMC – SIIM – Tél. 01 42 92 41 01

Tableau 32

Détenion par les non-résidents de titres français : actions cotées, obligations, bons du Trésor

	Fin 1994	Fin 1995	Fin 1996	Fin 1997 (r)	Fin 1998 (r)	Mars 1999 (p)	Juin 1999 (p)	Sept. 1999 (p)
Encours des non-résidents (a) en milliards d'euros								
1. Actions cotées (b)								
Source : Enquête-titres				166,6	224,4	254,4	291,3	305,1
Source : Position extérieure	88,1	92,9	131,4	194,2	269,1	285,7	318,2	327,2
2. Dette publique négociable								
Source : Position extérieure	79,3	86,4	67,9	84,8	116,2	129,5	137,0	148,1
2.1. Obligations d'État								
Source : Enquête-titres				35,5	60,8	65,4	69,5	75,8
Source : Position extérieure	48,8	48,2	34,3	47,2	66,0	72,9	74,1	77,2
2.2. Bons du Trésor (c)								
Source : Position extérieure	30,5	38,2	33,6	37,6	48,9	55,2	61,5	69,6
3. Autres obligations (hors État)								
Source : Enquête-titres				15,5	18,5	29,7	33,6	26,7
Source : Position extérieure	115,2	110,5	112,7	124,1	130,1	136,7	143,5	143,3
Part des non-résidents en % (d)								
1. Actions cotées								
Source : Enquête-titres				36,0	35,7	34,4	36,3	35,3
Source : Position extérieure	23,9	24,9	28,0	31,3	32,1	31,5	31,5	30,9
2. Dette publique négociable								
Source : Position extérieure	20,5	18,6	13,0	15,0	18,2	19,4	21,2	22,7
2.1. Obligations d'État								
Source : Enquête-titres				11,1	17,3	17,1	18,6	20,4
Source : Position extérieure	19,9	16,0	9,6	12,4	15,0	15,7	16,4	17,1
2.2. Bons du Trésor								
Source : Position extérieure	21,6	23,6	20,2	20,4	25,5	28,1	32,0	35,5
3. Autres obligations (hors État)								
Source : Enquête-titres				5,7	5,9	8,7	10,0	8,6
Source : Position extérieure	24,6	23,8	23,5	25,7	27,5	27,7	28,8	28,5
Pour mémoire : Encours total émis en valeur de marché en % du PIB								
1. Actions cotées	32,2	31,5	38,7	49,4	64,2	68,9	76,0	78,9
2. Dette publique négociable	33,8	39,2	43,2	45,0	48,7	50,6	48,8	48,7
3. Autres obligations (hors État)	41,0	39,3	39,5	38,5	36,2	37,4	37,5	37,5

(r) Chiffres révisés – Source : Position extérieure ; (p) Chiffres provisoires – Source : Position extérieure

(a) Sources : Enquête-titres (DESM – SEVAM) et Position extérieure (DBDP – SIPEX) — Dans la base 1995 de la comptabilité nationale, les données de la position extérieure sont reprises dans les comptes nationaux – compte financier du reste du monde (DESM – SESOF).

Les différences entre les résultats de l'enquête-titres et ceux de la position extérieure tiennent à la vocation spécifique des deux recensements statistiques, en particulier :

- l'enquête du SEVAM repose sur les informations des principales conservations résidentes et a pour objectif de mesurer l'activité de la place de Paris pour les valeurs françaises aussi bien qu'étrangères, alors que la position extérieure vise à recenser les encours de titres français détenus par les non-résidents quel que soit leur lieu de conservation et tend donc de ce point de vue à l'exhaustivité ;
- l'enquête du SEVAM comptabilise les valeurs mobilières faisant l'objet de cessions temporaires dans le portefeuille du cessionnaire (conforme au sens juridique de la détention), tandis que, dans la position extérieure, elles demeurent à l'actif du cédant (conformément au 5^e Manuel du FMI et au SEC 95).

(b) Actions cotées détenues en portefeuille et au titre des investissements directs

(c) L'enquête-titres du SEVAM ne collecte pas d'informations sur la détention de bons du Trésor.

(d) La part des non-résidents est calculée comme suit :

- l'enquête-titres du SEVAM rapporte l'encours détenu par les non-résidents déclaré par les principales conservations résidentes à l'encours total des conservations couvertes par l'enquête ;
- la DBDP rapporte l'encours total détenu par les non-résidents soit, en ce qui concerne les actions cotées, au montant de la capitalisation boursière à Paris (source SBF), soit, en ce qui concerne les obligations d'État ou autres, au montant total émis en valeur de marché (source DESM).

Source : Banque de France

Réalisé le 13 juin 2000
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. 01 42 92 31 33

Tableau 33
Émissions de bons du Trésor

(en milliards de francs ou d'écus)

	Émissions par voie d'adjudication							
	Compétitives				Non compétitives			
	BTF	BTAN		Écus	BTF	BTAN		Écus
		Francs 2 ans	Francs 5 ans			Francs 2 ans	Francs 5 ans	
1997								
Avril	72,1		24,0		5,5			
Mai	59,0		21,1		5,7		0,4	
Juin	83,0		22,0		5,5		0,4	
Juillet	67,9		19,5	0,8	5,9		0,2	
Août	85,9		19,5		8,9		0,1	
Septembre	57,9	20,2			3,5			
Octobre	69,1	10,2	8,8	0,3	5,2			
Novembre	48,0	8,5	10,2	0,3	2,2		0,3	
Décembre	84,0	7,8	9,3		0,6	1,0	1,6	
1998								
Janvier	58,9	11,2	10,4		1,8			
Février	70,6		22,9	0,5	2,5		0,2	
Mars	84,9	10,5	10,6		5,0		0,5	
Avril	100,0	10,1	9,6	0,4	4,7		1,5	
Mai	64,7	19,1		0,4	6,4	2,7		
Juin	66,1	8,9	9,6	0,6	1,5	0,2	2,7	0,1
Juillet	89,6	6,9	7,9	0,8	4,8	0,8	0,5	
Août	83,8	7,2	7,5	0,4	8,4	0,3	2,2	0,1
Septembre	59,5	4,8	8,8	0,6	4,8		2,1	0,1
Octobre	74,6	5,9	8,2	0,8	4,1		2,3	0,1
Novembre	69,4	8,5	6,9	0,9	7,6	0,2	0,5	0,1
Décembre	49,3	3,8	4,9	0,9	3,9	0,4	0,9	0,1

(en millions d'euros)

1999								
Janvier	5 706		3 478		387		660	
Février	7 622	812	2 698		509		514	
Mars	10 410	3 403			715	74		
Avril	8 488	1 627	1 526		806		5	
Mai	9 151	1 427	1 553		252	30	463	
Juin	5 527	1 511	1 393		271	15	428	
Juillet	5 917	1 682	1 175		449			
Août	8 922	1 545	975		421	81	297	
Septembre	6 413	1 104	1 675		118	335	82	
Octobre	6 320	2 557			136	439		
Novembre	7 134	1 461	610		251		11	
Décembre	5 119	782	748		62			
2000								
Janvier	7 935		3 990		269		27	
Février	6 430	1 817	1 445		243		388	
Mars	6 628	1 567	1 502		313	11	418	
Avril	9 521	1 530	1 675		194			

Source : Banque de France

Réalisé le 29 mai 2000
Direction des Titres – SAGTI – Tél. 01 42 92 41 67

Tableau 34
Titres d'OPCVM
Encours

(encours en milliards d'euros)

	1995 Déc.	1996 Déc.	1997 Déc.	1998 Déc.	1999 Mai	1999 Déc.	2000 Mai
Sicav	244,4	250,2	246,8	272,4	299,9	316,4	340,1
Monétaires	133,6	128,6	113,7	113,8	131,1	125,3	134,3
Obligations	68,1	71,7	68,0	72,5	73,5	63,8	60,4
Actions	25,7	30,7	40,4	53,8	60,6	88,6	101,9
Diversifiées	16,7	18,8	24,3	31,8	34,2	38,2	43,0
Garanties	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
FCP	145,0	172,6	207,3	262,1	301,4	331,4	388,7
Monétaires	45,6	44,0	41,9	43,6	52,8	51,5	75,9
Obligations	43,0	52,9	55,1	59,8	61,4	57,6	55,9
Actions	11,2	15,7	23,2	37,5	45,1	66,1	79,8
Diversifiés	32,0	41,8	61,8	90,6	108,5	123,2	143,6
Garantis	13,2	18,1	25,2	30,6	33,6	33,0	33,5
OPCVM	389,4	422,8	454,1	534,5	601,3	647,8	728,8
Monétaires	179,2	172,6	155,6	157,4	183,9	176,8	210,2
Obligations	111,1	124,6	123,1	132,3	134,9	121,4	116,3
Actions	36,9	46,4	63,6	91,3	105,7	154,7	181,7
Diversifiés	48,7	60,7	86,1	122,4	142,7	161,4	186,6
Garantis	13,5	18,5	25,7	31,1	34,1	33,5	34,0

Source : Commission des opérations de bourse

Réalisé le 14 juin 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Rendement annuel des Sicav

(en pourcentage)

	1995 Déc.	1996 Déc.	1997 Déc.	1998 Déc.	1999 Mai	1999 Déc.	2000 Mai
Sicav monétaires	6,0	3,6	3,0	3,1	3,0	2,6	2,8
Sicav obligataires	11,8	9,0	5,3	8,5	6,3	- 1,4	- 1,4
Sicav actions	0,4	25,1	23,6	20,9	3,1	47,9	42,4
Sicav diversifiées	3,2	17,1	15,9	16,4	4,2	25,9	22,3
Sicav garanties	1,7	11,9	8,5	14,6	8,2	8,3	9,8

Source : Fininfo

Réalisé le 14 juin 2000
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Tableau 35

 Systèmes de paiement de montant élevé en euros

Ensemble des systèmes

*Capitaux échangés**(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et parts en % sur le dernier mois)*

	1998	1999		2000		
		1 ^{er} semestre	Février	Mars	Avril	Part
Target	–	941	1 001	1 041	1 094	69,3
Transfrontière	–	350	416	436	457	28,9
Domestique	652	591	585	605	637	40,3
Autres systèmes	618	427	448	465	485	30,7
PNS	147	93	86	86	95	6,0
EAF	383	160	166	176	178	11,3
SEPI	38	4	2	2	2	0,1
Euro 1 (ABE)	50	170	194	201	210	13,3
Total	1 270	1 368	1 449	1 506	1 579	100,0

Target : Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'UE et du mécanisme de paiement de la BCE qui sont interconnectés.

PNS : Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au Système net protégé (SNP).

EAF : Euro Access Frankfurt

SEPI : Servicio Español de Pagos interbancarios

Euro 1 (ABE) : Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro

NB : Les données relatives à l'année 1998 se rapportent aux systèmes fonctionnant en euros à partir de 1999.

Les données sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

Sources : Banque de France, BCE

Réalisé le 9 juin 2000
DSP – SRIME – Tél. 01 42 92 49 40

*Nombre d'opérations**(moyennes du nombre d'opérations par jour et parts en % sur le dernier mois)*

	1998	1999		2000		
		1 ^{er} semestre	Février	Mars	Avril	Part
Target	–	148 079	182 738	187 176	198 136	52,2
Transfrontière	–	26 443	38 561	39 294	40 573	10,7
Domestique	95 028	121 636	144 177	147 882	157 563	41,5
Autres systèmes	128 847	130 768	167 232	169 978	181 123	47,8
PNS	22 475	21 015	19 227	19 529	21 389	5,6
EAF	92 000	46 442	51 852	51 919	53 925	14,2
SEPI	8 372	4 599	4 201	4 029	3 867	1,0
Euro 1 (ABE)	6 000	58 711	91 952	94 501	101 942	26,9
Total	223 875	278 846	349 970	357 154	379 259	100,0

Sources : Banque de France, BCE

Réalisé le 9 juin 2000
DSP – SRIME – Tél. 01 42 92 49 40

Tableau 35 (suite)
Systèmes de paiement de montant élevé en euros (suite)
France

Capitaux échangés

(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et parts en % sur le dernier mois)

	1998	1999		2000		
		1 ^{er} semestre	Février	Mars	Avril	Part
Target	–	262	257	264	291	75,4
Transfrontière (en émission)	–	55	58	59	66	17,1
(Transfrontière en réception)	–	(56)	(60)	(61)	(293)	(15,8)
Domestique (TBF)	170	207	199	205	225	58,3
PNS	147	93	86	86	95	24,6
Total	317	355	343	350	386	100,0

TBF : Transferts Banque de France

NB : Les données relatives à l'année 1998 se rapportent aux systèmes fonctionnant en euros à partir de 1999.

Les données sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

Source : Banque de France

Réalisé le 9 juin 2000
DSP – SRIME – Tél. 01 42 92 49 40

Nombre d'opérations

(moyennes du nombre d'opérations par jour et parts en % sur le dernier mois)

	1998	1999		2000		
		1 ^{er} semestre	Février	Mars	Avril	Part
Target	–	7 746	11 357	11 398	12 161	36,2
Transfrontière (en émission)	–	2 994	4 540	4 442	4 629	13,8
(Transfrontière en réception)	–	(3 176)	(5 285)	(5 206)	(5 476)	(16,3)
Domestique (TBF)	2 313	4 752	6 817	6 956	7 532	22,5
PNS	22 475	21 015	19 227	19 529	21 389	63,8
Total	24 788	28 761	30 584	30 927	33 550	100,0

Source : Banque de France

Réalisé le 9 juin 2000
DSP – SRIME – Tél. 01 42 92 49 40

Collatéral mobilisé pour la liquidité intrajournalière

(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et parts en % sur le dernier mois)

	1998	1999		2000		
		1 ^{er} semestre	Février	Mars	Avril	Part
Titres français négociables	–	15,2	11,8	10,8	11,8	36,2
Créances privées (PGI-TRICP)	–	12,7	14,3	15,8	16,0	49,1
Titres mobilisés par le CCBM	–	3,8	2,7	2,7	2,6	8,0
Titres mobilisés par les liens	–	0,2	2,1	2,1	2,2	6,7
Total	–	31,9	32,9	31,4	32,6	100,0

Source : Banque de France

Réalisé le 9 juin 2000
DSP – SRIME – Tél. 01 42 92 49 40

Tableau 35 (fin)

Systèmes de paiement de montant élevé en euros (fin)

Comparaisons internationales

Capitaux échangés

(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et parts en % sur le dernier mois)

	1998	1999		2000			Part
		1 ^{er} semestre	Février	Mars	Avril		
France	317	355	343	350	386	24,4	
Target transfrontière	–	55	58	59	66	4,2	
Target domestique (TBF)	170	207	199	205	225	14,2	
PNS	147	93	86	86	95	6,0	
Allemagne	449	341	368	385	395	25,0	
Target transfrontière	–	93	110	115	118	7,5	
Target domestique (ELS)	66	88	92	94	99	6,3	
EAF	383	160	166	176	178	11,3	
Espagne	163	130	127	137	128	8,1	
Target transfrontière	–	14	15	16	17	1,1	
Target domestique (SLBE)	125	111	110	119	109	6,9	
SEPI	38	4	2	2	2	0,1	
Italie	144	98	99	114	113	7,2	
Target transfrontière	–	25	34	39	39	2,5	
Target domestique (BI-REL)	144	73	65	75	74	4,7	
Royaume-Uni	–	74	90	91	96	6,1	
Target transfrontière	–	57	69	72	77	4,9	
Target domestique (Chaps Euro)	(a)	17	21	19	19	1,2	
Autres	197	370	422	429	461	29,2	
Total	1 270	1 368	1 449	1 506	1 579	100,0	

ELS : Euro Link System

SLBE : Servicio de Liquidacion del Banco de España

BI-REL : Banca d'Italia Gross Settlement System

NB : Les données relatives à l'année 1998 se rapportent aux systèmes fonctionnant en euros à partir de 1999.

Les données sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

(a) Le système britannique Chaps Euro a démarré le 4 janvier 1999.

Sources : Banque de France, BCE

Réalisé le 9 juin 2000

DSP – SRIME – Tél. 01 42 92 49 40

Nombre d'opérations

(moyennes du nombre d'opérations par jour et parts en % sur le dernier mois)

	1998	1999		2000			Part
		1 ^{er} semestre	Février	Mars	Avril		
France	24 788	28 761	30 584	30 927	33 550	8,8	
Target transfrontière	–	2 994	4 540	4 442	4 629	1,2	
Target domestique (TBF)	2 313	4 752	6 817	6 956	7 532	2,0	
PNS	22 475	21 015	19 227	19 529	21 389	5,6	
Allemagne	111 000	106 033	133 069	135 134	144 123	38,0	
Target transfrontière	–	9 579	13 659	14 357	15 088	4,0	
Target domestique (ELS)	19 000	50 019	67 558	68 858	75 110	19,8	
EAF	92 000	46 435	51 852	51 919	53 925	14,2	
Espagne	17 724	13 595	13 609	13 688	13 363	3,5	
Target transfrontière	–	639	944	1 163	1 188	0,3	
Target domestique (SLBE)	9 352	8 357	8 464	8 496	8 308	2,2	
SEPI	8 372	4 599	4 201	4 029	3 867	1,0	
Italie	42 700	39 154	39 833	41 517	40 901	10,8	
Target transfrontière	–	3 021	4 260	4 389	4 530	1,2	
Target domestique (BI-REL)	42 700	36 134	35 573	37 128	36 371	9,6	
Royaume-Uni	–	5 183	7 613	7 612	7 530	2,0	
Target transfrontière	–	2 864	4 716	4 733	4 599	1,2	
Target domestique (Chaps Euro)	(a)	2 318	2 897	2 879	2 931	0,8	
Autres	27 663	86 119	125 262	128 276	139 792	36,9	
Total	223 875	278 846	349 970	357 154	379 259	100,0	

(a) Le système britannique Chaps Euro a démarré le 4 janvier 1999.

Sources : Banque de France, BCE

Réalisé le 9 juin 2000

DSP – SRIME – Tél. 01 42 92 49 40

Unités de la Banque de France ayant contribué au présent *Bulletin*

Pour toute information complémentaire sur le contenu de la publication, composer l'indicatif : 01 42 92 suivi des 4 chiffres du n° de poste mentionné.

Composantes

Actualité

1. La situation économique de la France

- 1.1. *L'économie réelle (croissance, emploi, EMC...)*
- 1.2. *Les prix*

1.3. *La compétitivité*

- 1.4. *Le commerce extérieur*
- 1.5. *La balance des paiements*

2. Les comportements monétaires et financiers

- 2.1. *Les placements*
- 2.2. *L'endettement*
- 2.3. *Les taux d'intérêt bancaires*

3. Les marchés de capitaux

- 3.1. *Vue d'ensemble*
Les marchés financiers internationaux
L'activité financière de la place de Paris
- 3.2. *Le marché interbancaire*
- 3.3. *Les titres d'État*
- 3.4. *Les titres des entreprises financières et non financières*
- 3.5. *Les actions*
- 3.6. *Les titres d'OPCVM*

4. Chronologie

Études

Y a-t-il place pour un prêteur international en dernier ressort ?

Évolution et structure des financements en France et dans la zone euro

Le recours des entreprises aux financements de marché a-t-il été atypique en 1999 ?

Le marché des émissions obligataires internationales en 1999 : place et caractéristiques du compartiment de l'euro

Opérations internationales des banques résidentes en France au quatrième trimestre 1999

Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1998

<i>Unités responsables</i>	<i>Postes</i>
Dir. de la Conjoncture – SSC Dir. Études économiques et de la Recherche – ECOET	39 27/29 39 29 36
Direction des Changes – SAMI	47 63
Dir. Balance des paiements	32 82
Dir. Études et Stat. monétaires – SASM	28 08
Dir. des Changes – SAMI	47 63
Dir. Marchés de capitaux – Cellule monétaire – SIIM – Service des marchés	28 07
Dir. Études et Stat. monétaires – SEVAM – SASM	29 27
Dir. Docum. et Public. économiques – SPE	29 27
Dir. Relations internationales et européennes Dir. Études et Stat. monétaires	47 43 28 00
Dir. Études et Stat. monétaires – SASM	39 32
Dir. Marchés de capitaux	28 07
Dir. Balance des paiements	32 82