

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 65

MAI 1999

Sommaire

Éditorial

Actualité

Tour d'horizon

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

Études

Les tendances récentes de l'économie française

Le financement de l'innovation

Les adjudications de valeurs du Trésor en 1998

Enquête financière – Premier trimestre 1999

Les marchés de matières premières au premier trimestre 1999

La construction neuve de logements – Bilan 1998 et prévisions pour 1999

Comportements des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au quatrième trimestre 1998

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

Achevé de rédiger le 11 mai 1999

Éditorial

La succession de records historiques enregistrés par les marchés d'actions, en particulier outre-Atlantique, est observée très attentivement par les marchés et par les banques centrales, d'autant qu'elle s'accompagne depuis peu d'une accélération de la hausse des prix de l'immobilier dans certains pays.

Les banques centrales peuvent craindre, en effet, une contagion du prix des actifs vers le prix des biens et services, transitant notamment par les effets de richesse. Mais, au-delà de ces effets de contagion, les performances de certains marchés ont relancé les interrogations sur le développement d'une bulle spéculative, définie comme l'écart — qui ne peut être que temporaire — entre la valeur de marché d'un actif et sa valeur dite « fondamentale ». Les expériences historiques montrent le danger de telles situations — le cas le plus récent étant celui du Japon au début des années quatre-vingt-dix —, car tôt ou tard les bulles se dégonflent, entraînant dans leur sillage une désolvabilisation des emprunteurs (qui escomptaient des plus-values en capital pour rembourser leurs emprunts), une fragilisation des systèmes bancaires liée à la multiplication des créances douteuses et, dans les cas les plus graves, une phase de récession prolongée.

Les bulles spéculatives ont fait l'objet d'une « littérature » théorique et empirique très dense et les débats académiques peuvent être articulés autour de deux questions centrales relatives à la rationalité des agents économiques et aux facteurs susceptibles de favoriser l'émergence de bulles spéculatives.

Jusqu'au début des années quatre-vingt, les travaux académiques attribuaient l'émergence et le développement de bulles spéculatives au comportement irrationnel des agents économiques. « Si le monde est fou, il faut bien suivre » avait dit le banquier Martin, engagé dans la spéculation sur la Compagnie des Indes de J. Law au cours de l'année 1720. De ce point de vue, peu importe l'évolution des « fondamentaux » : ce qui compte c'est l'opinion moyenne du marché, ce que Keynes résumait par la parabole du « *beauty contest* » (concours de beauté).

Au début des années quatre-vingt, Blanchard et Watson révolutionnent la théorie des bulles spéculatives en démontrant que la formation de ces dernières est compatible avec l'hypothèse d'anticipations rationnelles, les investisseurs utilisant toute l'information dont ils disposent, y compris celle sur les « fondamentaux ». Ils introduisent ainsi le concept de « bulles rationnelles » : à chaque période, le prix de l'actif s'écarte un peu plus de sa valeur « fondamentale » — définie comme la somme actualisée des flux futurs anticipés de revenus attachés à la détention de l'actif — si les investisseurs escomptent que le gain en capital lié au développement de la bulle compense la perte potentielle liée à son dégonflement.

Si le modèle de Blanchard et Watson a connu un grand retentissement dans les milieux économiques, ses hypothèses en limitent la portée pratique. En particulier, le modèle ne prend pas en compte les asymétries d'information entre agents et exclut la formation de bulles sur des actifs dont la valeur est connue à une date donnée, ce qui est le cas des obligations à leur échéance.

Or l'asymétrie d'information est l'un des deux principaux facteurs susceptibles de faciliter l'émergence de bulles spéculatives.

Les comportements « mimétiques » ou « moutonniers » ont été abondamment décrits dans la littérature. En présence d'asymétries d'information, un tel comportement n'a rien d'irrationnel : il peut être rationnel, au contraire, de reproduire le comportement des voisins si on estime que ces derniers bénéficient d'une information privilégiée.

Le second élément nécessaire au développement de bulles spéculatives est l'existence de liquidités abondantes. Lorsqu'elles ne se déversent pas sur les marchés de biens et services, elles sont susceptibles de nourrir des bulles spéculatives sur les marchés d'actifs. L'envolée du prix des actifs au Japon de 1986 à 1990 — multiplication par 2,3 du prix des terrains et par 3 du Nikkei — a ainsi été favorisée par la politique monétaire accommodante menée par la Banque du Japon sur la période, ce qui a stimulé les comportements spéculatifs d'achat d'actifs à crédit.

À cet égard, il convient de remarquer qu'en mettant en œuvre une politique de taux d'intérêt destinée à prendre en compte l'insuffisante flexibilité de l'économie, une banque centrale peut incidemment amorcer la formation de bulles spéculatives.

Les milieux académiques s'interrogent sur le rôle que peuvent alors jouer les banques centrales. Si elles ont un rôle préventif à jouer, celui-ci doit-il aller jusqu'à tenter de « crever » les bulles au plus tôt ? De manière complémentaire, les banques centrales doivent-elles amortir les effets récessifs liés à l'éclatement des bulles ?

Relever les taux d'intérêt pour tenter de « crever la bulle », se heurte à un certain nombre de difficultés.

En premier lieu, on n'est jamais totalement certain de formuler le bon diagnostic : compte tenu de la définition même d'une bulle spéculative, l'incertitude sur la valeur fondamentale d'un actif rend tout jugement sur la nature exacte de la hausse particulièrement périlleux. Se pose en outre le dilemme de la symétrie : en cas de sous-évaluation manifeste des prix d'actifs, faut-il que les banques centrales relâchent leur politique monétaire ?

En deuxième lieu, la hausse des taux est difficile à justifier auprès du public si elle intervient dans un contexte de stabilité des prix des biens et services, ce qui peut nuire à la transparence de la politique monétaire.

Enfin, dans l'hypothèse où l'action engagée par la banque centrale pour « crever » la bulle est inefficace, la crédibilité de la politique monétaire risque d'être amoindrie. À l'inverse, si l'action est efficace, la banque centrale prend le risque d'exercer une action procyclique à horizon de quelques mois et d'aggraver le repli de l'activité imputable à la baisse des cours qui serait, de toutes façons, intervenue tôt ou tard.

Dans le cas d'éclatement d'une bulle, baisser les taux pour en amortir les effets récessifs peut être interprété par le marché comme la délivrance d'une « police d'assurance » et ainsi favoriser à l'avenir des prises de risque excessives (aléa moral).

Aussi la banque centrale doit-elle suivre avec la plus grande attention une gamme d'éléments d'information qui s'étend au-delà des indicateurs traditionnels. Au premier rang d'entre eux figure l'évolution des crédits : la hausse du prix des actifs est d'autant plus dangereuse qu'elle est « financée » par endettement. Parmi les autres éléments, figurent l'intensité des « effets de richesse », la situation du système bancaire ou encore le caractère localisé ou non des hausses de prix d'actifs aux seuls marchés d'actions. À cet égard, il y aurait un grand intérêt à compléter la gamme des indicateurs fiables et harmonisés des prix d'actifs au plan international.

Tour d'horizon

L'économie mondiale reste marquée par de forts contrastes en matière de croissance.

Aux États-Unis, l'activité a été plus forte que prévu au premier trimestre de 1999.

Durant cette période, la croissance du PIB s'est établie, selon une première estimation, à 4,5 % en données annualisées, après + 6,0 % au dernier trimestre de 1998, au lieu d'une hausse prévue de 3,0 % à 3,5 %. Le dynamisme de la consommation des ménages, en hausse de 6,7 %, après + 5,0 % au dernier trimestre de 1998, demeure le principal facteur de la croissance américaine. De même, le déflateur du PIB s'est accru plus rapidement que prévu, progressant de 1,4 % en rythme annuel, au lieu de 1,0 % attendu. Les commandes à l'industrie ont également été plus dynamiques, progressant de 2,7 % sur le trimestre, après + 0,2 % au dernier trimestre de 1998. Toutefois, la dégradation des échanges extérieurs contribue à freiner la croissance des États-Unis : au premier trimestre, la contribution de l'extérieur a ainsi été négative de 0,8 point. Pour l'ensemble de l'année 1999, enfin, le FMI a fortement relevé sa prévision de croissance, à + 3,3 %.

Au Japon, l'activité reste peu dynamique.

La consommation des ménages demeure mal orientée : en février et en mars 1999, les dépenses réelles de consommation des ménages ont reculé, de, respectivement, 3,8 % et 1,9 % sur un an et sur l'ensemble du premier trimestre de l'année, elles ont baissé de 1,4 % en glissement annuel. De plus, l'excédent commercial plafonne en raison de l'impact décalé de l'appréciation du yen face au dollar et du recul des commandes étrangères. Enfin, l'effet de la relance publique sur l'activité, qui a été sensible au dernier trimestre 1998 et au début de 1999, devrait s'atténuer progressivement au second semestre. Au total, selon le FMI, la croissance japonaise reculerait, de nouveau, en 1999, de 1,4 %, après - 2,9 % en 1998.

Au Royaume-Uni, quelques signes d'amélioration apparaissent.

Les enquêtes les plus récentes font état d'une amélioration du moral des chefs d'entreprise à la fin du premier trimestre : ainsi, selon la Confédération de l'industrie britannique, la confiance dans le secteur manufacturier a atteint son niveau « le moins négatif » depuis le début 1998 et, pour les prochains mois, les industriels prévoient une stabilisation des commandes intérieures et un ralentissement de la baisse des exportations. Les ventes au détail ont augmenté de 0,4 % au mois de mars et de 1,9 % sur un an, après + 1,6 % en février.

Dans les pays de la zone euro, on relève la concomitance d'un ralentissement d'ensemble et d'une accentuation des divergences entre certaines économies.

Ainsi, la France apparaît dans une situation plus favorable en matière de croissance que l'Allemagne et l'Italie.

Les résultats des dernières enquêtes, mensuelle et trimestrielle, de l'INSEE confirment les informations contenues dans l'enquête de conjoncture de la Banque de France parue au début du mois d'avril, montrant une amélioration en fin de trimestre dans le secteur industriel, qui concerne aussi bien les carnets de commandes étrangers que les perspectives personnelles des industriels. De plus, l'activité dans le secteur de la construction de logements demeure bien orientée au premier trimestre de 1999, les mises en chantier ayant progressé de 22,4 % sur un an. Enfin, le dynamisme des achats des ménages en produits manufacturés ne s'étant pas démenti en mars, la consommation totale des ménages devrait progresser encore nettement, de 0,8 % à 0,9 % (en données cvs) au premier trimestre de 1999 ; les achats de véhicules automobiles restent, à cet égard, particulièrement dynamiques (12,5 % de hausse sur un an des immatriculations en mars). Au cours des prochains mois, la diminution substantielle du nombre de demandeurs d'emploi enregistrée en mars (- 1,3 %) pourrait, au demeurant, soutenir le comportement de consommation des ménages.

En Allemagne, les prévisions de croissance pour 1999 ont été revues en baisse.

Pour l'année 1999, les six principaux instituts de conjoncture allemands ont ainsi ramené de + 2,3 % à + 1,7 % leur prévision de croissance du PIB. Ils sont cependant plus optimistes que le FMI et le gouvernement, dont la prévision se situe à + 1,5 % ; selon ces instituts, en effet, la détérioration des exportations allemandes devrait peu à peu être surmontée et la demande intérieure se raffermirait au second semestre grâce, notamment, à l'impact de la baisse des taux de la BCE. Toutefois, compte tenu de la révision des comptes nationaux allemands qui vient d'intervenir, l'acquis de croissance en début d'année 1999 est parti-culièrement faible (0,1 %).

En Italie, sur les premiers mois de 1999, la composante externe de la croissance italienne demeure très affaiblie.

Les exportations italiennes ont diminué en janvier et en février de, respectivement, 7,8 % et 10,8 % sur un an ; ces baisses font suite à un fléchissement des exportations de 5,2 % au dernier trimestre de 1998. Sur l'ensemble de l'année, la croissance du PIB s'établirait à + 1,5 % selon le FMI, après + 1,4 % en 1998 (+ 1,3 % après le changement de base).

Les estimations de la croissance en Europe sont, en outre, transitoirement affectées par le passage, à compter de fin avril 1999, à la nouvelle base harmonisée des comptes nationaux, qui modifie sensiblement les résultats passés.

Ainsi, la croissance allemande pour 1998 a été revue à + 2,3 %, au lieu de + 2,8 %, la croissance italienne à + 1,3 %, au lieu de + 1,4 %. Pour la France, les données de 1998 seront prochainement disponibles ; toutefois, selon les premiers chiffres fournis par l'INSEE jusqu'en 1997, la baisse serait de l'ordre de 0,2 point du PIB à prix constants sur chacune des années 1995 à 1997. Au total, il n'est pas impossible que ces changements aient pour effet d'accroître un peu plus l'écart de croissance avec l'Allemagne.

L'accentuation de la hausse des prix en mars dans la zone euro reflète, en partie, l'accroissement des prix de l'énergie.

En mars, l'IPCH de la zone euro a progressé de 1,0 % en glissement annuel, au lieu de 0,8 % en février ; l'inflation a baissé dans trois États membres, progressé dans huit et est restée inchangée dans quatre. Par ailleurs la dispersion des taux d'inflation entre les pays s'est accrue : les taux annuels les plus élevés ont été relevés au Portugal (+ 2,8 %), en Espagne (+ 2,1 %), aux Pays-Bas (+ 2,0 %) et en Irlande (+ 2,0 %) ; les plus bas, en Autriche (+ 0,1 %), en Allemagne, en France et en Suède (+ 0,5 %). L'accroissement des prix du pétrole (+ 22 % en mars comme en avril pour le prix du *Brent*) et, dans une moindre mesure, des matières premières a contribué à cette accélération, tandis que l'inflation sous-jacente demeurerait inchangée en mars par rapport à février (+ 1,1 % en glissement annuel dans la zone euro). L'inflation sous-jacente est la plus élevée dans les pays (Espagne, Finlande, Irlande et Portugal) où la croissance a été la plus forte en 1998. En revanche, une décélération est à constater dans les pays se signalant déjà par un faible taux d'inflation.

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

Le ralentissement de l'activité économique observé dès la mi-1998 ¹ s'est poursuivi au tout début de l'année 1999

En 1998, le PIB a progressé à un rythme sensiblement supérieur à celui des années précédentes : +3,2 % en moyenne annuelle, après +2,3 % en 1997 et +1,6 % en 1996. Toutefois, le profil infra-annuel est très contrasté : ainsi, en glissement annuel, la hausse du PIB est revenue de 3,6 % à la fin du premier trimestre à 3,4 % à la fin du premier semestre et à 2,8 % à la fin de 1998.

Cette décélération s'est poursuivie début 1999.

L'indice de la production industrielle, hors bâtiment (base 100 en 1990), a diminué de 0,6 % en février, après une hausse de 0,1 % en janvier ; sur un an, le rythme de croissance de l'indice est revenu de 1,8 % à 1,0 %, niveau sensiblement inférieur à celui observé à la fin du premier semestre 1998 (+6,0 %). La production industrielle, hors énergie et IAA, s'est repliée de 1,7 % en février (après une progression de 1,0 % en janvier), ce qui ramène à 0,9 % seulement la hausse sur un an (contre +7,3 % en juin 1998).

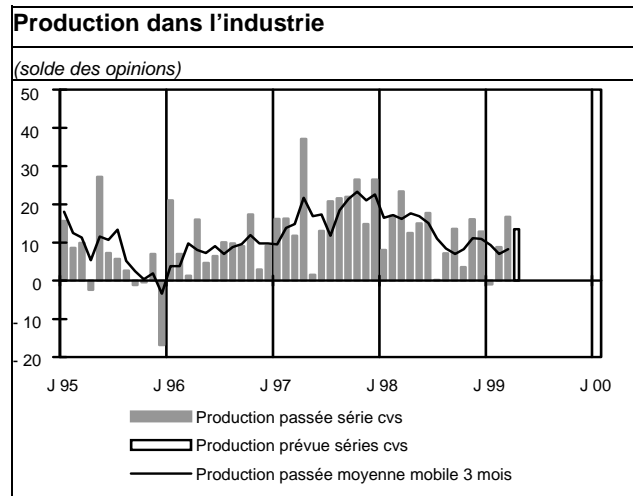
Au cours du premier trimestre 1999, selon les enquêtes de conjoncture de l'INSEE, la production et la demande ont nettement ralenti dans toutes les grandes branches de l'industrie manufacturière. Les perspectives générales de production baissent encore, mais dans une moindre proportion que lors des dernières enquêtes.

Dans les services marchands, par ailleurs, l'activité, très bien orientée fin 1998, a fléchi en début d'année, en raison, notamment, d'une moins bonne orientation de la demande dans les services aux entreprises industrielles.

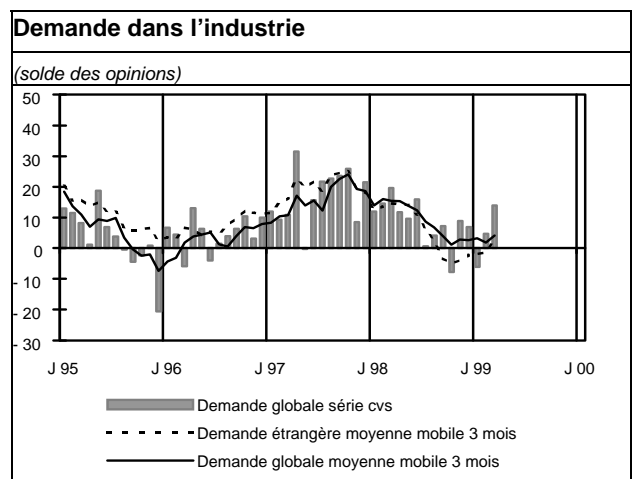
Toutefois, en fin de période, on observe un redressement sensible de l'activité dans l'industrie

En mars, l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France fait état d'un redressement de la production industrielle qui a nettement

progressé dans l'ensemble des secteurs, à l'exception de l'automobile où elle s'est repliée.



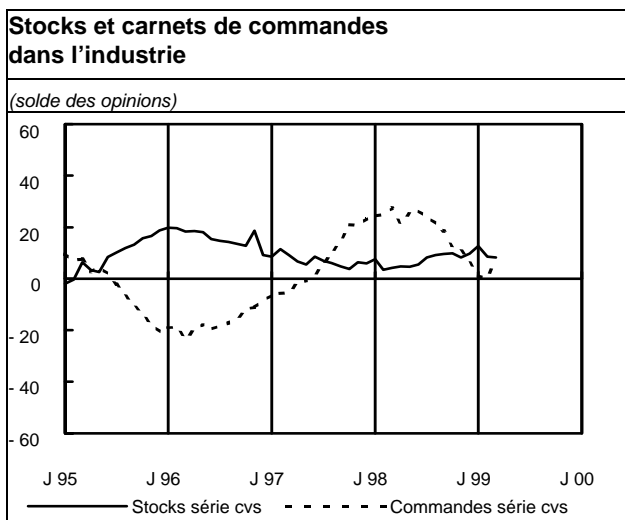
La demande globale s'est redressée. Sur le marché intérieur, la demande s'est raffermie, grâce au dynamisme persistant de la consommation des particuliers et à une meilleure orientation des commandes interindustrielles. À l'exportation, des progrès ont été enregistrés en raison, notamment, de la fermeté du courant d'ordres en provenance des États-Unis et de l'amélioration constatée sur les marchés d'Asie du Sud-Est ; en Europe, où les évolutions demeurent contrastées, des reculs ont, par contre, été enregistrés dans les échanges avec l'Allemagne et le Royaume-Uni.



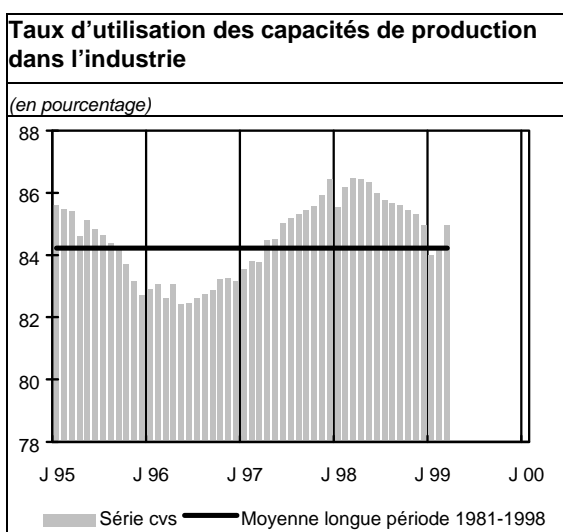
Les carnets de commandes se sont étoffés dans l'ensemble. Ils sont jugés correctement garnis dans la plupart des secteurs, sauf dans les biens intermédiaires où, malgré une amélioration, ils apparaissent encore insuffisants. Les stocks, qui ont globalement peu varié, excèdent quelque peu

¹ Pour une analyse semestrielle, cf. *L'économie française au printemps 1999* dans la partie « Études » du présent Bulletin

le niveau désiré, sauf dans l'automobile où ils sont considérés comme inférieurs à la normale.



Par ailleurs, le taux d'utilisation des capacités de production s'est légèrement redressé en mars, à 84,7 %, contre 84,3 % en février. Il se trouve ainsi à un niveau légèrement supérieur à sa moyenne de 1981-1998 (84,23 %).



L'enquête mensuelle de l'INSEE effectuée en avril indique également un redressement des carnets de commandes, globaux comme étrangers, lesquels sont désormais jugés normaux. Les perspectives de production progressent très légèrement, signifiant que le rythme de l'activité devrait se redresser au cours des prochains mois.

Selon la dernière enquête trimestrielle de l'INSEE, les chefs d'entreprise de l'industrie manufacturière anticipent, en outre, un redressement de la demande globale et étrangère au cours du deuxième trimestre.

Dans la zone euro, le ralentissement de l'activité industrielle s'est accentué. L'enquête de conjoncture européenne de mars indique, en effet, une dégradation de l'indicateur de confiance des chefs d'entreprise, essentiellement due à la détérioration du niveau des carnets de commandes.

En avril, selon les premiers résultats de l'enquête menée dans l'industrie par la Banque de France, l'activité a peu varié dans l'ensemble. Les évolutions sectorielles sont, toutefois, contrastées : progrès dans les biens d'équipement, stabilisation dans les biens intermédiaires et les biens de consommation, repli dans les industries agro-alimentaires et dans l'automobile. La demande, tant d'origine interne qu'externe, a marqué un certain tassement par rapport au mois précédent ; toutefois, les prévisions pour les tout prochains mois indiquent une progression sensible de l'activité dans la plupart des secteurs.

L'activité reste bien orientée dans le bâtiment

Dans le bâtiment, selon les résultats du ministère de l'Équipement, le nombre de logements commencés au cours du premier trimestre 1999 a progressé de 22,4 % par rapport au premier trimestre 1998. La hausse demeure plus marquée dans le logement individuel (+ 27,5 %) que dans le logement collectif (+ 13,9 %). Le nombre de logements autorisés a progressé de 21,3 % sur cette période par rapport aux trois mois correspondants de 1998.

La demande interne continue de bénéficier de l'amélioration du marché du travail

Une progression de la consommation en produits manufacturés, en mars

La consommation des ménages en produits manufacturés a augmenté de 1,6 % en mars 1999, après une baisse de 2,8 % en février ; sur un an, elle augmente de 6,3 % et sur le trimestre de 3,0 %. Fin mars, l'acquis de croissance est de 4,1 %. Limitée au champ du commerce, la consommation des ménages enregistre une hausse de 2,3 % sur le mois et de 6,7 % sur un an.

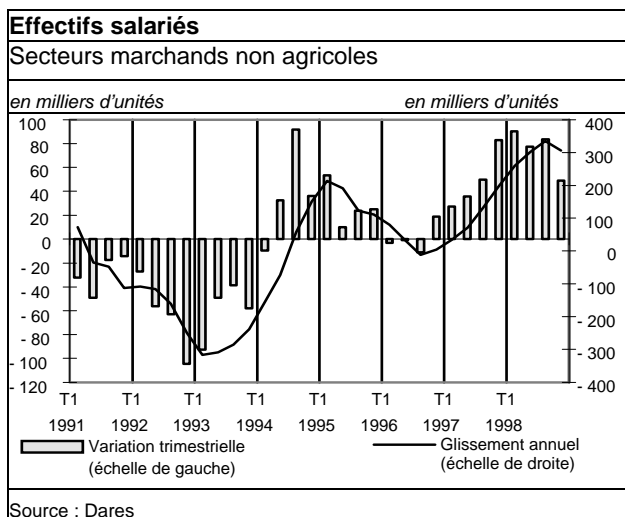
Les immatriculations de voitures neuves apparaissent comme l'une des composantes les plus dynamiques de la consommation des ménages. Après avoir augmenté de 13,1 % sur un an, au premier trimestre, elles se sont accrues de 12,5 % en avril (en glissement annuel).

L'indicateur résumé des opinions des ménages demeure à un niveau historiquement élevé, en dépit de la légère dégradation observée en avril, essentiellement due aux moins bons résultats obtenus en février en matière de chômage.

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

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

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

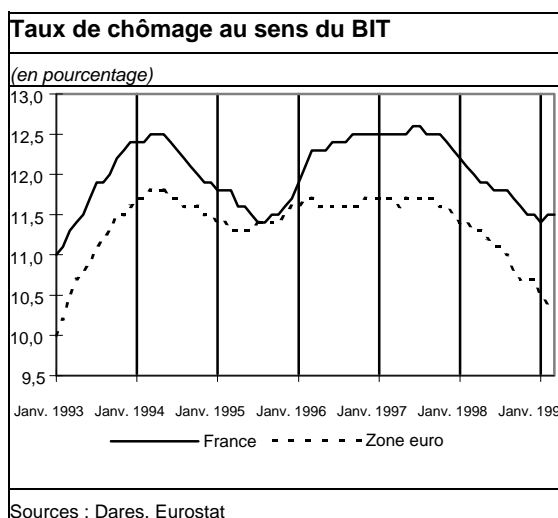


Pour l'ensemble de l'année 1998, compte tenu des créations d'emplois jeunes, la croissance de l'emploi total s'établit à 400 000 postes environ, après 227 000 postes en 1997.

Par ailleurs, en mars 1999, le nombre de demandeurs d'emplois de catégorie 1 (ayant travaillé moins de 78 heures dans le mois) a diminué de 1,3 % (- 4,7 % sur un an).

Le taux de chômage reste stable, à 11,5 % de la population active, en baisse de 0,6 point sur un an. Dans la zone euro, le taux de chômage a baissé de 0,1 point en février, pour atteindre 10,4 %, en recul de 0,8 point sur un an.

Le nombre de demandeurs d'emploi inscrits depuis plus d'un an à l'ANPE s'est replié de 1,3 % en mars 1999 et représente 38,5 % des demandeurs d'emploi de catégorie 1 ; sur un an, il décroît de 4 %.



Une progression un peu moins soutenue du revenu des ménages

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

Le pouvoir d'achat du revenu des ménages a enregistré en 1998 une accélération encore plus marquée, grâce au net ralentissement des prix à la consommation et des biens importés ; sa progression s'est ainsi établie à 3,5 % en moyenne annuelle, au lieu de 2,5 % en 1997.

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

La situation financière des entreprises et des ménages demeure satisfaisante

Selon la dernière enquête financière de la Banque, la situation de trésorerie des entreprises demeure très aisée, même si elle s'est légèrement resserrée au cours du premier trimestre 1999.

Les difficultés de paiement ont, de nouveau, sensiblement diminué, tandis que la progression des résultats d'exploitation s'est poursuivie. Malgré une hausse des besoins en fonds de roulement, les utilisations nouvelles de crédit à court terme n'ont guère varié, la bonne situation financière des entreprises ne les incitant pas à s'endetter à court terme.

De fait, en février, le rythme de croissance des crédits bancaires aux sociétés s'est sensiblement ralenti (+ 3,8 % en glissement annuel, après + 5,4 % en janvier), en raison de la décélération des crédits de trésorerie (+ 4,7 %, après + 7,5 %), alors que le taux de croissance annuel des crédits à l'investissement demeurait soutenu (+ 5,7 %, après + 5,6 %), bénéficiant, notamment, d'une baisse des conditions de financement : au premier trimestre 1999, le coût moyen de crédit aux entreprises s'établissait, selon l'enquête de la Banque de France, à 4,41 % pour les crédits à moyen et long termes (contre 5,02 % sur la période correspondante de l'année précédente).

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

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

À court terme, la décélération de la croissance serait limitée, grâce à la bonne tenue de la demande interne

Les enquêtes de conjoncture de la Banque de France et de l'INSEE font état d'une meilleure orientation de l'activité industrielle à la fin du premier trimestre 1999.

Le comportement de consommation et d'investissement des ménages devrait rester dynamique au cours des prochains mois, malgré une hausse sans doute un peu moins vive qu'en 1998 des revenus d'activité. L'enquête financière de la Banque de France indique, notamment, une

progression soutenue des utilisations nouvelles de prêts personnels et, dans une moindre mesure, de crédits de trésorerie au cours des trois premiers mois de l'année. Les utilisations nouvelles de prêts immobiliers ont connu leur plus forte hausse depuis le quatrième trimestre 1996. Par ailleurs, la demande de crédits, de trésorerie comme immobiliers, devrait encore se renforcer au cours des prochains mois, selon les établissements interrogés.

Concernant les entreprises, les anticipations d'investissement pour la fin du premier semestre 1999 paraissent mieux orientées qu'elles ne l'étaient fin 1998, et, selon l'enquête financière de la Banque de France, la demande de prêts à moyen et long termes devrait s'accroître de nouveau à un rythme assez soutenu au cours des prochains mois.

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

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

Au total, selon les prévisions contenues dans la dernière *Note de conjoncture de l'INSEE* de mars 1999, le PIB devrait augmenter en volume de 0,9 % au premier semestre de 1999, après + 1,2 % au second semestre de 1998 et + 1,6 % au premier semestre de 1998. La consommation

des ménages continuerait d'être le principal moteur de la croissance au premier semestre de 1999, tandis que les échanges extérieurs apporteraient une contribution nulle et les stocks une contribution négative à la croissance.

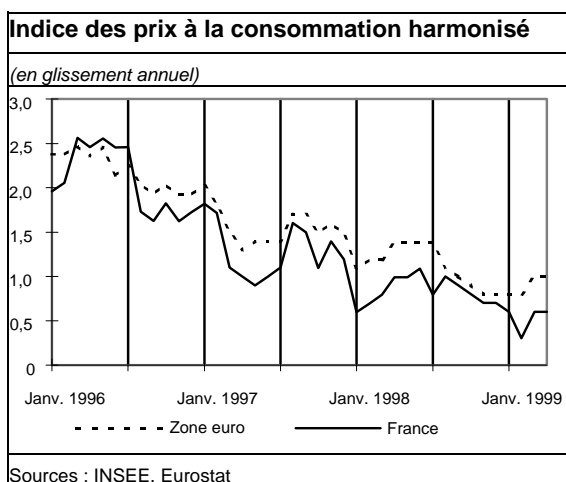
Sur ces bases, l'acquis de croissance à la fin du premier semestre de 1999 s'établirait à 1,7 point de croissance. Sur l'ensemble de l'année 1999, la progression du PIB s'établirait, selon les dernières prévisions du gouvernement, entre +2,2 % et +2,5 %, au lieu d'une première prévision de 2,7 %.

1.2. L'évolution des prix

Une faible hausse des prix de détail

Selon l'INSEE, l'indice des prix de détail (base 100 en 1998) a augmenté de 0,4 % en mars en données brutes et de 0,2 % en données cvs. En glissement sur douze mois, l'indice des prix à la consommation progresse de 0,4 % en données brutes, comme en données désaisonnalisées, après 0,2 % le mois précédent.

La France se situait ainsi, en mars 1999, parmi les pays européens enregistrant les meilleures performances en termes d'inflation. Sur ce mois, la hausse des prix en moyenne annuelle glissante, selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), atteignait 0,6 % en France. Pour l'ensemble de la zone euro, elle était de 1,0 %.



Les *prix alimentaires* ont augmenté de 0,2 % en mars (+ 1,3 % sur un an), sous l'effet d'un rebond de 1,4 % du prix des produits frais (soit + 6,6 % sur un an).

Les prix de l'alimentation hors produits frais n'ont que légèrement progressé (+ 0,1 % en mars et + 0,6 % sur douze mois).

Les *prix des produits manufacturés y compris énergie* se sont accrus de 0,6 % en mars. Sur un an, ils baissent de 1,2 %.

Les prix des *produits manufacturés* ont enregistré un rebond de 0,6 % (- 0,5 % sur un an), sous l'effet d'une progression de 3,5 % des prix de l'habillement-chaussures due à la fin des soldes (+ 0,1 % sur un an). Les prix des autres produits manufacturés n'ont pas varié (- 0,7 % sur un an).

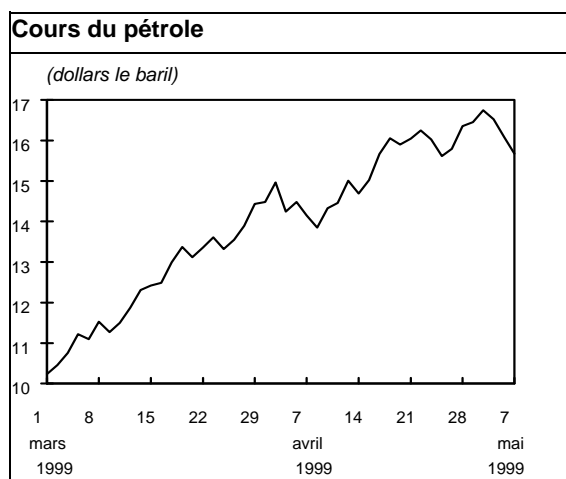
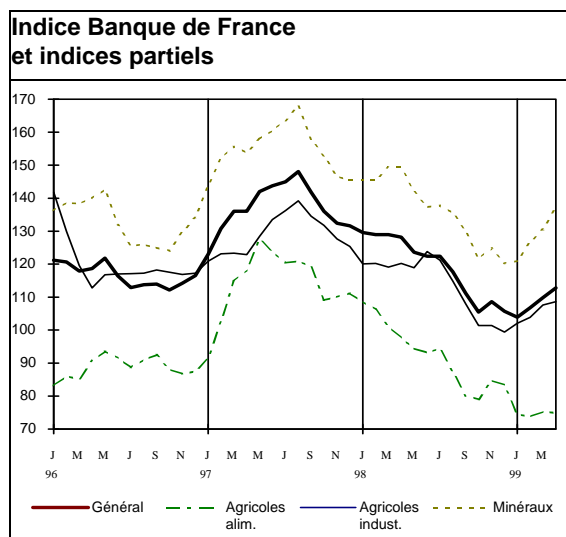
Les prix de l'*énergie* s'accroissent assez nettement, de 0,6 % sur le mois (- 4,2 % sur douze mois), du fait de la hausse des prix des produits pétroliers (+ 1,0 % en mars, soit - 3,8 % sur un an).

Les prix des *services* enregistrent une hausse de 0,1 % en mars (+ 1,1 % sur un an). Les prix de l'ensemble loyer et eau augmentent de 0,3 % sur le mois (+ 2,0 % sur un an). Les prix des services de santé progressent de 0,2 % (+ 0,5 % sur un an), comme ceux des transports et télécommunications (+ 0,6 % en glissement annuel). Les prix des autres services sont stables (+ 1,0 % sur un an).

Au total, en mars 1999, l'augmentation de l'indice des prix à la consommation provient, principalement, d'une contribution en hausse (+ 0,23 point) du secteur des produits manufacturés, imputable à l'habillement-chaussures qui contribue positivement à la variation de l'indice d'ensemble, à hauteur de 0,19 point, en liaison avec la fin de la période des soldes. Le secteur de l'énergie a une contribution positive de 0,05 point (après des contributions négatives en janvier et février). Le secteur de l'alimentation hors tabac contribue à la variation de l'indice global pour 0,04 point, comme celui des services.

La tendance de fond de la progression des prix, mesurée par les indicateurs d'inflation sous-jacente, apparaît, toutefois, plus élevée. Selon l'INSEE, elle est restée stable en mars, mais s'inscrit en hausse de 0,8 % sur un an. Par construction, en effet, de tels indices ne sont pas affectés par certains facteurs conjoncturels (notamment les aléas sur le prix de l'énergie et des produits frais) qui peuvent faire varier fortement l'indice d'ensemble.

Le mouvement de baisse des prix de vente industriels des biens intermédiaires s'atténue, en liaison avec la diminution de la désinflation importée



Dans un environnement marqué par la baisse des prix des matières premières et le ralentissement économique qui affecte les économies de plusieurs pays émergents, les prix de vente industriels des biens intermédiaires diminuent depuis plusieurs mois.

En mars, ils ont ainsi baissé de 0,1 %, après un recul de 0,2 % le mois précédent. En glissement annuel, les prix de vente industriels des biens intermédiaires se replient de 3,0 %, comme le mois précédent, contre une hausse de 0,6 % en mars 1998.

Dans la zone euro, un mouvement identique a été observé. Ainsi, en glissement annuel, les prix à la production industrielle se sont contractés de 2,8 % en février 1999.

La décélération des prix de vente industriels des biens intermédiaires tend, toutefois, à s'atténuer ; le raffermissement observé devrait se poursuivre durant les prochains mois, compte tenu du redressement des prix des matières premières importées.

En avril, en effet, les marchés mondiaux de matières premières ont, dans l'ensemble, continué de se redresser. L'indice Banque de France, qui reflète le coût en francs des matières premières importées hors énergie, a augmenté de 3,23 % (après + 2,9 % en mars), ce qui ramène à 12,0 % le recul sur un an (après - 15,2 % en mars et - 18,8 % fin 1998) ; par ailleurs, le cours du baril de *Brent* a augmenté de 22,0 % en moyenne au cours du mois d'avril (15,29 dollars, après 12,53 dollars en moyenne en mars et 9,97 dollars en décembre 1998).

Par ailleurs, les opinions des chefs d'entreprise sur les prix de production, telles qu'elles ressortent des enquêtes de conjoncture, se redressent légèrement.

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

1.3. La compétitivité

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

Évolution récente

En avril, en moyenne mensuelle, le dollar, la livre sterling et le yen sont restés orientés à la hausse, tandis que le franc suisse s'est légèrement replié. Les devises de l'Asie émergente ont globalement continué de s'apprécier, sous l'effet, notamment, du raffermissement du won coréen. De son côté, le bloc des monnaies d'Amérique latine a nettement progressé, en liaison avec la remontée du real brésilien.

Au total, l'indicateur calculé vis-à-vis d'un ensemble de 42 partenaires² enregistre en avril une nouvelle progression de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros et mesurée par les prix à la consommation.

Tous les ensembles de partenaires ont été concernés par cette amélioration. Toutefois, la compétitivité de la France a peu varié vis-à-vis des pays de l'Union monétaire, les mouvements d'un mois à l'autre ne reflétant plus, depuis de début de l'année, que les écarts de prix.

Évolution de long terme

Par rapport au niveau moyen de l'année 1987, la France conserve en avril 1999 un avantage de compétitivité quel que soit le groupe de partenaires considéré.

À l'égard de l'ensemble des 42 partenaires, des pays de l'Union européenne et des États-Unis, les gains de la compétitivité française tendent à s'accroître depuis le début de l'année.

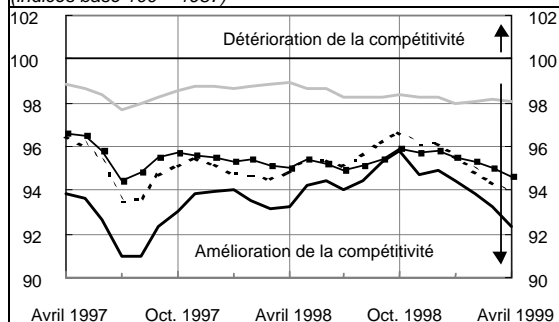
Vis-à-vis du Japon et des pays émergents d'Asie, la situation de la France en matière de compétitivité continue de s'améliorer. Vis-à-vis de l'Amérique latine, les gains de la France sont revenus en fin de période pratiquement au niveau atteint en décembre 1998, avant la dégradation en début d'année due à la chute de la monnaie brésilienne.

² Union européenne, États-Unis, Suisse, Japon, Canada, Corée du Sud, Turquie, Maroc, Taiwan, Hong-Kong, Pologne, Norvège, Brésil, Australie, Indonésie, Inde, Argentine, Israël, Thaïlande, Singapour, Afrique du Sud, Malaisie, Mexique, Hongrie, Chili, Philippines, Pakistan, Venezuela, Colombie, Nouvelle-Zélande (les pays indiqués en italique forment le groupe des pays industrialisés).

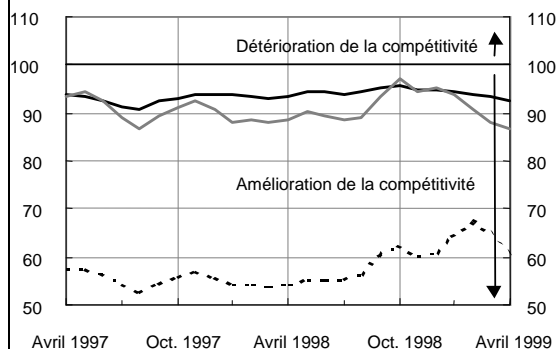
Compétitivité de l'économie française : du franc à l'euro

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

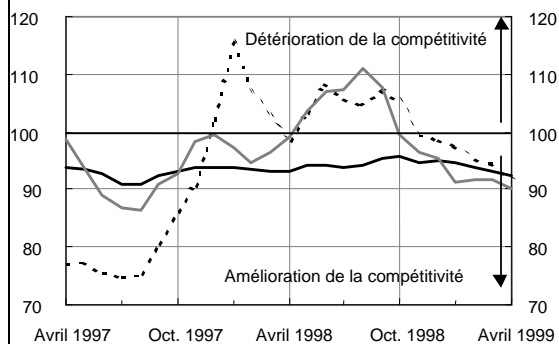
(indices base 100 = 1987)



— Vis-à-vis d'un ensemble de 42 pays
 — Vis-à-vis de l'Union monétaire
 —■ Vis-à-vis de l'Union européenne
 - - - - Vis-à-vis des pays industrialisés



— Vis-à-vis d'un ensemble de 42 pays
 - - - - Vis-à-vis de l'Amérique latine
 —■ Vis-à-vis des États-Unis



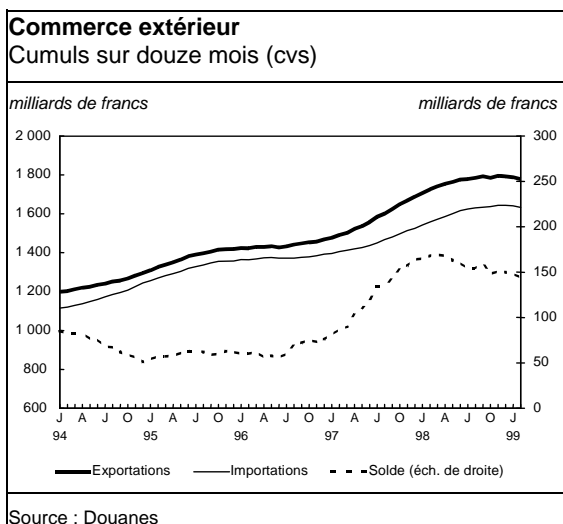
— Vis-à-vis d'un ensemble de 42 pays
 - - - - Vis-à-vis de l'Asie émergente
 —■ Vis-à-vis du Japon

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

1.4. Le commerce extérieur en février 1999

Évolution globale

(données douanières FAB-FAB cvs)



L'excédent commercial s'établit en février à 9,1 milliards de francs en données cvs, soit près de 1,4 milliard d'euros, s'inscrivant en très légère hausse par rapport au chiffre du mois de janvier (9 milliards de francs, après révision de - 0,5 milliard), mais toujours en retrait par rapport à la moyenne observée au cours des douze derniers mois (12 milliards). Ce résultat s'accompagne d'un repli des exportations (139,6 milliards de francs et - 1,9 %), proche de celui des importations (130,5 milliards et - 2,1 %). En glissement trimestriel, le recul atteint, respectivement, 4,7 % et 3,2 %.

L'excédent industriel enregistre son résultat le plus faible depuis septembre 1996 (3 milliards de francs en février, contre 3,7 milliards en janvier), un recul généralisé des ventes (- 2,5 %) se conjuguant à une augmentation des achats de biens de consommation.

Au plan géographique, le déficit avec l'Asie, en particulier avec le Japon, atteint un niveau exceptionnel, tandis que l'excédent avec l'Union européenne se contracte.

Après révision des chiffres, l'excédent de l'année 1998 s'élève à 151,3 milliards de francs, contre 151,9 milliards précédemment, et celui de 1997 à 163,9 milliards, contre 164 milliards.

Orientation géographique

(données douanières CAF-FAB cvs)

- L'excédent avec les *pays de l'Union européenne* se contracte fortement (4,9 milliards de francs, contre 8 milliards en janvier), en raison d'une accentuation en février du recul des exportations (- 4,6 %) observé depuis plusieurs mois et malgré la poursuite de l'effritement des importations.

Le retour à la normale des ventes à destination du *Royaume-Uni* et de la *Grèce*, après le niveau exceptionnel atteint le mois précédent, contribue largement à la diminution de l'excédent avec l'Union européenne.

Le solde avec l'ensemble des pays de la *zone euro* s'inscrit en baisse par rapport au mois précédent (+ 0,4 milliard de francs, après + 0,6 milliard), sous l'effet d'une diminution légèrement plus accentuée des exportations (- 2,7 %) que des importations (- 2,5 %).

- Bien qu'en légère réduction par rapport à janvier, à près de 2 milliards de francs, le déficit des échanges avec les *États-Unis* reste très supérieur à la tendance observée au cours des neuf derniers mois de 1998, en raison notamment de la faiblesse des ventes aéronautiques.

- À près de 3 milliards de francs, le déficit avec le *Japon* se creuse, sous l'effet conjugué d'une poussée des importations de biens d'équipement (motocycles) et d'un recul des ventes.

- Le déficit avec le *continent asiatique hors Japon* s'est alourdi (- 4,2 milliards de francs, après - 2,9 milliards) sous l'effet d'une baisse de 7,1 % des ventes par rapport au mois précédent (recul des exportations courantes et, en particulier, faiblesse des livraisons aéronautiques), associée à une hausse de 7,1 % des importations.

1.5. La balance des paiements de l'année 1998 (données révisées) et du mois de février 1999

Résultats définitifs de 1998

(Ces résultats seront commentés en détail dans le Rapport annuel sur la balance des paiements et la position extérieure de la France, à paraître début août prochain.)

L'excédent du *compte de transactions courantes* a atteint un niveau record (236,4 milliards de francs, après 226,6 milliards — révisé — en 1997). Ce résultat s'accompagne d'une progression élevée des flux (7,7 % en recettes et 8,1 % en dépenses), légèrement inférieure cependant à celle de l'année précédente. Les exportateurs sont ainsi parvenus, dans un contexte marqué par le ralentissement de la demande mondiale, à accroître quelque peu leur part de marché.

Il est à noter tout particulièrement une nouvelle avance des *voyages* — poste qui atteint, à 71,6 milliards de francs, son plus haut niveau historique — ainsi que de l'excédent des *revenus* (29 milliards, au lieu de 19,2 milliards en 1997) en ligne avec l'amélioration de la position extérieure de la France consécutive à la réalisation, depuis plusieurs années, d'excédents sur le compte des transactions courantes et le compte de capital.

La capacité de financement de la Nation s'étant ainsi accrue, les placements nets à l'étranger se sont renforcés. Le *compte financier* a, en effet, enregistré en 1998 des sorties de 295,7 milliards de francs, après 264,4 milliards l'année précédente.

— Les *investissements directs* se sont inscrits en hausse sensible, tant pour les investissements français à l'étranger (+ 15,2 %) qu'étrangers en France (+ 22,2 %).

— Les sorties au titre des *investissements nets de portefeuille* ont doublé, en raison d'une forte hausse des achats nets de titres étrangers, répartis sur l'ensemble des instruments et concentrés à hauteur de 56 % sur les pays de l'Union monétaire. Les investisseurs étrangers sur la place de Paris ont fait un retour remarqué, notamment sur le marché des valeurs du Trésor, où l'encours détenu en fin d'année 1998 par les non-résidents s'est élevé à 19,6 % du total, contre seulement 15,0 % fin 1997.

— Les *autres investissements (dépôts-crédits)* se sont traduits par un large retournement — des entrées de 199 milliards de francs succédant à de faibles sorties (– 8,6 milliards) en 1997, en raison des compensations enregistrées entre les flux du secteur bancaire et ceux des autres secteurs —, qui provient, notamment, d'un accroissement net de l'endettement du secteur bancaire (entrées de 266,6 milliards, contre des sorties de 40 milliards en 1997), en raison de nouveaux emprunts et de remboursements des prêts consentis aux non-résidents.

— Enfin, les *avoirs de réserve* ont connu une nouvelle augmentation, de plus forte ampleur que l'année précédente (115,7 milliards de francs, après 34, milliards en 1997).

Résultats du mois de février 1999

— Le *compte de transactions courantes* a enregistré en février un excédent de 14,2 milliards de francs en données brutes, après un excédent de 28 milliards en janvier. Sur deux mois, le cumul est comparable à celui réalisé l'an passé sur la même période tant en données brutes qu'en données cvs (respectivement 42,2 milliards de francs et 33,6 milliards, contre 42,8 milliards et 33,2 milliards en 1997), les échanges de biens étant soumis à une forte contraction par rapport à l'an dernier (– 7,6 % en exportations et – 6,7 % en importations).

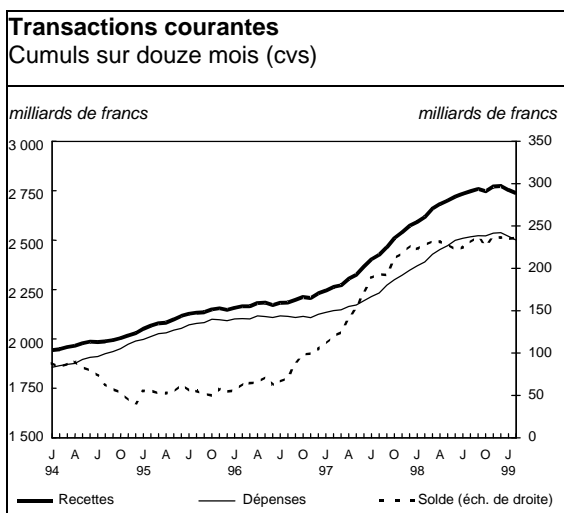
— En revanche, les placements nets à l'étranger exprimés par le solde du *compte financier* sont demeurés à un niveau élevé en février ; alors que les investissements directs français restent au même niveau que l'an passé, que les investissements de portefeuille des résidents à l'étranger reculent brutalement (– 78,3 milliards de francs, contre – 154,2 milliards en janvier) et que ceux des non-résidents sur les titres français se situent encore à un niveau élevé, le solde des autres investissements met particulièrement en évidence un fort ralentissement des emprunts nets à l'étranger du secteur bancaire.

— Enfin, la mise à disposition de la BCE de devises, en janvier, est à l'origine, sur les deux premiers mois de l'année, d'une diminution des *avoirs de réserve* de 38 milliards de francs.

1.5.1. Les transactions courantes

Les coefficients servant aux corrections des variations saisonnières ont fait l'objet d'une révision pour incorporer la dernière version des chiffres de 1998. On ne peut donc pas comparer les données cvs avec celles publiées dans les Bulletins précédents.

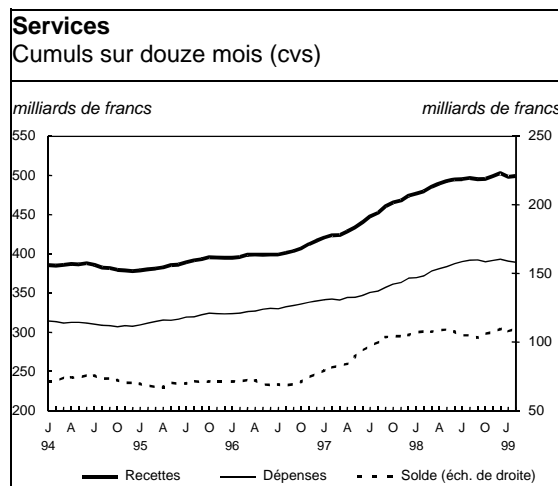
L'excédent des transactions courantes s'établit, en février, à 22,5 milliards de francs, en données cvs, contre 11,1 milliards en janvier (respectivement 14,2 milliards, après 28 milliards, en données brutes). Sont à l'origine de cette augmentation les revenus d'investissement et, dans une moindre mesure, les services. À l'inverse, le solde des transferts courants, positif en janvier, se retourne.



Les biens (données cvs)

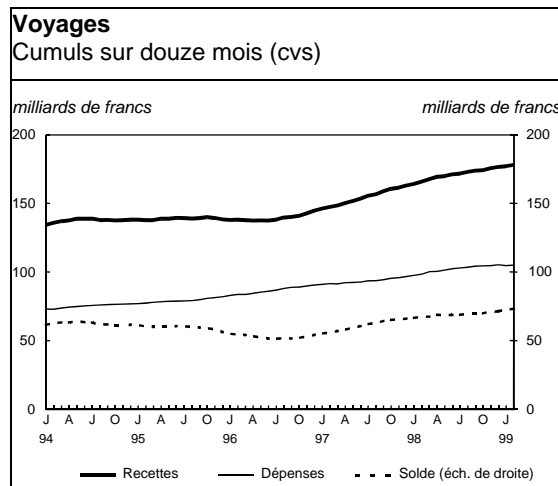
En raison de la quasi-stabilité du commerce extérieur en février, le solde excédentaire des biens ressort à 10,9 milliards de francs, au lieu de 11,1 milliards en janvier. Sur les deux premiers mois de l'année, il est en repli de près de 4,5 milliards de francs par rapport à la période correspondante de 1998.

Les services (données cvs)



Après 8,2 milliards de francs en janvier, l'excédent des services progresse nettement, pour atteindre 10,5 milliards. En cumul à fin février, il dépasse de près de 0,4 milliard de francs celui qui avait été observé sur les deux premiers mois de 1998.

Les voyages enregistrent, en février, un résultat légèrement en repli par rapport à celui de janvier (+ 6,4 milliards de francs, après + 6,7 milliards), et supérieur à celui de février 1998 (+ 5,7 milliards). Sur les deux premiers mois de l'année, les recettes augmentent de 5,3 %, confirmant l'attrait touristique de la France, alors que les dépenses des Français à l'étranger baissent de 1,7 %.



Les soldes des autres postes affichent, dans l'ensemble, une amélioration, à l'exception des transports dont le solde se contracte fortement sous l'effet d'une hausse importante des dépenses de transport aérien (fret).

Après un mois de janvier assez faible (0,6 milliard de francs), le solde excédentaire des *services de construction* progresse, à 1,4 milliard, mais, en cumul sur deux mois, il s'inscrit en retrait de 1 milliard par rapport à la période correspondante de 1998, du fait du dénouement de certains grands chantiers en Asie. Celui des *autres services aux entreprises* est également en hausse (2,3 milliards de francs, après 1,8 milliard en janvier), grâce à l'évolution du solde des services divers aux entreprises.

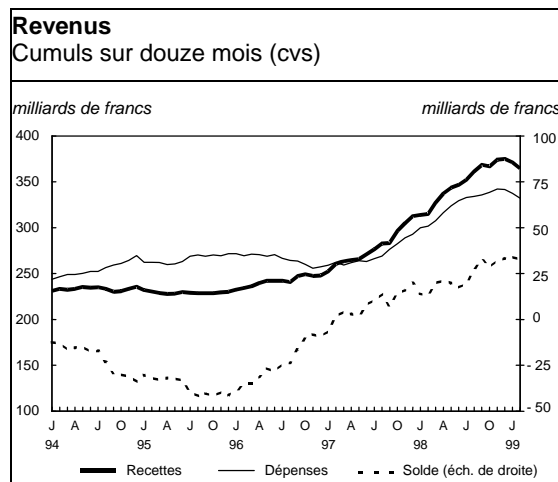
Les revenus (données cvs)

Le solde des revenus se redresse considérablement en février, pour atteindre un excédent de 6,1 milliards de francs, après avoir enregistré un déficit de 2 milliards en janvier. Néanmoins, sur deux mois, les flux nets de revenus (+ 4,1 milliards de francs) s'avèrent inférieurs à ceux observés à fin février 1998 (+ 4,7 milliards).

– L'excédent des *revenus d'investissements directs* augmente sensiblement par rapport à celui de janvier (1,8 milliard de francs, contre 1 milliard), sous l'effet conjugué d'une hausse des rapatriements de dividendes et d'une baisse des rémunérations des capitaux investis dans des sociétés résidentes. Sur les deux premiers mois de l'année, l'excédent (2,8 milliards de francs) est en deçà de celui observé un an plus tôt (4,2 milliards).

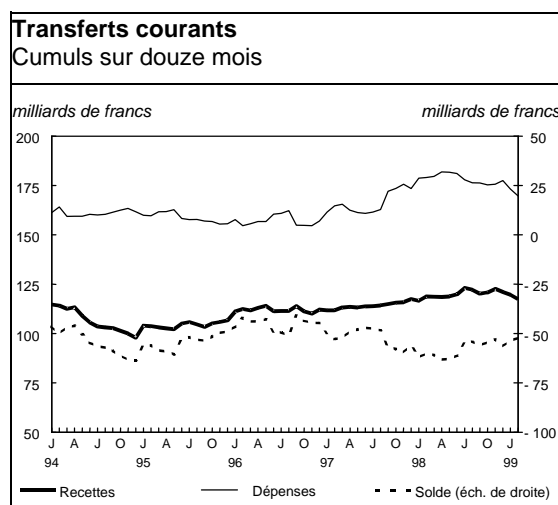
– La croissance soutenue du solde des *revenus des investissements de portefeuille*, qui passe d'un déficit de 0,7 milliard de francs en janvier à un excédent de 2,7 milliards en février, tient essentiellement au fléchissement des versements de coupons et dividendes à des non-résidents détenteurs de titres français. En cumul à fin février, le solde progresse de 9,2 milliards de francs d'une année à l'autre.

– Les *autres revenus des investissements* enregistrent un solde négatif en baisse par rapport à janvier (– 0,4 milliard de francs, contre – 1,1 milliard, le mois précédent).



Les transferts courants (données brutes)

Le solde des transferts courants s'est inversé en février (– 4,6 milliards de francs, contre + 11,1 milliards en janvier), en raison de l'évolution des transferts des administrations publiques, après les versements importants effectués en janvier par l'Union européenne au titre du Feoga-garantie.



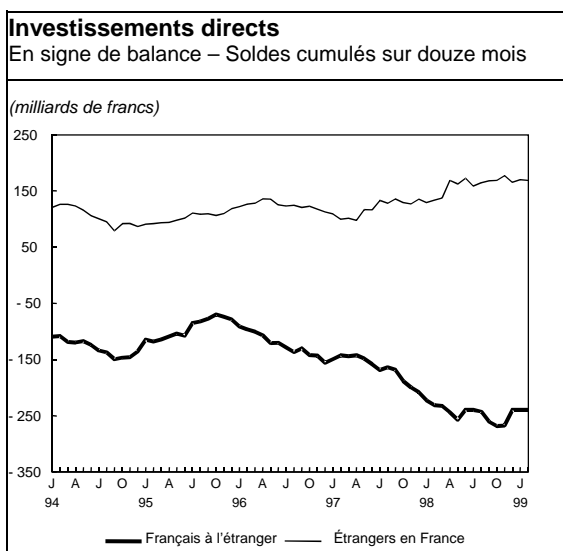
1.5.2. Le compte de capital

Le solde des transferts en capital demeure faiblement négatif en février (– 82 millions de francs, après – 35 millions, en janvier), en raison de l'absence de concours européens versés au titre du Feder et du Feoga-orientation.

1.5.3. Le compte financier

Les flux financiers hors avoirs de réserve se traduisent en février par des sorties nettes de 13,2 milliards de francs, de bien moindre ampleur que celles enregistrées le mois précédent (91,6 milliards en janvier). Les placements nets à l'étranger résultant des investissements de portefeuille (15,2 milliards de francs) et, dans une moindre mesure, des investissements directs (9,4 milliards) sont partiellement compensés par des entrées nettes au titre des « autres investissements » (11,4 milliards). Les avoirs de réserve augmentent de 4,7 milliards de francs.

Investissements directs

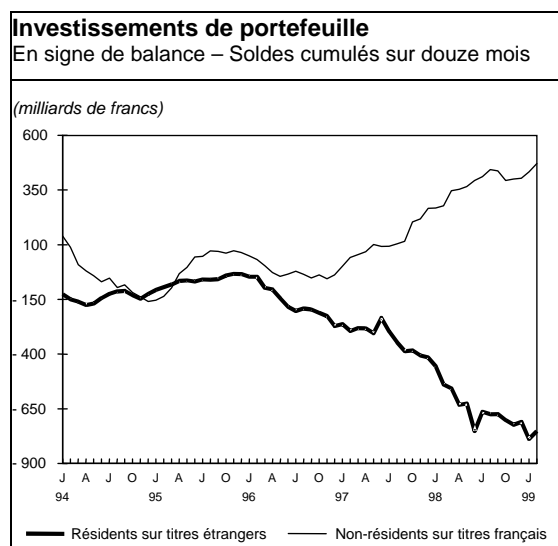


Les investissements directs (y compris les bénéfiques réinvestis) donnent lieu en février à des sorties nettes, à hauteur de 9,4 milliards de francs, après 5,3 milliards en janvier.

Les flux nets d'investissements directs français à l'étranger continuent de progresser (14,5 milliards de francs, après 13,2 milliards en janvier et 10,7 milliards en décembre). Les opérations en capital social sont plus actives qu'en janvier (7,4 milliards de francs, contre 4,7 milliards), les « autres opérations » enregistrant pour leur part un fléchissement (6 milliards de francs, contre 7,4 milliards).

Les flux nets d'investissements directs étrangers en France se contractent sensiblement, avec des entrées de 5,1 milliards de francs, contre 7,9 milliards en janvier. Toutefois, les opérations en capital social marquent une reprise avec des entrées nettes de 2,4 milliards de francs (contre des sorties nettes de 0,3 milliard), les « autres opérations » se traduisant par de moindres entrées nettes (2,4 milliards, contre 8 milliards).

Investissements de portefeuille



Les sorties nettes résultant des flux d'investissements de portefeuille (produits financiers dérivés inclus) se réduisent assez fortement (15,2 milliards de francs, après 95,9 milliards en janvier).

Les achats nets des résidents en titres étrangers reviennent de 154,2 milliards de francs à 78,3 milliards. Ce mouvement touche essentiellement les achats d'obligations (28,7 milliards de francs, contre 85,7 milliards en janvier) et d'actions (2 milliards, après 14,8 milliards).

La présence des non-résidents sur le marché des titres français se renforce encore par des achats nets de 63,1 milliards de francs, après 58,3 milliards en janvier et 54,8 milliards en décembre. Les acquisitions nettes portent principalement sur les obligations (47,9 milliards de francs, dont 13,9 milliards en valeurs du Trésor), sur les actions, à hauteur de 7,9 milliards de francs, et sur les produits financiers dérivés, pour un montant identique.

Autres investissements

En février 1999, les « Autres investissements » se sont traduits par des entrées nettes de 11,4 milliards de francs, prolongeant ainsi celles du mois précédent (9,6 milliards de francs). Ce mouvement s'accompagne d'une diminution conjointe des avoirs et des engagements, respectivement à hauteur de 183,9 milliards de francs et de 172,5 milliards.

En ce qui concerne le secteur bancaire, les opérations des banques résidentes avec l'étranger se sont soldées par des entrées nettes de 65,1 milliards de francs, imputables à une contraction des créances (123 milliards), plus de deux fois supérieure à celle des engagements (57,9 milliards).

Les opérations libellées en euros sont essentiellement à l'origine de cette évolution, avec un fléchissement des créances (124,6 milliards de francs) et des engagements (75 milliards).

À l'inverse, les entrées observées au titre des opérations en devises (15,5 milliards de francs) traduisent une augmentation des engagements de 17 milliards, légèrement atténuée par la hausse des avoirs de 1,5 milliard.

S'agissant des autorités monétaires, on observe des sorties nettes de 37,7 milliards de francs, en liaison avec les opérations transitant par le système de règlement *Target*.

Les flux financiers des autres secteurs ont dégagé un solde négatif de 16 milliards de francs, sous l'effet d'une progression des avoirs à l'étranger (23,5 milliards) sensiblement plus marquée que celle des engagements (7,5 milliards).

Avoirs de réserve

En février 1999, les avoirs de réserve bruts, à l'exclusion des avoirs en devises détenus sur des résidents de la zone euro, se sont accrus de 4,7 milliards de francs.

2. Comportements monétaires et financiers

Dans la zone euro, M3 a progressé de 5,1 % sur un an en mars 1999, rythme identique à celui de février (chiffre révisé). Le ralentissement du taux de croissance annuel des dépôts à vue s'est poursuivi (+ 13,1 %, après + 14,9 % en février), mais il a été en partie compensé par l'interruption de la décreue des dépôts à terme d'une échéance inférieure ou égale à deux ans (- 0,1 %, après - 4,2 %) et, dans une moindre mesure, par une progression plus soutenue des billets et pièces en circulation (+ 1,2 %, après + 0,6 %). En France, l'ensemble des dépôts monétaires a ralenti. La progression annuelle des dépôts à vue s'est établie à 4,5 % en mars, après + 6,5 % le mois précédent, et cette décélération concerne aussi bien les ménages (+ 4,7 %, après + 5,5 %) que les sociétés (+ 10,4 %, après + 15,1 %). Dans le cas des ménages, le comportement d'arbitrage au détriment des placements liquides s'illustre par le ralentissement du taux de croissance annuel des comptes sur livrets (+ 2,7 %, après + 3,6 %).

Dans la zone euro, la progression annuelle des crédits obtenus par les résidents s'est renforcée en mars, après avoir connu un rythme déjà très

soutenu en février : + 8,5 %, après + 8,2 %. En France, le mouvement est similaire bien que le taux de croissance des crédits reste plus mesuré. Celui-ci s'est établi à + 4,0 % en mars, après + 3,4 % en février : la progression annuelle de l'endettement des ménages auprès des banques est restée vive (+ 7,1 %, après + 6,6 %), aussi bien pour la composante habitat que pour la composante trésorerie ; à l'inverse, le glissement annuel des crédits bancaires aux sociétés non financières s'est réduit (+ 2,5 %, après + 3,8 %), le repli affectant davantage les crédits de trésorerie que les crédits d'investissement. Toutefois, les émissions de titres des sociétés ont conservé un rythme de croissance annuel très dynamique : + 17,5 %, après + 13,3 % en février. Au total, la progression de l'endettement intérieur total (EIT) sur douze mois s'est élevée à 4,8 %, après + 4,5 % en février. En particulier, la composante privée de l'EIT (ménages + sociétés non financières) s'est accrue de 5,3 % sur un an, après + 4,9 % en février.

Principaux indicateurs monétaires et financiers – Zone euro et France

	(encours en milliards d'euros, variations et parts en pourcentage)			
	Encours	Glissement annuel		Part dans la zone euro
	Mars 1999	Février 1999	Mars 1999	Mars 1999
Zone euro (a)				
M1	1 768,4	12,0	10,8	
M2	3 897,4	6,0	6,5	
M3	4 497,9	5,1	5,1	
Crédits	6 001,2	8,2	8,5	
dont : Secteur privé	5 163,0	9,2	9,6	
France				
Dépôts à vue	271,2	6,5	4,5	18,7
Comptes sur livrets	274,9	3,6	2,7	22,0
Dépôts à terme	329,7	1,6	1,1	16,6
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	230,9	10,7	11,1	63,3
Crédits	1 026,8	3,4	4,0	17,1
dont : Secteur privé	909,1	3,7	4,5	17,6
Endettement intérieur total	1 840,4	4,5	4,8	
dont : État	627,1	5,0	5,1	
Sociétés	636,0	5,6	5,9	
Ménages	424,4	4,0	4,4	

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

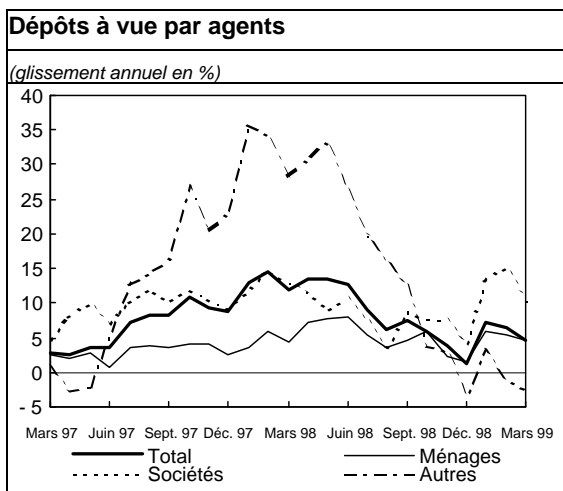
Sources : Banque de France, BCE

2.1. Placements intermédiés

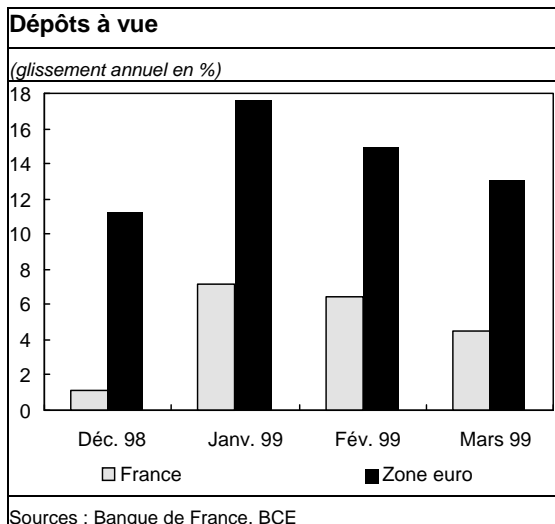
Nouveau ralentissement de la croissance des dépôts à vue

La progression annuelle des dépôts à vue des résidents en France, toutes devises confondues, s'est établie à 4,5 % en mars, après 6,5 % en février :

- la croissance des dépôts à vue des sociétés, toujours dynamique, s'est nettement ralentie (+ 10,4 % sur un an, après + 15,1 %). L'attitude très prudente des sociétés pour la gestion de leur trésorerie, dans un environnement financier marqué par l'entrée en phase III de l'Union économique et monétaire et la faiblesse des taux d'intérêt, s'étaient traduites en début d'année 1999 par un fort accroissement de la progression annuelle des dépôts à vue, les sociétés tardant à réaffecter leur surplus traditionnel de fin d'année. Ce mouvement semble donc s'estomper quelque peu. Les dépôts à vue des ménages ont également progressé à un rythme annuel moins soutenu (+ 4,7 %, après + 5,5 %), les ménages continuant d'arbitrer en faveur des placements à plus long terme. Enfin, les dépôts à vue des autres agents (organismes publics, administrations privées, OPCVM non monétaires, etc.) se sont à nouveau repliés (– 2,4 %, après – 1,2 %) ;



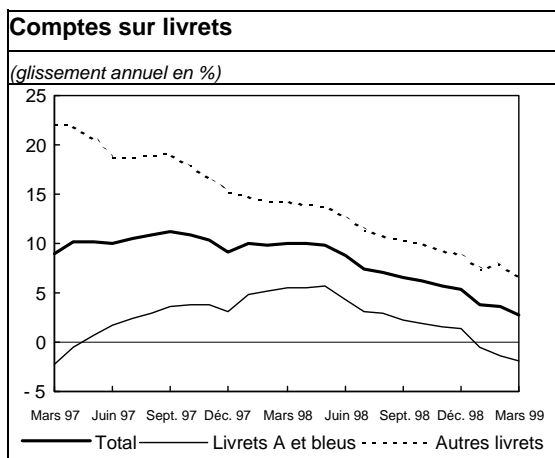
- le rythme de progression des dépôts à vue est demeuré très inférieur à celui observé dans la zone euro, où ils ont progressé en mars de 13,1 % sur un an dans un contexte de faible coût d'opportunité de la détention des encaisses de transaction.



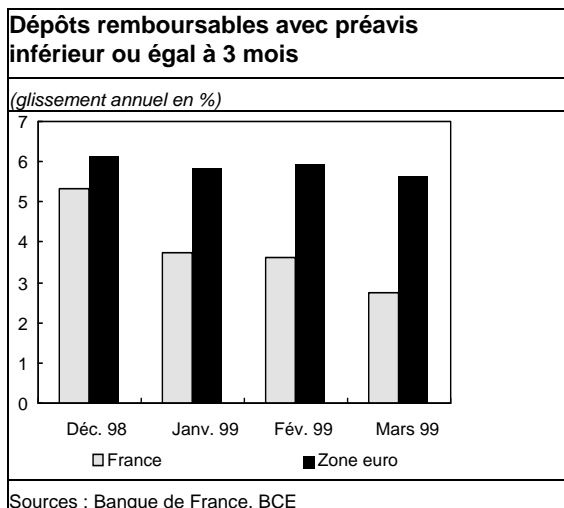
Poursuite de la décélération des comptes sur livrets

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

- malgré leur rémunération attractive (taux annuel de 3,0 %, exonéré d'impôt), les livrets A et bleus ont poursuivi le repli amorcé en janvier 1999 (– 1,8 % sur un an, après – 1,3 % en février et – 0,6 % en janvier) ;
- la progression annuelle des autres livrets est restée soutenue, en dépit d'une légère décélération (+ 6,7 %, après + 8,0 %). L'intérêt des épargnants pour les livrets imposables s'est atténué (+ 6,2 %, après + 8,9 % en février). Cette tendance reflète la réaction des détenteurs face à la baisse du taux d'intérêt de ce type de produit, fixé librement depuis juin 1998.



Dans la zone euro, la progression annuelle des comptes sur livrets, qui entrent dans la catégorie des dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, a été, en mars, voisine de celle constatée en février (+ 5,6 %, après + 5,9 %) et est demeurée plus forte qu'en France.

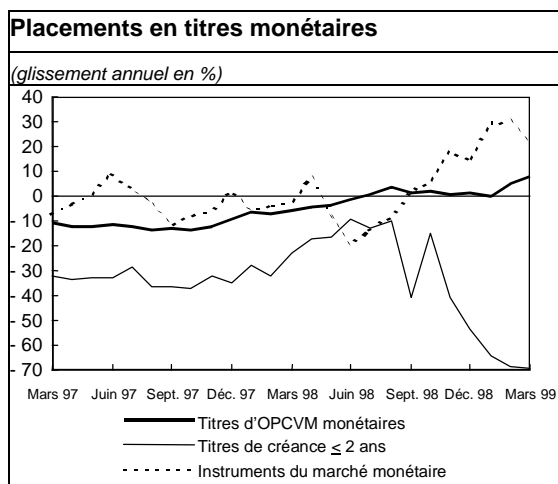


Renforcement de la progression des placements monétaires à terme ou négociables¹

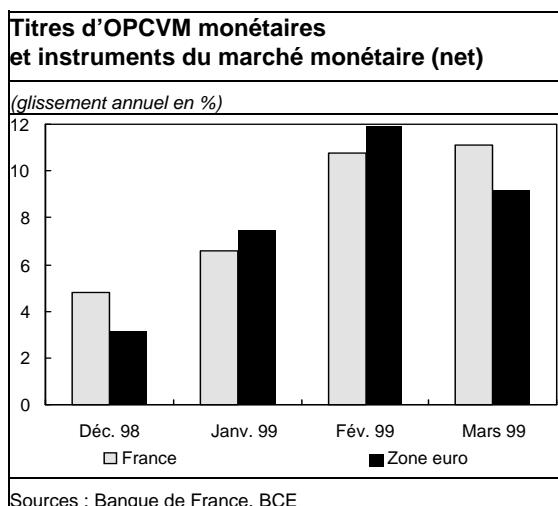
Ce mouvement reflète les évolutions suivantes :

- les titres d'OPCVM monétaires détenus par les agents non financiers ont enregistré une hausse annuelle de 7,8 % en mars, après + 5,0 % en février ;
- le repli des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est légèrement accentué en rythme annuel en mars (– 10,3 %, après – 9,8 % en février) ;
- les pensions ont également enregistré un repli un peu plus important (– 2,6 %, après – 1,3 %) ;
- les placements en certificats de dépôt des banques (instruments du marché monétaire) ont ralenti (+ 21,7 %, après + 30,1 % en février), mais leur forte progression traduit toujours l'intérêt des gestionnaires de trésorerie d'entreprises pour ce type de produit.

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



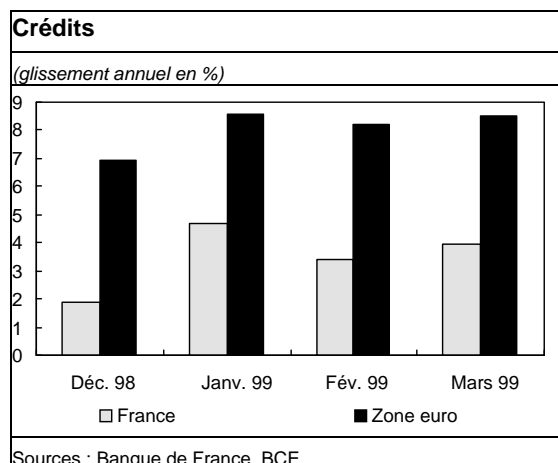
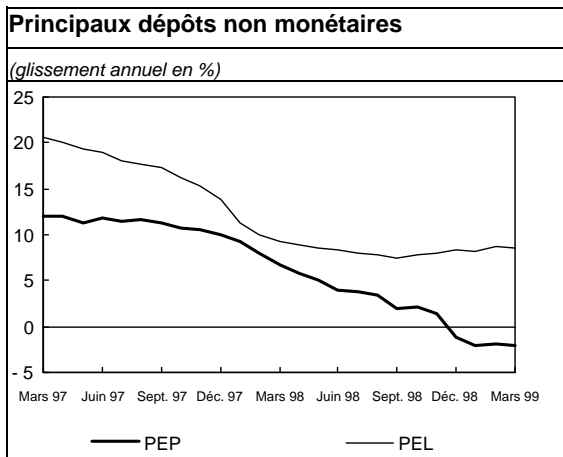
Dans l'ensemble de la zone euro, l'encours total des placements en titres d'OPCVM monétaires et en instruments du marché monétaire a augmenté à un rythme annuel de 9,2 %, inférieur à celui de février (+ 11,9 %), et aussi à celui observé en France en mars (+ 11,1 %).



Accélération modérée de la croissance des dépôts non monétaires

Les dépôts non monétaires des résidents ont progressé de 2,8 % en mars, après + 3,3 % en février :

- le glissement annuel des PEL est demeuré soutenu (+ 8,5 %, après + 8,7 % en février). Ces produits sont parmi les placements mobilisables les mieux rémunérés, compte tenu en particulier du rendement attractif des plans les plus anciens ;
- la contraction des PEP s'est poursuivie à un rythme proche de celui du mois précédent : (– 2,2 %, après – 2,0 %). Cette tendance s'explique par le non-renouvellement de plans arrivés à échéance et la faiblesse des taux longs.



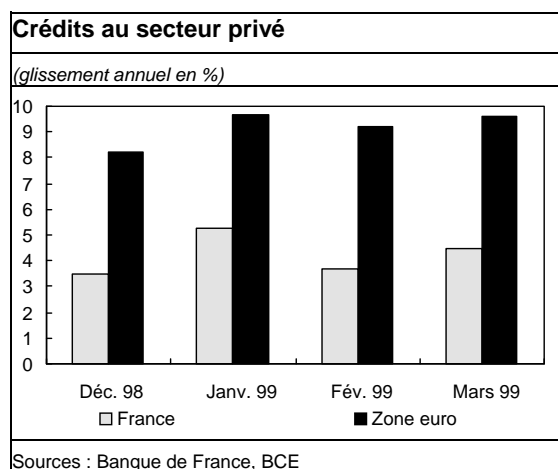
2.2. Endettement

Léger renforcement de la distribution de crédit

La progression annuelle des crédits obtenus en France par les résidents auprès des institutions financières monétaires (IFM) s'est accélérée, passant de + 3,4 % en février à + 4,0 % en mars.

L'écart de croissance du crédit entre la France et la zone euro a légèrement diminué en mars, du fait d'une accélération de la distribution de crédit plus marquée en France que dans la zone euro (où elle a progressé en mars de 8,5 %, après + 8,2 % en février). La croissance des prêts aux administrations publiques s'est ralentie en France (+ 0,1 % sur douze mois en mars, contre + 1,1 % le mois précédent). En revanche, la progression annuelle des crédits au secteur privé s'est plus fortement renforcée en France (+ 4,5 %, après + 3,7 % en février) que dans la zone euro (+ 9,6 %, après + 9,2 %), tout en restant moins rapide.

La croissance du crédit au secteur privé recouvre des tendances contrastées dans les différents pays de la zone euro. On peut regrouper ceux-ci en quatre catégories : pays à croissance proche de la moyenne, entre 7 % et 10 % l'an (Autriche, Belgique, Finlande, Italie), petits pays à croissance très rapide, voisine de 30 % l'an (Irlande, Luxembourg, Portugal), pays moyens à croissance rapide, proche de 15 % (Espagne, Pays-Bas), grands pays à croissance moins rapide, inférieure à 5 % (Allemagne, France).



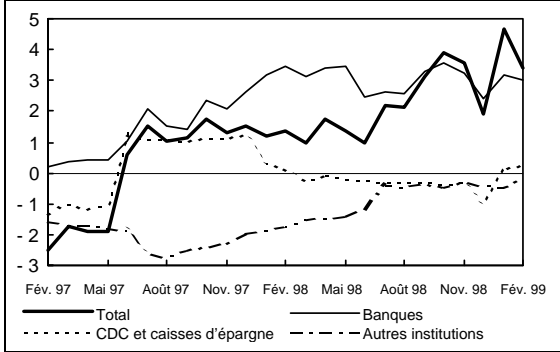
Bonne tenue des crédits bancaires

La croissance de la distribution de crédit touche inégalement les différents réseaux distributeurs ; en glissement annuel :

- les crédits distribués par les banques ont progressé de + 4,6 % en mars, après + 5,1 % en février ;
- la baisse de l'activité de crédit des autres institutions financières monétaires a repris : - 1,0 % en mars, après + 0,5 % en février ;
- à l'inverse, la progression annuelle des crédits obtenus auprès de la Caisse des dépôts et consignations et des caisses d'épargne s'est légèrement accélérée (+ 2,0 % en mars, après + 1,7 % en février).

Crédits par réseaux distributeurs

(contribution au glissement annuel du total en %)



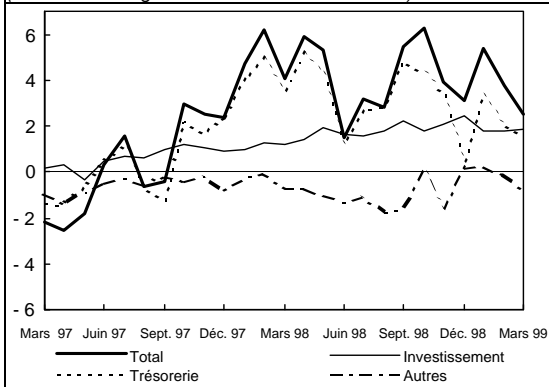
Peu d'appel au crédit bancaire par les sociétés, davantage par les ménages

Le rythme de croissance annuel des crédits des banques aux sociétés s'est ralenti, alors que celui des ménages s'est accru :

– le glissement annuel des crédits aux sociétés non financières s'est établi à +2,5 % en mars, après +3,8 % le mois précédent. Cette décélération s'explique par la diminution du rythme de croissance des crédits de trésorerie (+3,5 %, après +4,7 %), alors que le taux de croissance annuel des crédits à l'investissement s'est maintenu (+5,4 %, après +5,7 % en février) ;

Crédits des banques aux sociétés non financières

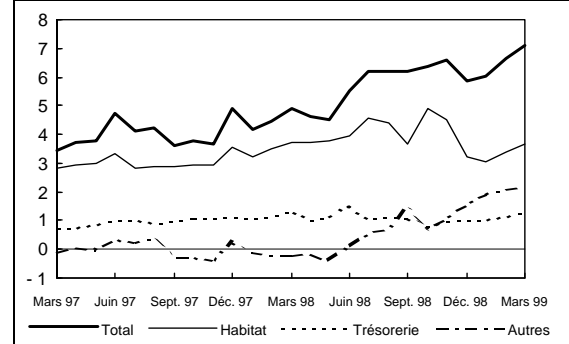
(contribution au glissement annuel du total en %)



– en revanche, les crédits distribués aux ménages ont progressé de 7,1 % sur un an, après +6,6 % en février. Cette accélération a concerné tant les crédits à l'habitat (+6,2 %, après +5,6 %) que les crédits de trésorerie (+7,6 %, après +6,6 %).

Crédits des banques aux ménages

(contribution au glissement annuel du total en %)

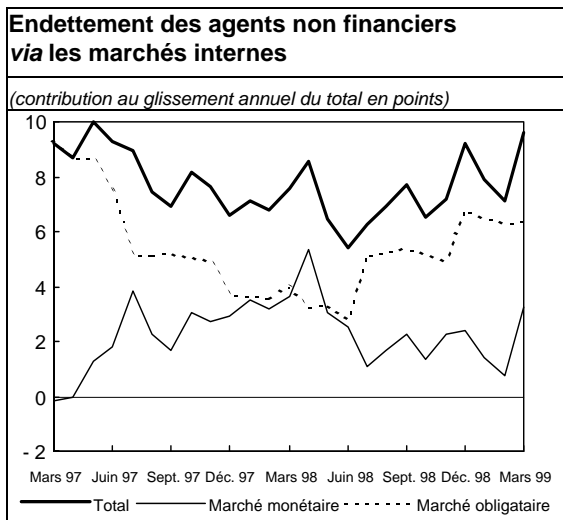


Plus forte progression de l'endettement via les marchés internes

Le glissement annuel de l'endettement des agents non financiers *via* les marchés internes s'est élevé de +7,1 % en février à +9,6 % en mars, l'accélération tenant principalement à la forte progression des émissions de titres intervenues sur le marché monétaire :

– la progression sur douze mois de l'endettement sur ce marché a atteint 9,6 %, après +2,1 % le mois précédent. Les émissions de billets de trésorerie sont restées très soutenues, avec une progression des encours de 27,8 %, après +18,7 % en février : l'écart important entre taux de marché et taux débiteurs à court terme continue de donner aux entreprises ayant accès au marché une forte incitation à recourir à ce type de financement plutôt qu'au crédit bancaire. Par ailleurs, l'État a aussi fortement augmenté ses émissions de bons du Trésor (+8,1 %, après +1,6 % en février) ;

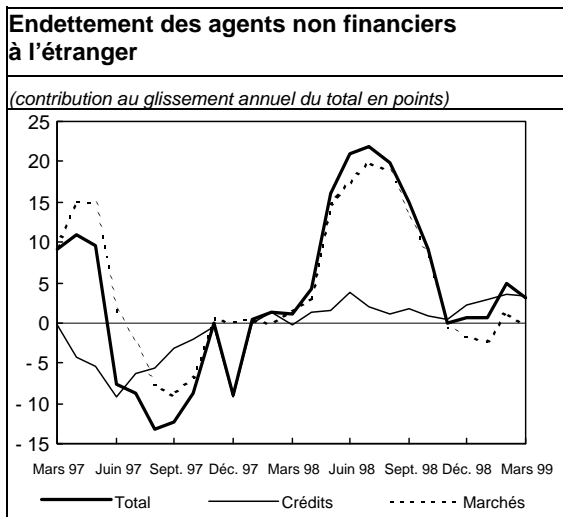
– le taux de croissance annuel de l'endettement obligataire est demeuré soutenu : +9,6 %, après +9,7 % en février.



Ralentissement de l'endettement à l'étranger

La progression annuelle de l'endettement à l'étranger s'est établie à + 3,0 %, après + 5,0 % en février :

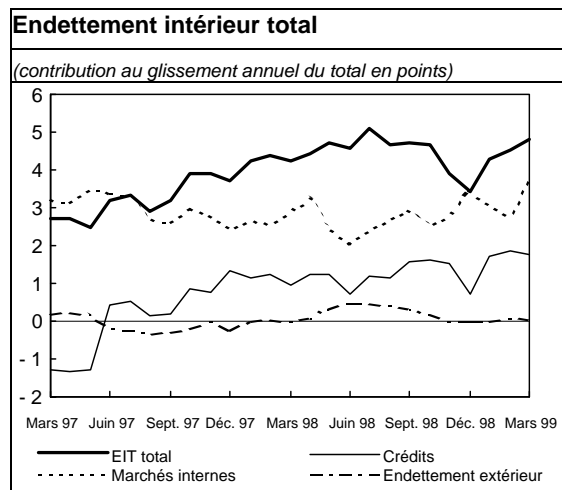
- les crédits obtenus auprès des non-résidents ont progressé de 7,4 % sur un an, après + 7,7 % en février ;
- l'encours des obligations émises à l'étranger s'est contracté, s'établissant à - 0,7 % en glissement annuel, contre + 2,6 % en février.



Accélération de la croissance de l'endettement intérieur total

Globalement, le glissement annuel de l'endettement intérieur total s'est accru, à + 4,8 % en mars, après + 4,5 % le mois précédent :

- la progression annuelle de l'endettement de l'État s'est maintenue (+ 5,1 %, après + 5,0 % en février) ;
- en revanche, le rythme de croissance annuel de l'endettement des ménages s'est accentué (+ 4,4 %, après + 4,0 % en février), ainsi que celui des sociétés non financières (+ 5,9 %, après + 5,6 % en février).

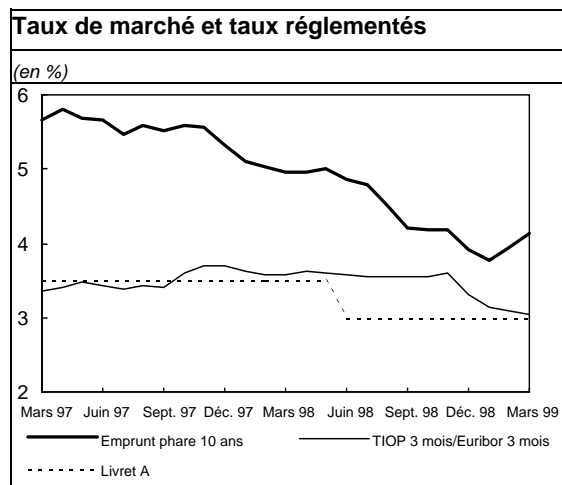


2.3. Taux d'intérêt bancaires

Faiblesse des taux de marché

La poursuite de la baisse des taux courts de marché en mars n'a pas affecté les taux réglementés.

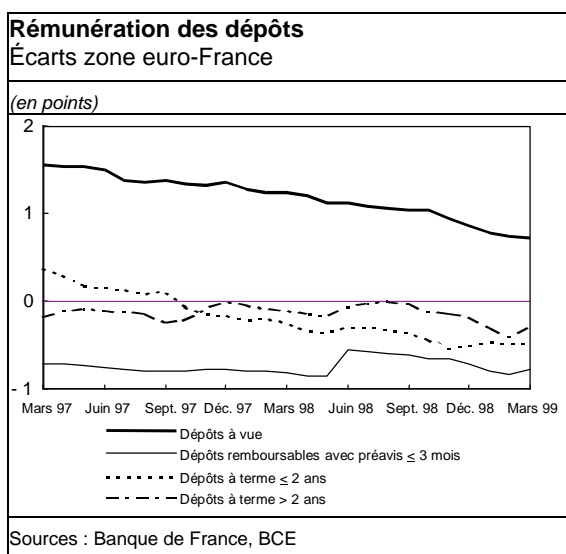
En mars, les taux de marché à court terme ont continué de baisser, traduisant les anticipations à la baisse des taux directeurs. Les taux à long terme se sont stabilisés en mars, après s'être redressés le mois précédent.



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

Les écarts de rémunération des dépôts entre la France et la zone euro ont peu évolué. Les différences sur les dépôts à vue (en faveur de la zone euro) et sur les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois (en faveur de la France) reflètent l'impact de la réglementation française ; l'écart sur les dépôts avec préavis inférieur à trois mois a ainsi retrouvé son niveau de mai 1998, veille de la dernière révision à la baisse des taux administrés.

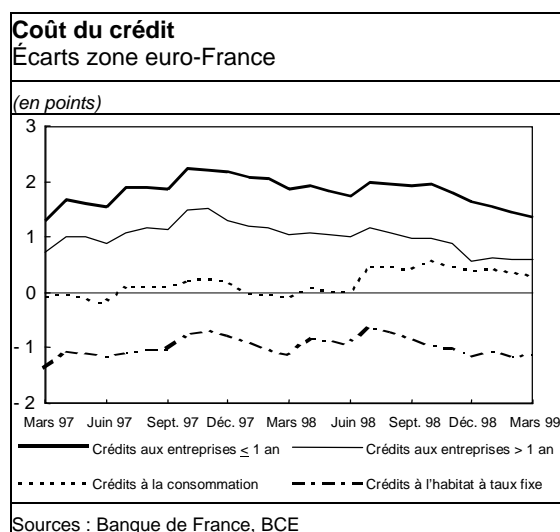
En revanche, pour les dépôts à terme, la rémunération offerte en France est restée proche de la moyenne observée dans la zone euro.



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

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

Le coût du crédit aux entreprises, qui présente un niveau moins élevé en France que dans la zone euro, s'est stabilisé en mars. Il en est de même des crédits à la consommation (moins élevés en France, suite à la révision induite par un changement du mode de calcul des taux de la zone euro). En revanche, les conditions faites aux ménages sont demeurées moins favorables en France pour le crédit à l'habitat à taux fixe.



3. Les marchés de capitaux

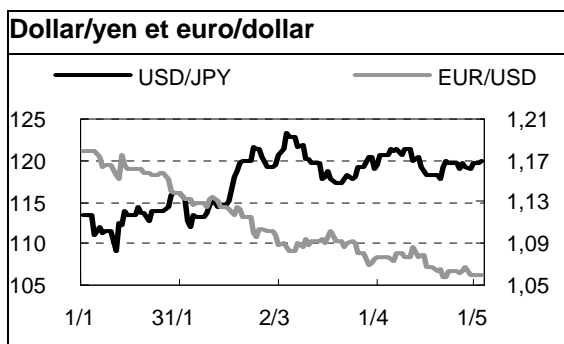
3.1. Vue d'ensemble

3.1.1. Les marchés financiers internationaux en avril 1999

Les principaux développements sur les marchés internationaux de capitaux au cours du mois d'avril 1999 ont été : la poursuite du repli de l'euro, des évolutions contrastées des indices boursiers américains, un net mouvement de décreu des taux obligataires au Japon, des indicateurs montrant une amélioration de la conjoncture macroéconomique au Royaume-Uni dans un contexte de persistance de la fermeté de la livre sterling et la poursuite de l'amélioration du sentiment des opérateurs de marché à l'égard de certains pays émergents d'Amérique latine.

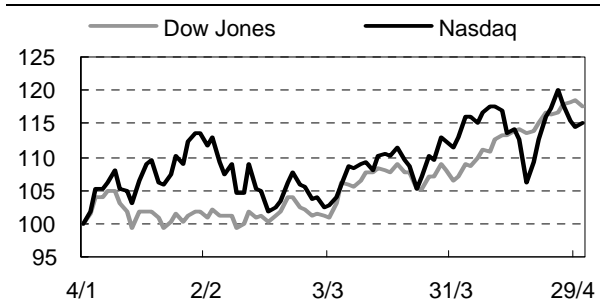
La poursuite du repli de l'euro

L'euro a poursuivi, au cours du mois d'avril, sa décreu vis-à-vis du dollar, atteignant un plus bas niveau de 1,0539 en toute fin de période. La confirmation du décalage conjoncturel entre les États-Unis et la zone euro, ainsi que la persistance du conflit en Yougoslavie ont constitué les deux principaux facteurs du repli de la devise européenne. Les actifs libellés en euros se sont dans le même temps bien comportés. Après la baisse de 50 points de base, à 2,50 % du taux des opérations principales de refinancement du Système européen de banques centrales, les taux longs se sont légèrement repliés, faisant preuve d'une grande résistance face à la dégradation du marché obligataire américain en fin de mois. De même, les marchés boursiers ont été bien orientés, l'indice EuroStoxx 50 atteignant le 30 avril un record historique.



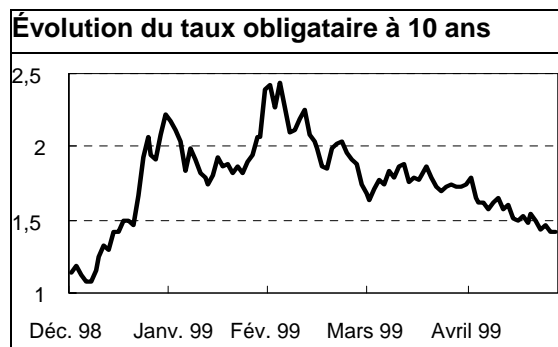
Les évolutions contrastées des indices boursiers américains

Indices Dow Jones et Nasdaq



L'indice Dow Jones a enregistré un gain de plus de 10 %, atteignant de nouveaux records historiques et se rapprochant de la barre des 11 000 points. Ce mouvement a été soutenu essentiellement par la très bonne performance des valeurs cycliques. La progression de l'indice phare a été confirmée par la publication des résultats des sociétés pour le premier trimestre, qui ont largement dépassé les attentes des analystes. L'indice Nasdaq a progressé de 3 % au cours du mois d'avril.

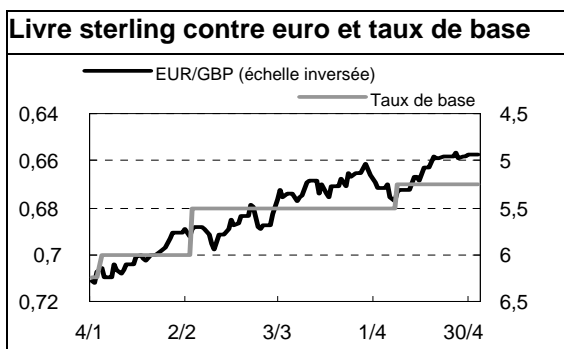
Un net mouvement de décreu des taux obligataires au Japon



Après une stabilisation en mars, les taux obligataires au Japon se sont sensiblement repliés en avril (de 30 points de base pour les rendements à 10 ans), effaçant ainsi la tension enregistrée depuis la mi-décembre 1998. Les perspectives macroéconomiques toujours peu favorables, même si elles intègrent un ralentissement de la dégradation de l'économie, ainsi que les attentes de poursuite d'une politique d'injections abondantes de liquidités de la part de la Banque du Japon, ont constitué les facteurs de soutien du marché obligataire nippon.

En fin de période, des anticipations, pour le moment infirmées par les autorités gouvernementales, d'un nouveau collectif budgétaire prenant le relais d'une demande privée insuffisante, ont été un sujet d'interrogations au sein de la communauté des opérateurs.

Une amélioration de la conjoncture macroéconomique au Royaume-Uni dans un contexte de livre sterling toujours forte



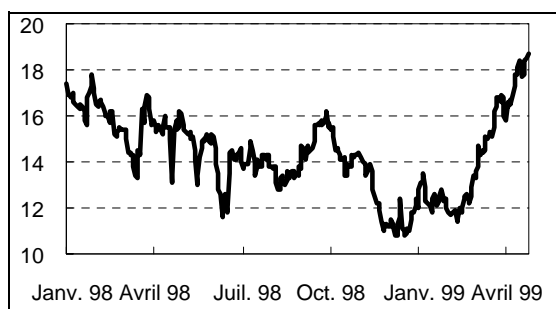
Les dernières statistiques publiées semblent indiquer que l'économie britannique a dépassé un point bas (stabilisation du taux de chômage à 4,6 % depuis août 1998, ventes de détail en mars enregistrant la plus forte progression des huit derniers mois). En outre, les perspectives macroéconomiques s'améliorent, en particulier le moral des entrepreneurs. Parallèlement, le risque inflationniste apparaît pour le moment limité, la hausse des prix à la consommation de 2,7 % en mars étant essentiellement due à l'augmentation des taxes sur le pétrole et le tabac. Cette amélioration de la conjoncture a alimenté une redéfinition des anticipations relatives à la politique monétaire, les intervenants attendant dans leur majorité dorénavant une stabilité du taux de base pour 1999, après le repli de 225 points de base enregistré depuis septembre 1998. La force de la livre sterling ne s'est pas démentie. Elle n'a cessé, au contraire, de s'apprécier contre euro, vis-à-vis duquel elle a atteint un plus haut niveau.

La poursuite de l'amélioration du sentiment des opérateurs de marché à l'égard de certains pays émergents d'Amérique latine

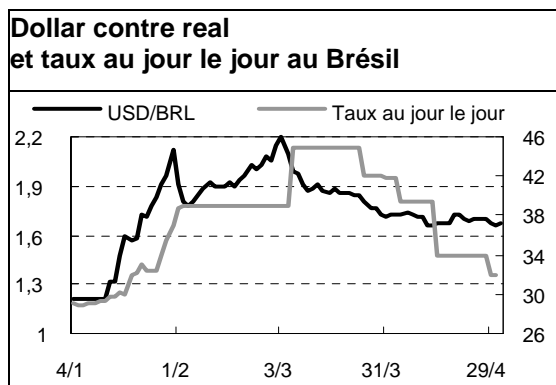
En Amérique latine, le Mexique a largement bénéficié du retour des investisseurs internationaux. En effet, en dépit des crises des pays émergents, le PIB enregistre une progression grâce au dynamisme économique des États-Unis. La hausse du prix du pétrole (le cours du baril atteignant son plus haut niveau depuis dix-sept mois, à 19 dollars) constitue un autre facteur positif. Dans ce contexte, le peso mexicain s'est apprécié de près de 2,70 % contre

dollar au cours du mois d'avril et l'indice boursier Bolsa a progressé de 10 %.

Prix en dollars du baril de pétrole



Au Brésil, la devise et les actifs financiers ont poursuivi leur amélioration. Le real a enregistré une hausse de 3,40 % face à la devise américaine. Le repli de l'inflation a permis à la Banque centrale de réduire le taux de l'argent au jour le jour. En outre, le Brésil a émis, pour la première fois depuis plus d'un an, une obligation à 5 ans à taux fixe, pour un montant de 2 milliards de dollars.



3.1.2. L'activité financière de la place de Paris

La *place de Paris* a connu une activité importante au mois d'avril, dans un contexte marqué par la baisse des taux directeurs décidée le 8 avril par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE).

Sur le *marché interbancaire*, l'activité s'est stabilisée sur les hauts niveaux constatés le mois précédent, les banques françaises conservant une position prépondérante sur le compartiment du taux de l'argent au jour le jour, l'Eonia. Les établissements bancaires de la place ont peu participé à l'appel d'offres lancé par la BCE au début du mois d'avril, eu égard à la stabilité de l'Eonia et aux attentes de baisse des taux de la BCE le 8 avril. La baisse de 50 points de base de ces taux a suscité un regain d'activité sur le marché du court

terme, en particulier sur les maturités à 1 an, à la faveur d'une repentification de la courbe interbancaire et d'anticipations de *statu quo* monétaire.

Le *marché de la pension livrée* a, en revanche, été moins dynamique en avril qu'en mars, en particulier sur les pensions livrées à taux fixe, les investisseurs continuant à privilégier les opérations à taux variable malgré la baisse des taux directeurs de la BCE.

Sur le *marché des bons du Trésor*, les émissions de BTF et de BTAN, d'un montant relativement faible, ont rencontré un vif succès malgré une baisse importante des taux servis. Sur le marché secondaire, les titres courts de l'État sont restés relativement chers par rapport aux *swaps*, en particulier les BTF, qui ont bénéficié du réinvestissement de tombées de BTAN.

Le *marché des titres de créances négociables* a enregistré en avril une forte activité. Le compartiment des billets de trésorerie a continué d'être très dynamique, grâce à l'augmentation des programmes d'émissions accompagnant les opérations de restructuration, mais également à des arbitrages en faveur du marché français. L'encours total calculé en fin de mois atteint un nouveau pic historique, à 48,1 milliards d'euros. Contrairement à mars, le marché des certificats de dépôt a également fait l'objet d'une activité soutenue, les émissions progressant de 53 % d'un mois à l'autre, en particulier sur les échéances inférieures à 10 jours, admises depuis le début de l'année par la réglementation.

Les *émissions brutes d'obligations sur le marché parisien* ont augmenté au cours des quatre premiers mois de l'année de 23 % par rapport à la période correspondante de 1998 (de 31,5 milliards d'euros à 38,76 milliards), sous l'influence de taux historiquement bas, du phénomène d'accroissement de l'endettement des entreprises lié aux nombreuses fusions-absorptions et d'un engouement pour la nouvelle monnaie européenne. Pour le seul mois d'avril, le montant de ces émissions a été comparable à celui de mars (10,61 milliards d'euros, après 10,56 milliards le mois précédent). Les remboursements effectués en avril se sont élevés à 3,2 milliards d'euros, ramenant le montant des émissions nettes à 7,4 milliards.

La dette de l'État a représenté 37 % de la collecte de fonds par les résidents sur la place de Paris sur le mois d'avril. Elle représente 52,5 % des encours obligataires au 30 avril.

La totalité des titres réglés en avril ont été émis en euros. Par ailleurs, plus d'une trentaine de lignes d'emprunts, représentant un encours global de plus de 26,5 milliards d'euros, ont été converties dans la monnaie unique. L'encours nominal de la dette en euros représente désormais 71 % du total des encours nominaux fin de mois des résidents sur la place de Paris.

Sur le *marché obligataire secondaire*, les rendements des titres français se sont détendus au mois d'avril sous l'influence de la baisse des taux courts, accroissant leur écart avec les taux américains correspondants, qui se sont tendus en raison de chiffres de croissance et d'inflation supérieurs à ceux initialement attendus. La courbe des rendements française s'est toutefois pentifiée, les taux longs subissant l'influence contrastée de la baisse des taux courts et de la dégradation du marché américain. Les écarts de taux entre émetteurs souverains de la zone euro ont été assez stables. Sur le marché obligataire privé, une légère réduction des écarts de taux entre les titres bancaires notés 2A ou 3A d'une part et les titres d'État d'autre part a confirmé l'apaisement des craintes de répercussion des crises asiatiques et brésilienne sur la stabilité du système bancaire.

La *Bourse de Paris* a poursuivi au mois d'avril sa progression, à l'image de ses homologues européennes, sous l'effet conjugué de la baisse des taux directeurs de la BCE, de la progression des valeurs cycliques et pétrolières et de la bonne tenue des valeurs exportatrices. Elle a également bénéficié de la forte progression de la Bourse de New York.

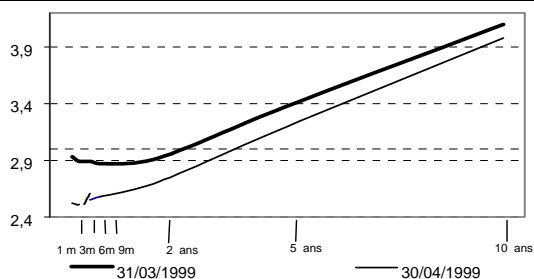
La bonne orientation des marchés d'actions a concerné l'ensemble des valeurs. Les indices boursiers ont tous progressé sur la période, le MidCac rattrapant partiellement une partie du retard qu'il avait enregistré le mois précédent sur l'indice CAC.

Enfin, une sensible reprise des souscriptions a été observée sur les OPCVM tant obligataires qu'actions.

Activité financière sur la place de Paris

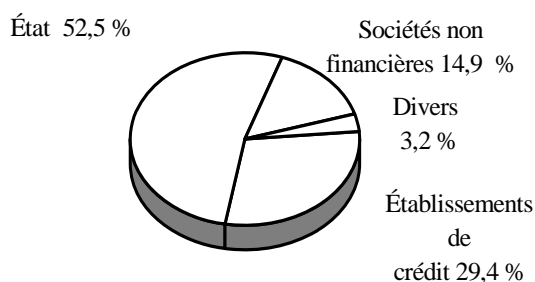
Titres d'État

Courbe des taux de rendement



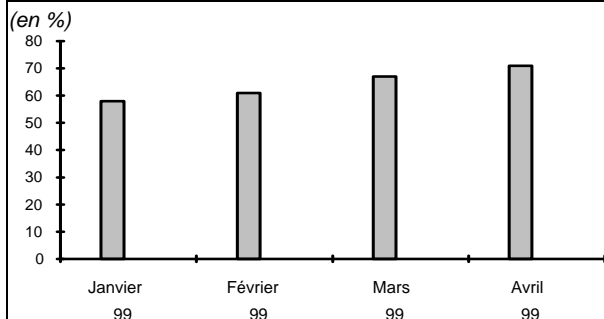
Obligations – Encours nominaux détenus par les résidents

Ventilation par secteurs émetteurs – Avril 1999



Encours nominal de la dette obligataire en euros

Avril 1999

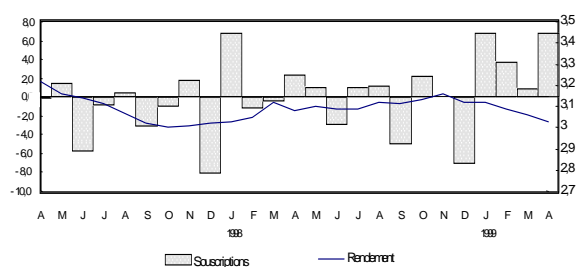


Sicav monétaires

Souscriptions nettes et rendement

en milliards d'euros

en %



Source : Fininfo

Obligations et titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en avril 1999		Encours au 30 avril 1999
	brutes	nettes	
BTF ET BTAN	-	-	nd
Certificats de dépôt négociables	103,6	-	118,6
BMTN	2,4	-	63,2
Billets de trésorerie	43,7	-	48,1
Obligations	10,61	7,37	714,97
- État	3,93	3,93	375,20
- Établissements de crédit et assimilés	1,07	- 1,91	210,15
dont : Devises			0,92
- Sociétés non financières	4,12	3,85	106,41
- Autres émetteurs résidents	1,50	1,50	23,21

nd : non disponible

3.2. Le marché interbancaire

L'activité sur le marché interbancaire au cours du mois d'avril, dans la zone euro, a été comparable au niveau enregistré au cours du mois précédent, le volume quotidien traité sur l'Eonia se stabilisant sur une moyenne d'environ 45 milliards d'euros. Les banques françaises ont conforté une nouvelle fois leur position prédominante sur ce secteur, représentant toujours en moyenne 40 % du volume global. En début de période, la stabilisation du taux Eonia en deçà du taux d'appel d'offres, conjuguée à une forte anticipation de baisse des taux directeurs de la BCE, provoquait une désaffection importante des établissements bancaires vis-à-vis des opérations principales de refinancement du SEBC, certains s'abstenant même complètement, comportement également à relier au mécanisme des réserves obligatoires de l'Eurosystème (cf. encadré sur les réserves obligatoires). La décision de baisse de 50 points de base de la BCE favorisait de nouveau, à compter de l'appel d'offres du 14 avril, une participation importante des établissements, confortée par un Eonia légèrement au-dessus du nouveau taux d'appel d'offres (2,50 %). La baisse de taux de la BCE provoquait aussi un regain d'activité des établissements de la place sur la maturité 1 an. Les intervenants privilégiaient ce secteur, tablant désormais sur un *statu quo* de la BCE d'une part et sur une pentification dans le sillage de la courbe obligataire d'autre part, la courbe interbancaire ayant corrigé son inversion, pour afficher de nouveau une légère pente sur des niveaux de taux inférieurs. À noter que les intervenants tendent à éviter les opérations venant à échéance en fin d'année, qui font ressortir un *spread* plus élevé par rapport aux *swaps*.

Les banques françaises et le dispositif de réserves obligatoires du SEBC

1. Le système de réserves obligatoires depuis le 1^{er} janvier 1999

En France, le système de réserves obligatoires existait depuis le décret du 9 janvier 1967, mais avait perdu peu à peu de son importance en tant qu'instrument de politique monétaire. Le montant des réserves à constituer représentait avant septembre 1998 10 % à 20 % du besoin de refinancement global du système bancaire, les opérations de réglage fin permettant d'amortir les chocs éventuels de liquidité.

Dans le cadre du dispositif opérationnel de politique monétaire de l'Eurosystème, le système de réserves obligatoires joue, en revanche, un rôle important. Offrant un moyen de lisser les effets des fluctuations de la liquidité bancaire, grâce au mécanisme de constitution des réserves en moyenne sur un mois, il contribue à la stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire, ainsi qu'à élargir la demande de monnaie centrale, en créant ou accentuant le déficit structurel de liquidité du système bancaire. Actuellement, pour l'ensemble de la zone euro, les réserves obligatoires interviennent à hauteur de 60 % environ du besoin structurel de refinancement dans l'Eurosystème.

Le système s'applique à la totalité des établissements de crédit, à la différence du système qui prévalait antérieurement en France, dans lequel les établissements de crédit dont les exigibilités affichaient un montant durablement inférieur à 500 millions de francs en étaient exemptés.

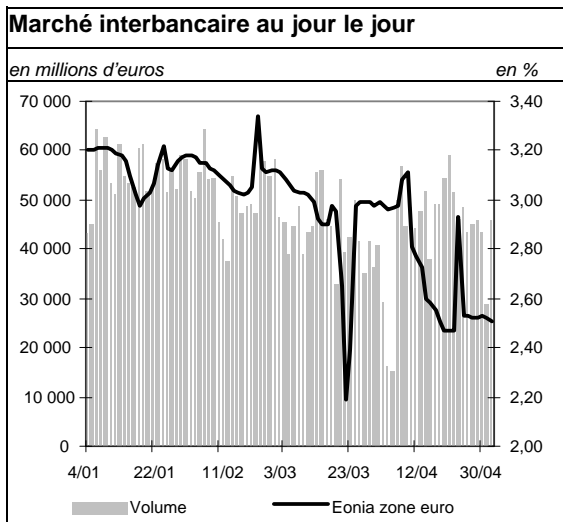
Le principe d'une assiette très large a également été retenu, offrant le plus grand degré de flexibilité pour des ajustements ultérieurs (par exemple, pour tenir compte d'un courant d'innovations financières). Ainsi, toutes les catégories de dépôts d'une durée initiale inférieure à deux ans, par exemple les livrets A et B, entrent dans l'assiette des réserves obligatoires. Il en va de même des exigibilités détenues vis-à-vis d'autres établissements de crédit, dès lors que ces opérations interbancaires sont réalisées avec une contrepartie résidant en dehors de la zone euro. Le SEBC a fait, par ailleurs, le choix d'appliquer aux exigibilités incluses dans l'assiette un taux uniforme de 2 %. Les avoirs en compte correspondant aux obligations de réserves sont rémunérés au taux des opérations principales de refinancement calculé sur chaque période de constitution.

La gestion du système est très largement décentralisée : les opérations relatives à la collecte des données, au calcul de l'assiette, au suivi des avoirs en compte, au calcul et au versement des rémunérations des avoirs de réserve, sont ainsi effectuées, en France, par la Banque de France.

2. L'application du dispositif en France

Sur un total de 1 190 établissements de crédit (recensés au 28 février 1999), on comptait pour l'arrêté à la même date (servant de référence à la période de constitution du 24 mars au 23 avril) 793 établissements affichant une assiette de réserves obligatoires supérieure à zéro. La différence entre ces deux chiffres tient à deux facteurs. D'une part, certains établissements ne calculent pas individuellement leur assiette de réserves obligatoires, mais le font par le biais d'un organe central, dans le cadre d'une gestion de trésorerie centralisée. Ils sont actuellement au nombre de 111 et relèvent des réseaux du Crédit agricole, du Crédit mutuel et des banques populaires. Les autres établissements sont, pour la plupart, des sociétés financières qui ne collectent pas de ressources à moins de 2 ans d'échéance et qui, de ce fait, n'ont pas de réserves à constituer. Enfin, 86 établissements, tout en calculant individuellement leur assiette de réserve, les constituent par le biais d'un intermédiaire. On dégage, de ce groupe de 793 établissements, 292 assujettis dont l'assiette de réserves est inférieure à 5 millions d'euros. Ces établissements ne sont pas tenus de constituer de réserves obligatoires, compte tenu de l'application d'un abattement forfaitaire de 100 000 euros, qui ramène le montant de réserves à constituer à zéro. Au total, 501 établissements de crédit doivent donc constituer effectivement des réserves sous forme d'avoirs en compte dans les livres de la Banque de France. Ils sont à rapprocher des 210 établissements qui constituaient effectivement des réserves en septembre 1998, soit un quasi-doublement. C'est, au demeurant, cette extension du dispositif qui a motivé l'introduction progressive par la Banque de France, à partir d'octobre 1998, des dispositions européennes dans le cadre de la préparation de la place à la politique monétaire de l'Eurosystème.

Le montant des réserves à constituer s'est s'établi, au total, à 17 milliards d'euros, pour la période allant du 24 mars au 23 avril, soit 17 % environ des réserves obligatoires constituées dans l'Eurosystème. Les dix premiers groupes assujettis représentent quelque 13,5 milliards d'euros de ce total.



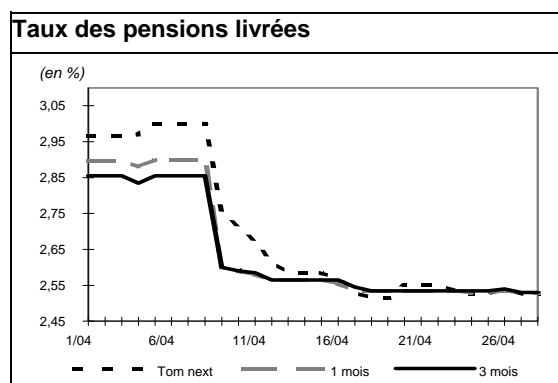
Activité sur le marché de la pension livrée

	Mars 1999		Avril 1999	
	Volume en milliards d'euros	Part en %	Volume en milliards d'euros	Part en %
OAT	411	55,8	424	60
Pensions à taux fixe	151	20,5	147	21
Pensions à taux variable	260	35,3	277	39
BTAN	243	33,3	210	30
Pensions à taux fixe	124	16,9	96	14
Pensions à taux variable	119	16,1	114	16
BTF	82	11,1	67	10
Pensions à taux fixe	27	3,7	18	3
Pensions à taux variable	55	7,4	49	7
TOTAL	736	100,0	701	100
Pensions à taux fixe	302	41,0	261	37
Pensions à taux variable	434	59,0	440	63

Source : Sicovam SA

Sur le marché de la pension livrée, l'activité s'est inscrite légèrement en baisse par rapport aux niveaux du mois de mars. Contre valeurs du Trésor, le volume d'activité s'est ainsi établi à 701 milliards d'euros, régressant de 4,75 % par rapport au mois précédent. Ce tassement s'explique en partie par le faible volume des opérations menées sur la période par le Trésor, intervenant majeur dans le marché, comparé à une présence importante en mars. Il en est résulté une baisse d'activité des pensions livrées à taux fixe, celles-ci représentant 37 % des opérations en avril, contre 41 % pour le mois précédent. La baisse des taux de la BCE n'a pas modifié le comportement des investisseurs finaux qui privilégient toujours les opérations à taux variable, et l'activité sur ce type d'opérations a progressé, de 434 milliards d'euros en mars à 440 milliards en avril. L'activité sur le compartiment des OAT a augmenté de 3,16 %, renforçant sa prépondérance. Cet accroissement correspond à un regain d'intérêt pour des opérations contre « spécifique », en particulier l'OAT avril 2009.

Les taux des pensions livrées, dans le sillage de la baisse du taux d'appel d'offres, ont accusé un repli important. Dans ce mouvement, les écarts entre les taux des pensions pour les échéances du *Tom next* jusqu'à celles à 3 mois se sont annulées intégralement, corrigeant ainsi l'inversion de courbe qui prévalait le mois précédent. La courbe, désormais plate, témoigne de l'absence de nouvelles anticipations des intervenants de marché.



3.3. Les titres d'État

3.3.1. Le marché primaire

Adjudications des bons du Trésor à taux fixe

Date d'adjudication	Catégorie (a)	Durée	Demandes (b)	Servies	Taux actuariel annuel moyen
6 avril 1999	BTF	13 sem.	4 205	1 511	2,84
6 avril 1999	BTF	29 sem.	3 760	805	2,82
12 avril 1999	BTF	13 sem.	5 937	1 617	2,54
12 avril 1999	BTF	44 sem.	3 388	540	2,61
19 avril 1999	BTF	13 sem.	5 090	1 008	2,54
19 avril 1999	BTF	27 sem.	3 030	503	2,56
19 avril 1999	BTF	8 sem.	2 675	703	2,53
15 avril 1999	BTAN 3 %	2 ans	6 535	1 627	2,82
15 avril 1999	BTAN 3 %	5 ans	5 390	1 531	3,25
26 avril 1999	BTF	8 sem.	1 910	503	2,52
26 avril 1999	BTF	13 sem.	2 500	504	2,49
26 avril 1999	BTF	52 sem.	3 491	1 002	2,61

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

En décomposant adjudication par adjudication, on constate une bonne tenue persistante de la demande sur les titres courts.

Dans un contexte de forte baisse des taux moyens pondérés (TMP), respectivement 2,49 % et 2,57 % pour les adjudications à 3 mois et 6 mois, contre 2,86 % 15 jours auparavant, l'adjudication du 12 avril a été bien demandée. Le Trésor français a servi 2 011 milliards de titres à 3 mois et 12 mois face à 870 millions de tombées. Contre *swap*, les papiers adjudgés sont ressortis plus chers (à 9 points de base du *swap*, contre 5 points de base la semaine précédente pour le 3 mois et à 7 points de base du *swap*, contre 2

points de base deux semaines auparavant pour le 6 mois).

La demande est restée soutenue pour l'adjudication du 19 avril. Le Trésor a adjugé 2,2 milliards d'euros de BTF pour des tombées de 905 milliards. Le ratio de couverture s'est élevé à 3,8 (TMP : 2,467 %) pour le BTF 17 juin 1999, à 5,04 pour les échéances à 3 mois (TMP : 2,481 %, contre 2,486 % la semaine précédente) et à 6,06 pour les échéances à 6 mois.

Le 26 avril, le Trésor français a adjugé 2 milliards d'euros face à des tombées de 800 millions. Le BTF 8 semaines a été adjugé à un TMP de 2,46 % pour un ratio de couverture de 3,7. Sur le 3 mois, le ratio de couverture sort à 4,9 (503 millions d'euros servis) pour un TMP de 2,437 %, soit une dizaine de points de base en dessous du *swap*. Enfin, 1,002 milliard d'euros de BTF 1 an ont été adjugés à un TMP de 2,56 %, avec un ratio de couverture de 3,5.

L'adjudication de BTAN a donné également lieu à une forte demande sur les deux échéances avec des ratios de couverture à 4,01 pour le 2 ans et à 3,52 pour le 5 ans.

Émissions d'obligations (État)				
<i>(en millions d'euros)</i>				
Date de règlement	Février 99	Mars 99	Avril 99	4 mois 99
<i>OAT émises par voie d'adjudication</i>				
OAT TEC 10 janvier 2009				
Valeur nominale			549	549
Prix d'émission			99,06	
Émission brute			544	544
<i>OAT 4 % avril 2009</i>				
Valeur nominale	3 065	3 494	2 564	12 550
Prix d'émission	101,25	97,88	99,20	
Émission brute	3 103	3 420	2 543	12 546
<i>OATi 3 % juillet 2009</i>				
Valeur nominale	675		740	1 415
Prix d'émission	99,91		99,92	
Émission brute	674		739	1 413
<i>OAT 5,50 % avril 2029</i>				
Valeur nominale	502			872
Prix d'émission	112,26			
Émission brute	564			986
<i>OAT destinées aux particuliers</i>				
<i>OAT 4 % avril 2009</i>				
Valeur nominale	85	137	86	386
Prix d'émission	103,27	99,9	101,21	
Émission brute	88	137	87	393
<i>OATi 3 % juillet 2009</i>				
Valeur nominale	14	13	18	69
Prix d'émission	101,75	101,35	101,61	
Émission brute	14	13	18	69
TOTAL				
Valeur nominale	4 341	3 644	3 957	15 841
Émissions brutes	4 443	3 570	3 931	15 951
Amortissement	933	14		4 594
Émissions nettes	3 510	3 556	3 931	11 357

En avril, les émissions brutes de l'État se sont élevées à 3,9 milliards d'euros (3,6 milliards en mars). Les fonds ont été levés sur l'OAT 4 % avril 2009, sur l'OAT TEC 10 janvier 2009 et sur l'OATi 3 % juillet 2009. Lors de l'adjudication du

1^{er} avril, qui portait sur les trois lignes, le montant nominal total des soumissions compétitives retenues a atteint 3,4 milliards d'euros, auxquels il faut ajouter 450 millions d'euros de soumissions non compétitives. Globalement, 82 % des fonds ont été levés sur l'OAT à 10 ans, dont le taux de rendement s'est établi à près de 4,10 %, en baisse de plus de 16 points de base par rapport à l'adjudication du 4 mars 1999. Le taux de rendement de l'OATi est resté stable, à 3,01 %, par rapport à l'adjudication du 4 février 1999.

Les souscriptions auprès des personnes physiques (du 1^{er} avril au 29 avril) ont porté sur l'OAT 4 % avril 2009 et l'OATi 3 % juillet 2009. Le règlement de ces deux lignes s'est élevé à 104 millions d'euros, en baisse de 31 % par rapport au mois précédent. Les rendements actuariels ont été fixés à 2,78 % pour l'OATi 3 % juillet 2009 et à 3,85 % pour l'OAT 4 % avril 2009, soit une baisse de, respectivement, 1 point de base et 16 points de base par rapport au mois de mars.

À la fin des quatre premiers mois de l'année 1999, la part de l'État représente 52,5 % des encours à fin de période du marché parisien. L'État a réalisé plus de 35 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 45 milliards d'euros.

Enfin, l'État a annoncé la création d'une nouvelle ligne d'OAT 4 %, à échéance du 25 octobre 2009, à compter de l'adjudication du 6 mai 1999.

3.3.2. Le marché secondaire

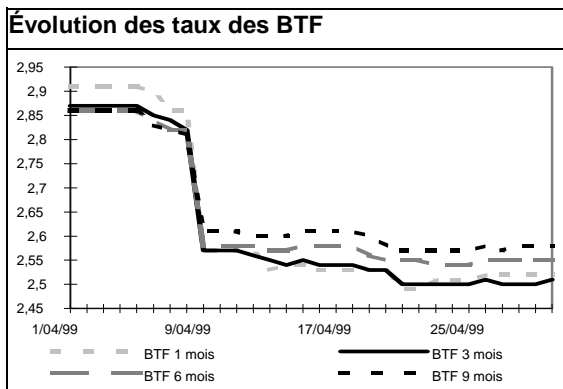
Bons du Trésor

Au cours du mois d'avril, les bons du Trésor se sont appréciés, dans le sillage de la baisse des taux directeurs de la BCE le 8 avril. Au total, sur l'ensemble du mois, les taux à 3 mois, 6 mois et 12 mois se sont ainsi détendus de, respectivement, 36 points de base, 31 points de base et 25 points de base, pour se stabiliser durant la seconde période du mois sous revue.

Sur l'ensemble du mois, les BTF sont restés chers, soutenus notamment par le réinvestissement des tombées importantes de BTAN.

Les BTAN ont bénéficié d'une tendance similaire mais en progressant légèrement moins que les papiers plus courts, les premiers subissant davantage l'influence des évolutions du marché obligataire. Les rendements des BTAN 2 ans et 5 ans se sont ainsi détendus de, respectivement, 19 points de base et 15 points de base sur l'ensemble du mois d'avril.

Au total, la courbe des rendements de la dette à court terme de l'État s'est légèrement pentifiée, l'écart entre les taux à 3 mois et à 5 ans passent, sur le mois, de 49 points de base à 69 points de base.



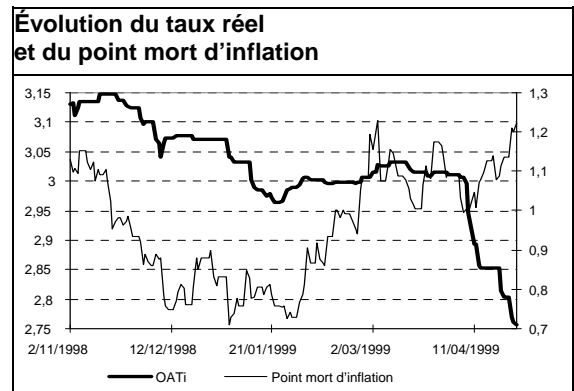
Obligations

En avril, les rendements obligataires français se sont détendus de 14 points de base sur l'échéance 10 ans et de 18 points de base et 17 points de base respectivement sur celles situées de part et d'autre, à 5 ans et 30 ans. Cette détente s'est effectuée sous l'influence contrastée de deux facteurs principaux :

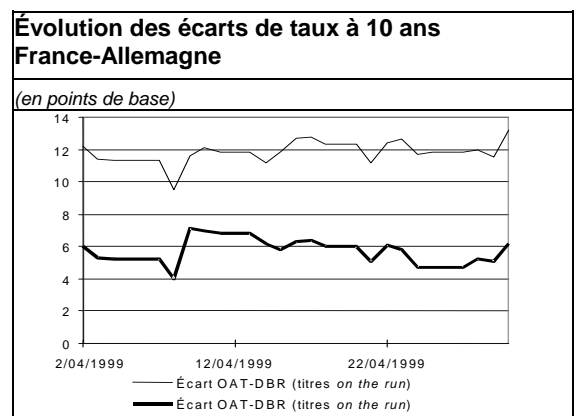
- d'une part, la baisse de 50 points de base des taux directeurs de la BCE, décidée le 8 avril, a provoqué une détente des taux longs. Celle-ci a cependant été beaucoup moins importante que celle des taux courts, entraînant une pentification de la courbe des rendements, particulièrement sensible sur la partie interbancaire. L'écart entre le taux à 1 an et le taux à 10 ans a ainsi augmenté d'une dizaine de points de base, à 137 points de base, alors que l'écart de taux entre l'échéance 2 ans et l'échéance 10 ans est resté quasiment stable, à 124 points de base ;
- d'autre part, mais dans une moindre mesure, les taux longs européens ont pâti de l'attentisme de certains investisseurs face au conflit au Kosovo et des tensions des taux longs américains. Aux États-Unis, en effet, la publication de statistiques confirmant la bonne santé de l'économie, notamment celles relatives au PIB du premier trimestre 1999 et au déflateur du PIB diffusées le 30 avril, en hausse sensible par rapport aux attentes du marché, ont accentué la hausse des taux longs.

Globalement, ces évolutions, reflet du décalage conjoncturel de part et d'autre de l'Atlantique, ont conduit à un nouvel élargissement de l'écart de taux à 10 ans entre la France et les États-Unis, à 140 points de base, soit un plus haut niveau historique.

L'évolution du cours de l'obligation indexée sur l'inflation (OATi 3 % 25 juillet 2009) s'est soldée par une baisse sensible du rendement réel observée sur cette ligne (alors même que celle-ci a été abondée en début de mois, à hauteur de 740 millions d'euros, pour atteindre un encours de près de 5,8 millions. Alors que le point mort d'inflation déduit de l'OATi (somme de l'inflation anticipée et de la prime de risque d'inflation) se situait autour de 1 % au moment de la baisse des taux directeurs de la BCE, il s'est ensuite accru de plus d'une vingtaine de points de base, le taux réel à 10 ans diminuant de 25 points de base, alors que le taux nominal à 10 ans ne reculait que de 5 points de base environ.

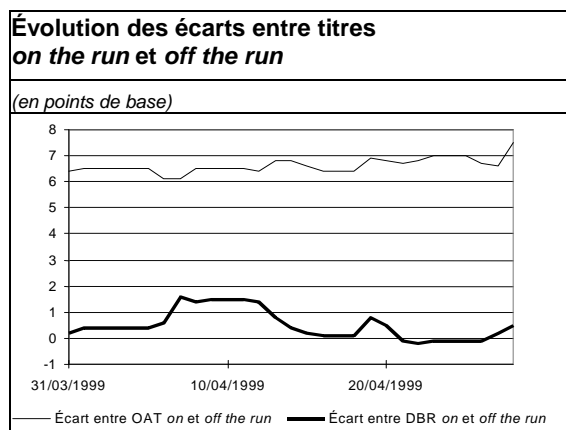


Comme au cours des mois précédents, l'écart de taux à 10 ans entre la France et l'Allemagne est resté relativement stable. Toutefois, on observe que cet écart est plus important entre des titres à 10 ans *benchmark* (ou titres *on the run*, actuellement OAT 25 avril 2009 et DBR 4 janvier 2009) qu'entre des titres à 10 ans non *benchmark* (ou titres *off the run*, actuellement OAT 25 octobre 2008 et DBR 4 juillet 2008)

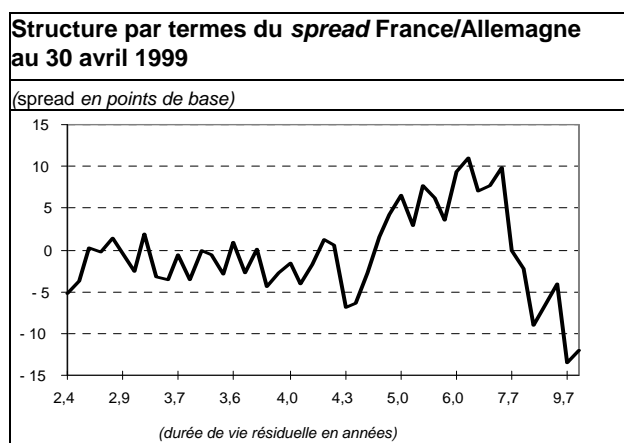


Ainsi, sur le marché obligataire français, la comparaison entre l'OAT avril 2009 et l'OAT octobre 2008 laisse apparaître un écart moyen de rendement de 6,6 points de base sur le mois d'avril, écart justifié par le fait que l'OAT avril 2009 a une durée de vie à l'échéance supérieure de six

mois à l'OAT octobre 2008. En revanche, la comparaison des titres allemands DBR janvier 2009 et DBR juillet 2008, de durées de vie à l'échéance également distantes de six mois, ne met en évidence qu'un écart moyen de 0,5 point de base. Le titre à 10 ans allemand *on-the-run* échéance janvier 2009 bénéficie donc d'une prime de *benchmark*, traduisant une demande spécifique des investisseurs liée, notamment, au fait qu'elle est actuellement l'obligation la moins chère à livrer du sous-jacent du contrat à 10 ans traité avec le marché à terme DTB.



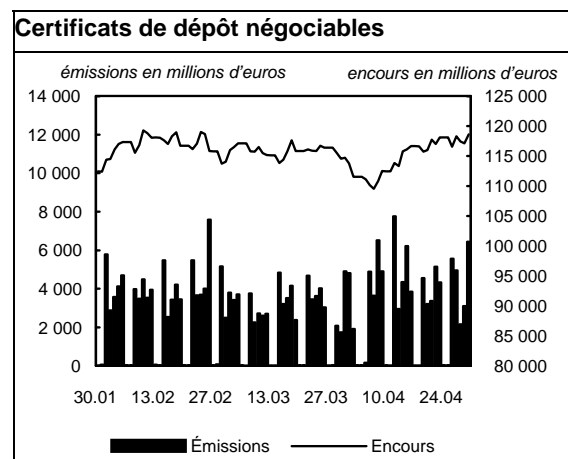
Toutefois, si les émissions allemandes tiennent lieu de référence pour la zone euro sur le compartiment du 10 ans, la dette de l'État français est mieux placée sur la zone de 5 ans à 7 ans. Le BTAN 2004 bénéficie ainsi d'une prime de *benchmark* par rapport à l'OBL 129 (novembre 2003), dont la durée de vie résiduelle est un peu plus courte et qui est moins liquide. Enfin, les rendements des titres d'État français et allemands sont quasiment à parité sur la zone s'étendant du 2 ans au 5 ans.



3.4. Les titres des entreprises financières et non financières

3.4.1. Les entreprises financières

Les émissions de certificats de dépôt négociables



Émissions de CDN en avril 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	33,8	32,6
De 10 jours à moins de 1 mois	13,9	13,4
De 1 mois à moins de 3 mois	29,4	28,4
De 3 mois à moins de 6 mois	22,9	22,1
De 6 mois à 1 an	3,6	3,5
Total	103,6	100,0

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en pourcentage)

	29 mars au 2 avril	5 au 9 avril	12 au 16 avril	19 au 23 avril	26 au 30 avril
Certificats à 1 jour	3,03	3,07	2,73	2,53	2,55
Certificats à 10 jours	2,95	2,88	2,66	2,51	2,54
Certificats à 30 jours	2,97	2,90	2,65	2,60	2,58
Certificats à 90 jours	3,00	2,93	2,70	2,64	2,63

L'*encours* des certificats de dépôt s'établissait, en données provisoires, à 118,6 milliards d'euros le 30 avril, contre 115 milliards à la fin du mois précédent (titres libellés en monnaie de la zone euro en contrevaletur euro).

Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 307 le 30 avril. À cette date, 4 d'entre eux, représentant 22 % de l'encours global,

disposaient d'un encours supérieur à 5 milliards d'euros : la Caisse des dépôts et consignations (7,1 milliards), la Banque fédérative du crédit mutuel (7 milliards), le Crédit Lyonnais (6 milliards) et la Banque nationale de Paris (5,6 milliards).

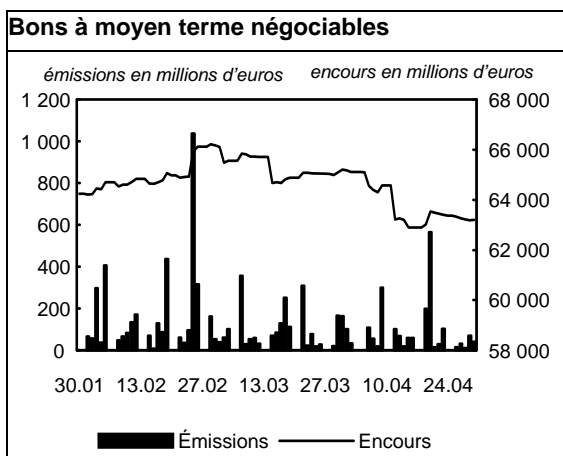
Face aux *tombées*, qui s'élèvent à 101,4 milliards d'euros pour le mois sous revue, les *émissions* réalisées ont fortement augmenté, à 103,6 milliards d'euros, contre 67,7 milliards en mars.

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

Les émissions du mois révèlent, quant à la *durée* des titres, une remarquable stabilité entre le 10 jours et le 1 an. Les émissions à très court terme (inférieures à 10 jours), admises par la réglementation depuis le 1^{er} janvier 1999, progressent nettement, en revanche, puisqu'elles représentent désormais le tiers du total, les émetteurs concernés — une vingtaine — manifestant une appétence particulière pour les émissions à 24 heures.

La détente constatée au cours du mois de mars sur les *taux à l'émission* s'est poursuivie, répercutant les décisions prises au cours du mois par les autorités monétaires. Les émissions à taux variables demeurent toujours très minoritaires sur le marché.

Les émissions de bons à moyen terme négociables



Durée	Montants en milliards d'euros	Structures en pourcentage
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	0,5	22,1
De 2 ans à moins de 3 ans	0,5	21,0
De 3 ans à moins de 5 ans	0,6	27,4
De 5 ans à moins de 7 ans	0,2	5,3
De 7 ans et plus	0,6	24,2
Total	2,4	100,0

	29 mars au 2 avril	5 au 9 avril	12 au 16 avril	19 au 23 avril	26 au 30 avril
Bons à 1 an 1 jour	3,04	2,95	2,81	2,82	2,77
Bons à 2 ans	3,13	3,05	2,94	2,97	—
Bons à 3 ans	3,22	—	3,17	3,14	3,17
Bons à 5 ans	—	3,89	3,54	3,64	ns
Bons à 7 ans	—	—	4,00	3,85	—
Bons à 10 ans	4,35	—	4,47	4,56	—

ns : non significatif

L'*encours* des BMTN s'élevait à 63,2 milliards d'euros le 30 avril, contre 64,9 milliards le 26 mars. L'*encours* total, émis à hauteur de 98 % par des entreprises financières, se répartissait entre 207 émetteurs à fin avril (chiffre provisoire), contre 216 le mois dernier. Les 2 principaux émetteurs, disposant d'un encours supérieur à 3 milliards d'euros, étaient la Société générale (5,8 milliards) et Paribas SA (3,4 milliards).

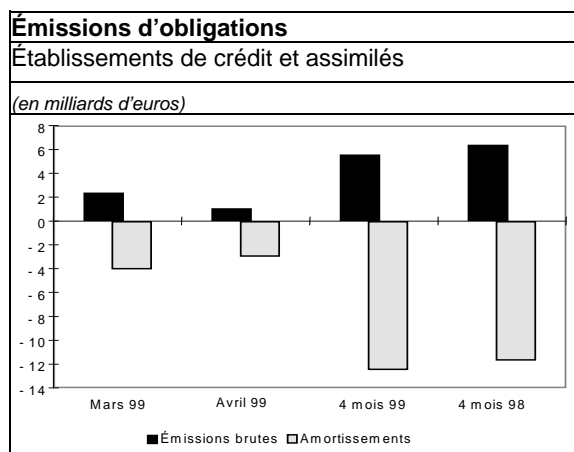
Le mois sous revue a été caractérisé par le maintien d'un faible niveau d'activité puisque les *émissions* ne se sont élevées qu'à 2,3 milliards d'euros face à des *tombées* de 4,2 milliards, le Comptoir des entrepreneurs ayant été l'émetteur le plus présent.

La répartition par catégories de *souscripteurs* montre toujours la prédominance des établissements de crédit français (pour les trois quarts du total des émissions), bien que quelques opérations ponctuelles aient pu intéresser des filiales étrangères des groupes émetteurs.

Les *durées initiales* des émissions du mois ont été réparties entre les échéances courtes (inférieures à 3 ans) et les échéances longues (5 ans et plus). Au total, il y a eu un allongement des durées par rapport au mois précédent.

Les émissions réalisées en avril ont consacré le regain d'intérêt pour les titres à taux variable qui ont représenté la moitié des volumes émis, notamment sur les échéances intermédiaires se situant entre 2 ans et 7 ans.

Le marché obligataire (primaire et secondaire)



À la suite des remboursements effectués par les établissements de crédit (près de 3 milliards d'euros) au cours du mois d'avril et du faible volume des émissions (près de 1,1 milliard d'euros), l'endettement obligataire de ce secteur poursuit une baisse sensible, les encours passant de 212,1 milliards d'euros en mars à 210,1 milliards au cours du mois sous revue, ces derniers représentant 29 % des encours totaux. Durant les quatre mois de l'année 1999, les émissions brutes se sont élevées à 5,6 milliards d'euros, soit une baisse de 14,1 % par rapport à la période correspondante de 1998.

Le Crédit local de France (CLF) et la Caisse centrale du crédit immobilier de France (3 CIF) ont procédé à la consolidation de leurs emprunts obligataires « eurofongibles » avec des obligations en euros pour un montant de, respectivement, 200 millions et 610 millions.

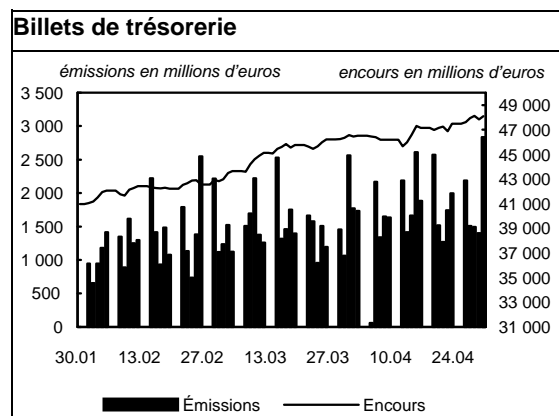
Décisions des instances de place

Le Conseil des marchés financiers a approuvé au cours du mois d'avril le projet de recommandation, proposé par l'AFTB, sur les modalités d'indexation des titres de créances négociables sur le taux Eonia (utilisation d'une moyenne arithmétique pour le calcul des intérêts).

L'avis relatif à la convention multilatérale sur l'échange d'informations et la surveillance des activités financières, publié par le Forum of European Securities Commissions (Fesco), dont est membre la COB, est paru au Journal officiel du 16 avril 1999.

3.4.2. Les entreprises non financières

Les émissions de billets de trésorerie



Émissions de BT en avril 1999

Durée	Montants en milliards d'euros	Structures en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	6,7	15,3
De 10 jours à moins de 1 mois	6,1	14,1
De 1 mois à moins de 3 mois	22,4	51,2
De 3 mois à moins de 6 mois	8,2	18,6
De 6 mois à 1 an	0,3	0,8
Total	43,7	100,0

Taux de rendement à l'émission des BT

(en %)

	29 mars au 2 avril	5 au 9 avril	12 au 16 avril	19 au 23 avril	26 au 30 avril
Billets à 1 jour	3,08	3,11	2,72	2,55	2,58
Billets à 10 jours	3,02	3,02	2,75	2,63	2,58
Billets à 30 jours	3,04	2,96	2,72	2,65	2,62
Billets à 90 jours	3,01	2,95	2,72	2,68	2,65

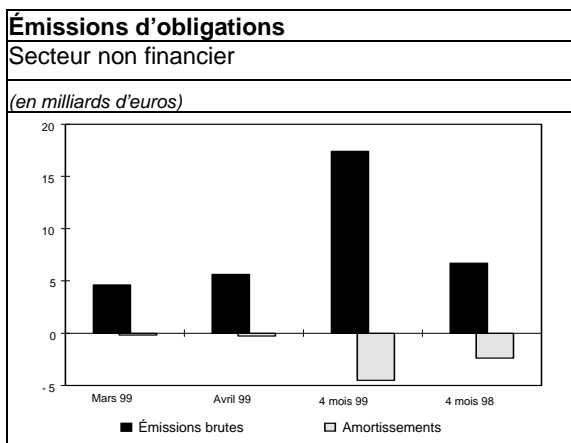
Le compartiment des billets de trésorerie connaît un dynamisme certain. L'encours des titres s'élevait à 48,1 milliards d'euros le 30 avril, ce qui constitue à nouveau un pic historique, contre 46,2 milliards le 26 mars dernier. Le montant des émissions a atteint le chiffre important de 43,7 milliards d'euros (contre 30,6 milliards le mois précédent). Les opérations de restructurations industrielles, qui conduisent nombre d'émetteurs à relever actuellement leur programme d'émissions, et l'arbitrage qui est fait par certains en faveur du marché français au détriment du marché de l'euro-commercial paper, expliquent en grande partie cette croissance des encours.

Le nombre d'émetteurs s'établissait, le 30 avril, à 95, dont 16 non français. À cette date, le principal émetteur était General Electric Capital avec 3,1 milliards d'euros, devant les groupes Vivendi (2,4 milliards) et LVMH (2,3 milliards). Les émissions en devises autres que l'euro sont désormais résiduelles.

La structure des émissions en termes de durée n'a guère évolué par rapport au mois précédent — l'essentiel est émis entre le 1 mois et le 3 mois — si ce n'est, comme pour les certificats de dépôt, la croissance des émissions à moins de 10 jours qui représentent désormais 15 % du total (contre 6 % le mois précédent).

Les taux de rendement à l'émission ont enregistré une forte détente en liaison avec la baisse des taux directeurs mentionnée précédemment. Bien que les modalités d'indexation des titres sur le taux Eonia aient été récemment arrêtées par le Conseil des marchés financiers, les émissions à taux fixe recouvrent toujours la quasi-totalité du marché des billets de trésorerie.

Les émissions obligataires



Au cours du mois sous revue, les sociétés non financières et les autres émetteurs ont levé 5,6 milliards d'euros, contre 4,6 milliards en mars 1999. Cette forte progression résulte essentiellement de l'émission d'un emprunt par la Cades.

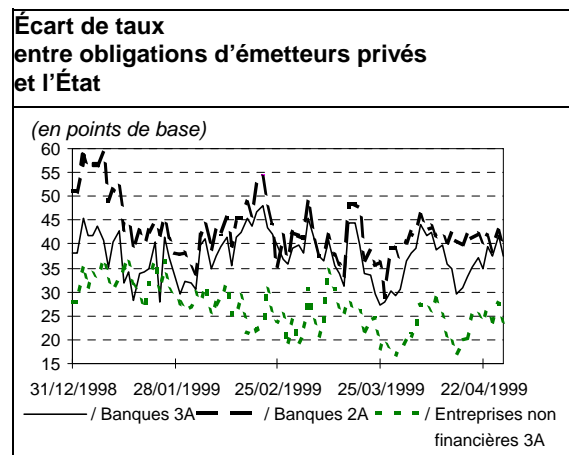
Suite à l'annonce faite courant mars, la Cades a procédé à l'émission d'un emprunt obligataire indexé sur l'inflation dont les caractéristiques sont comparables à l'OATi 3 % juillet 2009 ; le taux d'intérêt de 3,15 % est, toutefois, supérieur de 15 points à celui de l'État. Les fonds levés sur cette obligation se sont élevés à 1,5 milliard d'euros.

Les émissions, nettes des amortissements, au cours des quatre premiers mois de 1999, se sont élevées à 12,5 milliards d'euros. Elles représentent plus de 74 % des émissions nettes de l'année 1999 et leur montant équivaut à près de trois fois le montant net émis au cours de la même période de 1998 (4,3 milliards d'euros).

D'autre part, courant avril, le groupe Vivendi a émis 2,5 milliards d'euros en obligations convertibles en actions Vivendi ou « Vivendi environnement » (société non encore cotée). L'emprunt, complété par une émission d'actions de 3,2 milliards d'euros, financera l'acquisition d'US Filter et représentera l'opération de ce type la plus importante jamais réalisée en France.

Les écarts de taux

Sur le marché français, les écarts de taux entre les obligations privées à 10 ans et les titres d'État de même durée sont restés relativement stables au cours du mois d'avril, en comparaison des mouvements observés au cours des trois premiers mois de l'année.



Écarts moyens entre les obligations privées et les titres d'État

(en points de base)

	Moyenne de l'écart du 31 déc. 98 au 31 mars 99	Moyenne de l'écart sur le mois d'avril
Écart obligations bancaires notées AAA et titres d'État	37,49	37,11
Écart obligations bancaires notées AA et titres d'État	43,41	41,39
Écart obligations entreprises non financières notées AAA et titres d'État	27,23	23,25

L'apaisement des craintes de répercussion des crises asiatique et brésilienne sur la stabilité du système bancaire, sensible depuis février, s'est, en effet, confirmé. La légère diminution des écarts entre titres d'entreprises non financières et titres d'État semble exprimer une amélioration des perspectives de profit des premières, notamment grâce à l'effet bénéfique de la baisse des taux sur la croissance.

3.5. Les actions

3.5.1. Le marché primaire

Émissions d'actions et de certificats d'investissement					
(en milliards d'euros)					
	Année 1998	3 mois 1998	3 mois 1999	Fév. 1999	Mars 1999
Sociétés non financières	47,39	17,63	7,13	1,51	2,38
Établissements de crédit	1,34	0,15	0,05	0,03	0,01
Compagnies d'assurance	0,23	0,16	0,02	–	–
Administrations publiques	0,02	0,01	–	–	–
Total émis (a)	48,98	17,95	7,20	1,54	2,39
dont : Titres cotés (b)	10,54	2,76	0,74	0,21	0,08
Appel public à l'épargne (b)	7,19	2,18	0,29	0,20	0,04

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

Sources : SBF-Bourse de Paris, Banque de France

Le mois de mars a été marqué par une nette augmentation des émissions d'actions réglées en numéraire, passées de 1,54 milliard d'euros en février¹ à 2,39 milliards. Les sociétés non financières sont les acteurs principaux du marché, les émissions des autres secteurs restant négligeables.

Pour l'ensemble du premier trimestre, le montant total des titres émis s'élève à 7,2 milliards d'euros, en diminution de près de 60 % d'une année à l'autre.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont revenues de 2,76 milliards d'euros en 1998 à 0,74 milliard. À fin mars 1999, elles représentaient 10 % du montant total des émissions d'actions, contre plus de 21 % pour l'ensemble de l'année 1998.

Le groupe Valeo a effectué la principale émission du mois de mars (9,45 milliards émis en francs, soit environ 1,44 milliard d'euros).

3.5.2. Le marché secondaire

La Bourse de Paris, comme ses homologues européennes, a progressé tout au long du mois d'avril, l'indice CAC 40 gagnant 6,66 %, le DAX Xetra 6,35 % et l'indice européen EuroStoxx 50 6,57 %.

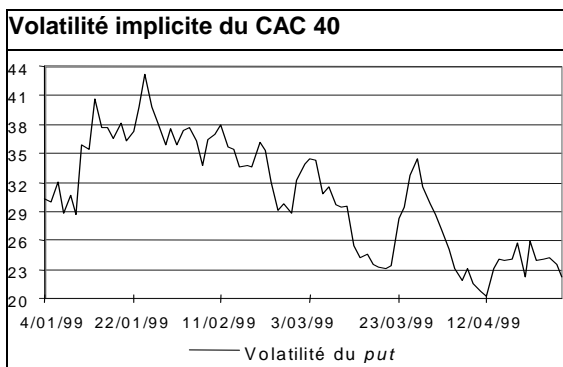
Ce mouvement a été nourri par plusieurs facteurs variés : la baisse des taux directeurs du 8 avril, dont l'effet est resté néanmoins limité, la publication de chiffres d'affaires en hausse au premier trimestre (grande distribution, Alcatel, automobile, LVMH...) et la progression des valeurs cycliques, traditionnellement plus sensibles à l'amélioration des perspectives de croissance.

Y ont également contribué la poursuite de la hausse des valeurs pétrolières, en liaison avec la hausse du prix du brut et la bonne tenue des valeurs exportatrices, liée au processus de redressement engagé par les économies émergentes frappées par la crise.

Enfin, l'évolution positive de la Bourse de New York a favorisé celle de la place de Paris. Bénéficiant de chiffres confirmant la bonne santé de l'économie, le Dow Jones a progressé plus fortement que les indices européens, avec une hausse de 8,94 % sur le mois, inscrivant plusieurs fois des records historiques au-dessus de 11 000 points, sans jamais fléchir en deçà de 10 000 points. Enfin, les gains des valeurs technologiques du Nasdaq ont trouvé un écho dans ceux des valeurs technologiques françaises. Globalement, en avril, l'effet positif exercé par les perspectives favorables de croissance des bénéficiaires des entreprises l'a nettement emporté sur l'effet négatif de la hausse des taux longs aux États-Unis, et sur les interrogations des opérateurs quant à une possible remontée des taux directeurs du Système fédéral de réserve.

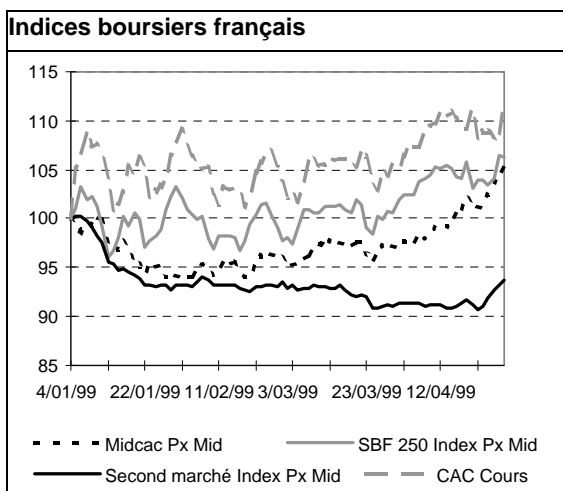
La progression s'est effectuée dans un contexte de réduction des incertitudes sur le prix d'équilibre des actifs. La volatilité implicite tirée du prix des options sur l'indice CAC 40 a baissé au cours du mois d'avril, s'établissant en moyenne à 23,74 %, ce qui confirme l'apaisement des craintes liées aux crises asiatique et brésilienne qui avaient conduit la volatilité à dépasser 40 % au début de l'année.

¹ La connaissance tardive d'opérations parfois importantes conduit à conférer un caractère provisoire pendant six mois aux statistiques d'un mois donné.



Les niveaux actuels de volatilité implicite de l'indice CAC 40 rejoignent ceux observés avant le déclenchement de la crise asiatique en octobre 1997. Ces niveaux variaient, depuis 1994, à l'intérieur d'un corridor relativement étroit de 15 % à 25 %. Replacée dans la série historique, la volatilité de 23,16 % observée à la fin du mois d'avril 1999 est plus faible que celle observée sur un tiers des jours ouvrés depuis 1994.

En avril, les indices MidCac, SBF 250 et Second marché se sont également orientés à la hausse, progressant de, respectivement, 8,28 %, 4,34 % et 2,62 %. Le MidCac, qui, le mois dernier, avait moins progressé que l'indice CAC 40, rattrape donc son retard, tandis que l'indice du Second marché continue d'enregistrer une performance moindre que celle des autres marchés.



Ces trajectoires différentes semblent devoir être appréciées en fonction des différences de liquidité entre compartiments boursiers, qui déterminent des profils d'investisseurs variés, ainsi qu'en fonction des spécificités sectorielles des indices.

3.6. Les titres d'OPCVM

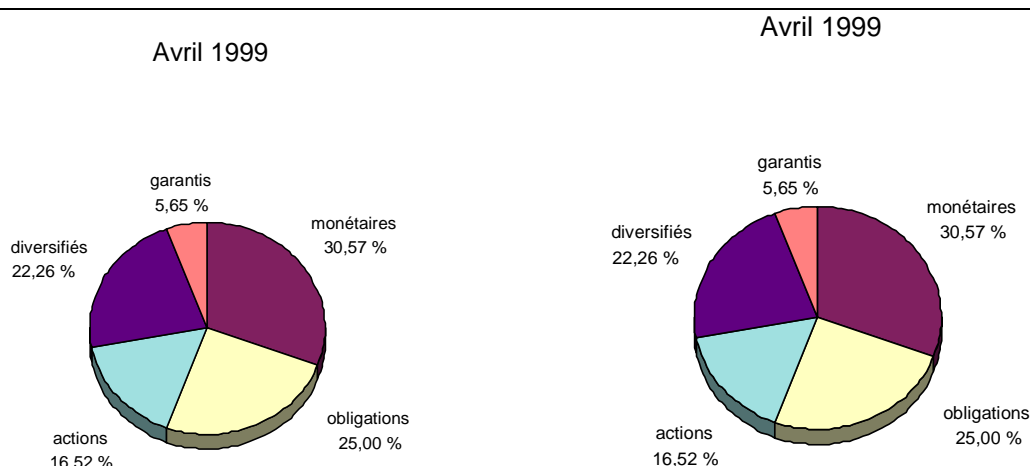
L'encours total des titres d'OPCVM s'est élevé à 604,8 milliards d'euros en avril 1999. Son rythme de progression, en ralentissement depuis le début de l'année, s'est redressé, pour atteindre 19,2 %.

L'encours des OPCVM monétaires s'est situé à 184,9 milliards d'euros. Après un palier en début d'année, leur rythme de croissance annuel s'est sensiblement accéléré, à 9,9 % en avril, essentiellement sous l'effet d'une reprise des souscriptions.

L'encours des OPCVM obligataires s'est établi à 151,2 milliards d'euros. Son augmentation sur un an s'est fortement accélérée (19,9 % en avril, après 6,9 % en mars), grâce à la progression de leur rendement et malgré de faibles souscriptions.

En avril, les OPCVM « actions » et diversifiés ont continué d'enregistrer une forte progression annuelle de leurs encours, respectivement 21,6 % et 30,9 %, pour atteindre 99,9 milliards d'euros et 134,6 milliards. Ce mouvement de hausse a principalement reflété l'augmentation de leurs rendements annuels, qui sont passés, pour les seules Sicav, respectivement, de 3,8 % à 10,3 % et de 5,0 % à 9,1 % au cours du mois. L'encours des OPCVM garantis s'est renforcé de 6,3 milliards d'euros sur un an, pour s'établir à 34,2 milliards.

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



Source : Commission des opérations de bourse

Évolution et structure des plans d'épargne en actions (PEA)

Selon les données communiquées par les établissements participant à l'enquête-titres de la Banque de France, l'encours des capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) s'élevait à 61,3 milliards d'euros à fin mars 1999, en progression de 9 % par rapport au trimestre précédent et en augmentation de 24 % sur un an. Le nombre de PEA en fonctionnement (4 millions) s'est accru de plus de 10 % par rapport au trimestre précédent. La valeur moyenne d'un PEA était de 15 113 euros à fin décembre, sans changement par rapport à décembre 1998 ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 22 567 euros¹.

	Montant (millions d'euros)		Variation (%) Mars 1999/ Déc. 1998	Structure (%)	
	Décembre 1998 (a)	Mars 1999		Décembre 1998	Mars 1999
Actions	25 347	27 587	8,8	45,0	45,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	31 000	33 747	8,9	55,0	55,0
Total	56 348	61 334	8,9	100,0	100,0
Nombre de PEA	3 679 442	4 058 447	10,3		

(a) Données révisées

Le PEA, qui bénéficie d'un régime fiscal attrayant, a la faveur des épargnants. Toutefois, l'impossibilité d'investir en direct des titres étrangers risque d'en limiter le développement à l'avenir, dans le nouveau contexte de l'UEM qui fait disparaître pour l'investisseur français le risque de change sur les titres émis dans l'ensemble de la zone euro.

L'enquête² fait ressortir à la fin du premier trimestre 1999 :

- une progression en volume des plans, d'environ 2,5 %, d'un trimestre à l'autre ;
- une augmentation de leur nombre : + 379 000 d'un trimestre à l'autre et + 932 000 sur un an ; cette progression exceptionnelle enregistrée au premier trimestre de 1999, qui fait suite à celle du quatrième trimestre 1998 (253 000 PEA supplémentaires), est due principalement aux privatisations intervenues au cours des six derniers mois (Caisse nationale de prévoyance et France Télécom à l'automne 1998 et Air France en février 1999).

Le dernier chiffre connu des liquidités non rémunérées des PEA s'élevait à 3,3 milliards d'euros à fin septembre 1998.

¹ À fin décembre 1998 (derniers chiffres connus)

² Les résultats détaillés sont disponibles sur le site Internet de la Banque de France.

**Comportement des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières
au quatrième trimestre 1998¹**

Transactions sur titres français

Les transactions sur les actions françaises cotées ont été principalement le fait des non-résidents clients des dépositaires français. Les investisseurs institutionnels (entreprises d'assurance et caisses de retraite, établissements de crédit, OPCVM) ont été à l'origine de la quasi-totalité des opérations sur obligations françaises. Les sociétés ont réalisé un peu moins de la moitié des échanges sur les titres d'OPCVM monétaires et les investisseurs institutionnels sont intervenus dans plus de, respectivement, 35 % et 53 % des transactions sur les titres d'OPCVM monétaires et non monétaires.

Part des transactions

(%)

	Actions cotées	Obligations	Titres d'OPCVM monétaires	Titres d'OPCVM non monétaires
Ménages	2,8	0,1	2,4	10,7
Sociétés	1,2	1,8	46,1	16,9
Autres agents non financiers	0,1	0,1	15,7	18,0
Investisseurs institutionnels	21,0	95,3	35,2	53,3
Non-résidents	74,9	2,7	0,6	1,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Pour mémoire :				
Transactions de l'enquête ²	2 842,0	32 779,0	2 305,6	711,1
Transactions Sicovam-COB ²	4 354,2	35 135,3	nd	nd

Détention des titres français

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

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

Les sociétés et les investisseurs institutionnels détiennent respectivement plus du tiers des titres d'OPCVM monétaires et globalement plus de 54 % des titres d'OPCVM non monétaires. La part des ménages, deuxième détenteur de ces valeurs, avoisine 36 %.

Part de détention

(%)

	Actions cotées	Obligations	Titres d'OPCVM monétaires	Titres d'OPCVM non monétaires
Ménages	11,1	8,4	17,3	35,7
Sociétés	17,7	3,6	33,1	9,6
Autres agents non financiers	8,9	1,6	14,0	8,2
Investisseurs institutionnels	26,6	74,4	34,6	44,6
Non-résidents	35,7	12,0	1,0	1,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Pour mémoire :				
Encours de l'enquête ²	4 120,3	4 353,2	814,2	1 870,7
Capitalisation boursière Sicovam-COB ²	5 502,8	4 865,2	1 063,3	2 499,9

Investissements nets en titres français

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

Investissements nets en titres français

Montant du flux net rapporté à l'encours de début de trimestre

(%)

	Actions cotées	Obligations	Titres d'OPCVM monétaires	Titres d'OPCVM non monétaires
Ménages	0,6	- 1,2	- 1,1	0,6
Sociétés	1,8	- 3,8	- 5,7	0,8
Autres agents non financiers	0,2	12,4	- 4,6	5,2
Investisseurs institutionnels	- 1,3	- 2,6	- 1,7	3,0
Non-résidents	4,4	15,8	8,9	4,3
Total	1,6	- 0,6	- 3,3	2,1

¹ Principaux résultats de l'enquête de la Banque de France. Les résultats détaillés sont disponibles sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr).

² Montants en milliards de francs
nd : non disponible

4. Chronologie

7 avril

Selon le secrétariat d'État au Budget, le déficit budgétaire s'est élevé à FRF 50,1 milliards en janvier-février, contre 62,7 milliards un an auparavant.

Publication au *Journal officiel* de l'arrêté fixant les conditions d'adhésion et les droits des bénéficiaires des conventions spéciales du Fonds national de l'emploi, ainsi que la participation au financement des allocations par le régime d'assurance chômage à hauteur de 50 %.

13 avril

Publication au *Journal officiel* de la circulaire relative à la procédure de traitement du surendettement prévue par la loi du 29 juillet 1998 relative à la lutte contre les exclusions.

14 avril

Le Conseil d'État valide l'essentiel de la convention médicale des généralistes mais annule la disposition permettant aux caisses d'assurance maladie de baisser les tarifs des médecins en cas de dérapage des dépenses.

15 avril

Le gouvernement fixe le montant des contrats de plan État-régions à FRF 105 milliards pour la période allant de 2000 à 2006.

20 avril

Les lettres de cadrage préparatoires à l'élaboration du budget 2000 prévoient de limiter la progression des dépenses à 1 %, en volume. Le Premier ministre annonce que le déficit de l'État serait compris entre 2,3 % et 2,5 % du PIB.

21 avril

Le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie et le ministère de l'Équipement annoncent un réaménagement des prêts locatifs aidés souscrits par les HLM auprès de la Caisse des dépôts et consignations, par abaissement du taux de rémunération de 5,7 % à 4,3 %.

Publication au *Journal officiel* de la convention entre l'État et la Banque de France sur la gestion de la comptabilisation des réserves de change de l'État.

24 avril

Publication au *Journal officiel* d'une annexe à la circulaire relative à la procédure de traitement du surendettement, fixant le barème des retenues pour le calcul du minimum vital.

27 avril

Le Trésor annonce l'émission, le 6 mai prochain, d'une nouvelle ligne d'OAT à échéance 25 octobre 2009 rémunérée au taux de 4 %.

29 avril

Le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie enregistre la candidature de dix groupes au rachat du Crédit Lyonnais et publie le montant de la dernière évaluation des pertes du Consortium de réalisation, qui s'élèvent à FRF 96 milliards.

Les tendances récentes de l'économie française

Gilles MOËC

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

Cette étude est fondée sur les données chiffrées disponibles à la fin du mois d'avril. Ces dernières sont donc susceptibles d'être révisées lors de la publication prochaine des comptes trimestriels de 1998 qui seront établis en base 1995.

Le PIB français a progressé en 1998 à un rythme supérieur à celui de la moyenne de la zone euro. Si les résultats du PIB pour le quatrième trimestre 1998 confirment la décélération entamée par l'économie française au milieu de l'année dernière, l'activité n'en reste pas moins sur un rythme nettement supérieur à 2 %. Le ralentissement a d'ailleurs été moins accusé dans le cas de la France que dans l'ensemble de la zone euro : le glissement annuel du PIB a fléchi de seulement 0,2 % entre le quatrième trimestre 1997 et le quatrième trimestre 1998 en France, contre un repli de 0,9 % pour la moyenne de la zone.

La légère décélération de la croissance française s'explique par le ralentissement des exportations, qui s'est encore accentué au quatrième trimestre de 1998 et dans les premiers mois de 1999. En revanche, la demande des ménages a continué à se renforcer. La consommation totale a progressé de 3,5 % en glissement annuel au quatrième trimestre, et les chiffres disponibles pour le premier trimestre 1999 (progression de 3 % de la consommation en produits manufacturés) prolongent cette tendance. Par ailleurs, l'investissement-logement s'est repris de manière sensible après trois ans de contraction.

Le contraste entre l'évolution de la demande externe et celle de la demande des ménages accentue la différence de situation entre le secteur industriel, naturellement exposé aux fluctuations de la demande internationale, et les secteurs des services et de la construction, dont l'activité est essentiellement dépendante de la demande interne. Le fait que le PIB total (biens et services) ait progressé de 0,7 % au quatrième trimestre 1998, et de 2,8 % en glissement annuel, alors que la valeur ajoutée manufacturière a reculé de 0,2 % (+ 2,0 % sur un an) met bien en évidence le dualisme actuel de la croissance française.

Des signaux favorables exprimés par l'enquête de conjoncture de la Banque de France portant sur le mois de mars permettent, toutefois, d'espérer que cette situation se résorbera progressivement « par le haut », à mesure que le secteur manufacturier tirera les bénéfices du maintien de l'orientation favorable de la demande des ménages.

Le dualisme se reflète également dans l'évolution des prix relatifs : les prix des produits manufacturés continuent à baisser (- 0,5 % sur un an en mars 1999), tandis que les prix des services se maintiennent sur un rythme de progression de 1 % par an. Le faible rythme de hausse de l'indice des prix de détail (+ 0,4 % sur un an en mars 1999) reflète les effets retardés de la baisse des tarifs énergétiques (- 4,2 % en glissement annuel). Ce dernier facteur de modération va probablement disparaître progressivement, à mesure que la reprise récente des prix du pétrole se transmettra aux prix à la consommation.

1. L'évolution défavorable de l'environnement international a pesé sur les exportations

Les exportations de la France ont été affectées par les effets directs et indirects de la crise des pays émergents, ainsi que par le manque de dynamisme de la demande intérieure chez ses principaux partenaires.

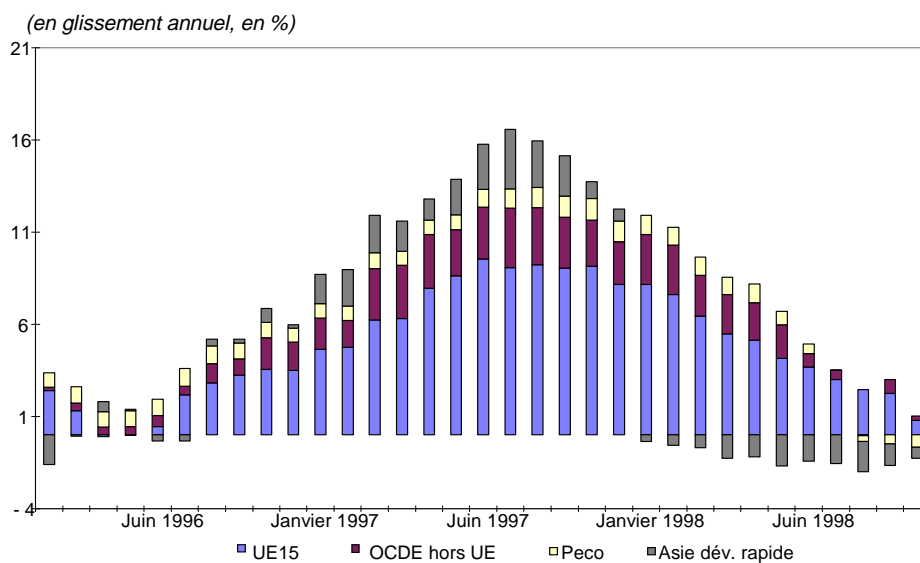
Le ralentissement marqué des exportations françaises de biens et de services est apparu au printemps 1998, leur rythme annuel, supérieur à 12 %, entre le deuxième trimestre de 1997 et le premier trimestre de 1998, tombe à moins de 6 % au deuxième trimestre de 1998, puis à 2 % au quatrième trimestre. Sur les premiers mois de 1999, seules les données en valeur relatives aux exportations de marchandises sont disponibles. Elles font ressortir une accentuation du ralentissement, le glissement annuel passant de -1,2 % en décembre 1998 à -7,0 % en février 1999. On peut imputer cette décélération à deux causes.

– *Les effets directs de la contraction de la demande émanant des pays d'Asie en développement rapide et des pays d'Europe centrale et orientale (Peco) ont été sensibles.* Si la part de ces deux zones dans les exportations totales de la France est faible — elle se situe à, respectivement, 5,2 % et 3,7 % —, le ralentissement des flux est toutefois très notable. Alors que les exportations françaises vers les pays émergents d'Asie se situaient sur des rythmes de progression de l'ordre de 40 % à 50 % par an¹ au premier semestre de 1997, elles ont entamé une forte décélération au cours des derniers mois de 1997 (progression de 11 % en décembre 1997), avant de se contracter substantiellement au cours du premier semestre de 1998 (-25 % en glissement annuel en juin 1998). Une inversion de tendance a, toutefois, été enregistrée à la fin du second semestre de 1998 (-10 % en glissement). Les exportations destinées aux Peco ont maintenu un rythme de progression soutenu (entre 25 % et 30 % par an jusqu'au premier semestre de 1998), avant de connaître à leur tour une forte réduction (-40 % en décembre 1998).

Il faut, toutefois, ramener à une juste proportion les conséquences directes de la crise des pays émergents sur le commerce extérieur français. Ainsi, l'impact mesuré par le calcul de la contribution de ces deux zones à la variation des exportations françaises n'apparaît pas prédominant (cf. graphique ci-après) : à la fin de l'année 1998, la contribution des exportations à destination de l'Asie en développement à la variation des exportations totales a atteint -0,6 point sur un an, celle des exportations vers les Peco -0,7 point, alors qu'elles se situaient à, respectivement, +1 point et +3,2 points, à leur maximum, en septembre 1997.

¹ En données douanières. Ne concernent que les flux de marchandises, en valeur. Compte tenu de leur forte variabilité, les données sont lissées par moyenne mobile centrée sur trois mois.

Contribution à la variation des exportations françaises



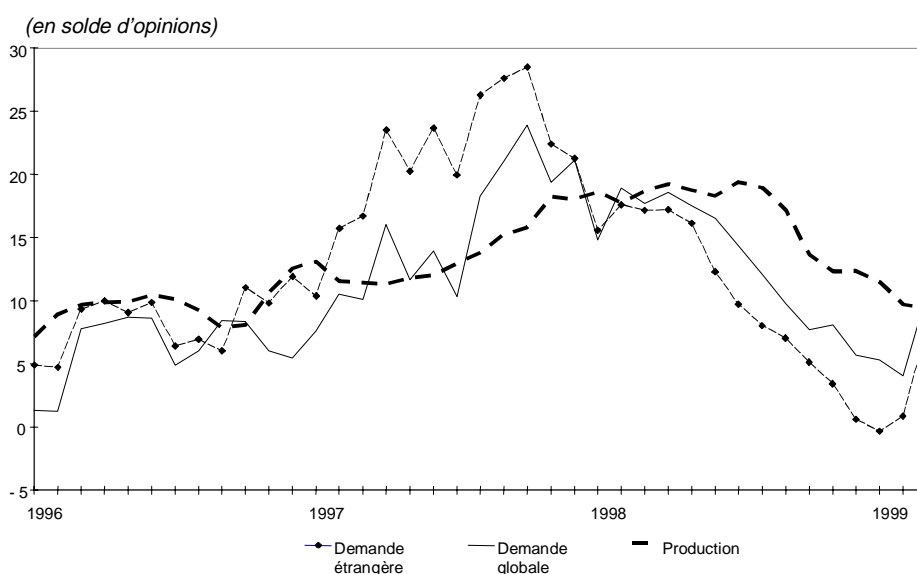
– Le principal facteur de dégradation a cependant été la décélération des exportations à destination de l'Union européenne. La contribution de cette dernière à la variation des exportations est passée de 9,5 points en septembre 1997 à 0,8 point en novembre 1998. Ce phénomène s'explique par le ralentissement général de l'activité industrielle chez nos partenaires développés, qui ont pu être davantage touchés par les effets directs de la crise, soit parce que la structure géographique de leurs exportations les rend plus sensibles à la conjoncture des pays émergents (c'est le cas de l'Allemagne, en raison de ses liens avec les Peco, ou de l'Italie, davantage liée aux pays asiatiques), soit parce que leur spécialisation internationale les met plus directement en concurrence avec les pays émergents (c'est, là aussi, le cas de l'Italie). À ces effets indirects se sont ajoutées les conséquences d'un certain manque de dynamisme de la demande intérieure dans plusieurs pays de la zone euro. Au total, les importations allemandes ont reculé de 3,4 % sur un an à la fin de 1998. La baisse a été encore plus accusée dans le cas de l'Italie (– 5,0 %).

Enfin, en dépit de la vitalité de la demande émanant des États-Unis, la contribution des exportations destinées aux pays de l'OCDE non membres de l'Union européenne est revenue de plus de 3 points en septembre 1997 à 0,2 point en novembre 1998.

2. Les anticipations se sont dégradées dans le secteur manufacturier

La reprise de la demande mondiale, au milieu de l'année 1996, avait été le facteur déclencheur du redémarrage de l'économie française. Symétriquement, le ralentissement des marchés d'exportation de la France, au printemps 1998, est à l'origine du freinage de l'activité dans le secteur manufacturier. Le graphique ci-après rapproche les soldes d'opinion² issus des enquêtes de conjoncture de la Banque de France, relatifs aux commandes reçues de l'étranger, aux commandes globales et enfin à l'évolution prévue de la production au cours du mois suivant. Les anticipations relatives à la demande étrangère se sont orientées négativement, de manière nette, dans les tout derniers mois de 1997, entraînant une révision à la baisse des prévisions de demande globale et de production. Par la suite, il apparaît de plus en plus clairement que c'est l'opinion posée sur l'environnement international qui explique le profil de la demande globale anticipée.

Évolution conjoncturelle dans le secteur manufacturier



Toutefois, cette révision à la baisse des perspectives de production n'a pas été accompagnée d'une réduction des projets d'investissement dans le secteur manufacturier. Il semblerait donc que les entrepreneurs aient considéré le ralentissement actuel de la demande globale comme un phénomène transitoire, qui ne serait pas de nature à remettre en cause leurs perspectives de moyen terme. L'enquête annuelle sur le comportement des entreprises, conduite par la Banque de France auprès de 8 500 firmes, fait d'ailleurs apparaître une prévision de progression de 7 % en valeur des investissements dans le secteur manufacturier pour 1999. Il est vraisemblable également que les entreprises seront amenées à poursuivre leur effort d'investissement en 1999, en raison du retard apparu dans le renouvellement des équipements entre 1995 et 1997. Enfin, l'orientation très favorable des conditions monétaires et financières

² Compte tenu de leur forte variabilité, les données ont été lissées sur trois mois.

actuelles est sans aucun doute un facteur à prendre en compte dans le maintien de la progression de l'investissement : selon l'enquête annuelle sur le comportement des entreprises, le solde d'opinion relatif aux taux d'intérêt (effet favorable moins effet défavorable) a atteint le niveau le plus élevé depuis 1986. Il faut rappeler que le coût du crédit à moyen et long termes octroyé aux entreprises s'est réduit de 2,3 points de pourcentage entre la fin de 1996 et la fin de 1998, selon l'enquête menée par la Banque de France auprès des établissements de crédit.

3. Le dynamisme de la demande des ménages s'est maintenu

La demande des ménages a été, et reste, particulièrement bien orientée. La consommation privée, qui s'était vivement reprise en 1997 (+ 2,5 % sur un an à la fin de l'année) a poursuivi sa progression, pour atteindre 3,5 % en glissement annuel au quatrième trimestre 1998. Les données relatives à la consommation de biens manufacturés pour le premier trimestre signalent de plus une nette accélération (+ 6,3 % sur un an en mars 1999). Par ailleurs, l'investissement-logement, en phase de contraction depuis la fin de 1995, s'est vigoureusement repris au quatrième trimestre (+ 3,3 % en glissement annuel). Les données d'enquête disponibles indiquent une poursuite de cette reprise au premier trimestre de 1999.

Le rythme élevé atteint par la consommation des ménages s'explique essentiellement par la progression de leur pouvoir d'achat, puisque leur taux d'épargne est resté inchangé, autour de 14,5 %, par rapport à 1997.

Le premier facteur de dynamisme du revenu disponible des ménages est la progression notable de l'emploi en 1997 et en 1998. Plus de 300 000 emplois salariés ont été créés en 1998, après 200 000 en 1997. Les données les plus récentes sont encourageantes, puisque le rythme des créations d'emplois se maintient au-dessus de 2 % par an depuis le début du second semestre de 1998 (+ 2,2 % en décembre 1998), alors qu'il n'atteignait que 1,5 % à la fin de 1997. Il faut remonter au début de l'année 1990 pour retrouver de tels rythmes. On peut, de plus, noter que la reprise de 1994-début 1995 ne s'était pas traduite par un tel développement de l'emploi : au cours de cette période, le rythme de progression de l'emploi salarié dans le secteur marchand avait culminé à 1,2 % au deuxième trimestre de 1995.

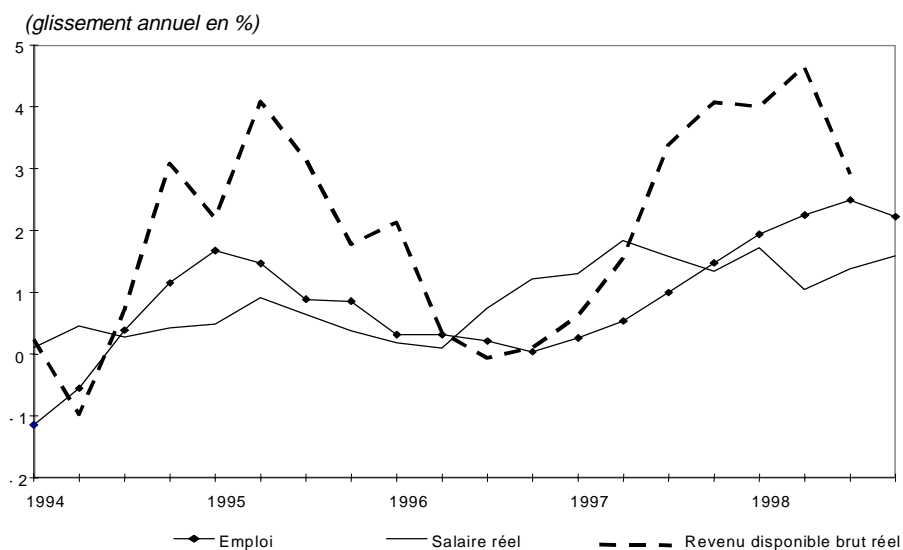
La croissance de l'emploi en 1998 pourrait même être qualifiée d'exceptionnelle, puisqu'elle a réagi plus fortement qu'auparavant à celle de l'activité : les gains de productivité dans le secteur marchand enregistrés au cours des trois premiers trimestres de 1998 se sont limités à 1,0 %, après 1,8 % en 1997, soit un rythme proche de celui observé à long terme.

À ce dynamisme de l'emploi s'est ajoutée une progression des salaires tout à fait substantielle en 1997 et 1998. Mesurés par le taux de salaire horaire ouvrier déflaté par le glissement annuel des prix à la consommation, les salaires réels ont augmenté de 1,6 % sur un an au quatrième trimestre de 1998, soit un rythme quasiment inchangé par rapport au début de l'année (1,7 %), et marquant une forte hausse par rapport à 1996 (+ 1,1 %). Cette très bonne tenue des salaires réels reflète, bien sûr, l'orientation favorable de l'activité et la baisse marquée du chômage, mais est probablement aussi la conséquence d'une anticipation imparfaite de l'ampleur de la désinflation constatée en 1997 et 1998. En effet, au cours de ces deux années, la désinflation a été accentuée par des phénomènes exceptionnels (baisse du prix de l'énergie et des matières premières),

dont l'impact sur le niveau général des prix a vraisemblablement été sous-estimé par les agents lors des négociations salariales.

Au total, la masse salariale réelle s'est accrue de 3,5 % en glissement annuel au troisième trimestre de 1998. Là encore, il faut remonter à l'année 1990 pour retrouver de tels rythmes. La progression du pouvoir d'achat global des ménages a atteint 2,9 % sur un an au troisième trimestre de 1998, imputable pour les deux tiers à la masse salariale.

Salaire réel, emploi et revenu des ménages



Cette orientation très favorable du revenu des ménages peut contribuer à expliquer le décalage de conjoncture apparu vis-à-vis des principaux partenaires de la zone euro. Ainsi, en Allemagne, le pouvoir d'achat des ménages n'avait progressé que de 2,1 % sur un an à la fin de 1998, sous l'effet d'un moindre dynamisme de l'emploi (+ 0,5 % sur un an en décembre 1998).

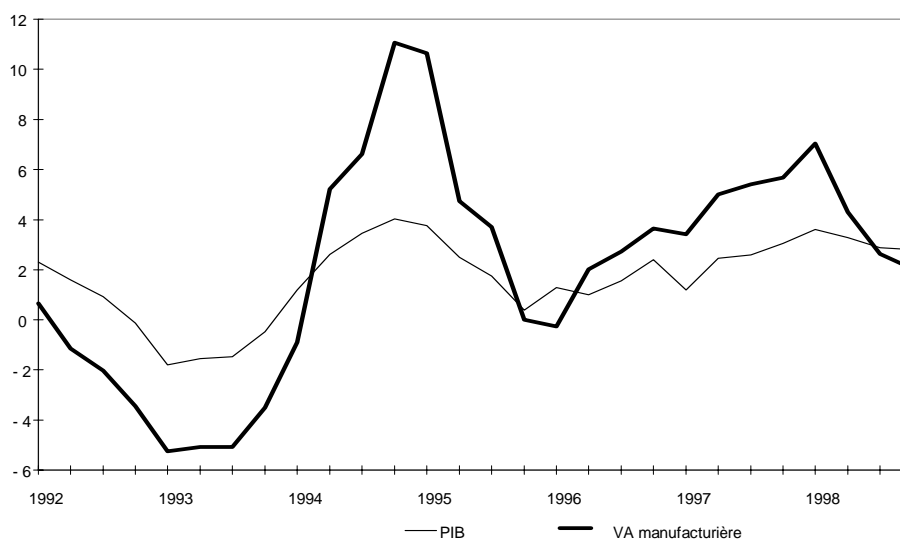
L'orientation très positive de la demande des ménages a, par ailleurs, été soutenue par les conditions financières et monétaires, tout à fait propices à une reprise du crédit. De fait, les crédits à l'habitat distribués aux ménages ont progressé de 6,2 % sur un an en mars 1999, tandis que les crédits à la consommation augmentaient de 7,6 %. Selon l'enquête sur le coût du crédit menée par la Banque de France, le taux d'intérêt applicable aux prêts à court terme octroyés aux ménages s'est réduit de 2 points entre la fin de 1996 et la fin de 1998.

4. Vers une croissance plus équilibrée

L'effet mécanique d'un tel décalage entre l'orientation de la demande des ménages et celle en provenance de l'étranger est l'apparition d'un contraste important entre l'évolution du secteur manufacturier, par nature exposé aux fluctuations internationales, et les secteurs abrités, produisant des biens et des services peu ou pas échangeables sur le marché international (*grosso modo*, le secteur tertiaire et la construction). De fait, de même qu'est apparue depuis le printemps 1998 une divergence très nette entre l'orientation de la confiance des ménages et celle des entreprises manufacturières, un décalage important s'est manifesté entre le rythme de progression de la valeur ajoutée manufacturière et celui du PIB total. Le graphique ci-après illustre l'accentuation de ce dualisme sectoriel. Alors que l'activité manufacturière avait été le moteur de la reprise de 1996 et 1997, elle a fortement ralenti depuis le début de l'année 1998, l'activité totale se maintenant, toutefois, sur un rythme de progression stable.

PIB total et valeur ajoutée manufacturière

(glissement annuel en %)



La conséquence d'un tel décalage entre la confiance mesurée au niveau de la demande (c'est-à-dire des ménages) et de l'offre (c'est-à-dire des entreprises) ne doit cependant pas être surestimée, puisque le secteur des biens manufacturés, le plus souvent choisi comme représentatif de l'orientation de l'offre, ne représente que 16,6 % de la valeur ajoutée totale de l'économie française. En outre, la confiance des entreprises des secteurs des services et de la construction ne s'est pas dégradée.

Quelques indicateurs, parmi les plus récents, semblent signaler une certaine reprise des anticipations d'activité dans le secteur exposé aux fluctuations internationales. L'enquête de conjoncture de la Banque de France portant sur le mois de mars révèle une progression de l'activité, une reprise des carnets de commandes en provenance de l'étranger, un niveau de stocks jugé plus proche de la normale et des taux d'utilisation des équipements qui remontent au-dessus de leur niveau de long terme, après deux mois où leur niveau s'était creusé de manière préoccupante. Ces résultats demandent bien évidemment à être confirmés avant qu'il soit possible de conclure à l'hypothèse d'une « sortie par le haut » du décalage entre le secteur « exposé » et le secteur « abrité ».

Un autre facteur de convergence réside dans la composition de la consommation des ménages. Alors que cette dernière s'était concentrée sur les services en 1997, elle s'est élargie aux produits manufacturés en 1998. En glissement annuel, au quatrième trimestre 1998, la consommation en produits manufacturés s'est accrue de 4,4 %, contre 3,5 % pour la consommation totale. Les données les plus récentes signalent une poursuite du mouvement de soutien du secteur manufacturier par la consommation des ménages (+ 6,3 % sur un an en mars 1999 pour la consommation en produits manufacturés).

5. Le rythme de progression des prix reste faible au début de 1999

Le rythme de croissance extrêmement faible des prix à la consommation (0,4 % sur un an en mars 1999) s'explique, encore en grande partie, par la baisse des prix du pétrole et des matières premières. Toutefois, ces facteurs exceptionnels de modération commencent à disparaître.

Le prix du pétrole était revenu de 15,2 dollars le baril en janvier 1998 à un point bas en décembre 1998 (9,9 dollars le baril en moyenne mensuelle). Cette détente des prix du pétrole s'est traduite par une forte baisse des tarifs énergétiques tels qu'ils ressortent de l'indice des prix à la consommation (- 5,8 % en décembre 1998). Le prix des matières premières alimentaires s'était, lui aussi, fortement contracté (- 22 % en devises sur un an en janvier 1999), ainsi que, à un moindre degré, celui des matières premières industrielles (- 12 % sur un an). Ce dernier phénomène peut contribuer à expliquer la contraction des prix de vente industriels français (- 0,7 % sur un an en décembre 1998 pour la branche des biens de consommation par exemple).

À cette faiblesse des prix internationaux s'étaient ajoutés les effets de la baisse passée du dollar vis-à-vis du franc : le cours du pétrole a ainsi reculé de 33 % en francs sur un an en janvier 1999, contre « seulement » 28 % en dollars.

S'ajoute enfin un effet dérivé : la modération des prix des produits finis importés, qui bénéficie aussi de ce « contre-choc » des cours des matières premières. Au total, les prix des importations de biens et services ont reculé de 1,0 % sur un an au troisième trimestre 1998, alors qu'ils étaient encore en hausse de 1,6 % à la fin de l'année 1997. Les prix des produits manufacturés importés ont fortement ralenti (+ 1,0 % au troisième trimestre 1998, contre + 2,9 % à la fin de l'année 1997).

Une telle conjonction de facteurs désinflationnistes ne se reproduira pas en 1999. Le pétrole a entamé une reprise nette (12,3 dollars le baril en moyenne mensuelle en mars), et la baisse du cours des matières premières est interrompue depuis l'automne 1998. La récente appréciation du dollar face à l'euro devrait, dans les prochains mois, faire remonter les prix des produits importés.

De fait, la reprise des prix du pétrole a déjà commencé à exercer une pression visible sur les prix de consommation : la hausse des prix du mois de mars (+ 0,4 % sur un an) enregistre déjà les premiers effets de la remontée des tarifs énergétiques (+ 0,6 % sur un mois pour l'énergie dans son ensemble, dont 1,0 % pour les seuls produits pétroliers).

On peut donc s'attendre à ce que la hausse des prix, telle qu'elle est mesurée par l'indice des prix à la consommation national, se rapproche progressivement de l'inflation sous-jacente, qui exclut les produits dont les prix sont particulièrement volatils, comme ceux de l'énergie. Sur un an, l'inflation sous-jacente se situait à 0,8 % en mars 1999.

Vis-à-vis de ses partenaires de l'Union monétaire, la France se trouve dans une position favorable, puisque l'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), atteignait 0,5 % sur un an en mars 1999, contre 1,0 % dans l'ensemble de la zone euro en mars.

Au total, si le rythme actuel de progression des prix de détail n'inspire pas d'inquiétude, trois éléments appellent toutefois le maintien d'une certaine vigilance, notamment parce que leurs effets pourraient se cumuler :

- en premier lieu, la reprise des prix de l'énergie, si elle devait se poursuivre et s'amplifier dans les mois qui viennent ;
- en deuxième lieu, l'accélération des loyers, qui progressent actuellement à un rythme soutenu : selon l'INSEE, l'indice des loyers a progressé de 2,2 % sur un an en janvier 1999, après 1,6 % en janvier 1998 ;
- en dernier lieu, le retournement des coûts unitaires salariaux, qui ont repris leur progression, après une contraction en 1997. Ils se situent actuellement sur des rythmes annuels de l'ordre de 1 %, en liaison avec la bonne orientation des salaires et l'inflexion des gains de productivité. Ce retournement ne se traduit toutefois pas, pour l'instant, par une contraction des marges des entreprises, qui se maintiennent à des niveaux élevés.

En conclusion, il semble que l'économie française, affectée en 1998 par les conséquences directes et indirectes de la crise des pays émergents, soit en passe de se rééquilibrer au printemps 1999. La bonne tenue de l'activité s'accompagne d'un maintien de l'inflation sur un rythme très modéré, même si la reprise des prix internationaux et l'évolution des coûts salariaux continuent de requérir une certaine vigilance.

Le financement de l'innovation

La France dispose d'un potentiel scientifique et technologique de premier plan, mais le développement de l'innovation ne paraît pas encore suffisamment irriguer les différents secteurs économiques. Si le montant des crédits budgétaires par tête d'habitant classe la France en deuxième position derrière les États-Unis, la part de la France dans le dépôt de brevets européens de haute technologie a reculé de 8,5 % à 7,0 % entre 1987 et 1996.

La protection trop faible de l'innovation (dépôts de brevets), un effort de recherche technologique globalement insuffisant et le manque de ressources financières constitueraient les principaux handicaps de notre pays. Ce constat, dressé par H. Guillaume dans son rapport sur la technologie et l'innovation, a incité les pouvoirs publics à multiplier depuis un an leurs actions : assises nationales de l'innovation en mai 1998, projet de loi sur l'innovation adopté par le gouvernement le 14 janvier 1999.

Considérée comme un levier, l'innovation n'intéresse pas que les seules grandes entreprises performantes. Elle représente un enjeu majeur pour les PME et tout particulièrement les nouvelles entreprises, les start up, qui contribuent au développement de l'économie et sont créatrices d'emplois. La capacité d'innovation d'une économie dépend donc de l'aptitude du système financier : banques, sociétés de capital-investissement, marché de valeurs, à financer ce type d'investissement, en collaboration avec l'entreprise grâce à l'autofinancement dégagé par son activité et ceci, quelle que soit sa taille.

L'objet de cet article est d'explicitier, dans un premier temps, la nature de la relation banque-entreprise innovante et d'exposer les facteurs concourant à son amélioration. La spécificité de ce type d'investissement suppose, en fait, l'action coordonnée de différents acteurs du financement, parmi lesquels instances publiques et capital-investisseurs jouent un rôle primordial. Pour terminer, seront passées en revue quelques expériences étrangères fournissant des éléments intéressants de comparaison dans des voies possibles de meilleur fonctionnement du système de financement.

Annie SAUVÉ
*Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises*

1. La théorie et les conditions du financement de l'innovation

L'innovation peut revêtir différents aspects. Il s'agit, le plus souvent, du lancement de produits ou de procédés nouveaux. Au sein des PMI françaises prévoyant de poursuivre ou d'amplifier leur programme d'innovation, près des deux tiers appartiennent à des secteurs qui ne sont pas réputés être de haute technologie [ministère de l'Industrie, 1993]. À ce propos, les avis concordent pour considérer que la taille n'est pas un facteur discriminant du potentiel d'innovation des entreprises [Acs et Audrestsch, 1988]. Certaines PME sont capables de faire preuve de plus de flexibilité, notamment dans leur organisation, que leurs homologues de plus grande taille. En revanche, la diversification des activités de ces dernières contribue souvent à réduire le risque. C'est ainsi que l'effet taille joue un rôle prépondérant dans le comportement de financement des entreprises [Fazzari, Hubbard et Petersen, 1988].

1.1. La théorie du financement de l'innovation

L'innovation s'inscrit dans la perspective d'un changement de l'environnement économique global qui, pour être favorable, requiert la création de ressources financières spécifiques en faveur des entreprises et notamment des PME qui rencontrent des difficultés pour accéder aux moyens de financement traditionnels. Cette situation s'explique par l'environnement économique qui a prévalu jusqu'à une époque récente. En effet, le contexte macroéconomique des années quatre-vingt, caractérisé par la globalisation financière et la montée des risques bancaires, a été à l'origine d'une plus grande sélectivité des intermédiaires financiers dans l'acceptation des dossiers et d'un processus de dualisation des marchés de financement au détriment des PME [Castel et Ullmo, 1991]. Le financement de l'innovation technologique n'en a pas été facilité. Les risques liés à l'innovation sont apparus impossibles à couvrir par le recours à des instruments financiers permettant aux investisseurs de bénéficier de la même liquidité que sur d'autres placements, dans la mesure où la maturation des investissements porte sur 5 à 10 ans.

En effet, l'innovation est essentiellement d'ordre technologique ; elle est fondée sur la mise en œuvre et la gestion d'actifs immatériels (savoir-faire, développement technologique) qui nécessitent des compétences managériales particulières. Ces actifs « spécifiques » jouent un rôle primordial dans le développement et l'essor de la firme mais sont difficilement quantifiables et négociables. Ce type d'actif doit plutôt être financé sur fonds propres, conformément aux conclusions de Williamson [1988] concernant la nature des actifs et la structure de financement des firmes.

De plus, le degré particulièrement marqué d'incertitude qui caractérise tout projet innovant rend aléatoires les rendements escomptés des investissements. Cette incertitude est inhérente aux caractéristiques du projet, d'une part, et à l'imperfection de l'information provoquée par les interactions continues entre la firme et son environnement, d'autre part. En effet, la firme innovante agit sur son environnement et le modifie, alors que l'évolution de l'environnement induit un changement de stratégie de la part de la firme.

Ces quelques éléments sont à prendre en compte avant de tenter d'expliquer le comportement financier de l'ensemble des entreprises de haute technologie et plus particulièrement des firmes assumant un risque élevé et faisant face à une limitation dans l'accès au financement externe.

Si la théorie financière ne semble pas apporter de réponse précise à cette question concernant une catégorie spécifique d'entreprises, il n'en demeure pas moins que la théorie de l'agence consacrée à l'étude des relations contractuelles entre apporteurs de capitaux et dirigeants donne un éclairage sur le rôle joué par les intermédiaires financiers et notamment les sociétés de capital-risque dans le financement des entreprises de haute technologie nouvelles ou de taille réduite [Mahieux, 1993]. Au total, le financement de l'investissement d'innovations suppose la création et l'exploitation de sources de capital patient.

1.2. Les facteurs conditionnant le financement adéquat de l'innovation

1.2.1. L'existence de toute l'information nécessaire

Le développement de l'innovation est lié à l'obtention de ressources financières, dont l'octroi est fondé sur la qualité du projet qui constitue, en l'absence de garantie, la condition incontournable de la participation d'un intermédiaire privé financier ou d'un industriel. L'expertise requise est une combinaison de compétences financières, commerciales, juridiques et technologiques. La sous-information et le coût de gestion et de suivi des petits dossiers expliquent la réticence de la communauté financière à accorder des concours. Seules la présentation d'un projet solide et l'élaboration d'un bon *business plan* pourront rassurer et donc attirer les investisseurs privés conscients du taux élevé d'échec (50 %) dans le domaine des activités d'innovation.

1.2.2. Une bonne adéquation entre les moyens de financement disponibles et les besoins des entreprises

L'adéquation des ressources externes au financement des entreprises innovantes dépend du stade de développement dans lequel se situe l'entreprise (recherche, démarrage, développement ou maturité). Les problèmes spécifiques aux phases de conception et de création d'une jeune entreprise technologique s'estompent lors des phases ultérieures du développement où l'entreprise ne fait plus l'objet de discrimination particulière de la part du banquier.

Les moyens de financement traditionnels ne sont pas adaptés pour couvrir les besoins exigés par un projet situé au début du cycle de son développement. Après avoir utilisé ses fonds personnels, le créateur peut solliciter son entourage, avoir recours à l'épargne de proximité ou bénéficier des structures de la grande entreprise qui l'emploie dans le cadre d'opérations d'essaimage. Par ailleurs, des investisseurs individuels *Business angels*, des associations créées à l'initiative d'industriels ou des structures indépendantes peuvent apporter leur concours.

L'adéquation est plus facile à trouver pour les étapes suivantes mais la probabilité relativement élevée d'échec, de l'ordre de 30 % à 50 % lors du lancement industriel et commercial du produit, explique la prudence des investisseurs à l'égard de projets modestes ou de jeunes entreprises. Les sociétés de capital-risque s'intéressent en priorité à de gros projets ; leur participation minimum est de l'ordre de 1 million de francs à 1,5 million (152,5 milliers d'euros, à 228,7 milliers).

Si le projet a rencontré un certain succès, le financement de la phase de croissance sera aisé. Les interventions du capital-investisseur ou capital-développement permettront à l'entreprise d'augmenter ses capacités de production, de développer de nouveaux produits, de financer éventuellement des acquisitions. La firme peut alors avoir recours aux emprunts « mezzanine »¹. Aux États-Unis, le fonds de capital-risque qui a financé l'entreprise depuis sa création se désengage, les banques d'affaires (*Investment Banks*), prenant le relais en vue d'un financement boursier.

Les investisseurs qui rentrent à ce stade sont animés par des motivations différentes de celles des capital-risqueurs initiaux. Ils envisagent une sortie au bout de 3 ans ou 5 ans, contre 5 ans à 10 ans pour les précédents. Comme leurs risques sont plus limités, leur souci de valorisation est de l'ordre de 20 % à 25 % par an, contre 30 % à 50 % pour les investisseurs d'origine. Des risques subsistent toutefois quant aux réalisations effectives des programmes de croissance par rapport aux objectifs fixés et aux possibilités de sorties, facilitées certes en cas d'introduction en bourse, mais plus aléatoires en cas de vente de l'entreprise à un groupe industriel.

1.2.3. Une harmonieuse articulation entre le financement public et les ressources privées

Pour inciter les entreprises à innover, les pouvoirs publics de tous les pays industrialisés ont mis en place une série d'aides financières et d'incitations fiscales. Toutefois, l'efficacité du système de financement passe par sa globalisation et par une meilleure articulation entre le financement public et les ressources privées. Avec l'aggravation des difficultés économiques en 1993, la crise immobilière, les financeurs privés sensibles au risque se sont désengagés. Ainsi est apparue une sorte de financement à deux vitesses : des fonds publics destinés à financer les projets de recherche et d'innovation plus risqués et situés en amont de la croissance, des financements privés pour les projets en développement ayant une certaine visibilité.

1.2.4. Un financement spécifique de l'innovation

Différentes conditions doivent être remplies pour qu'un projet novateur trouve les sources de financement nécessaires. L'innovateur doit être capable de formuler son projet dans une forme permettant l'évaluation par le bailleur de fonds, et être disposé à utiliser le canal de financement le plus approprié, en acceptant, le cas échéant, le partage d'informations et le degré de contrôle qu'implique le recours à des capitaux propres externes. Les conditions concernant l'aspect demande de capitaux étant réunies, existe-t-il une offre susceptible de la satisfaire ?

En raison du caractère spécifique de tout projet, l'innovateur doit pouvoir identifier des acteurs financiers disposant des capacités d'évaluation de son projet, même s'il est techniquement complexe et implique une forte dose d'investissements immatériels. Il doit, par ailleurs, avoir un accès normal à une gamme complète de moyens de financement. Quant à l'investisseur financier, il doit pouvoir disposer de possibilités de désengagement appropriées, en fonction de sa préférence pour la liquidité.

¹ Il s'agit d'un financement à mi-chemin entre la prise d'une participation dans le capital et l'octroi d'un prêt non garanti, en ce sens qu'il repose sur une garantie de deuxième rang sur les actifs de l'entreprise ou ne repose sur aucune garantie. Ce type de financement implique l'utilisation d'outils tels que les obligations convertibles. Le prêteur encourt donc un risque beaucoup plus important, dont il entend être rémunéré par un taux d'intérêt supérieur à celui que reçoit le prêteur principal.

Il paraîtrait, en conséquence, un peu hâtif de reprocher aux établissements de crédit leur aversion pour les risques ou la sélectivité dont ils feraient preuve lors de l'octroi de crédits, alors que les représentants de la profession bancaire déplorent le manque de projets viables. Leur prudence s'explique par le caractère asymétrique du crédit bancaire : la banque est associée aux échecs de l'entreprise mais elle ne l'est pas aux succès.

Le « capital-investissement », autrefois appelé « capital-risque² », est l'un des modes particuliers de financement d'entreprises non cotées, en création, en phase de développement ou en phase de transmission. Le capital-investissement constitue un *apport en fonds propres* et partage les risques et les opportunités de l'entreprise financée, il s'inscrit dans une *relation de long terme* (de l'ordre de 7 à 10 ans) avec la firme. Après avoir sélectionné le dossier en fonction des perspectives de croissance et des capacités managériales de ses dirigeants, l'investisseur joue un *rôle actif* dans l'entreprise, il *accompagne* son développement en conseillant ses responsables et en contrôlant leur gestion. La rémunération du capital-investissement intervient sous forme de la *réalisation d'une plus-value* à la fin de la collaboration lorsque l'investisseur vend sa participation.

Le capital-investissement est un mode de financement comportant, par essence, une prise de risque ou mieux encore une implication directe de la part du financier dans l'entreprise à la différence du crédit. Alors que le prêteur dispose à l'encontre de l'entreprise débitrice d'une créance certaine dans son principe, son montant et son terme, assortie, très souvent, d'une garantie sur l'actif et/ou sur les biens propres de l'entrepreneur, le capital-investisseur, puisqu'il investit en fonds propres en participant au capital social, devient un véritable associé. Il ne dispose donc d'aucune créance certaine contre l'entreprise. Des opérations mixtes sont possibles. Afin de sécuriser partiellement leur position, des capital-investisseurs accordent une fraction de financement sous forme de prêt qui peut être transformé ultérieurement en fonds propres. L'investisseur n'est pas un banquier qui prête de l'argent contre des sûretés réelles, la relation capital-investisseur/jeune créateur est fondée sur un partenariat, ce qui implique le partage des risques lors de phases de lancement et développement et des profits en cas de réussite.

Les acteurs du capital-investissement sont essentiellement des groupes bancaires, des investisseurs institutionnels (assureurs, caisses de retraite) qui cherchent une diversification à leurs placements traditionnels en actions et obligations (c'est ainsi que les fonds de pension américains ou britanniques sont particulièrement actifs en ce domaine). On compte également parmi leurs rangs des indépendants dont le métier est de gérer des fonds de capital-investissement, des organismes régionaux de participations, qui, avec le soutien des collectivités territoriales et/ou d'établissements financiers, favorisent le développement du tissu des PME à l'échelle régionale.

En résumé, un bon système de financement de l'innovation repose sur l'existence de sources de capital patient, l'intervention de *Business angels* (« investisseurs bienfaiteurs ») et d'intermédiaires financiers c'est-à-dire les banques pour le bas de bilan, les apporteurs de capitaux pour le haut de bilan.

² Le terme capital-risque est désormais réservé aux opérations de capital-crédation.

2. Les partenaires de l'entreprise

2.1. Le soutien à l'innovation d'origine publique

En 1997, les dépenses publiques de recherche et développement représentaient en France 2,4 % du PIB, plaçant ce pays au deuxième rang en Europe, derrière la Suède. Ces 184 milliards de francs (28 milliards d'euros) consacrés à la recherche n'ont pas eu les retombées escomptées en termes d'activité économique. Cela pourrait s'expliquer par le caractère multiforme des interventions et par la baisse du volume des financements destinés aux entreprises.

Parmi la vaste palette des aides mises en place pour soutenir l'innovation et le développement technologique et industriel des entreprises, il convient de mentionner les Frac (Fonds régional d'aide au conseil) et les Fratt (Fonds régional d'aide au transfert de technologie). Les Drire (direction régionale de l'Industrie, de la Recherche et de l'Environnement) gèrent le programme Atout qui se subdivise en plusieurs procédures (Puce, Puma, Logic et Atout Drop) destinées à « élever le niveau technologique des PMI ». En 1996, 161 millions de francs (24,5 millions d'euros) d'aides ont été accordés selon la procédure Atout, contre 222 millions de francs (33,8 millions d'euros) en 1995 et 275 millions de francs (41,9 millions d'euros) en 1994. 80 % des aides sont financées sur crédits d'État, le complément de 20 % étant réparti entre les fonds européens du Feder (Fonds européen de développement régional).

Ainsi, le dispositif national d'aides est complété par des mesures communautaires. Au nombre de ces programmes on peut citer : Craft (Cooperation Research Action for Technology), Esprit (European Strategic Program for Research in Information Technology). Par ailleurs, le programme Eureka destiné à financer des projets « proches du marché » a été mis en place en 1985. Le projet doit s'appuyer sur le développement de technologies avancées et se conduire en partenariat avec une entreprise appartenant à l'un des 24 autres pays membres d'Eureka (Union européenne, Europe centrale et orientale). L'avantage essentiel réside dans le financement de 30 % au maximum du coût d'un programme de recherche appliquée, sous forme d'avances à taux nul, remboursables en cas de succès. En 1996, les aides atteignaient 691 millions de francs (105,3 millions d'euros), contre 608 millions de francs (92,6 millions d'euros) en 1995.

La loi sur l'innovation a pour objectif de rapprocher la recherche publique et l'industrie en favorisant l'essaimage des personnels de la recherche vers les entreprises, afin de promouvoir l'élaboration de processus innovants se concrétisant par des applications commerciales et à renforcer ainsi l'efficacité des fonds publics consacrés à la recherche. La collaboration entre le chercheur et l'entreprise pourra aller du simple concours scientifique à la prise de parts de capital plafonnée à 15 %.

Les organismes de recherche et les universités devront favoriser la création d'incubateurs d'entreprises innovantes en mettant à disposition locaux, matériels et moyens. Pour accompagner ce dispositif et renforcer le financement des fonds d'amorçage, 200 millions de francs (30,5 millions d'euros) sont inscrits dans la loi de finances 1999 en complément des 600 millions de francs (91,5 millions d'euros) prélevés en 1998 sur les recettes de la privatisation de France Télécom et des 300 millions de francs (45,7 millions d'euros) provenant du récent accord passé entre la Caisse des dépôts et consignations (CDC) et la Banque européenne d'investissement (BEI) ; ces sommes sont gérées par le Fonds public pour le capital-risque (FPCR).

Le soutien aux projets innovants des PME a été renforcé en 1998 par l'affectation d'un tiers (140 millions de francs, soit plus de 20 millions d'euros) du Fonds de recherche technologique (FRT), normalement destiné aux grands groupes industriels. Par ailleurs, ces différentes mesures sont appuyées par l'action de l'Agence nationale de valorisation de la recherche (Anvar).

2.2. La mission de l'Anvar

La mission essentielle de l'Anvar³ est de soutenir l'effort d'innovation technologique des PME en accordant une « aide à l'innovation », avance à taux nul remboursable en cas de succès ; celle-ci est inscrite au passif du bilan et assimilable aux fonds propres.

L'engagement de l'Anvar, qui s'exerce par le biais de 24 délégations régionales, permet aux PME de trouver plus facilement les relais financiers indispensables à la réussite de leur projet. L'Anvar intervient grâce au réseau inter-régional de diffusion technologique (RIDT). Elle opère, en relation avec d'autres instances nationales ou régionales : Drire, CEA, centres technologiques, laboratoires d'université...

En 1997, l'Anvar a soutenu financièrement l'effort d'innovation technologique de quelque 1 900 entreprises françaises, soit un montant total d'aide de 1,35 milliard de francs (205,8 millions d'euros), dont plus de 80 % étaient consacrés au financement et accompagnement de projets, 7,2 % au recrutement pour l'innovation et 3,7 % au réseau de diffusion technologique.

En 1998, l'Anvar s'est fixé de nouveaux objectifs qui consistent en une coopération renforcée avec les acteurs du capital-risque, un développement des fonds communs de placement pour l'innovation (FCPI), un renforcement des aides à l'introduction sur les nouveaux marchés boursiers et la mise en place de fonds d'amorçage spécialisés.

Les aides de l'Anvar en 1998

	Type d'aide	Frais couverts	Montant maximal	Aides accordées
Aide aux projets d'innovation	Avance à taux 0, remboursable en cas de succès	Dépenses du projet d'innovation, depuis les études préalables jusqu'à la préparation du lancement industriel et commercial	50 % des dépenses retenues par l'Anvar	FRF 1 037 millions (EUR 158 millions) répartis entre 1 322 projets, dont 36 dans les entreprises de moins de 3 ans d'existence
Aide au recrutement pour l'innovation	Subvention	Salaires et charges patronales, frais de recrutement et de formation	FRF 200 000 Les créateurs jeunes peuvent en bénéficier pour un montant de FRF 97 millions (EUR 14,8 millions)	FRF 160 millions (EUR 24,4 millions)

Source : Anvar

³ L'Anvar fait partie de TAFTIE (The Association for Technology Implementation in Europe) qui a pour but de faciliter les échanges d'informations et d'expériences ainsi que d'aider les PME à trouver des partenaires technologiques industriels et financiers à l'échelle de l'Europe.

L'Anvar investit chaque année 1,4 milliard de francs (213,5 millions d'euros) dans les projets d'innovation dont l'évaluation est fondée sur un dialogue étroit avec le chef d'entreprise. L'analyse technique de l'Anvar peut constituer une aide précieuse pour le banquier. L'Agence a décerné sa « qualification » aux projets d'entreprises désireuses de voir un fonds commun de placement innovation entrer à leur capital. Elle a signé plusieurs accords de coopération avec la BDPME, la CDC, le réseau Entreprendre en France.

2.3. Les fonds de garantie

Le secteur public peut soutenir le financement de l'innovation par le biais de la garantie qui couvre la participation financière ou le concours bancaire de l'intervenant privé contre les risques de défaillance. Les fonctions de sélection et de contrôle des dossiers sont effectuées par l'organisme qui apporte le concours financier et la fonction de couverture du risque est prise en charge partiellement par le public.

La BDPME, créée début 1997 par le rapprochement de la Sofaris et du CEPME, assume une double fonction d'octroi de prêts, d'une part, et de couverture des concours destinés à financer l'innovation, d'autre part.

La BDPME, dont l'activité est adossée à des fonds de garantie publics, intervient systématiquement en partenariat avec la communauté bancaire et financière, en cofinancement avec la banque traditionnelle de l'entreprise, avec les départements, les régions, l'Anvar. La BDPME apporte une contribution décisive au déclenchement des initiatives grâce à l'effet de levier que permet la technique du fonds de garantie sur le financement bancaire des PME. Cette coopération facilite la tâche du banquier confronté au problème de la concentration des engagements sur un même client, tout en lui laissant la maîtrise des relations avec ce dernier.

La Sofaris couvre les concours destinés à financer l'innovation en fonds propres ou en crédits : 50 % pour le développement technologique dans les entreprises existantes et jusqu'à 70 % pour les nouvelles entreprises, voire 80 % dans certains cas, moyennant une cotisation de 0,15 % à 0,60 % l'an. Dans ce cadre, l'activité du fonds « développement technologique », doté par l'État, a été soutenue par le nouveau système de garantie instauré, à la mi-1995, pour renforcer l'action des organismes de capital-risque. Ce système permet, en effet, aux sociétés spécialisées dans l'apport de fonds propres aux PME-PMI innovantes, de bénéficier d'une garantie globale de portefeuille sans limite unitaire de risque par dossier, mais avec un plafonnement global de l'indemnisation. En 1996, quatre sociétés spécialisées dans l'innovation ont signé des conventions avec la Sofaris.

2.4. Les capital-investisseurs

Par ailleurs, la BDPME a mis en place le « contrat de développement » qui permet de financer des investissements immatériels, des dépenses de lancement d'un nouveau produit, le processus d'industrialisation d'une innovation technologique et la croissance des besoins en fonds de roulement. Le « contrat de développement » associe les caractéristiques des prêts traditionnels et du capital-investissement. Il ne se substitue pas aux financements bancaires classiques mais s'apparente à des fonds propres. Il s'agit d'un prêt dont le capital est remboursé sur six ans et qui est accordé sans garantie sur les actifs de l'entreprise ou le patrimoine du dirigeant. Il est assorti d'une clause de participation assise sur le chiffre d'affaires de l'entreprise (plafonnée à 5 % de la progression annuelle).

Dans le cadre de ses actions de développement des interventions en fonds propres et quasi-fonds propres, la BDPME opère directement ou par le biais de structures spécialisées, telle Avenir entreprises, dans des affaires en création ou post-crétion.

La CDC a créé, début 1996, le « Fonds innovation ». Doté de 400 millions de francs, ce fonds est géré par la société d'investissement CDC Innovation qui intervient directement au capital d'entreprises innovantes au côté d'intervenants privés du capital-risque (Sofinnova, Finovelec, Suez Ventures, Banexi, Sudinnova...). CDC Innovation a déjà des participations minoritaires de 2 millions de francs à 5 millions (0,3 million d'euros à 0,8 million) dans des PME-PMI des secteurs de haute technologie et de biotechnologie. De son côté, CDC Valeurs de croissance a été dotée de 150 millions de francs (22,9 millions d'euros) pour investir dans les entreprises introduites sur le Nouveau marché et les autres marchés européens de valeurs de croissance.

La CDC diffuse son financement à travers plusieurs canaux. Entre 1994 et 1998, 1 700 millions de francs (260 millions d'euros) ont été engagés, dont 532 millions de francs (81 millions d'euros) dans le capital-investissement au travers de 46 organismes régionaux de financement et 550 millions de francs (83,9 millions d'euros) consacrés au financement des PME innovantes. Elle cherche aussi à aider les *start up* en collaboration avec l'Inria (Institut national de recherche en informatique et en automatique) ou des instituts médicaux. En octobre 1997, elle a fondé une société de capital-risque Secant SA (Société d'encouragement à la création d'activités nouvelles), en signant une convention avec l'Université de technologie de Compiègne (UTC) et plusieurs établissements bancaires. Dotée d'un capital initial de 4 millions de francs (0,6 million d'euros), Secant doit investir chaque année 400 000 francs (61 000 euros) dans 3 à 5 projets d'entreprises nouvelles issus de cette Université.

La plupart des grandes banques ont créé des structures spécialisées dans le financement d'entreprises fortement innovatrices ou de grands projets reposant sur la technologie. Ainsi dans le groupe Natexis, les activités de capital-développement sont effectuées par Natexis Investissement et Sofinindex. Ces institutions financières interviennent en partenariat avec des institutions publiques et opèrent souvent au niveau national.

Cependant, une offre régionale se développe et certains autres organismes de capital-risque supportent des projets dont l'intérêt local est particulièrement marqué. Ces organismes mobilisent ensemble 3,5 milliards de francs de capitaux (0,5 milliard d'euros), sont actionnaires de plus de 2 000 entreprises et ont investi 428 millions de francs (65,3 millions d'euros) en 1996. La globalisation financière et le champ d'action des entreprises dans des secteurs porteurs (haute technologie, biotechnologie, communication) ont incité les fonds étrangers et notamment les fonds de pension américains à investir sur notre territoire.

3. Le cadre juridique et fiscal

3.1. Les véhicules d'investissement (FCPR, SCR, FCPI)

Statut juridique et fiscal

D'une façon générale, afin de stimuler l'offre de fonds propres pour les PME, la législation a doté le capital-risque de régimes fiscaux avantageux.

Le capital-risque a été défini par les lois n° 83-1 du 3 janvier 1983 et n° 85-695 du 11 juillet 1985, créant les fonds communs de placement à risque (FCPR) et le régime fiscal particulier des sociétés de capital-risque (SCR).

– *Le FCPR*

Il draine l'épargne publique (celle des personnes morales et des personnes physiques) et l'investit en actions ou en obligations convertibles. Cette copropriété de valeurs mobilières est administrée par une société de gestion constituée à cet effet. Pour bénéficier de la transparence fiscale (reporter l'imposition sur les souscripteurs), l'actif du FCPR doit être composé à hauteur de 50 % au moins de parts, actions, ou obligations convertibles de sociétés dont les actions ne sont pas admises à la négociation sur un marché réglementé.

– *La SCR*

Elle doit être une société par actions (SA). Elle a un statut purement fiscal et peut bénéficier de la transparence fiscale, en respectant les mêmes règles de composition de l'actif que le FCPR. Une SCR ne peut détenir plus de 40 % des droits de vote d'une même société. Comme dans le FCPR, les actionnaires personnes physiques peuvent être exonérés d'impôt s'ils réinvestissent leurs dividendes dans la société pour 5 ans. Certaines sociétés de capital-risque (Sofinnova, Finovelec, Sofinindex, Epicea⁴, Soginnove, Idianova, Agrinova) sont d'anciennes sociétés financières de l'innovation créées par la loi du 11 juillet 1972, afin de faciliter la mise en œuvre de la recherche technologique ainsi que la promotion et l'exploitation d'inventions portant sur un produit, un procédé ou une technique, déjà brevetés ou devant l'être.

– *Le FCPI*

C'est un fonds commun de placement à risque dont l'actif doit être constitué pour 60 % au moins de valeurs mobilières émises par des sociétés innovantes non cotées sur un marché réglementé comptant moins de 500 salariés, soumises à l'IS, et dont le capital est détenu en majorité par des personnes physiques ou des personnes morales elles-mêmes détenues à plus de 50 % par des personnes physiques. La loi de finances pour 1999 a prévu d'assouplir les conditions d'éligibilité des sociétés dont les titres peuvent figurer dans le *quota* de 60 % des FCPI. Ces derniers doivent obtenir un agrément délivré par la COB.

La souscription de parts de FCPI ouvre droit à une réduction d'impôt de 25 % du montant investi, dans une limite annuelle fixée à 75 000 francs pour un célibataire et 150 000 francs pour un couple, lorsque ces personnes physiques s'engagent à détenir des parts de FCPI pendant au moins 5 ans. Ce dispositif, mis en place entre le 1^{er} janvier 1997 et le 31 décembre 1998, a été prorogé jusqu'au 31 décembre 2001 (projet de loi de finances pour 1999). Cette incitation se cumule avec les avantages fiscaux des FCPR.

Le premier FCPI, Banque populaire Innovation, a été créé en juin 1997. Ce fonds investit en particulier dans l'informatique, la biotechnique et les télécommunications. Il s'intéresse aux entreprises affichant une croissance régulière supérieure à 25 % et est intervenu en faveur d'une quinzaine d'entre elles en 1998 pour un montant unitaire compris entre 1 million de francs et 10 millions (0,15 million d'euros et 1,5 million).

⁴ Créée en 1980, Epicea est une SA ayant opté pour le statut de SCR ; elle est spécialisée dans le financement des hautes technologies. Son actionariat est le suivant : CEA industries 33 %, Siparex 67 %.

3.2. Les autres mesures assorties d'allégements fiscaux

La création de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) vise à renforcer la participation des salariés au capital de leur entreprise. La loi de finances pour 1999 a étendu le dispositif existant aux sociétés par actions non cotées créées depuis moins de 15 ans, au lieu de 7 ans auparavant, pour les BSPCE attribués à compter du 1^{er} septembre 1998. Ces BSPCE peuvent être octroyés aux salariés ainsi qu'aux dirigeants soumis au régime fiscal des salariés même lorsque ces derniers détiennent plus de 10 % du capital de leur entreprise, alors qu'il n'en est pas ainsi pour les *stock options*. Des conditions précises de détention du capital sont requises. Le capital de la société doit être détenu directement et de manière continue, pour 75 % au moins, par des personnes physiques, ou par des personnes morales détenues par des personnes physiques.

Le gain des salariés consistant en la différence entre le prix de vente des actions souscrites au moyen de BSPCE et le prix de souscription des bons sera soumis au taux de 26 % sur les plus-values (16 % + prélèvements sociaux) ou de 40 % si le bénéficiaire exerce son activité depuis moins de 3 ans dans la société émettrice. Le traitement fiscal et social des BSPCE est plus favorable aux entreprises et aux salariés que celui des *stock options*. L'entreprise n'encourt jamais le risque d'être assujettie aux charges sociales. Toutefois, ce système spécifiquement français attire peu les cadres étrangers. Dans son projet de loi sur l'innovation, le ministre avait initialement envisagé d'aborder le problème des *stock options*, puis ce volet a été abandonné temporairement. L'objectif était d'introduire un peu de transparence dans le dispositif actuel où environ 15 000 dirigeants bénéficient du régime des *stock options*.

Par ailleurs, la loi de finances pour 1999 a prorogé le dispositif de *report d'imposition des plus-values de cession de valeurs mobilières ou de droits sociaux* jusqu'en 2001, lorsque le produit de cession est réinvesti, avant le 31 décembre de l'année suivant celle de la cession, dans la souscription en numéraire au capital d'une société nouvelle respectant les critères définis pour la création de BSPCE. Pour bénéficier de ce dispositif, le cédant doit détenir une participation supérieure à 10 % dans le capital de la société dont les titres sont cédés.

D'autre part, la taxation réduite des plus-values à long terme au taux de 19 % est maintenue pour les plus-values réalisées sur les brevets et la cession de parts de sociétés de capital-risque, afin de favoriser la mobilisation de fonds propres pour les PME.

Désormais, un dispositif permet d'orienter l'épargne individuelle mutualisée vers le *capital-risque* à travers les contrats d'assurance-vie. Ces contrats ouvrent droit à un avantage fiscal (exonération du prélèvement libératoire de 7,5 % à la sortie), à condition d'être investis à 50 % en actions françaises dont 5 % en actions de jeunes sociétés innovantes non cotées ou du Nouveau marché. Cet investissement de 5 % peut être réalisé soit en direct, soit par le biais de FCPR, ou encore de FCPI. Il s'agit d'une nouvelle forme d'épargne à long terme investie en actions. Jusqu'à une époque récente, l'épargne à long terme constituée par les contrats d'assurance-vie contribuait essentiellement à financer les déficits publics. La création de fonds de pension permettrait de drainer vers l'industrie l'épargne des particuliers dont une partie pourrait être investie sur le marché du capital-risque. La loi Thomas préconisant leur création a été votée par le Parlement début 1997 mais n'a pas été appliquée.

Le *crédit d'impôt recherche* a été reconduit pour 5 ans (1999-2003) et élargi par la loi de finances 1999. Il est calculé sur l'augmentation des dépenses de recherche d'une année par rapport à la moyenne des dépenses des deux années précédentes. Son montant est égal à 50 % de cette différence dans la limite de 40 millions de francs. Pour les entreprises nouvelles ou qui exposent pour la première fois des dépenses de recherche, le crédit d'impôt est égal à 50 % de ces dernières. La trésorerie des firmes sera améliorée par la restitution immédiate du crédit d'impôt recherche aux entreprises nouvelles pendant leurs trois premières années d'existence et, pour les autres, par la possibilité de mobiliser la créance du crédit d'impôt auprès d'un organisme financier.

4. Un environnement plus favorable au financement de l'innovation

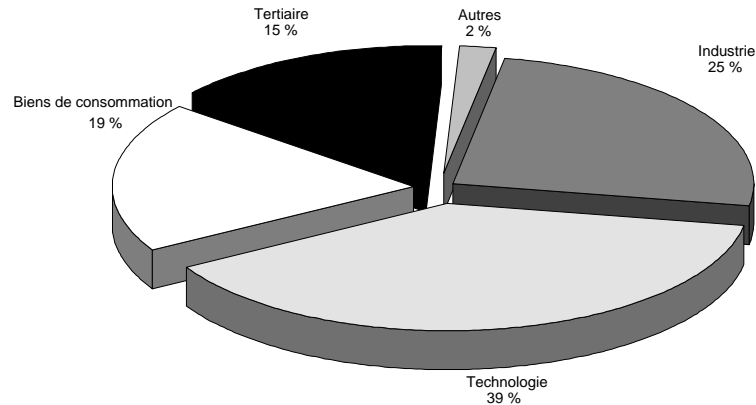
4.1. L'activité des sociétés de capital investissement

Selon les statistiques de l'Association française des investisseurs en capital (Afic), la contribution des sociétés de capital investissement au financement de l'innovation a fortement progressé. Les investissements ont, en effet, augmenté en 1997 de 44 %, à 8,3 milliards de francs (1,3 milliard d'euros), alors que le nombre des investissements s'est inscrit en léger recul, à 1 551, contre 1 691 en 1996 ; l'investissement unitaire moyen étant passé de 3,4 millions de francs (0,5 million d'euros) à 5,3 millions de francs (0,8 million d'euros).

Pour la première fois, les montants investis dans la création et la post-création ont progressé de plus de 12 % en 1997 et ont atteint 1 091 millions de francs (166 millions d'euros), contre 969 millions de francs (148 millions d'euros) en 1996 : ce mouvement s'est accompagné du renforcement de l'investissement unitaire moyen, à 2,1 millions de francs (0,3 million d'euros), contre 1,6 million de francs (0,24 million d'euros) en 1996. Amorçage et création pure représentent 7 % du total investi et 17 % des opérations réalisées et placent ainsi la France dans la moyenne européenne.

La *répartition sectorielle* des opérations montre une grande stabilité de la part des opérations réalisées dans les secteurs de haute technologie (technologies de l'information et sciences de la vie) qui représentent 90 % du sous-ensemble « technologie ».

La répartition sectorielle du capital-investissement



Source : Afic

4.2. Le développement du Nouveau marché et des marchés de croissance

La création de nouveaux marchés boursiers et en particulier l'ouverture du Nouveau marché, le 14 février 1996, contribue au développement du capital-risque en améliorant la liquidité des participations dans des sociétés innovantes de croissance. À l'instar du Nasdaq américain, le Nouveau marché doit permettre aux sociétés qui y sont cotées de lever les capitaux complémentaires nécessaires à leur développement et que ne peuvent fournir seuls les financiers du capital-risque.

Le Nouveau marché est donc destiné à des sociétés à fort potentiel de développement. Les sociétés concernées peuvent être très jeunes (moins de deux ans d'historique de comptes) et avoir une activité portant sur des produits de haute technologie. Ces sociétés doivent répondre à certains critères financiers : disposer de fonds propres d'un montant égal ou supérieur à 8 millions de francs (porté à 1,5 million d'écus en novembre 1998 et exprimé en euros depuis mars 1999), être prêtes à diffuser au moins 100 000 titres dans le marché représentant au minimum 10 millions de francs (montant porté à 5 millions d'euros).

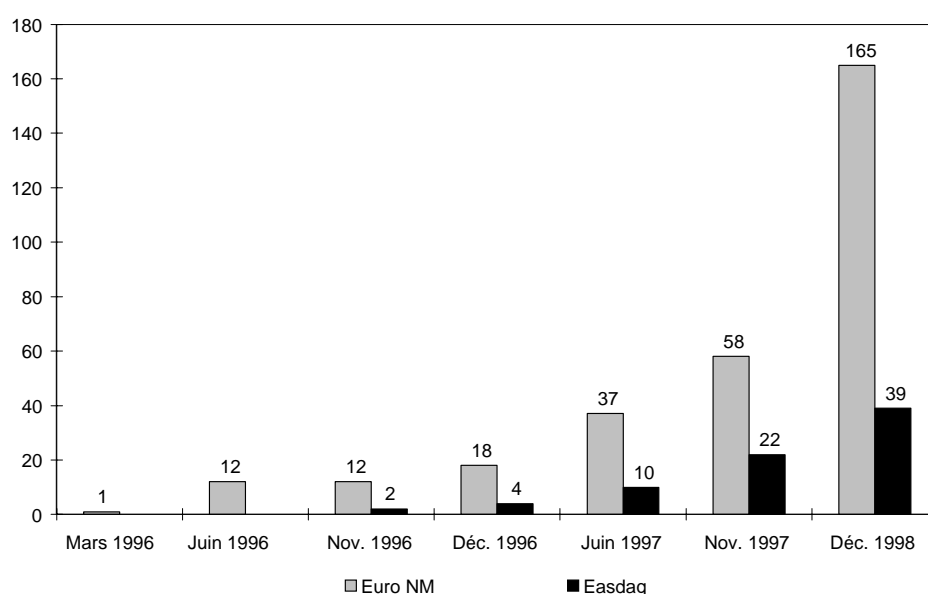
À la fin juillet 1996, 12 valeurs avaient été introduites et 1,3 milliard de francs levés. En fin d'année 1997, 41 sociétés étaient cotées sur ce Nouveau marché. Les nouvelles introductions ayant eu lieu au cours de l'année 1998 ont porté le nombre de sociétés inscrites à la cote de ce marché à 89 (83 françaises et 6 étrangères). 72 sociétés, dont 24 soutenues par l'Anvar, ont été introduites au Nouveau marché en deux ans et demi, soit 5,3 milliards de francs (0,8 milliard d'euros) de capitaux levés. Au 31 décembre 1998, la capitalisation boursière était de 28 319 millions de francs (4 317 millions d'euros).

Les aménagements fiscaux, l'exonération de l'impôt de bourse, l'aménagement du régime des fonds communs de placement à risque et des sociétés de capital-risque, ont permis d'encourager les investissements sur les valeurs du Nouveau marché.

Le réseau Euro NM regroupe quatre nouveaux marchés domestiques (Nouveau marché en France, NMAX en Hollande, Neuer Market en Allemagne, NM Belgium en Belgique) et bientôt le nouveau marché italien qui vient d'obtenir l'autorisation de la Consob (Commission italienne des opérations de bourse). La Bourse suisse devrait ouvrir au début de l'été un nouveau compartiment destiné aux valeurs de croissance qui pourrait rejoindre l'Euro NM. Le Neuer Market représente désormais plus de 80 % de l'Euro NM.

Au 31 décembre 1998, 165 sociétés étaient cotées sur l'euro NM, 182 à fin février 1999 et 195 le 25 mars. La capitalisation boursière s'élevait à 31,5 milliards d'euros au 31 décembre 1998 et 44,6 milliards au 28 février 1999.

Nombre de sociétés cotées sur l'euro NM et l'Easdaq



Sources : SBF, SNM, Easdaq

Créé en novembre 1996, l'Easdaq (marché paneuropéen des valeurs de croissance) est, à l'instar du Nasdaq américain, un système de cotation électronique en continu, ce qui assure une grande liquidité. L'Easdaq offre l'accès à un grand nombre d'investisseurs internationaux, puisqu'il regroupe plus de 63 membres dans 12 pays dont les États-Unis.

5. Un éclairage sur quelques expériences étrangères

Aux États-Unis

Depuis sa création en 1971, le Nasdaq, marché boursier totalement électronique, est devenu la deuxième bourse du monde, derrière le New York Stock Exchange, et assure la liquidité aux capital-investisseurs qui ainsi ne redoutent pas de se retrouver « collés ». Début 1998, environ 5 500 sociétés étaient cotées pour une capitalisation de 2 600 milliards de dollars (2 200 milliards d'euros).

De plus, un cadre juridique règle clairement les relations entre l'investisseur et l'entreprise. Les incitations fiscales sont importantes dans le cadre du *Research Development Limited Partnership*, (déduction de la quasi-totalité de l'investissement du revenu, plus-values peu taxées) et la liquidité des placements est assurée car les investisseurs en capital-risque prennent le relais des particuliers.

Les pourvoyeurs de capitaux à travers les sociétés de capital-risque sont les caisses de retraite (*Pension funds*), les fondations, les compagnies d'assurance, les investisseurs industriels, les personnes physiques et les investisseurs étrangers. En 1998, ils ont investi 13,7 milliards de dollars (contre 8,7 milliards en 1997), dont plus d'un tiers dans les logiciels principalement liés à Internet. 4,5 milliards de dollars ont été injectés dans plus de 800 entreprises de la Silicon Valley.

Les sociétés de capital-risque se focalisent sur les entreprises en démarrage ou naissantes dans des secteurs porteurs (technologie de l'information, biotechnologie, santé). Elles s'impliquent fortement dans la politique de l'entreprise financée et exigent des rendements importants (de l'ordre de 30 % à 45 %) par opposition aux SBIC (*Small Business Investment Company*) qui accordent notamment des garanties sur prêts bancaires et se satisfont de rendements plus faibles (15 % à 20 %) avec interdiction de contrôler directement ou indirectement les entreprises financées. Les investissements totaux de capital-risque dans les PME des domaines de la technologie, de l'information et de la biotechnologie ont été, à partir de 1996, au moins six fois élevés que dans l'Union européenne.

Créé en 1958, le schéma SBIC constitue un mécanisme de garantie par lequel la SBA (*Small Business Administration*) apporte sa caution sur des emprunts à long terme à des sociétés d'investissements privées, donc à but lucratif et agréées (SBIC) qui s'engagent elles-mêmes à investir ces fonds de façon patiente dans les PME. Le risque est ainsi reporté des investisseurs privés vers les fonds publics de refinancement mais les premiers conservent l'intégralité de la décision d'investissement. Le programme SBIC rénové au début des années quatre-vingt-dix est un modèle du partenariat « public-privé ».

Le programme « *Small Business Innovation Research* » tend à promouvoir le développement de l'innovation dans la petite entreprise. Ce programme tente de rapprocher innovation, recherche scientifique et technique. Les organes fédéraux, dont les engagements annuels de dépenses de R & D externes dépassent 100 millions de dollars, participent au programme. Chaque organe réserve un petit pourcentage de son budget R & D aux petites et moyennes entreprises : 2,0 % en 1996 et 2,5 % ensuite.

En Europe

L'environnement juridique et l'introduction de l'euro devraient favoriser le développement du capital-investissement en Europe. Selon l'*European Venture Capital Association* (EVCA), organisme de liaison et d'appui au capital-risque qui comprend plus de 300 membres, les investissements dans les PME européennes ont fortement progressé, pour atteindre 10 milliards d'euros en 1997. Les investissements à partir de fonds situés en Angleterre représentent un peu moins de la moitié de ce total, la France et l'Allemagne y contribuant chacun pour 14 %.

L'*European Seed Capital Fund Network* (ESCFN), lancé en 1991, a encouragé la création de 24 fonds spécialisés dans le capital d'amorçage et le capital création. Jusqu'à sa disparition en 1996, il accordait des aides financières aux fonds sélectionnés afin de diminuer les frais de gestion.

Par ailleurs, la Banque européenne d'investissement (BEI) a engagé, en 1998, en partenariat avec les banques européennes, 600 millions d'euros, devenant ainsi une des principales sources de financement du capital-risque au niveau européen. En France, la banque a mis en place différentes opérations dont la dernière en date concerne la gestion d'un fonds de capital-risque confié à la CDC.

Au Royaume-Uni

Les particuliers « *Business angels* », dont le nombre officiel est de 6 000 mais dont le chiffre réel serait dix fois plus élevé, ont investi 650 millions de francs (99,1 millions d'euros) dans 700 créations d'entreprises depuis 1993. Ils investissent quatre fois plus dans les entreprises en création que les capital-risqueurs.

Les *Business links* offrent un ensemble complet de services d'appui conçus pour répondre aux besoins des entreprises locales. Ils procurent, entre autres, des conseils au transfert technologique et à l'innovation. 100 conseillers travaillent en étroite collaboration avec les pépinières d'entreprises et les *Science parks* à proximité des universités. Le réseau de *Business links* doit être considéré comme un regroupement de partenaires locaux, au sein duquel les grandes entreprises peuvent notamment prendre contact avec les PME et apporter leur expérience. Le *Business link* permet aussi aux PME de préparer leur dossier de demande de prêts et les assiste dans leur recherche de fonds propres.

Le Royaume-Uni est à l'origine du capital-risque européen et en demeure le leader. Ce succès s'explique par un environnement légal et fiscal très favorable à l'épanouissement du capital-investissement, que ce soit pour la mobilisation des capitaux dans tous les segments ou pour la possibilité de sortie des investisseurs grâce à la création en juin 1995 de l'*Alternative Investment Market* (AIM). À fin septembre 1998, 314 sociétés dont 21 étrangères étaient cotées sur ce marché. La capitalisation boursière s'élevait à 4,7 milliards de livres sterling.

Les statistiques de *British Venture Capital Association*, association nationale, indiquent une progression continue des sommes investies par ses membres, qui atteignaient 2 535 millions de livres sterling en 1995. *Investors in Industry 31*⁵ reste le plus important fonds de capital-risque européen.

En Allemagne

Les politiques publiques allemandes de soutien à la constitution de fond propres sont actives mais reposent encore largement sur des instruments traditionnels (prêts à taux bonifiés considérés comme des quasi-fonds propres, par exemple). Cependant, le soutien aux sociétés de participation et de capital-risque devient un axe prioritaire de la politique fédérale en faveur des PME. Comme dans nombre d'autres pays, des aides et subventions directes continuent à jouer un grand rôle.

L'Allemagne dispose d'un mécanisme très incitatif, sous le nom de *Beteiligungskapital für Junge Technologie Unternehmen* (BJTU), dont l'objectif est d'encourager l'investissement privé en fonds propres dans le capital-crédation par le biais de structures de « *seed capital* » et de « *start up* », par abondement de fonds publics. Il existe essentiellement deux mesures différentes, le refinancement des investisseurs privés et une aide à la liquidité des investissements de ces derniers. Le programme de

⁵ Cette société a été fondée par la Banque d'Angleterre et la Banque d'Écosse en 1945. Elle est présente en France, en Allemagne, aux États-Unis, au Japon et en Inde. Elle a investi depuis sa création 8 milliards de livres sterling dans plus de 12 000 entreprises.

« capital de participation pour les petites entreprises de technologie » (BTU) constitue le nouveau plan de soutien à la recherche-développement lancé par le gouvernement fédéral qui doit porter sur cinq années (1995-2000). Le gouvernement entend faire participer à cette action les deux banques publiques de crédit, la Deutsche Ausgleichsbank et la Kreditanstalt für Wiederaufbau. La dotation de ce programme s'élève à 900 millions de deutschemarks.

La création d'un environnement favorable au développement de l'innovation technologique et sa diffusion dans tous les secteurs de l'économie constituent un enjeu majeur pour notre pays à l'aube du XXI^e siècle. L'exemple des États-Unis, où la réunion de conditions propices à l'essor des entreprises de haute technologie explique, en partie, la croissance actuelle, devrait inciter l'Europe à adopter cette démarche afin de favoriser la création d'emplois.

Le souci de rapprocher recherche scientifique et industrie, l'adoption de mesures fiscales favorables au financement des nouvelles entreprises, la volonté des pouvoirs publics de mieux cibler les aides accordées correspondant à des phases différentes de développement, constituent des signes positifs. C'est, en effet, par le biais de tout un tissu de réseaux, au sein de technopoles où se côtoient chercheurs de haut niveau, structures favorables d'accueil et environnement technologique porteur, que doivent se développer les partenariats qui favoriseront la meilleure adéquation entre les besoins des entreprises innovantes et les exigences d'information légitimes des bailleurs de fonds. Le développement de réseaux reliant les secteurs de la recherche et de l'industrie pourrait s'élargir aux milieux financiers, afin de favoriser un meilleur financement de l'innovation.

Bibliographie

- Acs, Z.J. et D.B. Audretsch, 1988 : « Innovation in Large and Small Firms: An Empirical Analysis », *American Economic Review*, vol. 78, n° 4, p. 678-690.
- Afic (Association française des investisseurs en capital), *Rapport annuel* 1996 et 1997.
- Battini P., 1998 : *Capital-risque : mode d'emploi*, Éditions d'organisation.
- Anvar, 1999 : « Les fonds propres à l'appui des PME innovantes », *Courrier Anvar* n° 115, janvier 1999.
- Banque de France, 1997 : *Les principales procédures de financement – Entreprises et ménages*.
- Bertoneche M. et L. Vickery, 1997 : *Le capital-risque*, Que sais-je ?
- Castel M. et Y. Ullmo, 1991 : « La nouvelle intermédiation : développement des marchés et financement des entreprises », *Revue d'économie financière*, n°16, p. 41-61.
- Chabbal R., 1995 : *Le système financier français face à l'investissement innovation*, Rapport du ministère des Entreprises et du Développement économique, La Documentation française.
- David J.H., 1997 : *Le financement des opérations à risques dans les PME*, Conseil économique et social.
- Fazzari S.M., R.G. Hubbard et B.C. Petersen, 1988 : « Financing Constraints and Corporate Investment », *Brooking Papers on Economic Activity*, n°1, p. 141-145.
- Gauthier P., 1995 : « L'épargne de proximité », *Le Nouvel économiste*, avril.
- Guillaume H., 1998 : « Rapport sur la technologie et l'innovation », *MEFI*, mars.
- Jacob Y., 1997 : *Le développement de l'épargne de proximité : rapprocher l'entreprise du citoyen*, Rapport à Monsieur le Premier ministre.
- Lachmann J., 1996 : « Financer l'innovation des PME », *Economica*, gestion poche.
- Mahieux X., 1993 : « Capital investissement et valeur de l'entreprise », *Revue Banque* n° 538, p. 63-66.
- Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, « Projet de loi de finances pour 1999 », *Les Notes Bleues de Bercy*.
- Poitrinal F.D., 1996 : « Le capital investissement », *Guide juridique et fiscal*, Galexia Éditions.
- Sessi, 1996 : *L'innovation technologique dans l'industrie* (Chiffres clés – Référence), Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie – Secrétariat d'État à l'Industrie.
- Sessi, 1998 : *Les compétences pour innover dans l'industrie* (Chiffres clés – Référence), Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie – Secrétariat d'État à l'Industrie.
- Williamson O.E., 1988 : « Corporate Finance and Corporate Governance », *The Journal of Finance*, n° 43.3, p. 567-591.

Les adjudications de valeurs du Trésor en 1998

La Banque de France assure l'organisation matérielle des séances d'adjudication des valeurs du Trésor depuis 1963 pour les bons du Trésor et depuis 1986 pour les obligations assimilables du Trésor (OAT).

*Direction des Titres
SAGTI*

La Banque de France a mis en place le nouveau système Telsat

La mise en service d'une nouvelle version de l'application informatique Telsat¹, en avril 1998, reliant en temps réel l'ensemble des intervenants (soumissionnaires, direction du Trésor et service gestionnaire de la Banque de France) a permis de réduire considérablement les délais nécessaires à la prise de décision par l'émetteur et à la diffusion des résultats des séances tant aux participants qu'aux agences de presse. Ainsi, il s'écoule désormais moins de 5 minutes entre l'heure limite de soumission des BTF² et la diffusion des résultats. Les nouvelles fonctions du système Telsat permettent notamment à la direction du Trésor de suivre au fil de l'eau, au cours d'une séance donnée, l'évolution du montant global des soumissions tous participants confondus, ainsi que les prix (ou taux) extrêmes proposés, et d'effectuer des simulations de décision de différents montants adjugés pour les séances dont les montants sont offerts sous forme de fourchette. Les postes des soumissionnaires sont dotés d'un écran unique de saisie des offres fournissant l'ensemble des informations nécessaires à la saisie des soumissions (heure système, caractéristiques des titres adjugés, référence de marché), ainsi que d'outils d'aide à la décision (contrôle des règles d'emprise, saisie indifféremment en prix ou en taux quel que soit le support).

La direction du Trésor a établi une nouvelle sélection des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)

En avril 1998, le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie a révisé la liste des SVT et supprimé le statut de correspondant en valeurs du Trésor (CVT), au profit de celui d'intermédiaire en valeurs du Trésor (IVT). La nouvelle liste de SVT, présentée en avril 1998, et valable pour trois ans, retient dix établissements français et dix établissements non résidents dont cinq américains, deux allemands, deux britanniques et un néerlandais. Deux nouveaux membres font leur entrée : HSBC Securities Counterpartie SA et Barclays Capital France SA, Louis Dreyfus Finance (LDF) et l'UBS France SA perdant leur statut de SVT.

En août 1998 a été arrêtée la liste des IVT, comprenant un établissement français (Aurel) et sept établissements étrangers. Les IVT doivent participer à l'animation du marché secondaire et à la diversification du placement de la dette publique française mais n'ont pas, contrairement aux SVT, d'obligation particulière en ce qui concerne le marché primaire.

¹ Telsat : TELétransmission des Soumissions aux Adjudications de valeurs du Trésor

² BTF : Bon à taux fixe, d'une durée comprise entre 13 semaines et 52 semaines

La direction du Trésor a également procédé à quelques ajustements techniques des modalités d'adjudication, et établi un nouveau cahier des charges des SVT

Modification du calendrier des offres non compétitives d'après séance ³ (ONC2)

Par souci de simplification, l'heure limite de réception des ONC2 a été fixée, pour toutes les valeurs, à deux jours ouvrés après l'adjudication à 11 heures (17 heures en cas de deuxième adjudication d'OAT à taux variable dans la même journée, ou d'adjudication indexée sur l'inflation).

Modification du calcul des plafonds des ONC2

Le montant global alloué aux ONC2 pour les adjudications d'OAT et de BTAN n'est plus déterminé ligne à ligne mais par catégorie de titres. Il s'élève à 15 % du montant total émis dans la catégorie, toutes lignes confondues (y compris les montants émis sous forme d'offres non compétitives d'avant séance – ONC1). Pour chaque ligne, le plafond des ONC2 a été fixé au minimum entre 15 % de l'encours total de la ligne après adjudication (y compris les ONC1) et 30 % du montant émis lors de cette adjudication (y compris les ONC1).

Modification du pas des soumissions et des règles d'emprise

Afin d'offrir une plus grande souplesse aux soumissionnaires, le pas de soumission des OAT a été aligné sur celui des BTAN en l'abaissant de 2 points de base à 1 point de base, et celui des BTF a été réduit de 1 point de base à 0,5 point de base (0,5 centime de taux). Par ailleurs, les règles d'emprise de dispersion des prix ont été fixées à un montant maximal de 2 milliards de francs pour l'OAT de référence à 10 ans et les BTF, 1 milliard de francs pour les autres OAT en francs et 100 millions d'écus pour toutes les OAT en écus. La règle d'emprise globale (obligation pour un soumissionnaire détenant plus de 40 % du volume émis en séance compétitive de révéler à la direction du Trésor l'identité de ses trois donneurs d'ordres les plus importants) reste inchangée.

Volumes émis au cours de l'année 1998

En 1998, le montant global des volumes émis par l'État par adjudication, en francs et en écus, s'est élevé à 1 509 milliards de francs, en augmentation de plus de 8 % par rapport au précédent exercice (+ 18,4 % pour les seuls BTF).

L'OAT indexée sur l'inflation (OATi), émise pour la première fois par syndication le 15 septembre 1998, a fait l'objet dès la seconde émission, le 5 novembre 1998, d'une adjudication dont le volume s'est élevé à 4,5 milliards de francs.

Les tableaux publiés en annexe présentent, par catégorie de valeurs d'État, les volumes adjudugés en 1997 et 1998 ainsi que l'évolution des taux de rendement actuariel sur l'année 1998.

³ Les ONC2 sont réservées aux seuls SVT, et sont toujours servies au prix (ou taux) moyen pondéré des titres émis lors de la séance d'adjudication correspondante. Elles sont présentées en deux temps : jusqu'à 5 minutes avant la séance (ONC1), à prix (ou taux) inconnu, et deux jours après la séance (ONC2), lorsque le TMP a déjà été diffusé.

ANNEXE

Tableau comparatif des adjudications en francs en 1997 et 1998

(montants en milliards de francs et variations en pourcentage)

Valeurs	Volume adjugé (soumissions compétitives)		Volume ONC		Total		Variations 1998/1997
	1997	1998	1997	1998	1997	1998	
BTF	747,9	889,0	49,2	55,2	797,1	944,2	18,5
BTAN	249,5	204,1	14,6	18,5	264,1	222,6	- 15,7
OAT	220,6	207,3	27,9	25,8	248,5	233,1	- 6,2
OATi	-	4,5	-	-	-	4,5	
OAT TEC 10	34,8	11,7	3,4	1,2	38,2	12,9	- 66,2
<i>OAT + OATi + OAT TEC 10</i>	<i>255,4</i>	<i>223,5</i>	<i>31,3</i>	<i>27,0</i>	<i>286,7</i>	<i>250,5</i>	<i>- 12,6</i>
Total	1 252,8	1 316,6	95,1	100,7	1 347,9	1 417,3	5,1

Tableau comparatif des adjudications en écus en 1997 et 1998

(montants en milliards d'écus et variations en pourcentage)

Valeurs	Volume adjugé (Soumissions compétitives)		Volume ONC		Total		Variations 1998/1997
	1997	1998	1997	1998	1997	1998	
BTAN	1,3	6,2		0,6	1,3	6,8	423,1
OAT	4,6	6,4	0,8	0,8	5,4	7,2	33,3
Total	5,9	12,6	0,8	1,4	6,7	14,0	

Volumes globaux adjugés en francs et en écus en 1997 et 1998

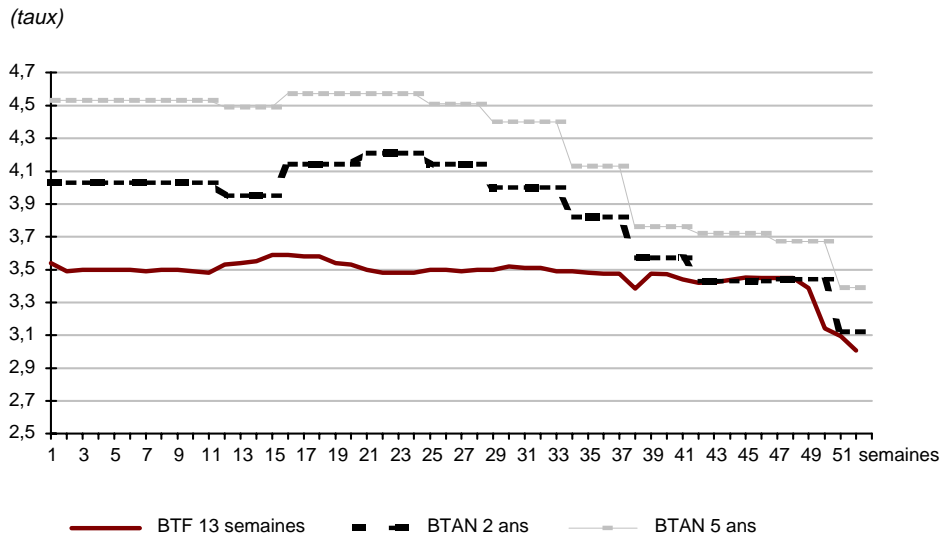
(montants en milliards de francs et variations en pourcentage)

	Montants		Variations 1998/1997
	1997	1998 (a)	
BTF	797,1	944,2	18,4
BTAN	272,6	267,2	- 2,0
OAT	322,1	297,7	7,6
Total	1 391,8	1 509,1	8,42

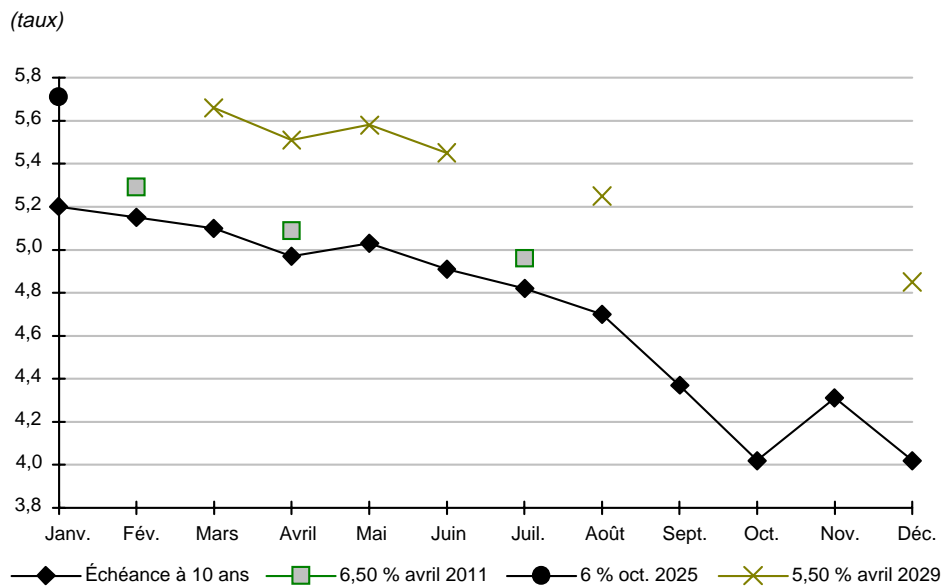
(a) Le taux de conversion retenu est de 1 écu pour 6,55957 francs

ANNEXE (suite)

Bons du Trésor en francs
Évolution du taux de rendement actuariel – Année 1998



Taux de rendement actuariel à l'émission des OAT en francs
Année 1998



NB : Calcul effectué sur la base du prix moyen pondéré

Enquête financière – Premier trimestre 1999

Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

Methodologie de l'enquête

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

Vue d'ensemble

Au premier trimestre 1999, la situation financière des agents économiques a évolué de la manière suivante.

Situation des entreprises et des particuliers

La situation financière des entreprises s'est, dans l'ensemble, légèrement resserrée, mais elle demeure très aisée. Les difficultés de paiement ont, de nouveau, sensiblement diminué, tandis que la progression des résultats d'exploitation se poursuivait. Malgré une hausse des besoins en fonds de roulement, les utilisations nouvelles de crédit à court terme n'ont guère varié, la bonne situation financière des entreprises ne les incitant pas à s'endetter à court terme.

Les dépenses d'investissement des entreprises ont connu une nouvelle progression, d'ampleur moindre qu'au cours des périodes précédentes, permettant un nouvel accroissement des crédits à moyen terme.

L'endettement global des particuliers a sensiblement augmenté, atteignant son plus haut niveau depuis le début de l'enquête en 1991. De même, les utilisations de prêts immobiliers ont enregistré leur plus forte hausse depuis le quatrième trimestre 1996, dans un contexte de taux particulièrement attractifs.

Au cours du premier trimestre 1999, selon les établissements bancaires interrogés, une progression plus soutenue de la demande de crédit devrait être observée, grâce à un courant d'investissement des entreprises plus important et au dynamisme persistant de la demande de crédit émanant des particuliers.

Situation des établissements de crédit

La compétition entre établissements de crédit, toujours très vive sur le marché du crédit aux particuliers, s'est un peu atténuée dans le domaine du crédit aux entreprises. S'agissant des placements, la concurrence demeure limitée en raison de l'uniformité des conditions de taux proposées et de la faiblesse des rendements offerts.

La diminution des taux de marché, conjuguée à l'accentuation de la concurrence en matière de crédit, a été à l'origine d'une nouvelle baisse des conditions débitrices, sensiblement plus marquée que celle enregistrée pour la rémunération des placements.

La tendance à l'amenuisement des marges ne s'est pas démentie, malgré la revalorisation annuelle des tarifs bancaires effectuée au mois de janvier.

1. Le comportement des établissements de crédit

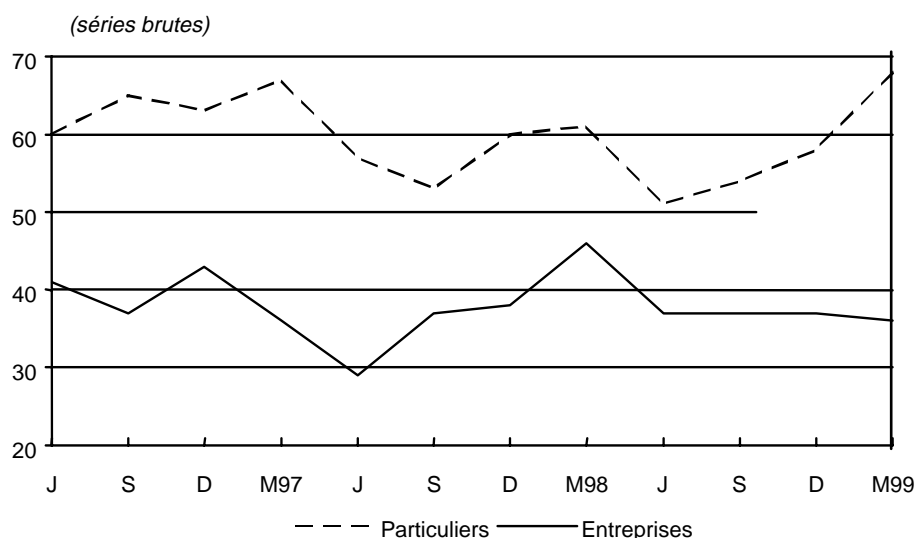
Au cours du premier trimestre 1999, la concurrence est restée très soutenue dans le domaine de la distribution du crédit aux particuliers, tandis qu'elle perdait un peu de son intensité sur le marché des entreprises. Le mouvement de baisse des taux, qui s'est poursuivi, a, de nouveau, été plus marqué pour les conditions débitrices que pour les conditions créditrices. Dans ce contexte, les établissements de crédit sont demeurés confrontés à l'amenuisement de leurs marges.

Le comportement des établissements de crédit – solde des opinions

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	2 ^e trim. 1997	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1 ^{er} trim. 1999
Concurrence								
sur les placements								
des particuliers	28	20	27	19	23	14	12	15
des entreprises	18	15	17	25	19	11	13	9
Concurrence sur les crédits								
aux particuliers	84	70	69	70	69	74	75	69
aux entreprises	57	53	54	61	64	56	52	45
Stratégie prévue								
pour les placements								
des particuliers	39	41	47	45	38	36	33	36
des entreprises	20	21	23	24	17	20	19	14
Stratégie prévue								
pour les crédits								
des particuliers	57	53	60	61	51	54	58	68
des entreprises	29	37	38	46	37	37	37	36
Rémunération								
des placements								
des particuliers	- 11	- 14	- 10	- 14	- 41	- 26	- 22	- 29
des entreprises	- 11	- 6	- 3	- 10	- 11	- 19	- 22	- 24
Taux des crédits								
aux particuliers	- 47	- 28	- 24	- 36	- 35	- 52	- 49	- 52
aux entreprises	- 43	- 28	- 16	- 35	- 38	- 43	- 43	- 43
Prix des services								
aux particuliers	6	9	11	21	11	11	9	20
aux entreprises	3	9	13	22	4	5	1	14
Marges bancaires	- 37	- 33	- 28	- 31	- 27	- 27	- 19	- 27
Évolution prévue de la demande de crédit	24	27	35	46	46	36	34	43

Stratégie prévue pour les crédits

**En matière de crédit**

Sur le marché des *particuliers*, la concurrence s'est encore accentuée. La demande de *crédits immobiliers*, qui a bénéficié de la perspective de la fin des avantages fiscaux de la loi Périssol, est restée ferme, notamment dans les secteurs de la construction individuelle et de la rénovation. Toutefois, le mouvement de renégociation des prêts existants représente toujours une part significative de la demande adressée aux établissements de crédit. La concurrence porte principalement sur les taux offerts, qui atteignent désormais des niveaux historiquement faibles, mais elle s'exerce aussi sur les éléments annexes, tels que les frais de dossier, les garanties ou les primes d'assurance. Dans le domaine des *crédits à la consommation*, où les progressions ont été un peu moins soutenues au cours de ce trimestre, les banques continuent de mettre en œuvre des stratégies de communication actives, pour faire face à la concurrence accrue émanant de sociétés financières spécialisées, filiales de grands magasins ou de constructeurs automobiles.

Sur le marché des *entreprises*, la compétition est, dans l'ensemble, demeurée vigoureuse, bien qu'un peu en retrait par rapport aux trimestres précédents. La concurrence est toujours vive pour la distribution de *crédits à moyen et long termes*, d'autant que les investissements progressent à une allure moins rapide depuis le début de l'année ; elle est moins accentuée pour les *crédits de trésorerie*, la bonne situation financière des entreprises ne les incitant guère à s'endetter à court terme. Les conditions accordées aux entreprises jugées les plus saines restent très favorables.

En matière de placements

L'uniformité des conditions de taux proposées et la faiblesse des rendements offerts ont contribué à réduire l'intérêt des particuliers et des entreprises pour les produits d'épargne traditionnels (livrets, comptes à terme, plans d'épargne populaire, OPCVM court terme). Dans ce contexte, la concurrence est demeurée limitée et les établissements de crédit ont continué d'orienter leur clientèle vers les produits d'assurance ou de marché, ainsi que vers des formules de *packages*.

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

La poursuite de la diminution des taux de marché, conjuguée à l'accentuation de la concurrence en matière de crédit, a été à l'origine d'une nouvelle baisse des conditions débitrices, sensiblement plus marquée que celle enregistrée pour la rémunération des placements. Les prix des services ont progressé, après la revalorisation annuelle des tarifs effectuée au mois de janvier. De façon plus générale, les établissements de crédit s'efforcent de majorer le produit des commissions encaissées, en offrant à leur clientèle un service plus complet et personnalisé, à des conditions de prix souvent forfaitaires. Pour autant, la tendance à l'amenuisement des marges ne s'est pas démentie.

Évolution prévue de la demande de crédit

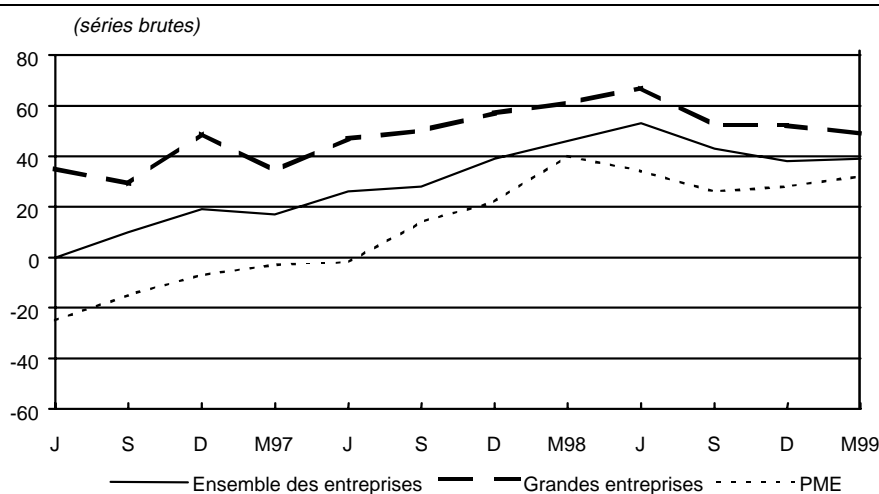
Les établissements interrogés prévoient une progression plus soutenue de la demande de crédit au cours du deuxième trimestre de 1999, grâce à un courant d'investissement des entreprises plus important et au dynamisme persistant de la demande de crédit émanant des particuliers.

2. Le comportement des entreprises**Solde des opinions portées par les établissements de crédit sur l'ensemble des entreprises**

(en données brutes)

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

Situation de trésorerie des entreprises



La situation de trésorerie des entreprises demeure globalement très aisée au début de 1999.

La situation financière des grandes entreprises s'est toutefois très légèrement resserrée, alors qu'une nouvelle amélioration des trésoreries des petites et moyennes entreprises a été observée au premier trimestre. Ce mouvement provient essentiellement d'un accroissement des trésoreries des entreprises du commerce de détail, en raison d'une orientation très favorable des ventes au premier trimestre 1999.

Au cours des prochains mois, la trésorerie des grandes entreprises se contracterait encore quelque peu, alors que les petites et moyennes entreprises connaîtraient, pour le troisième trimestre consécutif, un redressement de leur situation financière.

Les difficultés de paiement ont diminué au cours de ce trimestre, à un rythme toutefois un peu inférieur à celui observé au cours des trimestres précédents. Les résultats bruts d'exploitation portant sur l'année 1998 apparaissent en hausse notable et sont comparables à ceux enregistrés sur la période correspondante de l'année précédente. Le ralentissement de l'activité observé dans le secteur manufacturier au second semestre 1998 et durant les premiers mois de 1999 ne devrait pas, en effet, avoir de répercussion sur les résultats bruts d'exploitation avant la fin du premier semestre 1999. En début d'année, les ventes sur le marché intérieur sont encore apparues dynamiques, grâce, notamment, à un rebond marqué de la consommation des ménages en produits manufacturés. Les ventes à l'étranger, quant à elles, semblent s'être légèrement redressées en fin de trimestre. Les prix de vente sont, dans l'ensemble, restés peu favorablement orientés. Les besoins en fonds de roulement ont augmenté pour le cinquième trimestre consécutif, malgré un allègement du niveau intervenu à la fin du premier trimestre 1999. Les utilisations nouvelles de crédits à court terme n'ont pas varié en début d'année.

Les dépenses d'investissement ont connu une nouvelle hausse au cours de cette période, d'ampleur, toutefois, moindre qu'au cours des trimestres précédents. En effet, après un ralentissement des mises en œuvre des projets d'investissement pendant les deux premiers mois de l'année, un rebond a été observé en fin de trimestre. Ce mouvement, provenant d'une nette amélioration des anticipations des chefs d'entreprise, a concerné des investissements de productivité et de renouvellement de matériel et même, quoique beaucoup plus rarement, des dépenses d'extension des capacités de production. Par ailleurs, les investissements en immobilier d'entreprise et en informatique ont continué d'être très dynamiques. Toutefois, sur l'ensemble du trimestre, les investissements apparaissent en retrait par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Au total, une nouvelle progression des utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes a été observée au cours de ce trimestre, à un rythme équivalent à celui du trimestre précédent.

Le niveau de l'endettement global demeure inférieur à la normale.

L'encours des dépôts à vue s'est très légèrement gonflé au premier trimestre. Les placements liquides effectués par les entreprises se sont fortement contractés, alors que les placements nouveaux en titres d'OPCVM continuaient de progresser.

Au cours des prochains mois, la demande de crédits de trésorerie devrait enregistrer une légère hausse. La demande de prêts à moyen et long termes s'accroîtrait de nouveau à un rythme assez soutenu. Les anticipations d'investissement pour la fin du premier semestre 1999 apparaissent, en effet, mieux orientées qu'elles ne l'étaient à la fin de l'année 1998.

3. Le comportement des particuliers

Le patrimoine financier des ménages s'est de nouveau redressé au cours du premier trimestre. Les réallocations de portefeuille, encore très importantes au cours de ce trimestre, ont été défavorables aux placements sur livrets, alors que les placements en plans d'épargne-logement et en actions se sont nettement accrus.

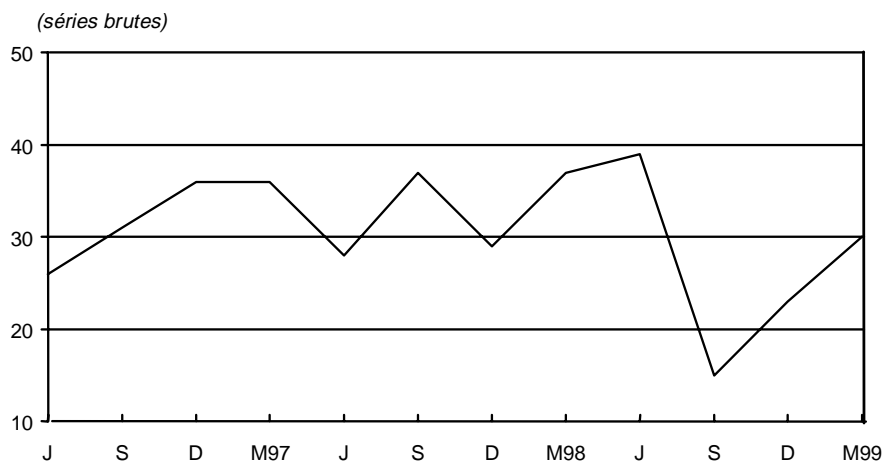
3.1. Les comportements d'épargne

Solde des opinions portées par les établissements de crédits sur l'épargne des particuliers

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	2 ^e trim. 1997	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1 ^{er} trim. 1999
Situation du patrimoine financier	28	37	29	37	39	15	23	30
Encours moyens des dépôts à vue	19	40	38	6	50	38	33	23
Encours moyens des livrets	34	65	36	58	5	19	- 8	- 11
Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôt	- 62	- 55	- 49	- 42	- 36	- 33	- 41	- 44
Placements nouveaux en PEL	33	35	29	33	27	6	21	42
Placements nouveaux en PEP	15	21	24	12	- 6	- 14	- 12	- 30
Placements en actions	17	31	33	46	48	- 20	39	38
Placements en obligations	0	- 5	- 8	- 5	- 6	- 2	1	- 8
Placements en OPCVM court terme	- 38	- 28	- 39	- 28	- 28	- 16	- 12	- 8
Placements en autres OPCVM	15	29	6	36	49	16	37	45

Patrimoine financier des particuliers



Le mouvement de diminution des encours moyens de dépôts à vue des particuliers observé le trimestre précédent s'est confirmé au cours du premier trimestre 1999, sous l'effet, principalement, d'une consommation dynamique et de la réalisation de programmes immobiliers. Ces décaissements sont également imputables à de forts mouvements de réallocation de portefeuille.

Ces évolutions sont apparues, pour le deuxième trimestre consécutif, particulièrement défavorables aux placements sur livrets, en raison des baisses des taux de rémunération (décidées par certaines banques). Les placements nouveaux en actions ont continué de s'inscrire en hausse sensible en début d'année. Les OPCVM actions ont également profité de ce mouvement.

Les placements nouveaux en produits d'assurance-vie ont, quant à eux, poursuivi leur progression. Les placements en plans d'épargne-logement se sont également nettement accrus et ont connu leur plus forte hausse depuis le premier trimestre 1997. Les placements en plans d'épargne populaire ont diminué, pour le quatrième trimestre consécutif, à un rythme plus soutenu qu'au cours des trimestres précédents.

Les placements en obligations se sont inscrits en légère baisse au cours de ce trimestre. La désaffection des particuliers pour les placements nouveaux en comptes à terme et en certificats de dépôt s'est confirmée au cours de la période, alors que les OPCVM monétaires ont évolué de façon un peu plus favorable qu'au cours des trimestres précédents.

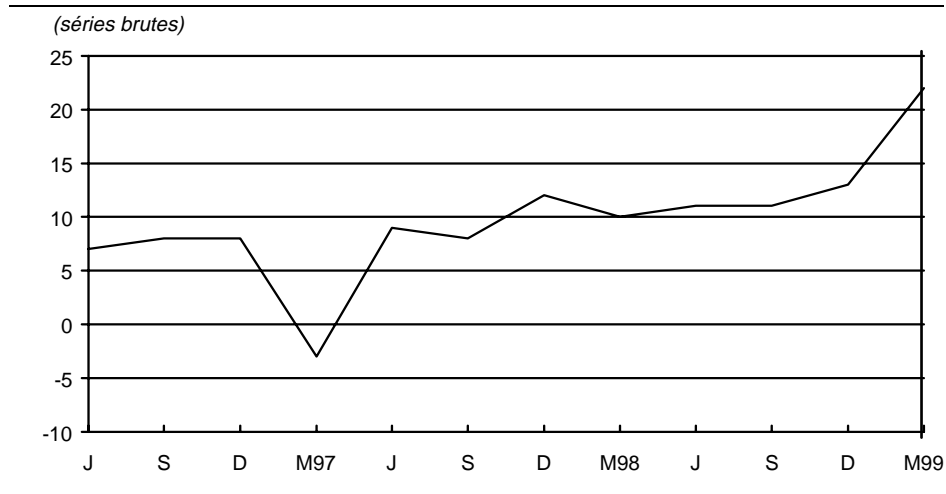
3.2. Les comportements d'endettement

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

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	2 ^e trim. 1997	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1 ^{er} trim. 1999
Situation de l'endettement global	9	8	12	10	11	11	13	22
Difficultés de paiement	- 3	- 5	- 2	- 5	- 7	- 6	- 5	- 4
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie	23	18	31	28	34	23	37	16
Utilisations nouvelles de prêts personnels	47	35	45	48	58	43	65	51
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers	55	48	64	42	71	54	68	73
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie	25	27	31	51	46	41	33	39
Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers	34	39	30	60	54	46	47	59

Endettement global des particuliers



Le niveau d'endettement global des particuliers s'est assez nettement élevé au cours du premier trimestre 1999 et atteint son plus haut point depuis le début de l'enquête en 1991. Toutefois, pour les banquiers interrogés, cette progression de l'endettement des particuliers n'apparaît pas encore inquiétante.

En effet, les difficultés de paiement se sont de nouveau légèrement contractées, alors que les utilisations nouvelles de prêts personnels et, dans une moindre mesure, de crédits de trésorerie sont apparues très soutenues. Le rebond de la consommation des ménages, conjugué à une politique commerciale des banques très développée, expliquent cette évolution. Les facilités offertes par les établissements de crédit, en particulier les crédits *revolving*, ont ainsi été fortement sollicitées. Les utilisations nouvelles de prêts immobiliers ont, quant à elles, connu leur plus forte hausse depuis le quatrième trimestre 1996 dans un contexte de taux particulièrement attractifs. Des mouvements de renégociation de prêts immobiliers ont continué d'être observés au cours de ce trimestre, mais ils seraient inférieurs aux utilisations nouvelles.

Au cours des prochains mois, selon les établissements interrogés, la demande de crédit devrait, de nouveau, s'inscrire en forte hausse, tant pour les crédits de trésorerie que pour les crédits immobiliers.

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

Selon les données communiquées par les établissements participant à l'enquête-titres de la Banque de France, l'encours des capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) s'élevait à 61,3 milliards d'euros à fin mars 1999, en progression de 9 % par rapport au trimestre précédent et en augmentation de 24 % sur un an. Le nombre de PEA en fonctionnement (4 millions) s'est accru de plus de 10 % par rapport au trimestre précédent. La valeur moyenne d'un PEA était de 15 113 euros à fin décembre, sans changement par rapport à décembre 1998 ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 22 567 euros ¹.

	Montant (millions d'euros)		Variation (%)	Structure (%)	
	Décembre 1998 (a)	Mars 1999	Mars 1999/ Déc. 1998	Décembre 1998	Mars 1999
Actions	25 347	27 587	8,8	45,0	45,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	31 000	33 747	8,9	55,0	55,0
Total	56 348	61 334	8,9	100,0	100,0
Nombre de PEA	3 679 442	4 058 447	10,3		

(a) Données révisées

Le PEA, qui bénéficie d'un régime fiscal attractif, a la faveur des épargnants. Toutefois, l'impossibilité d'y investir en direct des titres étrangers risque d'en limiter le développement à l'avenir, dans le nouveau contexte de l'UEM qui fait disparaître pour l'investisseur français le risque de change sur les titres émis dans l'ensemble de la zone euro.

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

- une progression en volume des plans, d'environ 2,5 %, d'un trimestre à l'autre ;
- une augmentation de leur nombre : + 379 000 d'un trimestre à l'autre et + 932 000 sur un an ; cette progression exceptionnelle enregistrée au premier trimestre de 1999, qui fait suite à celle du quatrième trimestre 1998 (253 000 PEA supplémentaires), est due principalement aux privatisations intervenues au cours des six derniers mois (Caisse nationale de prévoyance et France Télécom à l'automne 1998 et Air France en février 1999).

Le dernier chiffre connu des liquidités non rémunérées des PEA s'élevait à 3,3 milliards d'euros à fin septembre 1998.

¹ À fin décembre 1998 (derniers chiffres connus)

MONIQUE CHOCRON
LYDIE MARCHAND
*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études sur les valeurs mobilières*

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

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

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

1. Les résultats globaux

1.1. Montant et évolution des titres placés sous dossier PEA d'après l'enquête

Composition, évolution et structure des PEA bancaires

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

	Montants		Variations	Structures	
	Décembre 1998 (a)	Mars 1999	Mars. 1999/ déc. 1998	Décembre 1998	Mars 1999
Actions	25 347	27 587	8,8	45,0	45,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	31 000	33 747	8,9	55,0	55,0
Total	56 348	61 334	8,9	100,0	100,0
Nombre de PEA	3 679 442	4 058 447	10,3		

(a) Données révisées

En mars 1999, la valeur des titres placés sous dossier PEA a progressé de 8,9 % par rapport à décembre 1998 et s'élève dans les établissements couverts par l'enquête à 61,3 milliards d'euros (contre 56,3 milliards à fin décembre 1998), auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 2,9 milliards (dernier chiffre connu à fin décembre 1998).

Corrigés de l'évolution des indices de cours², les encours d'actions et de titres d'OPCVM éligibles au PEA ont augmenté d'environ 2,5 %.

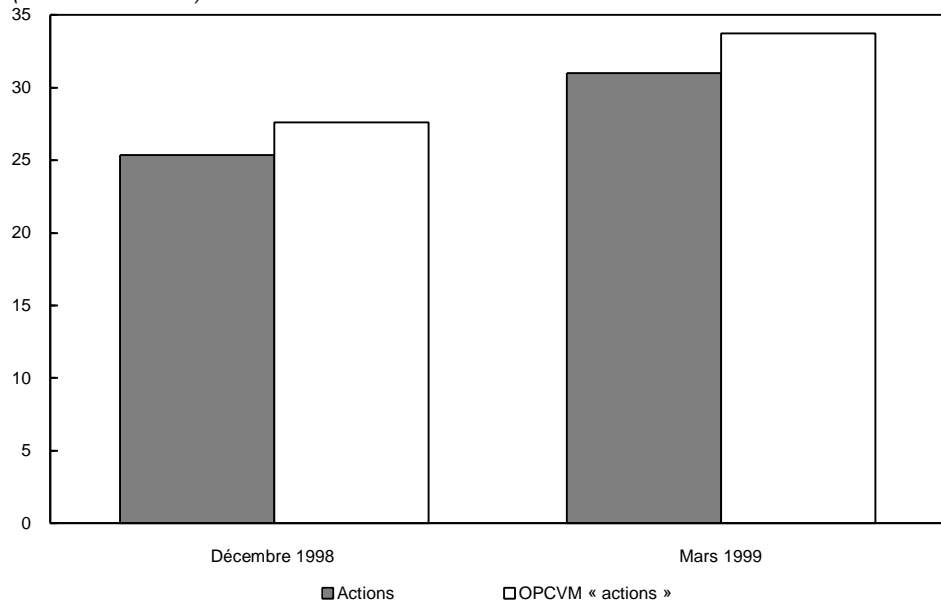
¹ Les principales banques, les sociétés de bourse, la Caisse des dépôts et consignations, les caisses d'épargne, La Poste et le Trésor public

² Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : + 6,4 % au quatrième trimestre 1998

Le nombre de PEA, qui a franchi la barre des 4 millions, est en augmentation de 10,3 % par rapport au trimestre précédent. Il a ainsi poursuivi en l'amplifiant la progression régulière amorcée dès 1997.

Évolution des composantes du PEA

(en milliards d'euros)



1.2. Répartition des actions, des obligations et des titres d'OPCVM « actions » dans les portefeuilles-titres d'une part, les PEA d'autre part

Pour les établissements participant à l'enquête, une comparaison a pu être effectuée entre la composition des PEA et celle des portefeuilles limités aux catégories de titres éligibles au PEA (actions et OPCVM « actions, diversifiés et garantis »)³, appréhendés à partir des données trimestrielles de l'enquête-titres (derniers chiffres connus : décembre 1998). On constate ainsi que, dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » était nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 14 points pour le quatrième trimestre de 1998). À l'inverse, au sein des dossiers PEA, la part des OPCVM « actions, diversifiés et garantis », à fin mars 1999, l'emporte de 10 points sur celle des actions.

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

Encours et structure des portefeuilles-titres en décembre 1998*(montants en millions d'euros, répartitions en %)*

	Montants	Répartitions
Actions	79 836	57,3
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	59 561	42,7
Total	139 397	100,0

1.3. Part des valeurs gérées sous dossier PEA pour chaque catégorie de titres et dans le total des portefeuilles

Poids du PEA dans les portefeuilles-titres*(en %)*

	Décembre 1998	Mars 1999
Actions	31,7	34,6
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	52,0	56,7
Total	40,4	44,0
Total des portefeuilles (a)	19,3	21,0

(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères

À la fin du premier trimestre 1999, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 21 % des portefeuilles-titres à fin décembre 1998⁴ (contre 19,3 % des portefeuilles-titres à fin décembre 1998).

L'importance relative dans les portefeuilles des titres gérés sous PEA a été, dès l'origine, plus grande pour les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » que pour les actions gérées en direct (l'écart atteignait plus de 22 points à fin mars 1999). Près de 57 % des titres d'OPCVM cités précédemment sont contenus dans les plans d'épargne en actions.

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

⁴ Derniers chiffres disponibles

Compte-titres moyen et PEA moyen

(en euros)

	Compte-titres moyen		PEA moyen	
	Déc. 1998	Déc. 1998	Déc. 1998	Mars 1999
Actions françaises	6 349	6 889	6 889	6 798
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	4 736	8 425	8 425	8 315
Autres titres (a)	12 117	–	–	–
Total	23 202	15 314	15 314	15 113

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

Au 31 décembre 1998, on dénombrait environ 12 575 000 comptes-titres⁵.

Selon l'enquête, près de 380 000 PEA supplémentaires ont été enregistrés au cours du premier trimestre 1999.

Le montant moyen du PEA s'élevait à 15 113 euros à fin mars 1999 (pratiquement sans changement par rapport au trimestre précédent). Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen, toutes valeurs réunies, qui atteignait au 31 décembre 1998 environ 22 567 euros.

2. Les résultats détaillés par groupes d'établissements dépositaires de valeurs mobilières

2.1. Montant, structure et évolution des titres placés sous dossier PEA

⁵ Dernier chiffre connu : 12 575 463 comptes-titres au 1^{er} décembre 1998

Composition et structure des PEA bancaires par groupes d'établissements

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

	Montants		Structures		Variations
	Déc. 1998	Mars 1999	Déc. 1998	Mars 1999	Mars 1999/ déc. 1998
<i>Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse</i>					
Actions	3 651	4 216	79,5	79,9	15,5
Titres d'OPCVM					
« actions, diversifiés et garantis »	942	1 060	20,5	20,1	12,5
Total	4 594	5 276	100,0	100,0	14,9
Nombre de PEA	62 214	63 698			2,4
<i>Les trois grandes banques</i>					
Actions	8 784	9 567	47,3	48,2	8,9
Titres d'OPCVM					
« actions, diversifiés et garantis »	9 768	10 294	52,7	51,8	5,4
Total	18 553	19 861	100,0	100,0	7,1
Nombre de PEA	898 065	955 021			6,3
<i>Autres établissements</i>					
Actions	12 912	13 804	38,9	38,1	6,9
Titres d'OPCVM					
« actions, diversifiés et garantis »	20 290	22 393	61,1	61,9	10,4
Total	33 201	36 197	100,0	100,0	9,0
Nombre de PEA	2 719 163	3 039 728			11,8

Le tableau ci-dessus montre que l'encours des PEA a augmenté chez les trois groupes d'établissements : de 15 % chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, de 9 % chez les « autres établissements » et de 7 % dans les trois grandes banques.

La répartition par groupes d'établissements du nombre de comptes-PEA est restée relativement stable (1,6 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 23,5 % pour les trois grandes banques et 74,9 % pour les « autres établissements »).

Les évolutions qui sont intervenues au quatrième trimestre 1998 n'ont pas modifié de manière sensible la structure des PEA pour les banques d'affaires, les sociétés de bourse et les « autres établissements ». En revanche, pour les trois grandes banques, le report des titres d'OPCVM vers les actions, amorcé au quatrième trimestre de l'année précédente, s'est poursuivi, se traduisant par une progression en volume des actions d'environ 2,5 %.

2.2. Part des valeurs gérées sous dossier PEA dans le total des portefeuilles pour chaque catégorie de titres et selon le type d'établissement dépositaire

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

(en pourcentage)

	Décembre 1998	Mars 1999
<i>Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse</i>		
Actions	24,6	28,4
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	19,3	21,8
Total	23,3	26,8
Total des portefeuilles (a)	13,7	15,7
<i>Les trois grandes banques</i>		
Actions	31,4	34,2
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	42,2	44,5
Total	36,3	38,9
Total des portefeuilles (a)	18,7	20,0
<i>Autres Établissements</i>		
Actions	34,8	37,2
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	64,3	71,0
Total	48,4	52,8
Total des portefeuilles (a)	20,9	22,8

(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères

À fin mars 1999, les PEA représentaient 52,8 % des portefeuilles d'actions et d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » chez les « autres établissements », 38,9 % chez les trois grandes banques et 26,8 % chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentent respectivement, environ 20 % et 23 % du total pour les trois grandes banques et les « autres établissements », et 16 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

2.3. Comparaison de la valeur moyenne des comptes-titres et des PEA selon le type d'établissement dépositaire ⁶

À fin mars 1999, la valeur moyenne des PEA représentait 55 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 68,9 % chez les « autres établissements » et 66,4 % chez les trois grandes banques.

Le PEA moyen géré par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisait par une forte proportion d'actions (79,9 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » étaient majoritaires dans le PEA moyen des trois grandes banques et dans celui des « autres établissements » (51,8 % et 61,9 %, respectivement).

⁶ Les informations nécessaires à la construction des tableaux ne figurent pas dans la présente note, mais sont disponibles sur demande (Tél. : 01 42 92 52 87).

Comportements des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au quatrième trimestre 1998

La Bourse de Paris a fortement progressé au dernier trimestre de l'année 1998, après le repli sensible enregistré au mois de septembre. Cette hausse importante, qui s'est traduite par une évolution de + 23,2 % de l'indice CAC 40, reflète la réaction favorable des investisseurs, notamment devant la baisse des taux directeurs aux États-Unis et en Europe, la proximité du passage à la monnaie unique et l'annonce de nombreuses fusions d'entreprises. En outre, la progression de la capitalisation boursière des actions (+ 19 %) a été amplifiée par la mise sur le marché de la deuxième tranche de la privatisation de France Télécom ainsi que par l'introduction en bourse de la Caisse nationale de prévoyance. Un certain ralentissement a été observé pour le marché obligataire au cours de la période sous revue.

Selon l'enquête, les agents non financiers et les non-résidents clients des dépositaires français sont restés en position d'acheteurs nets d'actions cotées. Sur le marché obligataire, les entreprises d'assurance et caisses de retraite et les OPCVM ont cédé une partie de leur portefeuille. À l'inverse, les non-résidents clients des dépositaires français ont renforcé leur position sur ce type de valeurs. Par ailleurs, les secteurs résidents ont été globalement vendeurs nets de titres d'OPCVM monétaires ; en revanche, dans la continuité des trimestres précédents, tous les secteurs ont été acquéreurs de titres d'OPCVM non monétaires. Dans des proportions voisines de celles des deux trimestres précédents, 85,0 % des transactions réalisées par l'ensemble des détenteurs du champ de l'enquête ont porté sur des obligations, contre 7,5 % pour les actions et pour les titres d'OPCVM. La majorité des transactions sur les actions françaises cotées de l'enquête, qui dépassent le cadre de celles recensées en balance des paiements, ont été le fait des non-résidents clients des dépositaires français. Les investisseurs institutionnels ont été à l'origine de la quasi-totalité des opérations sur les obligations françaises et étrangères et de plus de 50 % des opérations d'achats et de rachats sur titres d'OPCVM non monétaires. Les sociétés ont réalisé près de la moitié des interventions sur les titres d'OPCVM monétaires. Les durées moyennes de détention des titres par les acteurs les plus actifs sur les marchés sont relativement courtes (de 3 mois pour les non-résidents clients des dépositaires français, sur les actions françaises cotées, à moins de 1 mois pour les investisseurs institutionnels sur les obligations françaises).

MONIQUE CHOCRON
HERVÉ GRANDJEAN
LYDIE MARCHAND

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

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

Rappel méthodologique

1. Objectifs généraux de l'enquête

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

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

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

Les informations fournies par les informateurs de l'enquête à partir des deux filières de règlement-livraison SBI (sociétés de bourse intermédiaires) et Slab (service de livraison par accord bilatéral) ne correspondent pas exactement à celles observées, respectivement, en bourse et hors bourse, dans la mesure où il n'est pas possible actuellement d'isoler les transactions liées aux « suites de marché » dénouées dans la filière Slab pour les reclasser avec celles recensées sur le marché. Aussi est-il apparu souhaitable d'abandonner la terminologie marché-hors marché, utilisée dans l'enquête-titres du premier trimestre 1998 publiée dans le Bulletin de la Banque de France n° 57, de septembre 1998, pour n'évoquer à partir de maintenant que les filières SBI et Slab.

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

Les mouvements sans contrepartie monétaire sont des opérations qui n'ont pas de contrepartie monétaire pour les intervenants.

Quelques exemples :

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

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

2. Caractéristiques de l'enquête

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

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

.../...

3. Sources d'information

Les informations de base de l'enquête proviennent des principales conservations de titres en France des établissements de crédit (environ 30 conservations représentant 70 établissements de crédit). L'enquête bénéficie, pour l'année 1998, du label d'intérêt général n° 98T723BF délivré par le Conseil national de l'information statistique (Cnis).

4. Secteurs

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

¹ L'inclusion des cessions temporaires de titres dans les flux (qui va de pair avec l'inclusion des encours correspondants dans le portefeuille du cessionnaire) correspond au traitement retenu dans les conservations de titres, d'où sont tirées les données des enquêtes-titres.

1. Les marchés de valeurs mobilières ¹

1.1. L'évolution

La capitalisation boursière des actions françaises cotées, qui a progressé de 35,3 % entre décembre 1997 et décembre 1998, représentait, à la fin de l'année 1998, 65,0 % du PIB. Aux États-Unis, le niveau de ce même ratio s'élevait à 180 % fin 1998.

Après une baisse de l'indice SBF 250 de 23,2 % entre juin et septembre 1998, la Bourse de Paris a nettement progressé au quatrième trimestre 1998 (+ 20,5 %), dans un contexte de regain d'optimisme des investisseurs.

Au cours du quatrième trimestre 1998, l'indice CNO (Comité de normalisation obligataire) a progressé de 1,9 %, contre, respectivement, 4,2 % au troisième trimestre et 11,0 % sur l'ensemble de l'année 1998.

L'évolution de l'actif net des OPCVM français au cours du trimestre sous revue (+ 4,8 %, contre + 0,4 % au troisième trimestre) est à imputer à la hausse des marchés des actions (l'actif net des OPCVM actions a progressé de plus de 18 % et celui des OPCVM diversifiés a augmenté de 13,0 %).

À l'image de la période précédente, les encours des titres d'OPCVM non monétaires ont progressé de manière significative, tous les secteurs ayant été acheteurs nets, principalement de titres d'OPCVM actions et diversifiés. En revanche, les secteurs ont été, globalement, vendeurs nets de titres d'OPCVM monétaires.

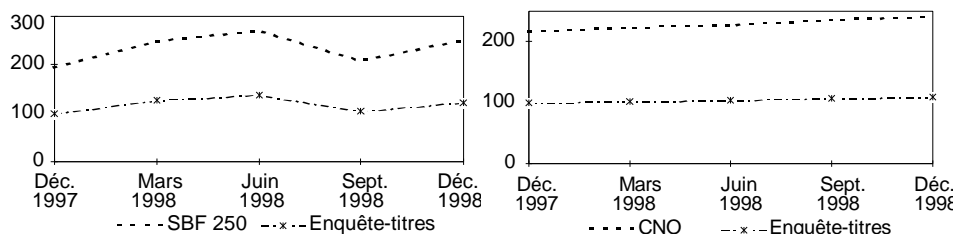
Enfin, il convient de rappeler que la France occupe la deuxième place, derrière les États-Unis, dans le classement des OPCVM pour le montant des actifs gérés, ces derniers étant en hausse de près de 20 % depuis le début de l'année 1998.

¹ Cf. annexe

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

Actions françaises cotées

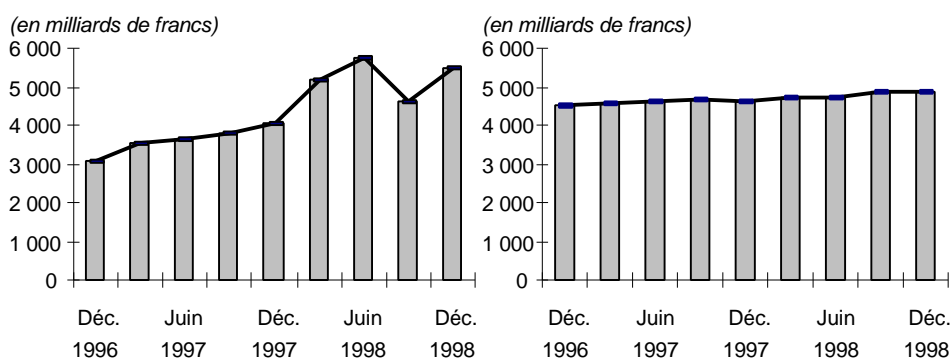
Obligations françaises



Marchés de valeurs mobilières françaises (encours globaux en valeur de marché)

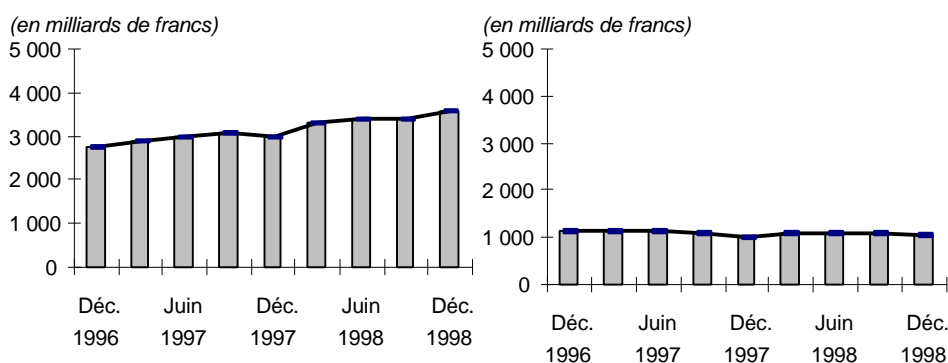
Actions françaises cotées

Obligations



Titres d'OPCVM

dont : Titres d'OPCVM monétaires



1.2. Les performances

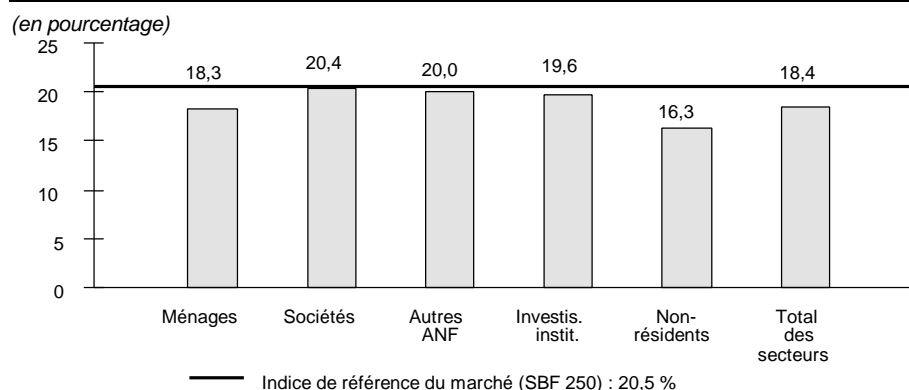
Les performances des secteurs détenteurs d'actions françaises cotées et d'obligations françaises, qui sont évaluées à partir d'indices tenant compte des encours valorisés au prix du marché au début et en fin de période, des flux nets et des mouvements sans contrepartie monétaire, appellent les commentaires suivants au quatrième trimestre de l'année 1998² :

– tous les secteurs détenteurs d'actions françaises cotées enregistrent une performance positive relativement proche de celle de l'indice de référence du marché (indice SBF 250). Les sociétés, les investisseurs institutionnels et les autres agents non financiers affichent les résultats les plus proches de ceux de l'indice (respectivement 20,4 %, 20,0 % et 19,6 %, contre 20,5 %) ;

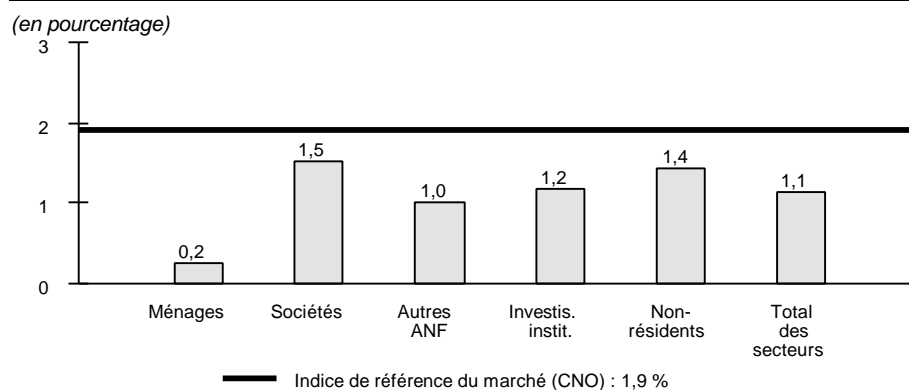
– tous les secteurs détenteurs d'obligations françaises cotées enregistrent une performance inférieure à celle de l'indice — respectivement de 1,5 % et 1,4 % pour les sociétés et les non-résidents clients des dépositaires français, contre 1,9 % pour l'indice de référence du marché obligataire (indice CNO).

Performances par secteurs détenteurs au troisième trimestre 1998

Actions françaises cotées



Obligations françaises



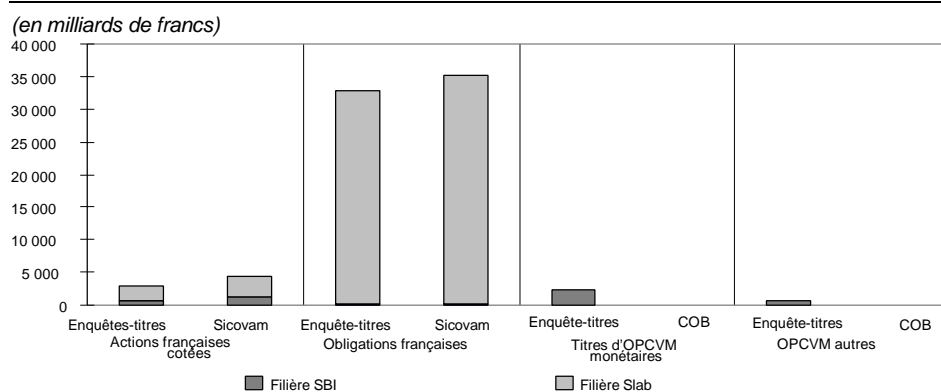
² Les résultats présentés sont perfectibles dans la mesure où les informations sur les mouvements sans contrepartie monétaire ne sont pas encore transmises de façon exhaustive par toutes les conservations de titres participant à l'enquête.

1.3. Le volume d'activité

Au quatrième trimestre 1998, comme précédemment, l'analyse du volume des transactions sur les différents marchés de titres français met en évidence une situation très contrastée. En effet, le volume d'activité du marché des obligations françaises représente les quatre cinquièmes du total des transactions tous marchés confondus. Les actions françaises cotées, les titres d'OPCVM français et les valeurs étrangères se partagent le solde en trois parts à peu près équivalentes (7 %, 7 % et 6 %).

Par ailleurs, selon l'enquête, plus des trois quarts des transactions sur les actions françaises cotées et 99 % des transactions sur les obligations françaises sont dénouées à partir de la filière Slab (gré à gré et « suites de marché »). En effet, cette filière permet aux intervenants de conclure plus facilement des opérations correspondant à leurs besoins en termes de montant ou d'échéance. Le montant de ce type de transaction réalisé essentiellement par les investisseurs institutionnels sur des obligations françaises, dans le cadre des transferts temporaires de titres, a atteint près de 33 000 milliards de francs pour le trimestre.

Transactions au quatrième trimestre 1998



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

1.4. Les structures de détention et la composition des portefeuilles

La structure de détention des valeurs mobilières et leur poids respectif dans le portefeuille des secteurs sont caractérisés par les critères suivants.

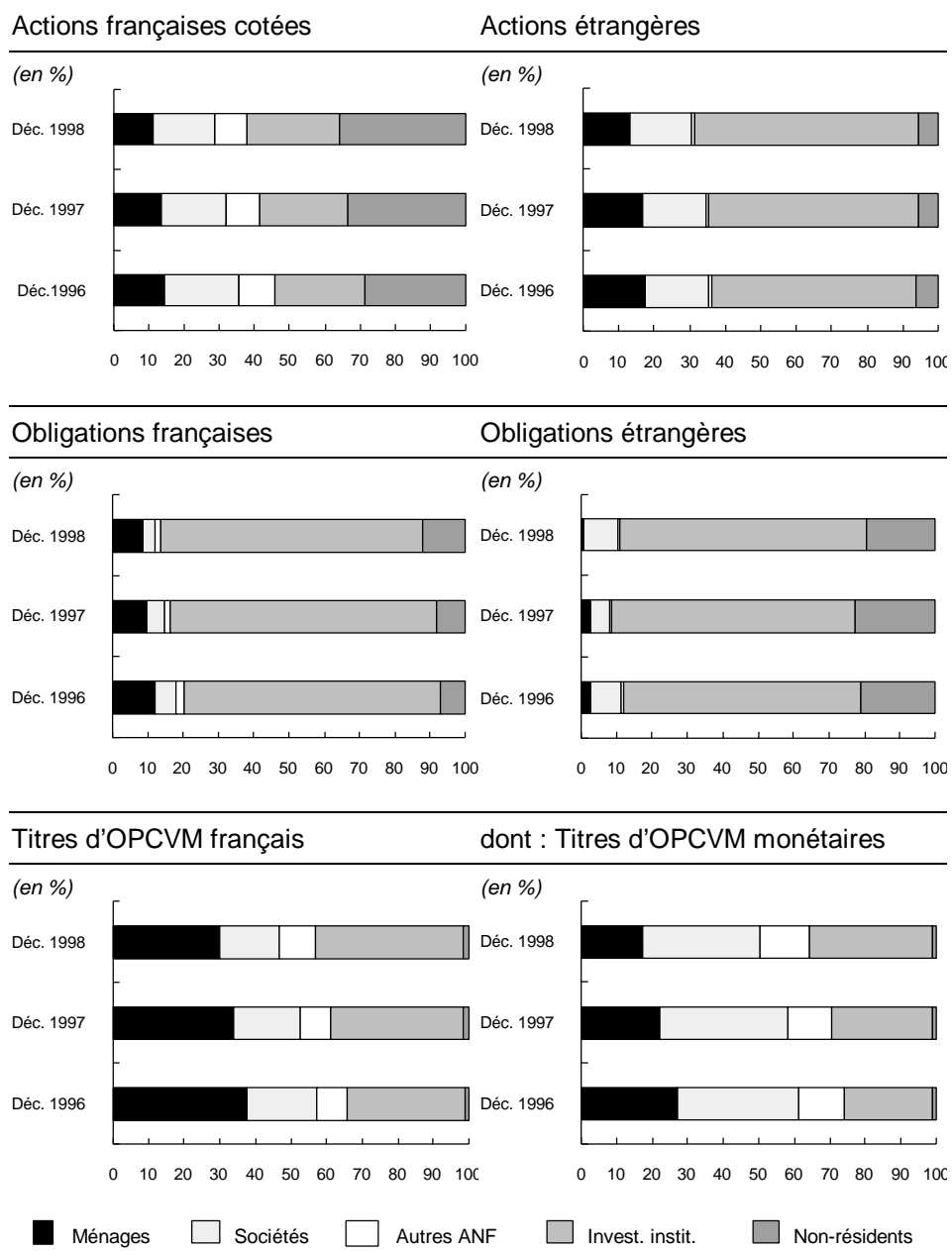
La faiblesse relative de l'investissement domestique en actions françaises cotées

La part des investisseurs institutionnels dans la capitalisation actions de la Bourse de Paris est restée pratiquement stable au cours des trois dernières années (26,5 % à fin septembre 1998).

Les parts d'actions françaises cotées détenues directement par les ménages et les sociétés non financières s'établissent à, respectivement, 11 % et 18 % à fin décembre 1998, contre 21 % et 14 % en décembre 1996.

Les non-résidents clients des dépositaires français détiennent, selon cette étude, la part la plus importante du capital des entreprises françaises. Leur part relative de détention des actions françaises cotées a progressé de plus de 23 % entre décembre 1996 et décembre 1998, pour atteindre 35,7 % à fin décembre 1998³.

Structure de détention des valeurs mobilières



Une prépondérance des produits de taux et une ouverture internationale encore limitée des portefeuilles de valeurs mobilières des résidents

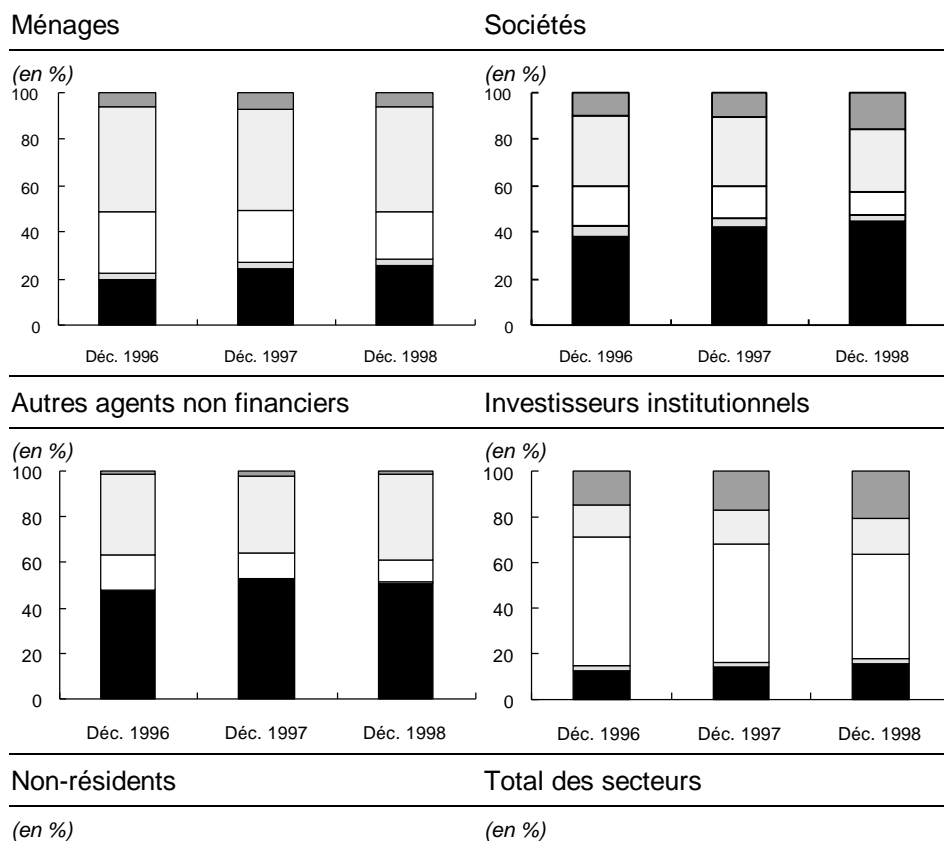
³ Selon les statistiques de la balance des paiements, le taux de détention par les non-résidents des actions françaises cotées était de 29,5 % de la capitalisation boursière à la même date.

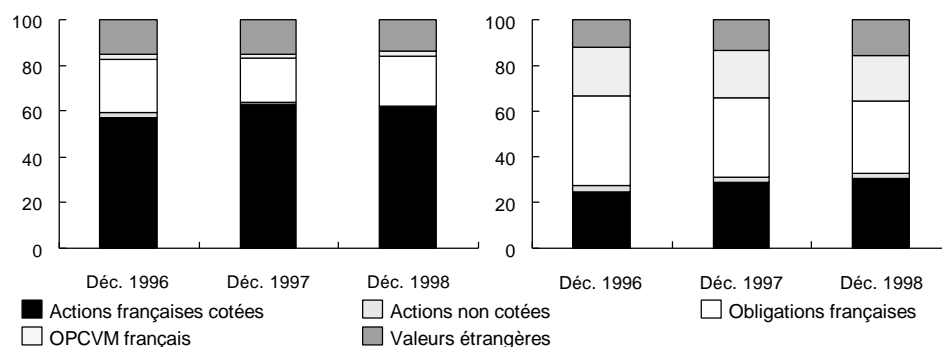
Les instruments de taux dominent les valeurs recensées dans les portefeuilles des résidents. À fin décembre 1998, le poids de cette catégorie de titres varie entre 37 % et 67 % des portefeuilles des résidents. Malgré l'évolution des conditions de marché caractérisée, notamment, par une diminution des rendements obligataires due à la baisse des taux, les investissements en valeurs mobilières des résidents restent principalement orientés vers ce type de produit.

De décembre 1996 à décembre 1998, la part peu élevée des valeurs étrangères dans les portefeuilles des porteurs résidents reflète une ouverture internationale encore faible. Néanmoins, les parts relatives des valeurs étrangères ont progressé au cours de la période susvisée de plus de 50 % pour les sociétés non financières et de 37 % pour les investisseurs institutionnels.

En revanche, du fait de l'ouverture croissante de la place de Paris aux capitaux étrangers, le poids des actions françaises cotées dans le portefeuille des non-résidents clients des dépositaires français s'est accru, pour atteindre 62 % à fin décembre 1998. Le poids des valeurs étrangères dans le portefeuille des non-résidents clients des dépositaires français atteignait 14 % à la même date (22 % pour les obligations françaises).

Poids respectif des différentes valeurs dans le portefeuille des secteurs





2. La détention des valeurs mobilières par secteurs

2.1. Les actions

2.1.1. L'analyse de la variation d'encours

Actions

Analyse de la variation d'encours

(encours en milliards de francs, variations et structures en %)

	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre (b)		
	Septembre 1998	Décembre 1998	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
Françaises cotées	3 409,0	4 120,3	20,9	1,6	18,6	0,6
Ménages	380,1	458,3	20,6	0,6	18,3	1,7
Sociétés	614,5	729,9	18,8	1,8	20,6	- 3,7
Autres agents non financiers	325,3	367,8	13,0	0,2	20,0	- 7,2
Investisseurs institutionnels	875,7	1 092,7	24,8	- 1,3	19,5	6,6
Non-résidents	1 213,4	1 471,7	21,3	4,4	16,7	0,3
Étrangères	510,6	569,7	11,6	1,4	17,0	- 6,8
Ménages	63,8	74,4	16,6	- 2,0	12,5	6,1
Sociétés	85,2	99,0	16,2	1,0	16,5	- 1,3
Autres agents non financiers	3,6	4,4	21,5	- 0,2	16,7	4,9
Investisseurs institutionnels	329,4	360,0	9,3	2,1	18,1	- 10,9
Non-résidents	28,6	31,9	11,7	1,6	16,2	- 6,1
<i>Pour mémoire en balance des paiements (investissements de portefeuille)</i>						
- Non-résidents						
sur actions françaises cotées	1 129,2	1 372,2	21,5	0,9	20,7	
- Résidents sur actions étrangères	606,1	736,6	21,5	3,3	18,2	

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

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

Au quatrième trimestre 1998, les portefeuilles d'actions françaises cotées ont augmenté de 20,9 %, contre - 21,5 % au trimestre précédent, alors que la capitalisation boursière enregistrait une hausse de 19,1 %, après une progression de 13,6 % au cours des neuf premiers mois de l'année. Après la progression très importante des cours observée au premier semestre (38,8 % pour l'indice SBF 250), le marché des actions a chuté de manière spectaculaire au troisième trimestre (23,2 %), pour remonter de 20,5 % au cours des trois derniers mois de l'année. La variation des encours d'actions françaises

cotées dans l'étude (+ 20,9 %) est due principalement à la valorisation positive relevée sur cette ligne de titres (+ 18,6 %).

La valorisation des actions étrangères (+ 17 % en moyenne, contre - 22 % au trimestre précédent), qui dépend de la plus ou moins grande exposition aux risques de ce type de placement, apparaît, pour ce trimestre, homogène avec celle qui est observée pour les actions françaises cotées.

Dans le contexte de forte hausse des cours, il est intéressant de constater que tous les secteurs, à l'exception des investisseurs institutionnels, sont restés en position d'acheteurs nets de valeurs françaises. Cependant, les ménages et les autres agents non financiers ont cédé une partie de leur portefeuille en valeurs étrangères.

2.1.2. Les transactions sur les actions

Actions

Volume des transactions au quatrième trimestre 1998

(montants en milliards de francs, rotation et structures en %)

	Souscriptions	Achats		Ventes		Transactions (a)		Taux de rotation des encours (b)
		Montants	Montants	Montants	Structures	Montants	Structures	
Françaises cotées	3,5	1 445,5	1 393,0	2 842,0	100,0	0,75		
<i>dont : Filière SBI</i>	3,5	347,8	346,3	697,7	24,5			
<i>Filière Slab</i>		1 097,7	1 046,7	2 144,3	75,5			
Ménages	2,0	38,9	38,7	79,6	2,8	0,19		
Sociétés	0,1	23,0	11,9	35,0	1,2	0,05		
Autres agents non financiers	0,0	2,1	1,5	3,6	0,1	0,01		
Investisseurs institutionnels	0,9	291,3	303,2	595,4	20,9	0,60		
Non-résidents	0,5	1 090,3	1 037,7	2 128,4	74,9	1,59		
Étrangères	0,2	128,2	121,4	249,8	100,0	0,46		
<i>dont : Filière SBI</i>	0,2	108,3	101,9	210,4	84,2			
<i>Filière Slab</i>		19,9	19,5	39,4	15,8			
Ménages	0,0	4,5	5,8	10,2	4,1	0,15		
Sociétés	0,0	3,8	2,9	6,7	2,7	0,07		
Autres agents non financiers	0,0	0,3	0,3	0,6	0,2	0,14		
Investisseurs institutionnels	0,2	97,0	90,3	187,5	75,1	0,54		
Non-résidents	0,0	22,6	22,2	44,8	17,9	1,48		
<i>Pour mémoire en balance des paiements (investissements de portefeuille)</i>								
- Non-résidents								
sur actions françaises cotées	1,3	359,3	350,6	711,2				
- Résidents sur actions étrangères	0,4	222,6	202,6	425,6				

(a) Transactions : souscriptions + achats + ventes

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

Les opérations sur actions françaises cotées sont dénouées dans la filière Slab, à hauteur de 75 % ; en revanche, plus des quatre cinquièmes (84 %) de l'activité du marché des actions étrangères passent par la filière SBI.

Au quatrième trimestre 1998, comme au cours des trois premiers trimestres, les principaux intervenants sur les marchés d'actions sont les non-résidents clients des dépositaires français, qui réalisent 75 % des transactions sur les actions françaises cotées, et les investisseurs institutionnels, dont l'activité représente presque les trois quarts des transactions sur les actions étrangères (de l'ordre de 18 % pour les non-résidents clients des dépositaires français).

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

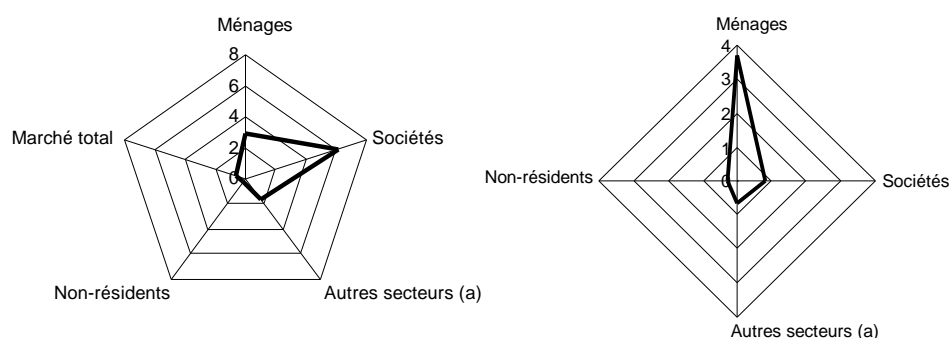
Par ailleurs, l'écart observé entre le montant des transactions sur actions françaises cotées réalisées par les non-résidents dans la balance des paiements et celui relevé dans l'enquête-titres provient, pour partie, de la différence de méthode de traitement des cessions temporaires de titres (cf. encadré *Rappel méthodologique*). Les montants de transactions relevés dans l'enquête de décembre 1998 apparaissent élevés (comme pour les trois premiers trimestres) par rapport à ceux de la balance des paiements, dans la mesure où une transaction réalisée en bourse par un non-résident met en jeu plusieurs intervenants au sein de la filière Slab et nécessite, par conséquent, des transferts successifs des titres concernés impliquant à chaque fois un changement de propriété qui justifie son recensement dans l'enquête.

2.1.3. Durée de détention des actions

Durée de détention apparente sur un trimestre (en années)

Actions françaises cotées

Actions étrangères



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

Au quatrième trimestre 1998, la durée de détention moyenne apparente des actions françaises cotées est de 7 mois et demi⁴, résultat proche de celui qui ressort des données du marché (6 mois).

- La durée de détention moyenne des actions par les ménages est de 2 ans 11 mois pour les actions françaises cotées et de 3 ans 8 mois pour les actions étrangères, ce qui traduit une stabilité de l'actionnariat individuel.
- Les sociétés, dans une logique de participation, conservent en moyenne plus longtemps les actions françaises cotées qu'elles détiennent (6 ans 2 mois).
- La durée de détention des actions françaises et des actions étrangères par les non-résidents clients des dépositaires français ne dépasse pas 3 mois.

Les calculs de durée apparente ont été effectués pour la première fois sur toute l'année de 1998, ce qui explique en partie les écarts parfois importants qui peuvent apparaître par rapport aux résultats des enquêtes précédentes.

⁴ Le marché total des actions étrangères dépassant le cadre de l'enquête, la durée de détention moyenne apparente des actions étrangères n'a pas fait l'objet d'une évaluation.

2.2. Les obligations

2.2.1. L'analyse de la variation d'encours

Obligations

Analyse de la variation d'encours

(encours en milliards de francs, variations en %)

	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre (b)		
	Septembre 1998	Décembre 1998	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
Françaises	4 162,7	4 353,2	4,6	- 0,6	1,1	4,1
Ménages	371,9	366,8	- 1,4	- 1,2	0,2	- 0,4
Sociétés	172,3	156,0	- 9,5	- 3,8	1,5	- 7,1
Autres agents non financiers	71,8	71,9	0,1	12,4	1,1	- 13,3
Investisseurs institutionnels	3 178,9	3 238,4	1,9	- 2,6	1,2	3,3
Non-résidents	367,7	520,2	41,4	15,8	1,6	24,1
Étrangères	1 378,9	1 497,7	8,6	6,6	0,5	1,5
Ménages	15,3	13,3	- 12,9	0,5	- 1,2	- 12,2
Sociétés	124,5	146,0	17,3	8,3	1,3	7,7
Autres agents non financiers	5,0	6,1	21,8	17,0	1,2	3,7
Investisseurs institutionnels	905,5	1 040,1	14,9	8,2	0,6	6,0
Non-résidents	328,6	292,2	- 11,1	1,6	- 0,0	- 12,7
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>						
- Non-résidents sur obligations françaises	1 238,0	1 300,2	5,0	4,3	0,7	
- Résidents sur obligations étrangères	1 176,7	1 241,7	5,5	5,5	-	

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

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

Au quatrième trimestre 1998, la progression globale des portefeuilles d'obligations françaises dans l'enquête atteint 4,6 % (+ 3,8 % au trimestre précédent), contre - 0,5 % pour la capitalisation boursière. Par ailleurs, l'augmentation des cours des obligations françaises retracée dans les résultats de l'enquête (+ 1,1 %) se situe à un niveau de performance inférieur à celui observé sur le marché obligataire (variation de l'indice CNO : + 1,9 %).

On observe, au niveau des secteurs, une relative homogénéité de la valorisation positive des obligations françaises et de la valorisation également positive des obligations étrangères, celle-ci atteignant 0,5 % des encours globaux.

Dans un contexte boursier en progression régulière depuis plusieurs années, les investisseurs institutionnels, les ménages et les sociétés se sont désengagés en obligations françaises. Les investisseurs institutionnels, principaux détenteurs d'obligations étrangères, ont été acheteurs nets entre septembre et décembre 1998. En revanche, contrairement aux trois trimestres précédents, les non-résidents clients des dépositaires français et les investisseurs institutionnels ont vendu une partie de leur portefeuille de valeurs étrangères. La différence entre les encours d'obligations françaises détenues par les non-résidents en balance des paiements et dans l'enquête s'explique par le fait que les émissions obligataires des résidents à l'international conservées chez les dépositaires étrangers échappent au recensement de l'enquête (cf. encadré *Rappel méthodologique*).

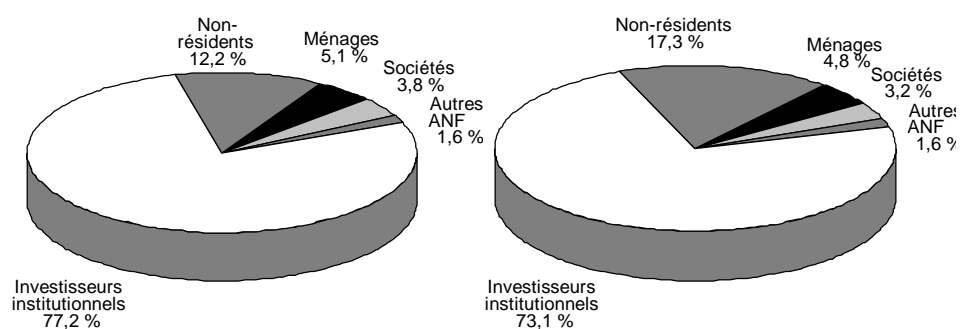
Les obligations d'État sont détenues essentiellement par les investisseurs institutionnels, notamment les entreprises d'assurance et caisses de retraite et les OPCVM, à hauteur de 73 % (77 % à fin septembre 1998). Le degré d'internationalisation de la dette obligataire de l'État reste peu élevé (17 % à fin décembre 1998) ⁵.

Obligations d'État

Répartition par groupes de porteurs

Septembre 1998

Décembre 1998



2.2.2. Les transactions sur les obligations

Obligations

Volume des transactions au quatrième trimestre 1998

(montants en milliards de francs, rotation et structures en %)

	Souscriptions	Achats	Ventes	Remboursements	Transactions (a)		Taux de rotation des encours (b)
					Montants	Structures	
Françaises	8,5	16 367,8	16 317,4	85,2	32 779,0	100,0	7,70
dont : Filière SBI	8,5	37,5	42,7	85,2	174,0	0,5	
Filière Slab		16 330,3	16 274,7		32 605,0	99,5	
Ménagés	4,3	3,8	8,4	4,2	20,8	0,1	0,06
Sociétés	1,2	293,2	296,8	4,2	595,4	1,8	3,63
Autres agents non financiers	0,4	17,4	8,1	0,9	26,8	0,1	0,37
Investisseurs institutionnels	2,5	15 577,9	15 591,3	71,1	31 242,8	95,3	9,74
Non-résidents	0,1	475,6	412,8	4,8	893,3	2,7	2,01
Étrangères	1,2	1 165,4	1 050,8	24,6	2 242,0	100,0	1,56
dont : Filière SBI	1,2	1 109,2	1 028,1	24,6	2 163,1	96,5	
Filière Slab		56,1	22,8		78,9	3,5	
Ménagés	0,1	0,4	0,2	0,2	0,8	0,0	0,05
Sociétés	0,2	77,8	66,8	0,8	145,5	6,5	1,08
Autres agents non financiers	0,1	1,0	0,2	0,0	1,3	0,1	0,23
Investisseurs institutionnels	0,9	1 072,0	977,7	20,7	2 071,2	92,4	2,13
Non-résidents	0,0	14,3	5,9	3,0	23,2	1,0	0,07
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>							
- Non-résidents sur obligations françaises	15,2	542,8	481,4	23,6	1 063,0		
- Résidents sur obligations étrangères	15,1	2 091,6	2 011,8	30,2	4 148,7		

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

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

⁵ Le taux de détention, par les non-résidents, des emprunts d'État élaboré par la direction de la Balance des paiements est de 13,9 % (contre 12,4 % à fin septembre 1998).

La totalité des opérations sur obligations françaises (99 %) est traitée de gré à gré et dénouée dans la filière Slab ; à l'inverse, 96 % des achats et des ventes sur obligations étrangères passent sur les marchés organisés (filiale SBI).

Au quatrième trimestre 1998, les principaux intervenants sur les marchés d'obligations restent les investisseurs institutionnels, qui réalisent respectivement 95 % et 92 % des transactions sur les obligations françaises et étrangères, pratiquement sans changement par rapport aux trimestres précédents.

L'écart observé entre le montant des transactions sur obligations françaises réalisées par les non-résidents en balance des paiements et dans l'enquête-titres est dû à la différence de méthode de traitement des cessions temporaires de titres (cf. encadré *Rappel méthodologique*).

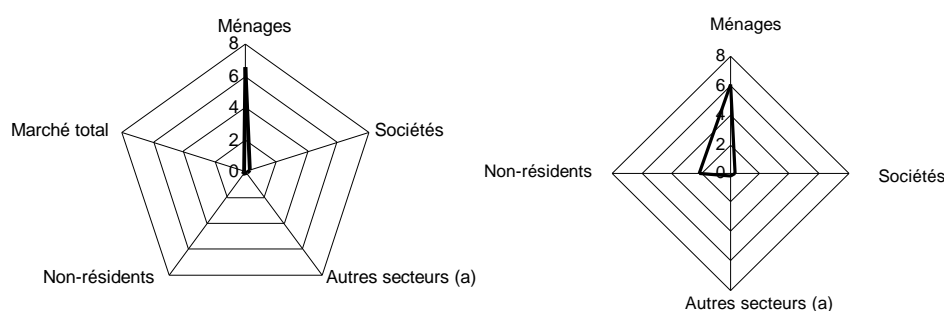
En revanche, l'origine de l'écart persistant constaté entre les montants des transactions sur obligations étrangères présents en balance des paiements et dans l'enquête-titres n'a pas été identifiée.

2.2.3. La durée de détention des obligations

Durée de détention apparente sur un trimestre (en années)

Obligations françaises

Obligations étrangères



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

La durée de détention apparente des obligations françaises est très courte : 24 jours pour le marché et 22 jours pour l'enquête-titres.

La durée de détention est de 3 mois pour les sociétés et de moins de 1 mois seulement pour les « autres secteurs ». Elle atteint 3 mois pour les non-résidents clients des dépositaires français.

Dans cette étude, la durée de détention des obligations françaises par les ménages est de 6 ans 6 mois. Le calcul de la durée moyenne effectué à partir des flux de l'année considérée et non de ceux du trimestre apparaît plus fiable et permettra d'atténuer à l'avenir les écarts qui étaient apparus d'un trimestre à l'autre pour l'année 1998.

La durée de détention des obligations étrangères est de 3 mois en moyenne. Elle apparaît du même ordre de grandeur que celle des obligations françaises pour les sociétés (environ 4 mois) et les « autres secteurs » (2 mois). Elle est nettement plus longue pour les non-résidents clients des dépositaires français (2 ans 1 mois).

2.3. Les titres d'OPCVM

2.3.1. L'analyse de la variation d'encours

Titres d'OPCVM

Analyse de la variation d'encours

(encours en milliards de francs, variations et structures en %)

	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre (b)		
	Septembre 1998	Décembre 1998	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
Monétaires	833,5	814,2	- 2,3	- 3,3	0,2	0,8
Ménages	142,7	141,2	- 1,1	- 1,1	- 0,4	0,4
Sociétés	282,7	269,7	- 4,6	- 5,7	0,5	0,6
Autres agents non financiers	118,6	113,9	- 4,0	- 4,6	0,0	0,6
Investisseurs institutionnels	281,6	281,2	- 0,2	- 1,7	0,0	1,5
Non-résidents	7,8	8,3	5,8	8,9	3,7	- 6,8
Non monétaires	1 688,3	1 870,7	10,8	2,1	6,1	2,7
Ménages	624,7	667,5	6,8	0,6	6,0	0,3
Sociétés	167,9	180,3	7,4	0,8	6,2	0,4
Autres agents non financiers	124,5	152,8	22,7	5,2	5,9	11,6
Investisseurs institutionnels	740,3	835,1	12,8	3,0	6,3	3,6
Non-résidents	30,9	35,1	13,5	4,3	3,8	5,5
Étrangers	86,0	90,0	4,7	- 1,5	4,5	1,6
Ménages	23,7	24,3	2,4	- 2,4	3,9	0,9
Sociétés	6,7	7,0	4,7	15,6	6,4	- 17,2
Autres agents non financiers	1,8	1,7	- 4,9	- 8,6	3,4	0,4
Investisseurs institutionnels	47,8	50,5	5,7	- 3,5	4,3	4,9
Non-résidents	6,0	6,5	7,7	0,6	7,1	0,0
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>						
- Non-résidents sur titres d'OPCVM français	63,2	68,5	8,4	3,2	5,2	
- Résidents sur titres d'OPCVM étrangers	69,4	72,5	4,5	- 1,0	5,5	

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

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

Les portefeuilles en titres d'OPCVM français recensés dans l'enquête ont diminué de 2,3 %, alors que l'actif net des OPCVM publié par la Commission des opérations de bourse (COB) s'est accru de 4,8 % au cours du quatrième trimestre de l'année 1998 (+ 0,4 % de juin à septembre).

Pour les titres monétaires, les évolutions sont de - 2,3 % dans l'enquête-titres et de - 4,3 % selon les données de la COB.

Pour les titres d'OPCVM non monétaires, les évolutions sont comparables entre les deux sources (respectivement + 10,8 % et + 7,2 %).

Les encours des titres d'OPCVM non monétaires ont retrouvé, sur la dernière période de l'année, une progression comparable à celle des deux premiers trimestres, en raison des évolutions de cours positives comparables à celles observées à partir des indices d'Europerformance sur les Sicav françaises.

Au niveau sectoriel, on constate que :

- tous les secteurs résidents ont été vendeurs net de titres monétaires ;
- tous les secteurs ont été acheteurs net de titres d'OPCVM non monétaires (obligataires à hauteur de 35 % environ), dans le prolongement des deux trimestres précédents ;
- les sociétés et les non-résidents clients des dépositaires français ont accru leurs investissements en titres d'OPCVM étrangers.

2.3.2. Les transactions sur les titres d'OPCVM

Titres d'OPCVM

Volume des transactions au quatrième trimestre 1998

(montants en milliards de francs, rotation et structures en %)

	Souscriptions	Rachats	Transactions (a)		Taux de rotation des
	Montants	Montants	Montants	Structures	encours (b)
Monétaires	1 139,2	1 166,4	2 305,6	100,0	2,80
<i>dont : Filière SBI</i>	<i>1 126,1</i>	<i>1 153,3</i>	<i>2 279,4</i>	<i>98,9</i>	
<i>Filière Slab</i>	<i>13,2</i>	<i>13,0</i>	<i>26,2</i>	<i>1,1</i>	
Ménages	27,1	28,6	55,7	2,4	0,39
Sociétés	523,8	539,8	1 063,6	46,1	3,85
Autres agents non financiers	177,8	183,3	361,1	15,7	3,11
Investisseurs institutionnels	403,1	407,8	811,0	35,2	2,88
Non-résidents	7,4	6,7	14,2	0,6	1,76
Non monétaires	373,1	338,1	711,1	100,0	0,40
<i>dont : Filière SBI</i>	<i>371,8</i>	<i>337,3</i>	<i>709,1</i>	<i>99,7</i>	
<i>Filière Slab</i>	<i>1,3</i>	<i>0,7</i>	<i>2,0</i>	<i>0,3</i>	
Ménages	40,0	36,1	76,1	10,7	0,12
Sociétés	60,9	59,6	120,5	16,9	0,69
Autres agents non financiers	67,1	60,6	127,7	18,0	0,92
Investisseurs institutionnels	200,4	178,4	378,9	53,3	0,48
Non-résidents	4,6	3,3	8,0	1,1	0,24
Étrangers	12,4	13,7	26,1	100,0	0,30
<i>dont : Filière SBI</i>	<i>12,0</i>	<i>13,3</i>	<i>25,3</i>	<i>97,1</i>	
<i>Filière Slab</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,8</i>	<i>2,9</i>	
Ménages	2,7	3,3	6,0	23,0	0,25
Sociétés	4,7	3,6	8,3	31,8	1,21
Autres agents non financiers	0,3	0,4	0,7	2,8	0,43
Investisseurs institutionnels	4,2	5,8	10,0	38,5	0,20
Non-résidents	0,5	0,5	1,0	3,9	0,16
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>					
- Non-résidents					
sur titres d'OPCVM français	22,9	20,9	43,8		
- Résidents					
sur titres d'OPCVM étrangers	26,8	27,2	54,0		

(a) Transactions : souscriptions + rachats

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

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

Près de la moitié des transactions sur les titres d'OPCVM monétaires (46 %) ont été réalisées par les sociétés, alors que ces dernières ne détiennent que 33 % des encours analysés dans l'étude ; les sociétés utilisent ces valeurs comme instrument de trésorerie plutôt que de placement. À l'inverse, les ménages, avec 17,0 % des encours, n'ont participé qu'à 2,4 % des transactions. Les investisseurs institutionnels et les autres agents non financiers ont réalisé un volume de transactions conforme au niveau de leur encours, de l'ordre de 51 %.

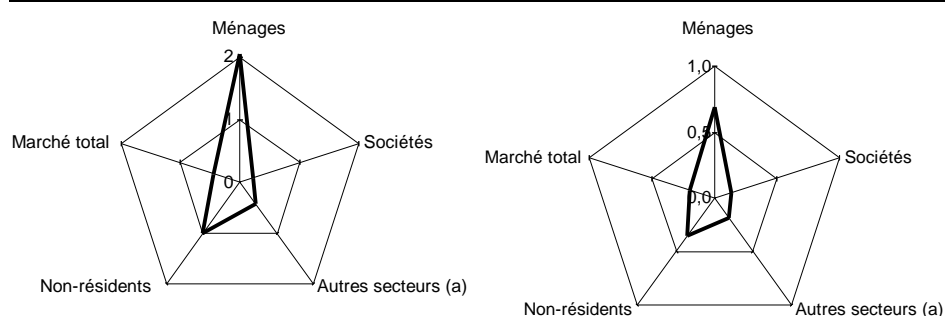
Des différences sensibles de comportement s'observent également pour les titres d'OPCVM non monétaires. En effet, les ménages détiennent 36 % des encours et interviennent dans seulement 11 % des transactions sur ces valeurs. À l'inverse, les sociétés et les autres agents non financiers réalisent respectivement 17 % et 18 % des transactions, en ne détenant que 10 % et 8 % des encours.

2.3.3. La durée de détention des titres d'OPCVM

Durée de détention apparente (en années)

Total des titres d'OPCVM français

Titres d'OPCVM français monétaires



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

Les durées de détention moyennes observées dans l'étude (2 mois et demi) sont généralement proches de celles de la COB pour les titres d'OPCVM monétaires. Elles peuvent différer quelque peu pour les titres d'OPCVM non monétaires (5 mois et demi dans l'enquête, les chiffres de la COB ne sont pas disponibles pour le quatrième trimestre 1998).

Les ménages conservent leurs titres d'OPCVM français de 8 mois pour les titres monétaires à 3 ans 9 mois pour les titres d'OPCVM non monétaires ; ils utilisent ces valeurs comme un instrument de placement intermédiaire entre le court terme et le long terme.

Le comportement des sociétés apparaît très différent ; le taux de rotation des titres d'OPCVM français est très élevé, puisqu'ils ne sont conservés en moyenne que 2 mois et demi (2 mois pour les titres d'OPCVM monétaires, 11 mois pour les autres titres). Les « autres secteurs » ont un comportement voisin de celui des sociétés pour les titres d'OPCVM monétaires, avec une durée de conservation moyenne de l'ordre de 2 mois.

Les non-résidents clients des dépositaires français conservent en moyenne les titres d'OPCVM français 1 an (4 mois pour les titres d'OPCVM monétaires).

ANNEXE

Couverture de l'enquête-titres

	<i>(en %)</i>	
	Septembre 1998	Décembre 1998
Par rapport à la capitalisation boursière (Paris)		
Actions françaises cotées	73,8	74,9
Obligations françaises	85,2	89,5
Par rapport à l'actif net des OPCVM		
Titres d'OPCVM français	74,2	75,4
– OPCVM monétaires	75,1	76,6
– OPCVM non monétaires	73,8	74,8

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

(capitalisation en milliards de francs, variations et indices en %)

	Capitalisation boursière (a)		Variation (en pourcentage)	Indices (en pourcentage)	
	Septembre 1998	Décembre 1998	Décembre 98/ Septembre 98	Enquête-titres (en pourcentage)	Enquête-titres (en pourcentage)
	Septembre 1998	Décembre 1998	Septembre 98	Septembre 98	Septembre 98
Actions françaises cotées	4 621,2	5 502,8	19,1	20,5	20,9
Obligations françaises	4 887,5	4 865,2	- 0,5	1,9	4,6
Titres d'OPCVM français (c)	3 398,5	3 563,2	4,8	–	6,5
– OPCVM monétaires	1 110,5	1 063,3	- 4,3	–	- 2,3
– OPCVM non monétaires	2 287,3	2 499,9	9,3	–	10,8
	Transactions Sicovam/COB au 4e trimestre 1998		Transactions enquête-titres au 4e trimestre 1998		
	Filière SBI		Filière Slab		
Actions françaises cotées (d)	1 203,1	3 151,1	697,7	2144,3	
Obligations françaises (d)	203,6	34 931,7	174,0	32 605,0	
Titres d'OPCVM français (e)	nd		–	2 988,5	28,2
– OPCVM monétaires	nd		–	2 279,4	26,2
– OPCVM non monétaires	nd		–	709,1	2,0

(a) Sources : COB, Sicovam

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

(c) Actif net des OPCVM

(d) Transactions Sicovam

(e) Transactions COB

LES MARCHES DE MATIERES PREMIERES AU PREMIER TRIMESTRE 1999

Au premier trimestre, les *marchés mondiaux de matières premières* se sont, dans l'ensemble, redressés.

Les cours des *denrées alimentaires*, mis à part ceux du maïs, ont fléchi.

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

Les cours de la pâte à papier se sont inscrits en hausse.

Les cours des *produits minéraux* se sont raffermis, notamment ceux du nickel et du zinc, seuls ceux de l'or, de l'aluminium et du cuivre se sont repliés.

Sur le trimestre, l'*indice Moody*, exprimé en dollars, a augmenté de 0,16 %, tandis que l'*indice Reuter*, libellé en livres sterling, a diminué de 6,57 %.

L'*indice Banque de France*, qui reflète le coût en francs des matières premières importées, hors énergie, s'est accru de 3,94 % au premier trimestre. Les indices partiels relatifs aux coûts des produits agricoles à usage industriel et des produits minéraux ont progressé de, respectivement, 8,17 % et 8,25 %. Le sous-indice relatant les coûts des produits alimentaires s'est replié de 9,81 %.

Les cours du *pétrole* se sont inscrits en forte hausse, en raison de l'orientation à la baisse de la production. Les prix du *Brent*, brut de référence de la Mer du Nord, ont augmenté de 25,68 % par rapport à ceux de décembre 1998, cotant en moyenne 12,53 dollars en mars 1999, contre 9,97 dollars en décembre, leur plus bas niveau depuis 25 ans. Les cours du *Dubai* et du *WTI* ont, quant à eux, augmenté de, respectivement, 21,53 % et 28,28 %.

Évelyne FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

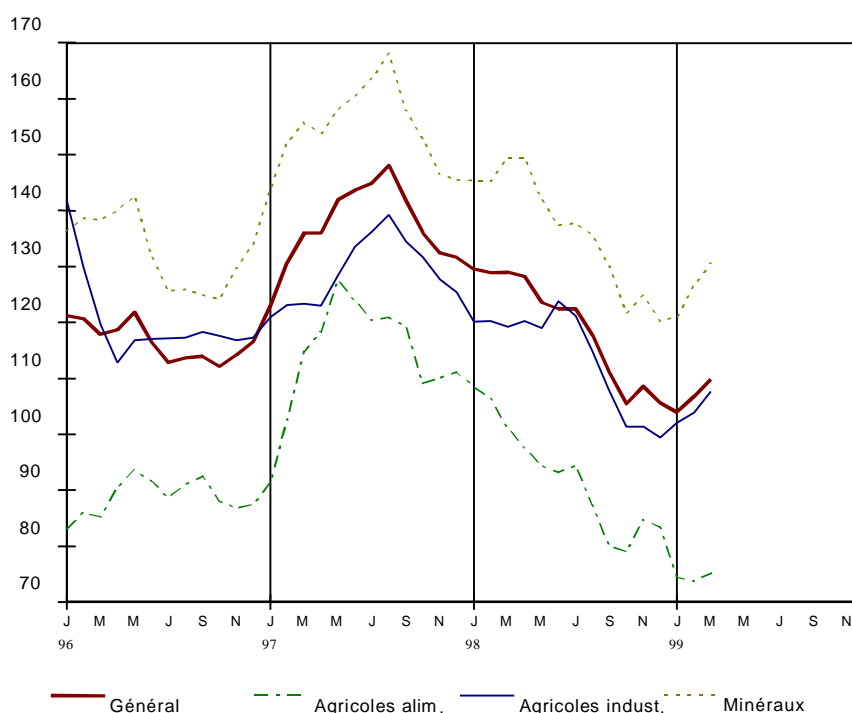
1. Les matières premières hors énergie

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

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

Évolution de l'indice Banque de France et des indices partiels

(base 100 en 1985)



1.1. Les produits alimentaires

Les prix des produits alimentaires, après une hausse de 4,11 % au quatrième trimestre 1998, ont enregistré un repli de 9,81 %, selon l'indice Banque de France, en raison notamment de la baisse des cours du café, du soja et du cacao.

Céréales (blé : - 0,63 % ; maïs : + 2,05 % en cents/boisseau)

– Les prix du *blé* se sont réduits de 0,63 % et se situent à leur plus bas niveau depuis 20 ans, malgré des perspectives plutôt orientées à la hausse.

La *production* mondiale, pour la campagne 1999-2000, devrait s'élever à 569 millions de tonnes, soit un recul de 14 millions de tonnes par rapport à la saison précédente.

Parallèlement, la *demande* pourrait atteindre le niveau record de 592 millions de tonnes.

Les *stocks* mondiaux devraient reculer, à 85 millions de tonnes, soit en dessous du niveau minimum de 15 % de la consommation.

– Les cours du *maïs* continuent de progresser (+ 2,05 % au cours la période sous revue, après + 7,72 % au trimestre précédent), en raison, notamment, d'un ralentissement des exportations américaines.

La campagne actuelle se solderait par un déficit de l'*offre* d'environ 3 millions de tonnes.

Soja (tourteaux : – 10,25 % en dollars/tonne ; graines : – 14,61 % en cents/boisseau)

Les cours du *soja* ont sensiblement fléchi en raison d'une *offre* abondante et se situent à leur plus bas niveau depuis 11 ans. Au premier trimestre, la baisse a atteint 10,25 % pour les tourteaux et 14,61 % pour les graines.

Les *récoltes* atteindraient des niveaux record. Ainsi, selon le département américain de l'Agriculture (USDA), la récolte aux États-Unis serait pléthorique (75,06 millions de tonnes). De plus, les productions au Brésil (deuxième exportateur mondial) et en Argentine ont été réévaluées en hausse de plus de 15 millions de tonnes.

Les *stocks* mondiaux de soja sont très importants, en particulier aux États-Unis, où ils représenteraient près de 23 millions de tonnes (soit le double de l'an dernier).

En regard, la *demande* est plutôt terne, à l'exception, toutefois, de la consommation chinoise, très soutenue.

Café (Robusta : – 7,33 % en dollars/tonne ;
Arabica : – 9,7 % en cents/livre britannique)

Au premier trimestre 1999, les cours du *café* ont fléchi de 7,33 % pour le Robusta et de 9,7 % pour l'Arabica, dans un contexte de progression de l'*offre*.

La production mondiale atteindrait 107 millions de sacs de 60 kg (72 millions de sacs d'Arabica et 35 millions de Robusta), soit une hausse de 2 millions par rapport à la campagne précédente.

La production exportable serait supérieure à 80,6 millions de sacs, en progression de 15 % par rapport à la campagne précédente.

En regard, la *consommation* mondiale devrait s'élever à 102,5 millions de sacs de 60 kg (contre 100 millions précédemment).

Les *stocks* mondiaux se sont réduits.

Cacao (– 7,11 % en livres sterling/tonne)

Affaiblis par le ralentissement de la *demande* mondiale, les cours du *cacao* se sont repliés de 7,11 % au premier trimestre et se situent à leur plus bas niveau depuis 6 ans.

La faiblesse de la croissance de la *consommation* aux États-Unis, en Europe occidentale et au Japon pèse sur les cours. Les broyages mondiaux sont estimés à 2,8 millions de tonnes (soit une hausse annuelle de 0,3 %).

Parallèlement, l'*offre* devrait s'accroître de près de 3 %, à 2,9 millions de tonnes.

Les *stocks* mondiaux s'alourdissent.

Au total, au cours des trois prochaines années, la croissance de la production mondiale devrait excéder la hausse de la consommation, mais, à plus long terme, la production pourrait devenir déficitaire, notamment en raison d'un affaiblissement phytosanitaire des plantations.

Sucre (- 18,2 % en dollars/tonne)

Après avoir progressé de 10,55 % au quatrième trimestre 1998, les cours du *sucre* ont reculé de 18,2 % au premier trimestre 1999, en raison de la conjugaison d'une offre importante et d'une faible demande.

La *demande* s'annonce durablement en retrait et s'établirait à 124,6 millions de tonnes. Elle aurait baissé de 1 % en Russie, en Asie, ainsi qu'en Amérique latine.

S'agissant de l'*offre*, la *production* mondiale atteindrait 128,3 millions de tonnes, du fait d'une forte hausse attendue de la récolte brésilienne.

Les *stocks* mondiaux sont estimés à 12 millions de tonnes, soit le niveau le plus élevé depuis 10 ans.

1.2. Produits agricoles à usage industriel

Après avoir enregistré un recul de 7,85 % au quatrième trimestre 1998, les cours des produits agricoles à usage industriel retenus dans l'indice Banque de France ont progressé de 8,25 %.

Pâte à papier (+ 4,35 % en dollars/tonne)

Soutenus par des perspectives plus favorables qu'auparavant, les cours de la *pâte à papier* ont augmenté de 4,35 %.

Les inventaires de pâte à papier de la zone Norscan (Amérique du Nord et Scandinavie) ont reculé et se situent à 1,6 million de tonnes.

La *demande* américaine et européenne est soutenue. Par ailleurs, il semble que la consommation asiatique, notamment coréenne, enregistre une certaine reprise.

Parallèlement, l'*offre* se contracte.

La production devrait ainsi diminuer de 1,4 million de tonnes aux États-Unis et de 700 000 tonnes au Canada.

Au total, en 1999 le marché de la pâte à papier devrait être pratiquement équilibré.

Textiles (coton : + 1,94 % en cents/livre britannique ;
laine : – 0,04 % en cents australiens/kilogramme)

– Les cours du *coton*, après avoir touché leur plus bas niveau au quatrième trimestre 1998, ont progressé de 1,94 %.

La *demande* mondiale devrait s'accroître de 1,6 %, à 19,2 millions de tonnes. Toutefois, le marché est confronté à une concurrence accrue des fibres synthétiques, moins onéreuses que les fibres naturelles.

S'agissant de l'*offre*, la production mondiale, pour la prochaine campagne 1999-2000, devrait s'établir à 19,2 millions de tonnes, en forte progression aux États-Unis, en Grèce et en Turquie où la production cotonnière bénéficie d'aides publiques.

Les *stocks* sont importants.

– Les cours de la *laine* enregistrent une légère baisse, le marché se situant dans un contexte de repli simultané de l'*offre* et de la *demande*.

En Australie, malgré une réduction de la *production* (évaluée à 630 millions de kilogrammes, soit son plus bas niveau depuis 20 ans) et du cheptel, qui a retrouvé son niveau des années cinquante, à 117 millions de têtes, les faillites se succèdent.

En regard, la *demande* est peu soutenue.

Caoutchouc (+ 5,06 % en cents/kilogramme)

Les cours du *caoutchouc*, en repli depuis le début de l'année 1996 en raison d'une surabondance de l'*offre*, ont enregistré une hausse de 5,06 % au premier trimestre .

En début d'année, la *consommation* mondiale est, en effet, supérieure à la production, l'*offre* se raréfiant à l'approche de l'hiver.

De plus, l'ensemble de la plantation asiatique est vieillissante : la *production* de gomme des prochaines années ne devrait donc plus progresser, car il faut environ sept ans avant qu'une nouvelle plantation arrive en production.

La pénurie de l'*offre* de gomme se précise pour 2005.

Le niveau des *stocks*, en dépit d'un recul, demeure relativement élevé.

Par ailleurs, la Thaïlande (premier producteur mondial) ainsi que la Malaisie se sont retirées de l'Inro (accord international sur le caoutchouc), lui reprochant de ne pas avoir réussi à redresser les prix.

1.3. Produits minéraux

Les prix des produits minéraux retenus dans l'indice Banque de France ont progressé de 8,51 %, avec une hausse particulièrement marquée pour le nickel.

Aluminium (– 5,34 % en dollars/tonne)

Les cours de l'*aluminium*, après une baisse de 7,01 % au quatrième trimestre 1998, se replient de 5,34 % du fait de perspectives peu favorables.

Les stocks détenus par le *London Metal Exchange* (LME), en progression, représentent environ 821 700 tonnes.

La *consommation* en Europe et aux États-Unis s'est ralentie. Au Japon et en Corée du Sud, en revanche, la demande demeure mieux orientée.

Plusieurs industriels ont confirmé leur intention d'augmenter leur volume d'*offre* en 1999. Au total, l'excédent d'offre pourrait atteindre 330 000 tonnes cette année et 600 000 tonnes en l'an 2000.

Cuivre (– 6,36 % en dollars/tonne)

Poursuivant le recul entamé depuis plus d'un an, les cours du *cuivre* ont baissé de 6,36 % et se situent à leur plus bas niveau depuis douze ans.

Les *stocks* entreposés au LME ne cessent d'augmenter et s'établissent à 716 750 tonnes (contre 584 000 tonnes au trimestre précédent et 410 000 tonnes au troisième trimestre 1998). Ils représentent l'équivalent de plus de huit semaines de consommation, soit près du double du niveau jugé normal.

La *demande* de cuivre ne progresserait cette année que de 0,7 % (contre 3,7 % en 1998).

Le ralentissement de la consommation est essentiellement dû à la baisse de 1,4 % de la demande en Asie (– 12,5 % au Japon et – 21,0 % en Corée). Aux États-Unis et en Europe, la demande, après avoir progressé l'année dernière de, respectivement, 6,9 % et 4,8 %, connaît actuellement un fléchissement.

En regard, les réductions de capacités annoncées sont restées très insuffisantes, si bien que l'offre, en 1999, devrait être excédentaire de 350 000 tonnes à 400 000 tonnes.

Étain (+ 2,05 % en dollars/tonne)

Au cours du premier trimestre, les prix de l'*étain* se sont accrus de 2,05 %.

Les *stocks* entreposés au LME ont progressé régulièrement et représentent environ 8 990 tonnes.

La *consommation* s'est ralentie en Asie et aux États-Unis ; elle demeure forte en Europe de l'Ouest.

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

Le marché reste, toutefois, attentif au comportement de la Chine qui pourrait exporter de l'*étain* en grande quantité.

Nickel (+ 29,28 % en dollars/tonne)

Au cours du premier trimestre 1999, les prix du *nickel* ont augmenté de 29,28 %, en raison de perspectives favorables.

Les *stocks* gérés par le LME se sont contractés, à environ 59 800 tonnes, du fait du net ralentissement des livraisons russes en provenance de Norilsk, deuxième producteur mondial.

La *demande* de nickel, vigoureuse en Europe, s'est raffermie aux États-Unis.

En l'Asie, la *consommation* est soutenue en Corée du Sud et elle devrait s'améliorer au Japon à partir du second semestre.

L'*offre* diminue. Alors qu'en 1998 moins de la moitié des baisses de production annoncées ont été réalisées, les producteurs semblent aujourd'hui disposés à réduire leur production.

Les prévisions relatives à l'excédent ont ainsi été révisées à la baisse, le surplus de nickel étant désormais estimé à 20 000 tonnes pour 1999.

Plomb (+ 1,34 % en dollars/tonne)

Après une baisse de 3,66 % au quatrième trimestre 1998, les prix du *plomb* ont augmenté de 1,34 %.

Les prévisions annonçant l'apparition d'un excédent important en 1998 ne se sont pas confirmées et le marché du plomb a finalement été relativement équilibré.

Les *stocks* de plomb entreposés au LME se sont légèrement réduits pendant le trimestre et s'établissent à 103 600 tonnes.

Les fermetures de mines qui ont ponctué l'année 1998 ont entraîné une contraction globale de l'*offre*.

Parallèlement, la *demande* européenne et américaine est soutenue, le froid ayant relancé la vente de batteries.

Zinc (+ 7,47 % en dollars/tonne)

Les cours du *zinc* ont augmenté de 7,47 % au premier trimestre 1999.

La *demande* se redresse aux États-Unis et en Europe.

Les *stocks* détenus par le LME se sont réduits. Ils se situent à 306 000 tonnes, niveau qu'ils n'avaient jamais connu depuis 1992.

De plus, des réductions de production attendues au Japon et en Corée du Sud, ainsi que le report d'importants projets prévus pour le second semestre, ont contribué à redresser les cours.

Métaux précieux (or : - 1,59 % en dollars/onçe ; argent : + 6,87 % en dollars/onçe ; platine : + 6,0 % en dollars/onçe)

Au premier trimestre, les cours de l'*or* se sont repliés de 1,59 %, tandis que ceux de l'*argent* et du *platine* s'appréciaient de, respectivement, 6,87 % et 6,0 %.

– Concernant l'*or*, la *demande*, soutenue au trimestre précédent, s'est contractée. Parallèlement, l'*offre* a diminué, les banques centrales ayant fortement ralenti leurs ventes.

– Pour la deuxième année consécutive, la demande d'*argent* dépassera l'*offre*, estimée à 21 400 tonnes (en progression de 9,3 % sur un an). Le déficit devrait, cependant,

diminuer à 4 500 tonnes, contre 6 000 tonnes en 1998, en raison de la contraction de la consommation en Asie.

– Les cours du *platine* ont progressé, dans le sillage de ceux de l'argent.

2. Le pétrole

Les cours du *pétrole* ont fortement augmenté, en raison de pressions à la baisse sur l'*offre*.

Les prix du *Brent*, brut de référence de la Mer du Nord, ont enregistré une hausse de 25,68 % par rapport à décembre 1998, cotant en moyenne 12,53 dollars en mars 1999 (contre 9,97 dollars en décembre 1998, leur plus bas niveau depuis 25 ans).

Les cours du *Dubai* et du *WTI* ont augmenté de, respectivement, 21,53 % et 28,28 % au premier trimestre.

Alors que l'offre mondiale dépassait la demande de 3,3 millions de barils par jour un an auparavant, production et consommation semblaient proches de l'équilibre au premier trimestre, avec une demande moyenne de 75 millions de barils par jour, contre une offre de 75,3 millions.

– L'*offre* se resserre. Les pays producteurs ont entrepris de réduire la surproduction afin de rétablir les cours.

Ainsi, les membres de l'OPEP auraient pratiquement respecté leurs engagements de réduction de production. En mars, l'offre de l'Organisation aurait atteint 27,59 millions de barils par jour, en regard d'un *quota* officiel fixé à 26,487 millions.

Par ailleurs, les principaux pays producteurs de pétrole ont confirmé, au terme d'un accord conclu fin mars, une nouvelle réduction de l'offre.

Les producteurs non membres de l'OPEP, notamment le Mexique, la Norvège, la Russie, se sont engagés à réduire leur production totale de 400 000 barils par jour.

L'OPEP, quant à elle, a fixé son nouveau *quota* à 22,976 millions de barils par jour, soit une baisse d'environ 4,5 millions par rapport au précédent.

L'Arabie saoudite supporterait à elle seule une réduction de ses pompages de 585 000 barils par jour, ce qui, pour la première fois depuis la guerre du Golfe, ramènerait sa production officielle en deçà de 8 millions de barils par jour.

L'Irak n'est toujours pas concerné par une diminution de production en raison de l'embargo « pétrole contre nourriture ».

– Alors que les *stocks* mondiaux de brut sont estimés à un niveau très élevé, ces nouvelles réductions de production, applicables dès le 1^{er} avril 1999 et pour une durée d'un an, devraient favoriser un fléchissement significatif des stocks au cours des prochains trimestres. Ils pourraient ainsi avoir reculé de 330 millions de barils en fin d'année.

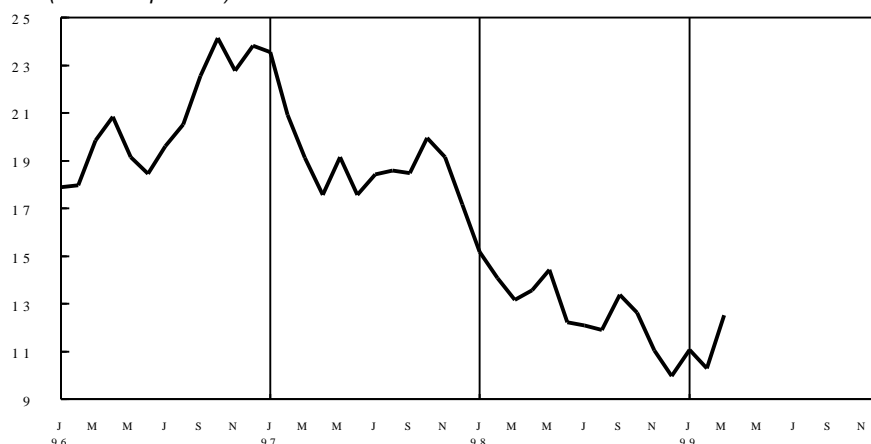
Les stocks de l'OCDE, saturés depuis plusieurs mois, ont déjà baissé de 2 millions de barils par jour au mois de mars.

– Toutefois, la croissance de la *demande* reste faible. Selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), la consommation mondiale ne devrait progresser qu'à un rythme annuel de 0,5 %, en raison du ralentissement de l'économie mondiale.

Pour l'instant, les marchés tablent sur une diminution de la production, escomptant que les pays de l'OPEP maintiendront une certaine discipline.

Brent
(marché de Londres)

(en dollars par baril)



Indices généraux des cours des matières premières

(moyennes annuelles)

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

Indices des cours des matières premières

(hors énergie)

(moyennes mensuelles – variations en %)

Indices	Déc. 98	Janv. 99	Fév. 99	Mars 99	Variations
					Mars 99/ déc. 98
Banque de France (en francs) (Base 100 en 1995)	105,71	103,97	106,75	109,88	3,94
– Produits alimentaires (23,43 %)	83,39	74,47	73,78	75,21	- 9,81
– Produits agricoles à usage industriel (25,21 %)	99,42	102,06	103,89	107,62	8,25
– Produits minéraux (51,35 %)	120,28	120,95	126,69	130,51	8,51

LES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES AU PREMIER TRIMESTRE 1999

Moody (en dollars) (Base 100 le 31.12.1931)	1 160,75	1 192,16	1 173,23	1 162,60	0,16
Reuter (en livres sterling) (Base 100 le 18.09.1931)	1 475,76	1 481,14	1 435,94	1 378,75	- 6,57
Cours du dollar à Paris (en euros)		1,16	1,12	1,09	
Cours de la livre sterling à Paris (en euros)		0,70	0,69	0,67	

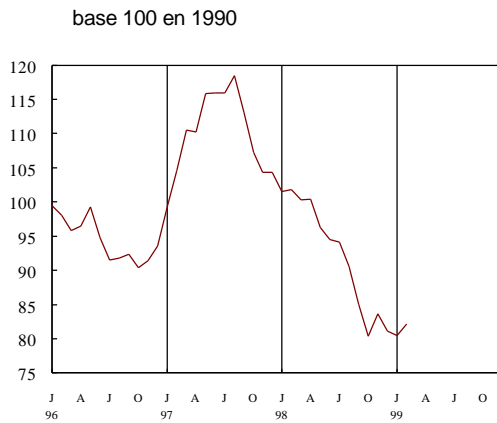
Évolution des cours des principaux produits sur leur place de cotation

(moyennes mensuelles – variations en %)

Produits (pondération dans l'indice Banque de France)	Place de cotation	Unités	Déc. 98	Janv. 99	Fév. 99	Mars 99	Variations Mars 99/ déc.98
PRODUITS ALIMENTAIRES							
Blé	CHICAGO	cents/boisseau	269,98	276,88	258,15	268,28	- 0,63
Maïs	CHICAGO	cents/boisseau	215,59	216,69	214,61	220,01	2,05
Café Robusta (1,99 %)	LONDRES	dollars/tonne	1 870,09	1 742,80	1 725,00	1 733,00	- 7,33
Café Arabica (3,42 %)	NEW YORK	cents/livre britannique	115,82	112,63	104,29	104,59	- 9,70
Soja – tourteaux (9,61 %)	CHICAGO	dollars/tonne	146,15	136,12	129,77	131,17	- 10,25
Soja – graines (1,46 %)	CHICAGO	cents/boisseau	558,22	530,71	489,39	476,66	- 14,61
Sucre	PARIS	dollars/tonne	240,77	237,63	222,99	196,96	- 18,20
Cacao (3,53 %)	LONDRES	livres sterling/tonne	898,32	908,85	907,45	834,43	- 7,11
PRODUITS AGRICOLES INDUSTRIELS							
Pâte à papier (11,51 %)	PARIS	dollars/tonne	460,00	480,00	480,00	480,00	4,35
Caoutchouc (2,17 %)	KUALA LUMPUR	cents/kg	63,49	72,52	65,76	66,70	5,06
Coton (2,55 %)	NEW YORK	cents/livre britannique	61,30	59,29	59,79	62,49	1,94
Laine (3,37 %)	SYDNEY	cents australiens/kg	550,41	560,50	525,75	550,17	- 0,04
PRODUITS MINÉRAUX							
Aluminium (13,07 %)	LONDRES	dollars/tonne	1 248,20	1 218,46	1 186,86	1 181,59	- 5,34
Cuivre (12,94 %)	LONDRES	dollars/tonne	1 471,80	1 431,08	1 410,53	1 378,20	- 6,36
Étain (0,62 %)	LONDRES	dollars/tonne	5 248,98	5 106,63	5 265,25	5 356,74	2,05
Nickel (4,33 %)	LONDRES	dollars/tonne	3 876,36	4 268,75	4 626,40	5 011,41	29,28
Plomb (0,22 %)	LONDRES	dollars/tonne	500,80	492,50	513,33	507,52	1,34
Zinc (1,48 %)	LONDRES	dollars/tonne	958,08	932,89	1 016,90	1 029,61	7,47
Or	NEW YORK	dollars/once	290,55	287,44	288,92	285,94	- 1,59
Argent (1,73 %)	NEW YORK	dollars/once	485,01	513,64	551,79	518,33	6,87
Platine (1,33 %)	NEW YORK	dollars/once	350,00	354,29	366,42	371,00	6,00
PÉTROLE							
Prix spot depuis le 01.01.1990							
<i>Brent</i>	LONDRES	dollars/baril	9,97	11,09	10,29	12,53	25,68
<i>Dubai</i>	LONDRES	dollars/baril	10,17	10,74	10,09	12,36	21,53
<i>WTI</i>	LONDRES	dollars/baril	11,42	12,45	12,04	14,65	28,28

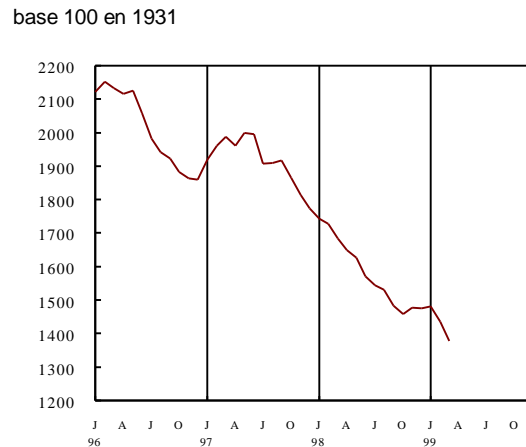
INDICES GENERAUX

INSEE EN FRANCS



Importations françaises

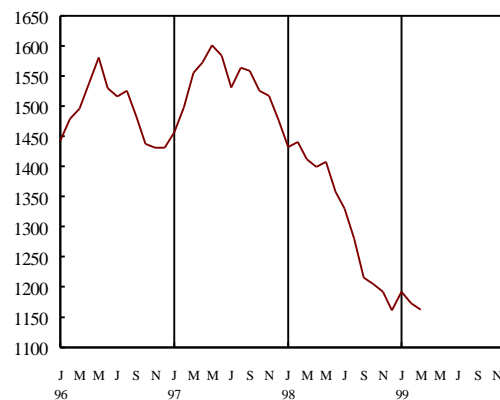
REUTER EN LIVRES STERLING



Commerce britannique

MOODY EN DOLLARS

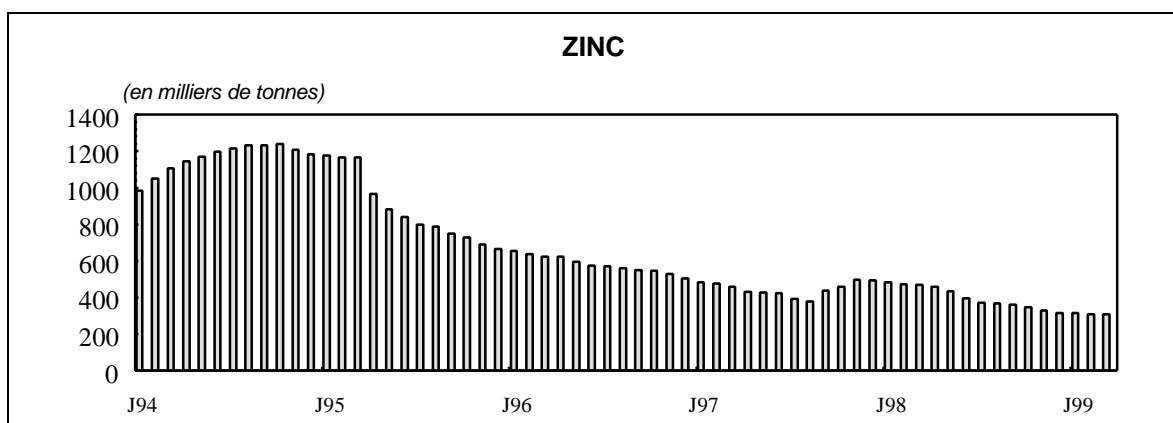
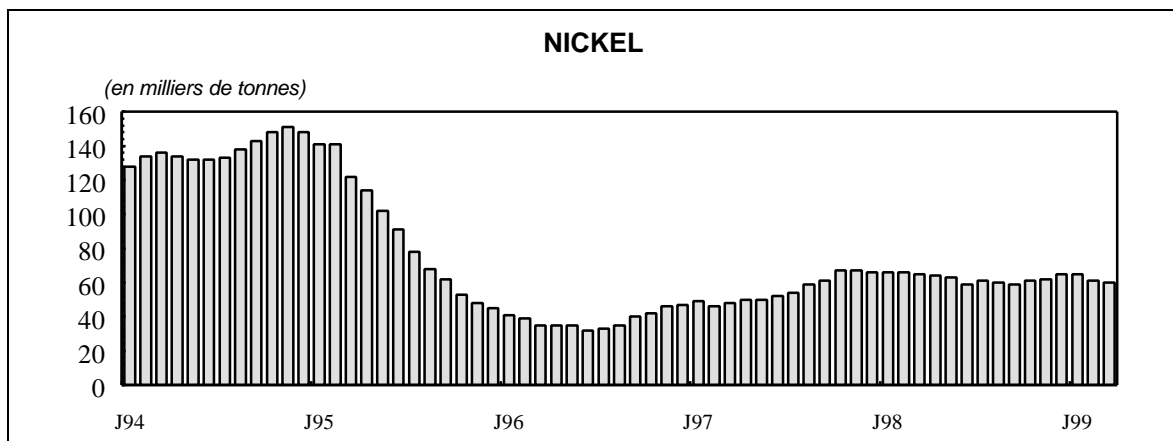
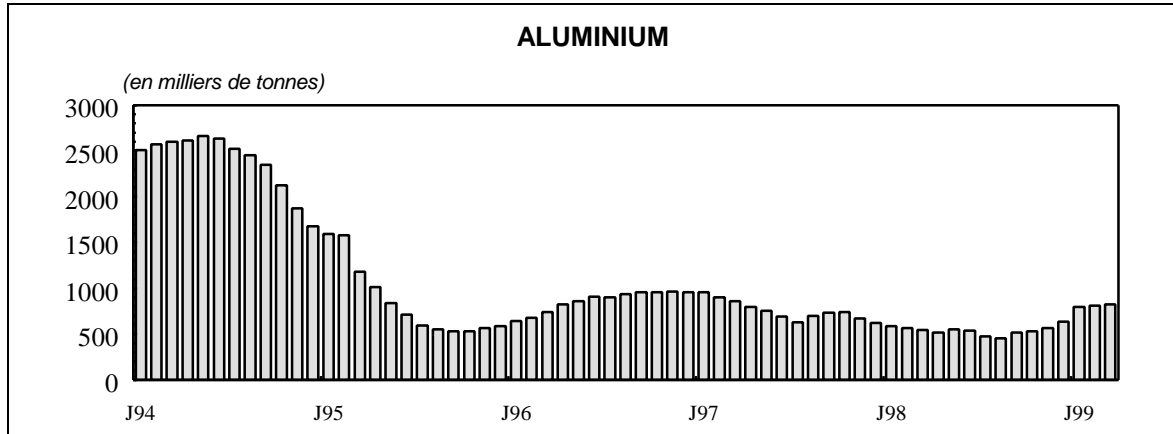
base 100 en 1931

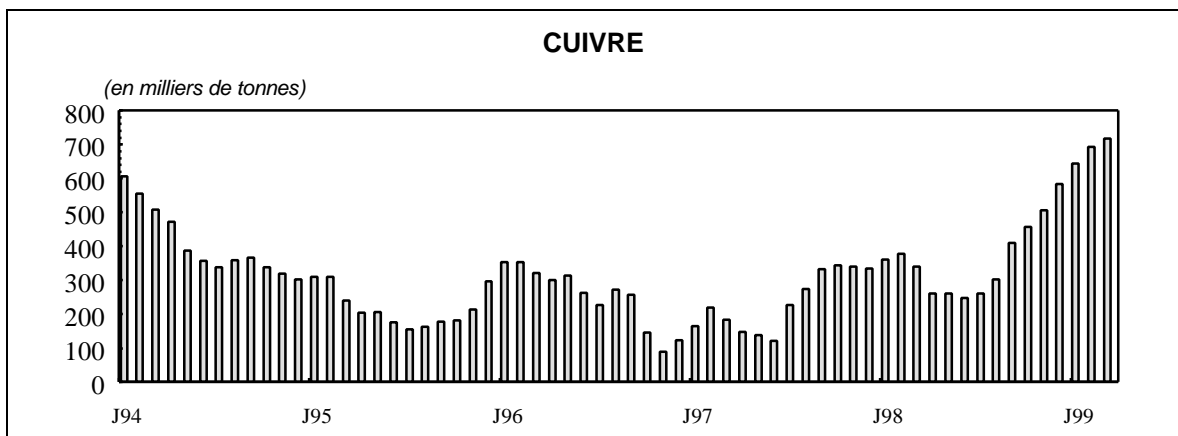
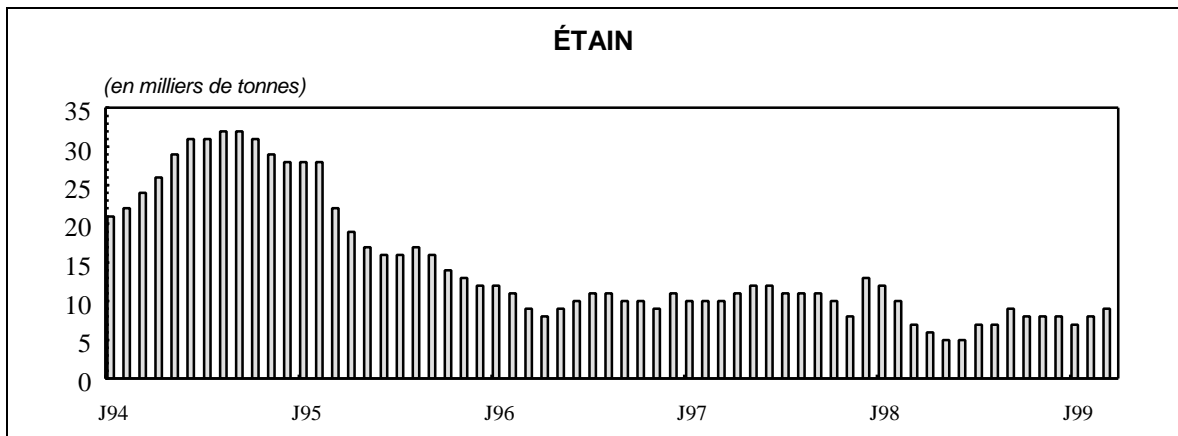
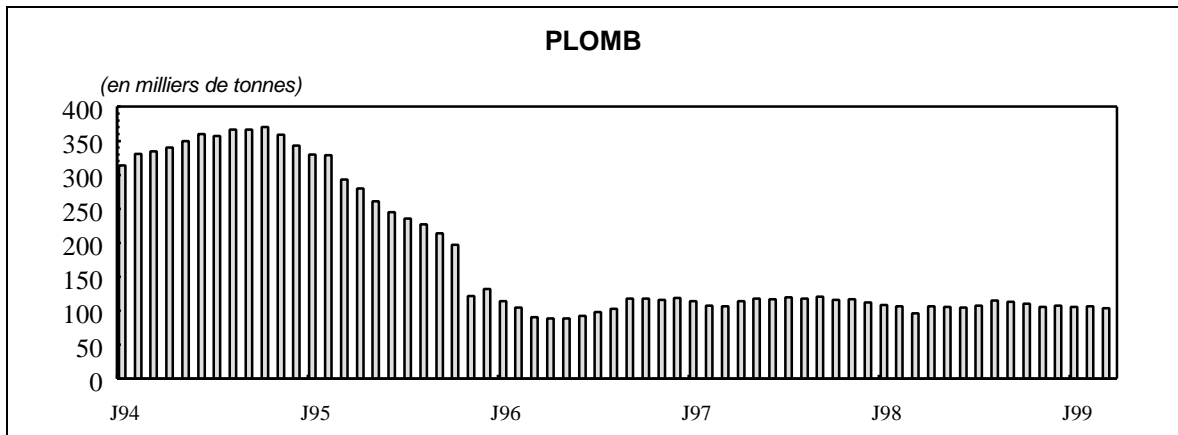


Commerce américain

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

MÉTAUX NON FERREUX Évolution des stocks





La construction neuve de logements Bilan 1998 et prévisions pour 1999

En 1998, avec un chiffre d'affaires proche de 109 milliards de francs, selon les estimations du ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement, la construction de logements a progressé d'un peu plus de 3 % (5,1 % pour l'individuel, 0,8 % pour le collectif). Globalement stable d'une année à l'autre au premier semestre (+ 2,0 % pour l'individuel, - 0,6 % pour le collectif), l'activité se serait accrue de 5,1 % au second semestre (+ 8,4 % pour l'individuel, + 2,3 % pour le collectif).

La progression des autorisations de construire et des mises en chantier de logements a été très marquée. Ainsi, les autorisations (376 402 logements, dont 54 % en individuel et 45 % en collectif) ont augmenté, d'une année à l'autre, de 25,7 % en nombre et de 23,6 % en superficie, et les mises en chantier (285 067 logements, dont 59 % en individuel et 41 % en collectif) de, respectivement, 9,3 % et 10,6 %. Cette évolution favorable a bénéficié aussi bien à la construction individuelle (204 538 logements autorisés et + 20,4 % ; 167 932 logements commencés et + 11,0 %) qu'à la construction collective (168 592 autorisés et + 32,1 % ; 117 010 commencés et + 7,2 %).

La croissance de l'activité devrait s'accroître en 1999.

Jean PASCAL
Direction de la Conjoncture
Pôle logement

1. Le bilan général

La construction a bénéficié d'un environnement économique favorable (progression de l'emploi et recul du chômage, hausse du pouvoir d'achat, bas niveau des taux d'intérêt) et d'un cadre législatif incitatif (anticipation de l'arrivée à terme du dispositif Périssol, exonération de TVA sur les terrains à bâtir).

1.1. La construction de logements individuels

Depuis 1996, la construction de logements individuels est stimulée par la distribution des prêts à taux zéro (PTZ). De nombreux prêts octroyés au cours du dernier trimestre 1997 ont permis des mises en chantier relativement nombreuses au premier trimestre 1998 ; mais l'application de nouvelles mesures législatives plus restrictives concernant les PTZ (limitation aux primo-accédants), début 1998, a provoqué une baisse du nombre de prêts accordés et corrélativement un net tassement des autorisations de construire au cours du premier semestre. En revanche, au second semestre, la tendance baissière des taux a rendu suffisamment attractifs les prêts du secteur libre et les demandes de permis de construire et les mises en chantier ont connu une reprise sensible.

Les *autorisations de construire* des maisons individuelles (54 % du total des permis délivrés en 1998) ont globalement progressé de 20,4 % d'une année à l'autre, s'accéléralant nettement au troisième trimestre et surtout au quatrième (respectivement 10 %, puis 20 % par rapport au trimestre précédent). L'augmentation des *mises en chantier* (59 % du total) a atteint 11 % ; faible en début d'année, elle s'est également sensiblement accentuée au troisième trimestre (7 % d'un trimestre à l'autre) et au dernier trimestre (20 %).

La *construction en secteur diffus* est restée largement prépondérante (78,8 % des logements individuels autorisés, 81,4 % des mises en chantier). La progression, d'une année à l'autre, atteint 21,6 % pour les permis de construire et 13,6 % pour les mises en chantier, mais respectivement 37,5 % et 27,1 % sur le seul dernier trimestre.

C'est la *construction de logements individuels en programmes groupés* qui a enregistré la plus forte progression. Les permis de construire délivrés ont augmenté de 26,9 % par rapport à 1997 (de 68,1 % pour le dernier trimestre, ce qui laisse augurer une activité soutenue dans ce domaine en début d'année 1999). Dans le même temps, les logements déclarés commencés ont augmenté de 10,1 % (de 24,4 % pour le quatrième trimestre).

1.2. La construction de logements collectifs

En 1998, la construction d'immeubles résidentiels a été caractérisée par l'atonie persistante de la promotion publique et par un net redémarrage de la promotion privée au second semestre.

Par rapport à 1997, les *permis de construire délivrés* ont augmenté de 32,1 % (de 77,6 % pour le dernier trimestre) ; les autorisations accordées aux premier et deuxième trimestres ont été assez stables, puis de fortes hausses ont été constatées d'un trimestre à l'autre (20,6 % au troisième, 82,0 % au quatrième). Les *mises en chantier* n'ont progressé que de 7,2 % ; elles n'ont d'ailleurs retrouvé une évolution positive, par rapport au trimestre précédent, qu'au dernier trimestre (+ 30,0 %).

1.2.1. La construction de logements sociaux

La construction a été peu dynamique, malgré une demande de logements locatifs toujours largement supérieure à l'offre. Depuis plusieurs années, les organismes d'HLM ne consomment qu'une part modérée des prêts locatifs aidés prévus au budget de l'État. Divers facteurs sont évoqués pour expliquer l'atonie de la promotion publique : loyers qui deviennent trop élevés eu égard aux ressources des locataires potentiels, difficultés rencontrées par les organismes pour boucler les plans de financement (la baisse des taux des prêts liée à l'évolution des taux des livrets A n'a eu qu'un impact limité dans un contexte où ceux du marché libre sont bas), rareté du foncier dans certaines zones qui se répercute sur les prix et incite les promoteurs à privilégier la réhabilitation et l'acquisition-amélioration de logements anciens.

1.2.2. La construction à l'initiative de la promotion privée

Fortement stimulée par l'anticipation de la fin du dispositif Périssol d'amortissement fiscal pour l'achat de logements neufs destinés à la location, la demande de logements collectifs adressée aux promoteurs immobiliers privés s'est nettement redressée, en particulier au second semestre, d'autant que les stocks d'appartements neufs disponibles à la commercialisation se sont réduits tout au long de 1998 (- 6 % d'une fin d'année à l'autre). Aussi la promotion privée a-t-elle voulu accélérer la réalisation de nouveaux programmes pour faire bénéficier les acquéreurs potentiels du dispositif Périssol (les permis devant être obtenus avant la fin de 1998).

2. Le bilan géographique

En 1998, 376 400 *logements* ont été *autorisés à la construction*. Les *permis de construire délivrés* en Île-de-France (51 000 logements, soit 13,5 % du total) et en région Rhône-Alpes (48 500 logements, soit 12,9 % du total) sont restés les plus nombreux, loin devant la Bretagne (28 700 logements), la Provence-Alpes-Côte d'Azur (27 300), les Pays de la Loire (26 400), l'Aquitaine (25 300), le Midi-Pyrénées (23 500). Les autorisations ont été plus modestes en Corse (1 600 logements), en Limousin (4 400), en Champagne-Ardenne (5 200).

Les évolutions d'une année à l'autre apparaissent très contrastées. Une forte augmentation des permis de construire a été enregistrée en Basse-Normandie (54,3 %), en Bretagne (49,4 %), en Limousin (42,8 %), en Rhône-Alpes (42,1 %), alors que d'autres régions ont connu des hausses bien plus faibles, en Haute-Normandie (5,8 %), en Franche-Comté (6,3 %), en Provence-Alpes-Côte d'Azur (8,1 %) ou ont même enregistré une diminution, en Bourgogne (- 11,1 %), en Corse (- 28,9 %).

285 000 *logements* ont été *déclarés commencés*. Les mises en chantier les plus nombreuses ont été relevées en Île-de-France (40 200 logements, soit 14 % du total) et en Rhône-Alpes (31 300 logements, soit 11 % du total). L'activité a aussi été assez soutenue dans les Pays de la Loire (22 200 logements), en Provence-Alpes-Côte d'Azur (21 700), en Bretagne (20 100), en Aquitaine (17 600), en Languedoc-Roussillon (16 700), en Midi-Pyrénées (16 100). Au vu des écarts constatés dans ces régions entre les autorisations et les mises en chantier, la construction devrait y rester dynamique en 1999.

Les plus fortes progressions de mises en chantier ont été constatées en Lorraine (40,1 %), en Auvergne (20,6 %), en Bretagne (18,2 %), dans les Pays de la Loire (18,1 %). L'évolution positive a été très modérée en Midi-Pyrénées (0,3 %), dans le Nord – Pas-de-Calais (0,7 %), en Languedoc-Roussillon (1,2 %) ; quelques régions ont enregistré une baisse : en Picardie (20,2 %), en Corse (11,3 %), en Alsace (1,6 %) et en Poitou-Charentes (0,8 %).

3. Les prévisions pour 1999

Les prévisions du ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement pour 1999 ont fait état d'un taux de croissance du volume d'activité compris entre 7,0 % et 10,0 %, après 3,4 % en 1998 ; le secteur du logement individuel, pour lequel la fin du dispositif Périssol aura un impact limité, s'avèrerait le plus dynamique : hausse du volume d'activité comprise entre 10,4 % et 14,6 %, contre une fourchette de 2,0 % à 2,7 % pour la construction collective.

Les *mises en chantier* devraient connaître une nouvelle progression dans un contexte économique toujours favorable, tant dans le logement individuel que dans le collectif (le dispositif Périssol implique d'achever la construction avant le 31 décembre 2000).

L'enquête de la Banque de France concernant la construction de logements au premier trimestre a confirmé la bonne orientation de l'activité. Celle-ci a été largement soutenue par la construction de maisons individuelles (la fin du dispositif Périssol y a moins d'impact que dans la construction collective). Cependant, l'augmentation importante des permis de construire de logements collectifs délivrés au dernier trimestre 1998 s'est concrétisée par une accélération des mises en chantier de programmes à la demande de la promotion privée ; l'évolution des utilisations de prêts locatifs aidés semble avoir été contrastée selon les zones géographiques.

En dépit de divers facteurs favorables à la construction de logements (budgétisation d'une importante enveloppe de prêts à taux zéro, maintien de taux d'intérêt faibles sur le marché libre, mise en place en octobre 1998 de l'exonération de TVA sur les terrains à bâtir, confiance des ménages...), une diminution des *autorisations de construire* est attendue en raison, notamment, de l'évolution du dispositif Périssol vers le dispositif Besson et des difficultés rencontrées par les organismes d'HLM pour réaliser le montage financier de programmes sociaux.

4. La commercialisation et les prix des logements neufs

Selon les statistiques officielles, en 1998, *les ventes d'appartements* (80 868 logements) *ont augmenté de 16 %* d'une année à l'autre et *celles de maisons individuelles* (12 809 logements) *de 17,9 %*. En fin d'année, la diminution de 6,1 %, par rapport à fin 1997, des *stocks* d'appartements disponibles ¹ contraste avec la hausse de 10,0 % de ceux de maisons individuelles ; le *délai moyen d'écoulement* est revenu de neuf mois en 1997 à sept mois en 1998, tant pour les logements individuels que collectifs. Dans un contexte économique qui tend à s'améliorer, les *prix* se sont redressés (maisons individuelles : + 4,6 % et appartements : + 3,1 %).

4.1. La commercialisation

La commercialisation de *maisons individuelles* a connu une croissance modérée au cours des neuf premiers mois avant de nettement s'accélérer au quatrième trimestre (progression des ventes de 18,6 % d'un trimestre à l'autre, de 36,3 % à un an d'écart). Les logements de quatre ou cinq pièces ont été les plus recherchés (66 % des ventes) ; le marché des maisons de six pièces ou plus est restreint (9 % des ventes). Les mises sur le marché ont cependant été sensiblement supérieures aux transactions et les stocks se sont alourdis, passant d'une fin d'année à l'autre de 7 042 à 7 743 logements (dont près de 70 % en maisons de quatre pièces ou moins). Fin 1998, le délai d'écoulement des stocks était identique à celui constaté fin 1997 (sept mois).

La commercialisation en Île-de-France a été la plus importante (25 % des ventes nationales) ; elle a également été soutenue dans les régions côtières, notamment en Provence-Alpes-Côte d'Azur (12 %), en Languedoc-Roussillon (10 %) et en Rhône-Alpes (7 %).

En évolution trimestrielle, les ventes d'*appartements* ont été très fluctuantes : léger repli au premier trimestre, puis faible progression au deuxième, nouveau recul au troisième, avant un rebond très sensible au dernier trimestre (+ 19,5 %). Celles de logements de deux et trois pièces ont été les plus nombreuses (63 % des transactions), en dépit d'une embellie de la commercialisation des appartements de quatre pièces ou plus au cours du quatrième trimestre (32 %). À un an d'écart, les stocks disponibles se sont notablement réduits, passant en fin d'année de 48 298 à 45 350 logements (constitués à près de 62 % d'appartements de deux et trois pièces) ; les stocks de logements achevés (en diminution de 38 % par rapport à fin 1997) ne représentaient que 14 % des stocks déclarés disponibles (contre 45 % pour les appartements en cours de construction et 41 % pour les appartements en projet), au lieu de 22 % un an plus tôt. Le délai d'écoulement est resté de sept mois tout au long de 1998, après avoir atteint huit mois en fin d'année 1997.

L'Île-de-France a représenté 27 % des ventes d'appartements, la région Rhône-Alpes 14 % et la Provence-Alpes-Côte d'Azur 12 %.

¹ Ils comprennent les stocks de logements achevés, de logements en cours de construction et les logements en projet.

4.2. Les prix

Le prix de vente par lots des maisons individuelles (intégrant le prix du terrain et celui de la construction) est passé en moyenne de 826 000 francs en 1997 à 864 000 francs en 1998, soit + 4,6 %. L'évolution apparaît plus modérée d'une fin d'année à l'autre (+ 1,8 %), en raison d'une forte hausse au quatrième trimestre 1997 qui s'est poursuivie au cours du premier trimestre 1998, avant un net recul au deuxième trimestre ; la nouvelle augmentation au second semestre n'a pas été suffisante pour retrouver, en fin d'année, le niveau de prix atteint à la fin du premier trimestre.

Des écarts importants peuvent être constatés entre les régions : les prix moyens les plus hauts ont été relevés en Alsace (1 104 000 francs), en région Provence-Alpes-Côte d'Azur (1 100 000 francs), en Île-de-France (1 083 000 francs), alors que les plus bas prix ont été notés en Languedoc-Roussillon (486 000 francs), dans les Pays de la Loire (678 000 francs), en Basse-Normandie (679 000 francs), ainsi qu'en Midi-Pyrénées (695 000 francs).

Le prix de vente moyen au m² des appartements a subi une hausse de 3,1 %, passant de 12 406 francs en moyenne en 1997 à 12 787 francs en 1998, et de 4,0 % d'une fin d'année à l'autre. Les plus fortes augmentations ont été constatées pour les logements d'une pièce (7,4 %) et pour ceux de quatre pièces ou plus (4,1 %) ; elles ont été plus modestes pour les deux pièces (2,4 %) et trois pièces (1,7 %), dont les stocks sont les plus lourds en dépit de ventes importantes en cours d'année. Les prix de vente au m² des appartements d'une pièce et de quatre pièces ou plus ont été nettement les plus élevés. Les prix de vente au m² n'ont dépassé la moyenne nationale qu'en Île-de-France (16 498 francs, soit un écart à la moyenne de 29 %) et en région Provence-Alpes-Côte d'Azur (15 111 francs, soit un écart de 18 %) ; dans toutes les autres régions, ils se sont situés en dessous de cette moyenne (le plus souvent entre 9 500 francs et 11 000 francs).

Repères (estimations)

Chiffres clés (exercice 1998) selon les estimations du ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement (direction des Affaires économiques et internationales)

Chiffre d'affaires du secteur du BTP : 586 milliards de francs

Chiffre d'affaires de la construction neuve : 199 milliards de francs,
dont :

- *logement* : 113 milliards de francs
- *bâtiments non résidentiels* : 81 milliards de francs
- *divers* : 5 milliards de francs

Logements autorisés (en nombre) : 376 400

Logements commencés (en nombre) : 285 000

Chiffre d'affaires de l'activité entretien-rénovation : 253 milliards de francs,
dont :

- *logement* : 145 milliards de francs
- *bâtiments non résidentiels* : 108 milliards de francs

Chiffre d'affaires du secteur des travaux publics : 134 milliards de francs

Effectifs du secteur du BTP (en nombre) : 1 125 000,
dont :

- *bâtiment* : 904 000
 - *travaux publics* : 221 000
- (non compris les intérimaires : 82 000)