

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 72

DÉCEMBRE 1999

Sommaire

Éditorial

Actualité

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

Études

L'impact de la crise des pays émergents sur le commerce mondial

La situation économique à l'étranger

Développements récents en matière de monnaie électronique

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

Opérations internationales des banques résidentes au deuxième trimestre 1999

La détention par les non-résidents de la capitalisation boursière et de la dette publique françaises

Achévé de rédiger le 13 décembre 1999

Éditorial

Avec une augmentation du produit intérieur brut de 3,0 % sur un an, au troisième trimestre 1999, l'économie française est clairement sortie de la période de ralentissement induite par les effets directs et indirects de l'affaiblissement de la demande émanant des pays émergents, et l'ensemble des informations conjoncturelles disponibles convergent pour signaler une poursuite de l'accélération de l'activité au quatrième trimestre. La France renoue ainsi avec les rythmes de croissance observés lors de la reprise du début de l'année 1998 et figure parmi les grands pays les plus dynamiques de la zone euro.

Cette croissance soutenue est d'autant plus satisfaisante qu'elle présente un caractère clairement équilibré. Alors que, par le passé, les phases de croissance rapide de l'économie française s'étaient trop souvent traduites par un déséquilibre des échanges extérieurs, la balance commerciale française a dégagé, au mois de septembre 1999, un excédent de 15,4 milliards de francs (95,4 milliards sur les neuf premiers mois de l'année). Il faut voir dans ce résultat la conséquence d'une amélioration sensible et régulière de la compétitivité des exportateurs français à laquelle la stratégie de stabilité monétaire menée avec constance par la France depuis le milieu des années quatre-vingt a puissamment contribué. L'économie française parvient ainsi à concilier un rythme élevé de croissance avec une inflation réduite. Avec une progression sur un an de 0,8 % en octobre (selon les données définitives), la France présente, avec l'Autriche, la hausse des prix la plus faible de la zone euro.

Cette position concurrentielle favorable doit absolument être préservée au service de la croissance et de l'emploi. Dans le contexte d'accélération de l'activité, il importe que les entreprises françaises ne soient pas bridées dans leur expansion par des goulots d'étranglement qui pourraient induire un dérapage de leurs coûts. Deux risques affectant la capacité de développement de l'offre peuvent être identifiés : en premier lieu, celui d'une insuffisance des capacités de production, en second lieu, celui d'une pénurie de personnel qualifié.

Les enquêtes de conjoncture menées par la Banque de France auprès des chefs d'entreprise du secteur industriel montrent, en effet, que le taux d'utilisation des équipements se situe au-dessus de sa moyenne de longue période depuis le mois de mars 1999. La hausse du taux d'utilisation des équipements est le signal d'une accentuation de la pression exercée par la demande sur la capacité productive. Un tel phénomène est susceptible de déboucher, à terme, sur une augmentation des tarifs pratiqués par les producteurs. Pour maintenir l'inflation sur un rythme modéré, il importe donc que l'investissement permette d'ajuster rapidement les capacités de production au rythme de la demande. De fait, les années 1998 et 1999 sont marquées par une progression sensible de l'investissement des entreprises : l'acquis de croissance de ce poste se situait, au troisième trimestre, à 7,0 %. Pour que ce rythme demeure élevé, il importe de maintenir un environnement fiscal et réglementaire approprié de manière à soutenir la confiance des entreprises.

Par ailleurs, il apparaît aussi que les entreprises françaises sont aujourd'hui confrontées à des difficultés de recrutement de plus en plus nettes. En effet, le rythme de création d'emplois de l'économie française est actuellement très élevé : sur un an, en septembre 1999, 262 000 emplois supplémentaires ont été dégagés par les secteurs marchands, soit nettement plus que ce qui avait été réalisé sur l'ensemble de l'année 1997. En outre, les enquêtes de conjoncture signalent une accentuation de cette tendance pour les mois à venir. Cette forte demande de travail émanant des entreprises commence à rencontrer une offre insuffisante dans certains secteurs. Ainsi, selon l'enquête trimestrielle de l'INSEE du mois d'octobre, 31 % des industriels éprouvent des difficultés de recrutement, soit le niveau le plus élevé depuis la fin de l'année 1991. Ces difficultés touchent toutes les catégories de personnel, mais la pénurie est surtout marquée pour les travailleurs les mieux formés (cadres et ouvriers qualifiés). Ces goulots d'étranglement sont particulièrement importants dans les secteurs les plus dynamiques, et tout particulièrement dans la construction, où 67 % des entreprises éprouvent des difficultés de recrutement, et où 21 % d'entre elles déclarent ne pas pouvoir accroître leur production en raison d'une insuffisance de personnel.

Compte tenu du fort impact potentiel de la limitation des capacités de production et des insuffisances de main-d'œuvre qualifiée, il importe d'être particulièrement vigilant sur ces éléments qui ne peuvent manquer d'affecter la croissance et le rythme de l'inflation.

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

La croissance du PIB s'est accélérée au troisième trimestre 1999

Selon l'INSEE, le PIB, aux prix de 1995 et en données cvs-cjo, a augmenté en volume de 1,0 % au troisième trimestre 1999, après une augmentation de 0,8 % au deuxième trimestre (chiffre revu en hausse de 0,2 point) et de 0,4 % au premier trimestre 1999.

Cette forte révision du deuxième trimestre provient principalement d'une progression plus soutenue de l'investissement des entreprises (+ 1,6 %, contre + 1,0 % selon la précédente estimation) et d'une moindre contribution négative des variations de stocks (- 0,1 point, au lieu de - 0,2 point estimé précédemment).

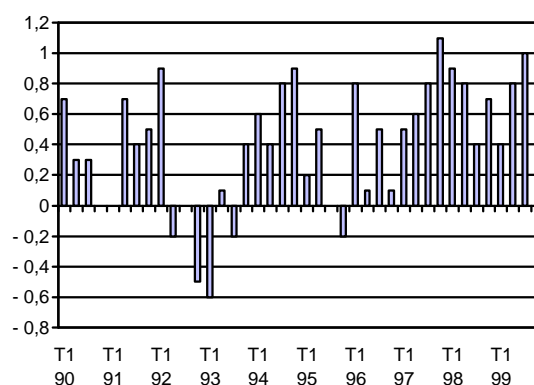
Au total, en raison de cette révision portant sur le deuxième trimestre, l'acquis de croissance du produit intérieur brut atteint 2,5 % à la fin du troisième trimestre (+ 2,0 %

à la fin du premier semestre, contre + 1,8 % lors de la publication précédente). Le glissement annuel du PIB a été également revu en hausse (+ 2,4 % à la fin du premier semestre 1999, contre + 2,1 % précédemment estimé). À la fin du troisième trimestre, il atteint 3,0 %, soit un rythme équivalent à celui observé à la fin de 1998.

Produit intérieur brut en volume

(au prix de 1995)

(en pourcentage de variation t/t - 1)



Source : INSEE

Produit intérieur brut et ses composantes

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

(variations trimestrielles en pourcentage)

	1998					1999			
	T1	T2	T3	T4	Année	T1	T2	T3	Acquis
PIB	0,9	0,8	0,4	0,7	3,4	0,4	0,8	1,0	2,5
Importations	2,9	1,3	0,3	0,9	9,5	- 0,9	2,1	2,1	2,9
Dépenses de consommation des ménages	0,8	1,3	0,5	0,6	3,6	0,2	0,5	0,9	2,1
Dépenses de consommation des APU	0,2	0,4	0,1	0,4	1,1	0,6	0,4	0,3	1,5
FBCF totale	1,4	1,8	1,6	1,5	6,1	2,1	1,6	1,8	6,7
dont :									
FBCF des SQS et EI	2,0	1,9	1,8	1,0	7,2	2,3	1,6	2,4	7,0
FBCF des ménages	- 0,3	1,9	0,8	2,6	3,4	2,2	2,7	0,9	7,7
Exportations	1,1	0,8	0,5	- 0,6	6,9	- 0,8	2,7	4,4	3,5
Stocks en milliards de francs 1995 (a)	12,7	9,0	4,7	12,1	38,5	7,3	4,9	- 5,7	-
Contributions à la croissance									
Solde extérieur	- 0,4	- 0,1	0,1	- 0,4	- 0,4	0,0	0,2	0,6	0,2
Demande intérieure hors stocks	0,7	1,1	0,6	0,7	3,3	0,7	0,7	0,9	2,7
Variation de stocks (a)	0,6	- 0,2	- 0,2	0,4	0,4	- 0,2	- 0,1	- 0,5	- 0,5

(a) Hors acquisitions nettes d'objets de valeur

Source : INSEE (Comptes trimestriels base 1995)

Évolution récente de l'environnement international

Les données rendues disponibles dans la première décade de décembre tendent à confirmer l'amélioration d'ensemble de l'environnement international (cf. dans le présent Bulletin l'article : « La situation économique à l'étranger »).

Aux États-Unis, la vigueur de la croissance repose sur une forte augmentation de la productivité (3,1 % sur un an au troisième trimestre), tandis que salaires et charges sociales ralentissent. Aussi, les coûts salariaux unitaires ont-ils diminué au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent, leur progression sur un an ne dépassant pas 1,5 %.

Au Japon, la publication des comptes nationaux du troisième trimestre s'est accompagnée d'une révision des résultats des périodes précédentes : il en résulte une confirmation de la reprise de l'activité au premier semestre (le PIB augmentant de 1,5 % au premier trimestre et de 1,0 % au deuxième), suivie d'une baisse au troisième trimestre (-1,0 %). La consommation privée (-0,3 % au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent) et l'investissement des entreprises (-2,1 %) s'inscrivent en recul. L'investissement public, qui avait contribué à soutenir l'activité au premier semestre, chute fortement au troisième trimestre (-8,5 %). En revanche, les exportations profitent de l'amélioration du contexte international et régional (+4,7 %) et la contribution du commerce extérieur à la croissance reste positive (0,3 point). Au total, le glissement sur un an du PIB au troisième trimestre s'établit à 1,0 %.

Dans la zone euro, selon les premières estimations, le PIB a progressé de 1,0 % au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent. La consommation finale des ménages est en hausse de 0,8 %, et la formation brute de capital fixe de 1,0 %. Les résultats des trimestres précédents ont été révisés à la hausse, de sorte que la croissance du PIB sur quatre trimestres atteint 2,3 %. Les perspectives pour la fin de l'année sont favorables : les enquêtes de conjoncture de la Commission européenne portant sur le mois de novembre font état d'une poursuite de l'amélioration de l'indice de confiance des consommateurs, comme de ceux des chefs d'entreprise des secteurs manufacturier et de la construction.

La situation d'ensemble de la zone euro bénéficie de la forte croissance en France et de l'amélioration de la conjoncture en Allemagne, où les comptes nationaux pour le troisième trimestre mettent en évidence une reprise de la demande intérieure : la consommation progresse de 0,7 %, l'investissement-équipement de 0,8 % et l'investissement-construction de 0,7 %. Compte tenu d'une contribution négative des stocks et d'un renforcement de la contribution de l'extérieur, le PIB allemand a ainsi progressé de 0,7 % au troisième trimestre, après +0,1 % (chiffre révisé) au deuxième. Les perspectives pour le quatrième trimestre sont très favorables : les commandes à l'industrie ont progressé en octobre, particulièrement sur le marché intérieur.

Dans l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage a reculé de 10,0 % à 9,9 % en octobre. Cette amélioration touche l'ensemble de la zone, y compris l'Allemagne où le nombre de chômeurs a reculé de 0,9 % sur un an et où le taux de chômage a baissé pour la première fois depuis le mois de mai, passant de 10,5 % en septembre à 10,4 % en octobre.

La hausse des cours du pétrole se reflète dans l'évolution des prix à la production, qui ont augmenté de 2,0 % sur un an en octobre dans la zone euro (après 1,3 % en septembre) et de 3,1 % en novembre aux États-Unis.

En octobre 1999, le taux annuel de croissance de M3 s'est établi à 6,0 % dans la zone euro, au lieu de 6,2 % en septembre, ce dernier chiffre ayant été révisé à la hausse à partir d'un niveau initial de 6,1 %. La moyenne sur trois mois des taux annuels de croissance de M3, couvrant la période d'août à octobre 1999, est ressortie à 6,0 % et est restée inchangée par rapport à la moyenne mobile sur trois mois pour la période allant de juillet à septembre 1999, qui a été révisée à la hausse de 5,9 % à 6,0 %. La progression annuelle des prêts au secteur privé s'établit à 10,5 %.

Au troisième trimestre, la croissance a reposé sur des bases plus larges qu'au cours des trimestres précédents, l'ensemble des composantes du PIB, à l'exception des stocks, évoluant de façon très favorable :

– la *croissance des dépenses de consommation des ménages* s'est établie à + 0,9 % (+ 0,5 % au deuxième trimestre) et contribue pour 0,5 point à l'activité. Cette accélération reflète essentiellement le dynamisme des dépenses des ménages en produits manufacturés (+ 1,9 %, après – 0,2 % au deuxième trimestre), dû à la forte hausse des dépenses en automobile (+ 7,7 %) et en équipement du logement (+ 3,9 %), tandis que les dépenses en services marchands progressent de 0,9 % (après + 0,8 %), stimulées, notamment, par l'accélération des dépenses en services aux particuliers (+ 1,2 %, après + 0,8 %). La consommation en énergie reste stable. Au total, à la fin du troisième trimestre, le glissement annuel de la consommation des ménages atteint + 2,3 % (+ 1,8 % le trimestre précédent) et son acquis de croissance 2,1 % ;

– les *dépenses de consommation des administrations publiques* ont augmenté de 0,3 % au troisième trimestre, sous l'effet d'une progression de 0,6 % de leur composante collective, alors que leur part individualisable (qui correspond pour la plus grande part à des dépenses comptabilisées, en base 1980, dans la consommation des ménages) restait stable. Au total, les dépenses de consommation des administrations publiques contribuent pour 0,1 point à la croissance du produit intérieur brut au cours de ce trimestre, comme au trimestre précédent ;

– les *dépenses d'investissement* se sont de nouveau inscrites en hausse sensible au troisième trimestre (+ 1,8 %, après + 1,6 % le trimestre précédent) et contribuent pour 0,4 point à la croissance ; leur glissement annuel s'établit à 7,2 % (+ 6,9 % au deuxième trimestre et + 6,6 % un an auparavant) et leur acquis de croissance atteint 6,7 %.

L'investissement des entreprises s'accroît de 2,4 % (après + 1,6 % le trimestre précédent). Ce mouvement est soutenu par un investissement en produits manufacturés particulièrement dynamique (+ 2,8 %, contre + 2,1 % au deuxième trimestre), en raison d'une hausse de 2,5 % de l'investissement en automobile. L'investissement en biens d'équipement s'accroît de nouveau fortement (+ 3,3 %) ; son glissement annuel atteint + 7,5 % et son acquis de croissance 7,0 %.

L'investissement logement des ménages décélère (+ 0,9 %, contre + 2,7 % au deuxième trimestre). Le glissement annuel de l'investissement des ménages atteint + 7,9 % à la fin du troisième trimestre et son acquis de croissance 7,2 % ;

– les *importations* en biens et services ont augmenté de 2,1 %, comme au deuxième trimestre. Les importations en produits manufacturés se sont accrues de 2,9 %, en raison de la hausse de 4,6 % des importations de biens intermédiaires. Les *exportations* se sont accrues de 4,4 % (+ 2,7 % le trimestre précédent), sous l'effet de la forte accélération des exportations en produits manufacturés (+ 5,0 %, après + 3,1 %), due à la progression de 7,8 % des exportations de biens d'équipement. Au total, la *contribution de l'extérieur à l'évolution du PIB* est nettement positive (+ 0,6 point, après + 0,2 point au deuxième trimestre) ;

– les *variations de stocks* (non compris acquisitions nettes d'objets de valeur) ont été négatives (– 5,7 milliards de francs 1995, contre + 4,9 milliards au deuxième trimestre) et contribuent négativement à l'évolution du PIB à hauteur de 0,5 point.

Dans la zone euro, la croissance du PIB s'est également accélérée au troisième trimestre : le PIB a ainsi progressé de 1,0 % par rapport au trimestre précédent, après + 0,6 % au cours du deuxième trimestre 1999 ; le glissement annuel s'établit à + 2,3 %, contre + 1,8 % au deuxième trimestre.

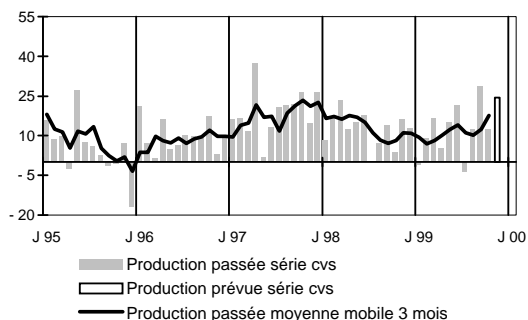
La bonne orientation de l'activité devrait se poursuivre au quatrième trimestre

L'activité industrielle continue de progresser

Après une stabilisation en septembre (-0,1 % sur le mois, selon l'indice de la production industrielle de l'INSEE, et +3,1 % sur un an), l'activité industrielle a poursuivi sa progression en octobre, selon l'enquête mensuelle de la Banque de France. En hausse sensible dans l'automobile, la production a augmenté plus modérément dans les biens d'équipement, les biens de consommation et les biens intermédiaires ; elle est restée stable dans les industries agro-alimentaires.

Production dans l'industrie

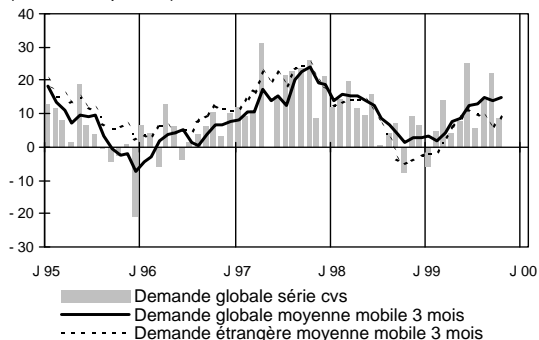
(solde d'opinions)



La demande globale s'est légèrement accrue. De nouveaux progrès ont été enregistrés sur le marché intérieur, qui bénéficie de la bonne tenue de la consommation des ménages, du dynamisme de certains secteurs, tels que le bâtiment ou l'automobile, et d'un courant d'achats de précaution dans la perspective du passage à l'an 2000. À l'exportation, la hausse a été plus limitée, mais le raffermissement de la demande en provenance d'Asie et d'Europe ne s'est pas démenti.

Demande dans l'industrie

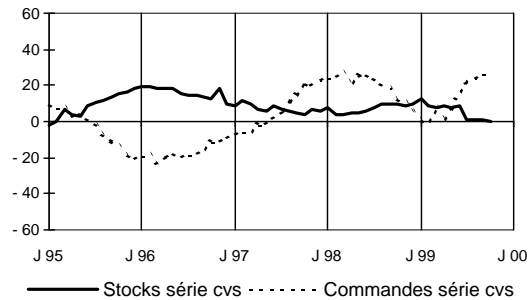
(solde des opinions)



Les carnets de commandes sont toujours jugés bien garnis dans tous les secteurs. Les stocks, qui apparaissent un peu lourds dans les biens de consommation, sont considérés comme inférieurs à la normale dans l'automobile et conformes aux niveaux désirés dans les autres secteurs. Les perspectives demeurent satisfaisantes : l'activité devrait progresser dans toutes les branches au cours des prochains mois.

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

(solde des opinions)



L'enquête mensuelle de l'INSEE réalisée en novembre et portant sur les trois mois précédents, relève, pour sa part, que l'activité a accéléré dans toutes les grandes branches de l'industrie manufacturière. Les carnets de commandes, globaux comme étrangers, ont continué de se remplir et sont jugés très étoffés. Le solde des opinions sur les stocks de produits finis a de nouveau diminué. D'après les perspectives personnelles de production, l'activité devrait rester très dynamique au cours des prochains mois ; elle accélérerait encore dans les biens d'équipement. Les perspectives générales de production ne progressent plus mais demeurent à un niveau élevé. Enfin, les perspectives de prix sont stables.

En novembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a nettement progressé dans l'ensemble des secteurs, à l'exception des biens d'équipement où elle est restée stable. La demande globale s'est vivement accélérée. Les carnets de commandes se sont, de nouveau, étoffés et apparaissent bien garnis dans tous les secteurs. Les stocks, qui se sont allégés, sont jugés soit satisfaisants, soit même inférieurs, dans de nombreux secteurs, au niveau désiré. Les perspectives demeurent bien orientées : l'activité devrait continuer de progresser au cours des prochains mois.

De même, dans la zone euro, le redressement de l'activité industrielle se confirme (cf. encadré sur l'évolution de l'environnement international). La production industrielle a ainsi progressé de 0,6 % entre juillet et septembre par rapport aux trois mois précédents (après + 0,7 % de juin à août).

En outre, les enquêtes de conjoncture les plus récentes font apparaître une poursuite de l'amélioration de la confiance des industriels et des ménages dans l'ensemble de la zone. Ainsi, l'indicateur de confiance économique a enregistré une hausse de 0,7 point dans la zone euro en novembre, à 105 points, contre 104,3 points en octobre.

La conjoncture dans le bâtiment et les services marchands demeure favorable

Malgré un ralentissement, la hausse sur un an du nombre de logements commencés au cours des trois derniers mois s'achevant en octobre est restée forte (+ 10,0 %, après + 28,6 % en septembre), selon les résultats du ministère de l'Équipement. Toutefois, le nombre de logements autorisés tend, désormais, à décroître (- 1,6 %, après - 7,3 % en septembre), du fait, notamment, de l'expiration du dispositif « Périssol », dont le relais n'a pas encore été effectivement pris par le dispositif « Besson ».

Au troisième trimestre, les ventes de logements se sont également inscrites en recul (22 000 unités, contre 32 000, soit - 31,8 %) par rapport au deuxième trimestre, qui avait bénéficié de la perspective de la fin du dispositif « Périssol ». Toutefois, les stocks disponibles se sont encore réduits (- 9 %) et le délai d'écoulement, de l'ordre de cinq mois, reste faible.

Dans les services marchands, selon l'enquête de la Banque de France, la croissance de l'activité s'est poursuivie au cours du bimestre septembre-octobre et les prévisions d'activité apparaissent bien orientées dans la majorité des branches examinées. Dans le commerce de détail, l'activité, en septembre-octobre, s'est inscrite en hausse de 1,4 % sur un an.

La consommation des ménages enregistre de nouveaux progrès

Après une hausse de 1,9 % au troisième trimestre, la consommation des ménages en produits manufacturés s'est accrue en octobre, progressant de 2,3 % sur le mois (- 2,0 % en septembre) et de 3,5 % sur un an (+ 1,8 % en septembre). Les achats de biens durables ont progressé de 2,4 % en octobre (après - 2,8 % en septembre), essentiellement en raison du dynamisme des achats d'automobiles (+ 4,3 %) qui s'accroissent de 12,4 % en glissement annuel. Les dépenses en biens d'équipement du logement (électronique grand public, électroménager, meuble) enregistrent une hausse modérée (+ 0,9 %), mais progressent de 8,0 % en glissement annuel. La consommation de « textile-cuir » se redresse nettement (+ 6,3 % en octobre, après - 4,2 % en septembre) et atteint + 1,5 % en glissement annuel. Enfin, les dépenses en « autres produits manufacturés » s'accroissent modérément (+ 0,4 % en octobre), pour une variation en glissement annuel de - 0,1 %.

Les immatriculations de voitures particulières neuves ont diminué de 9,1 % en novembre (en données cvs) par rapport au mois précédent, au cours duquel une hausse de 4,6 % avait été enregistrée. En glissement annuel, elles continuent de progresser : + 2,5 % en données cvs, après + 15,2 % en octobre. En cumul depuis le début de l'année, les immatriculations ont crû de 10,6 % par rapport aux onze premiers mois de 1998.

Le dynamisme de l'emploi et des salaires s'accroît

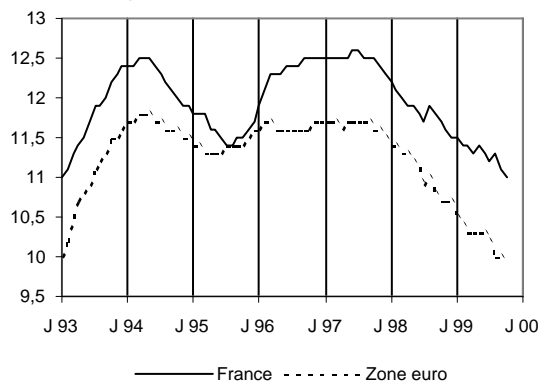
Au troisième trimestre, selon des chiffres définitifs, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles s'est accru de 0,7 % (97 800 postes), après + 0,5 % (77 200 postes) le trimestre précédent. Sur un an, 271 900 emplois ont été créés (+ 2 %).

De plus, le nombre (cvs) de demandeurs d'emplois de catégorie 1 (ayant travaillé moins de 78 heures dans le mois) diminue en octobre (- 1 %) ; sur un an, le recul s'accroît (- 9,4 %, après - 8,9 % le mois précédent). Le taux de chômage (11,0 % de la population active) diminue de 0,1 point sur le mois et de 0,7 point sur un an, comme en septembre.

Dans la zone euro, le taux de chômage a également diminué en octobre de 0,1 point, à 9,9 % de la population active ; sur un an, il baisse de 0,7 point.

Taux de chômage au sens du BIT

(en pourcentage)



Sources : Dares, Eurostat

L'indice du taux de salaire horaire ouvrier a fortement augmenté au troisième trimestre (+ 1,3 %, contre + 0,6 % le trimestre précédent). La hausse des prix, hors tabac, ayant été nulle sur cette période, le pouvoir d'achat du SHBO s'est accru de 1,3 point au troisième trimestre ; sur un an, il a progressé de 2,7 % et le gain de pouvoir d'achat de 2,1 points.

Cette nette augmentation provient, pour partie, de la diminution de la durée du travail enregistrée dans le cadre du passage aux 35 heures. En effet, les établissements qui réduisent la durée du travail en vue de passer aux 35 heures hebdomadaires maintiennent, dans la très grande majorité des cas, le niveau des salaires mensuels (compensation salariale intégrale). L'indice de salaire horaire augmente donc mécaniquement, un salaire mensuel inchangé étant désormais divisé par un nombre d'heures réduit.

Le salaire mensuel de base de l'ensemble des salariés, qui n'est pas mécaniquement affecté par le processus de réduction de la durée du travail, a augmenté de façon nettement plus modérée : + 0,4 % au cours du troisième trimestre et + 0,5 % pour les seuls ouvriers, ce qui correspond à une hausse de 1,6 % sur un an ; le pouvoir d'achat s'est ainsi accru de 1 % sur un an et de 0,4 point sur le trimestre.

Dans ce contexte favorable, l'indicateur résumé des opinions des ménages affiche une forte progression en novembre, pour atteindre un nouveau maximum historique. Toutes les composantes de cet indicateur sont favorablement orientées et se situent à des niveaux élevés, la hausse étant particulièrement sensible pour les soldes relatifs au niveau de vie passé et futur. Les

ménages sont, par ailleurs, plus nombreux à estimer que leur situation financière personnelle s'est récemment améliorée, et à anticiper une poursuite de cette amélioration dans les mois à venir. Enfin, l'indicateur résumé reflète une légère progression du solde relatif à l'opportunité d'acheter.

La part des ménages anticipant une baisse du chômage est en progression également très sensible en novembre. Ainsi, le solde des opinions relatif aux perspectives d'évolution du chômage affiche, pour la première fois, une valeur négative. Le solde relatif à la situation financière actuelle, en repli au mois d'octobre, s'est nettement redressé, tout comme celui relatif à la capacité future à épargner, et l'opportunité d'épargner enregistre une progression. Enfin, les ménages sont plus nombreux à anticiper une augmentation des prix dans les mois à venir.

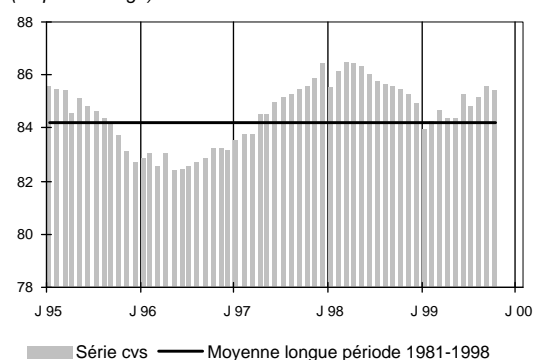
Les principaux déterminants de l'investissement restent bien orientés

Selon l'enquête financière de la Banque de France portant sur le troisième trimestre 1999, la situation financière des entreprises demeure aisée, alors que la diminution des difficultés de paiement se poursuit, grâce à la progression des résultats d'exploitation.

De plus, le taux d'utilisation des capacités de production se situe à un niveau élevé, excédant toujours largement son niveau moyen de longue période.

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

(en pourcentage)



Enfin, les conditions de financement pratiquées par les banques, malgré la remontée récente des taux longs, demeurent très attractives. Au troisième trimestre, le coût moyen du crédit aux entreprises s'établissait, selon l'enquête de la Banque de France, à 3,88 % pour les crédits à moyen et long termes (contre 4,69 % sur la période correspondante de 1998). Dans ce contexte, la progression des crédits bancaires destinés à l'investissement reste rapide (+ 8,7 % en rythme annuel en septembre, après + 10,8 % en août).

Ainsi, après avoir sensiblement augmenté au cours des neuf premiers mois de 1999, l'investissement des entreprises devrait encore se renforcer d'ici à la fin de l'année.

Au total, selon les chefs d'entreprise interrogés en octobre par l'INSEE, l'investissement en valeur progresserait de 6 % dans l'industrie concurrentielle en 1999 (au lieu de 4 % retenu lors de l'enquête d'avril) et de 5 % dans l'industrie manufacturière (au lieu de 3 %).

L'enquête annuelle de la Banque de France sur le comportement des entreprises retenait, pour 1999, une progression de l'investissement un peu plus forte : + 7 % pour l'industrie et + 6 % pour le secteur manufacturier.

En définitive, la bonne orientation actuelle de l'ensemble des composantes de la croissance française conduit à *prévoir une progression du PIB de nouveau soutenue au quatrième trimestre de 1999*, de l'ordre de + 0,8 % en volume.

Sur ces bases, la croissance s'établirait en 1999 à + 2,8 % en moyenne annuelle et à 3,1 % en glissement au dernier trimestre ; l'acquis de croissance pour l'année 2000 serait de 1,3 %.

Ces prévisions pourraient être légèrement dépassées dans l'hypothèse d'une forte reconstitution des stocks en fin d'année provoquée par la hausse continue du prix des matières premières et par la perspective d'éventuelles difficultés lors du passage à l'an 2000.

1.2. L'évolution des prix

Les prix à la consommation se redressent

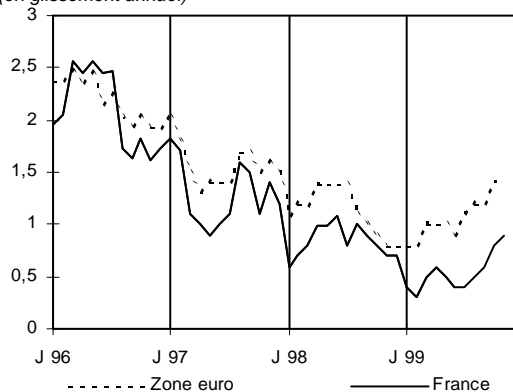
Selon l'INSEE, l'indice provisoire des prix de détail (base 100 en 1998) n'a pas varié en novembre en données brutes (contre - 0,1 % en novembre 1998) et a augmenté de 0,1 % en données cvs (stabilité en novembre 1998). En glissement sur douze mois, l'indice des prix à la consommation augmente de 0,9 % en données brutes comme en données cvs (+ 0,8 % le mois précédent).

Au cours du mois de novembre, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est accru en France de 0,1 % ; en glissement sur douze mois, il est en hausse de 1,0 %, contre + 0,8 % le mois précédent et + 0,2 % un an auparavant.

Pour l'ensemble de la zone euro, l'augmentation de l'IPCH était de 1,4 % en octobre, au lieu de 1,2 % en septembre.

Indice des prix à la consommation harmonisé

(en glissement annuel)



Sources : INSEE, Eurostat

Selon l'indice national des prix publié par l'INSEE, les *prix alimentaires* ont enregistré en novembre une hausse de 0,4 % (+ 0,8 % sur un an), en raison d'une progression de 2,6 % des prix des produits frais (- 0,1 % sur un an, après - 0,9 % le mois précédent). Les prix de l'alimentation hors produits frais ont enregistré une hausse de 0,2 % sur le mois (+ 1,1 % sur douze mois).

Les *prix des produits manufacturés y compris énergie* n'ont pas varié en novembre. Sur un an, ils augmentent de 0,8 % (+ 0,6 % en octobre).

– Les prix des *produits manufacturés* ont déchu de 0,1 % (– 0,3 % sur un an). Les prix de l'habillement-chaussure ont baissé de 0,1 % ; sur un an, ils progressent de 0,3 %. Les prix des autres produits manufacturés se sont également repliés de 0,1 % (– 0,5 % sur un an). Les prix des produits de santé ont diminué de 0,2 % (– 0,3 % sur un an).

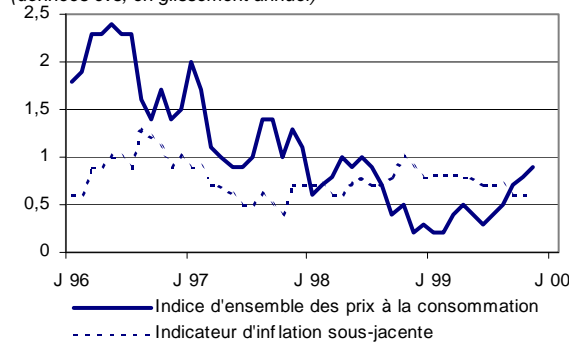
– Les prix de l'énergie ont augmenté de 0,6 % sur le mois (+ 5,8 % sur douze mois), du fait de l'augmentation de 0,9 % des prix des produits pétroliers (+ 13,8 % sur un an).

Les prix des *services* ont baissé de 0,2 % sur le mois (+ 0,8 % sur un an). Les prix de l'ensemble loyer et eau se sont accrus de 0,1 % (+ 1,4 % en glissement annuel). Ceux des transports et télécommunications ont diminué de 0,6 % (+ 0,3 % en glissement annuel) en raison, principalement, de promotions saisonnières dans les transports aériens ainsi que de diminutions tarifaires dans les communications. Les prix des autres services ont déchu de 0,2 % (+ 0,8 % sur un an). Ceux des services de santé ont augmenté de 0,1 % (+ 0,9 % sur un an).

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

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

(données cvs, en glissement annuel)



Source : INSEE

La hausse des prix de vente industriels des biens intermédiaires se renforce

En hausse de 0,2 % en août et de 0,4 % en septembre, les prix de vente industriels des biens intermédiaires se sont plus nettement accrus en octobre : + 0,6 %, soit la plus forte hausse mensuelle enregistrée depuis le mois de janvier 1995. Le glissement annuel

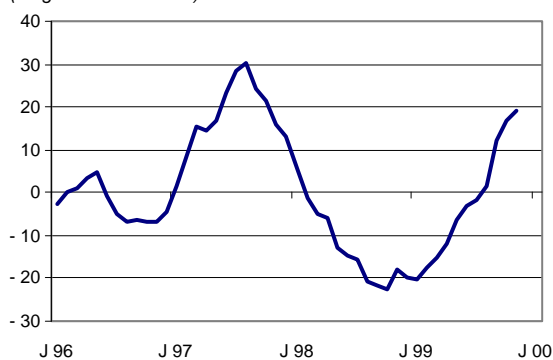
redevient positif, pour la première fois depuis mars 1998, atteignant + 0,4 %, contre – 0,7 % en septembre et – 2,1 % en octobre 1998.

Dans la zone euro, les prix à la production industrielle ont progressé de 0,5 % en septembre, après + 0,4 % en août, et leur glissement annuel s'est sensiblement renforcé, à + 1,3 %, au lieu de + 0,6 % en août. Cette évolution des prix industriels est principalement imputable au net redressement des prix des biens intermédiaires : + 0,8 % en septembre et + 1,7 % sur un an.

Le raffermissement observé devrait se poursuivre durant les prochains mois, compte tenu, notamment, du net redressement des prix des matières premières importées. Au mois de novembre, l'indice Banque de France du coût en monnaie nationale des matières premières importées, hors énergie, a ainsi augmenté de 4,89 % sur le mois et de 19,04 % sur un an (après + 16,98 % en octobre).

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

(en glissement annuel)



Par ailleurs, le cours du baril de *Brent* a augmenté en novembre de 12,1 % sur le mois, cotant 24,64 dollars en moyenne, ce qui traduit une hausse de 122,99 % sur un an.

À court terme, la hausse des prix à la consommation reste mesurée, mais le net redressement des prix des matières premières et du pétrole pourrait accentuer leur rythme de progression au cours des prochains mois, dans un contexte marqué par une accélération sensible de la croissance économique.

1.3. La compétitivité

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

Évolution récente

En novembre, en moyenne mensuelle, le dollar et le yen ont nettement progressé vis-à-vis de l'euro, après la pause marquée le mois précédent. Au sein de l'Union européenne, la livre sterling et la couronne suédoise se sont raffermies. De leur côté, les devises de l'Asie émergente et les monnaies d'Amérique latine, qui avaient tendance à se replier depuis le milieu de l'été, se sont sensiblement appréciées.

Au total, l'évolution de l'indicateur calculé vis-à-vis d'un ensemble de 42 partenaires¹ traduit en novembre une amélioration de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros.

Ce mouvement d'ensemble n'a cependant que faiblement concerné les partenaires européens.

Évolution de long terme

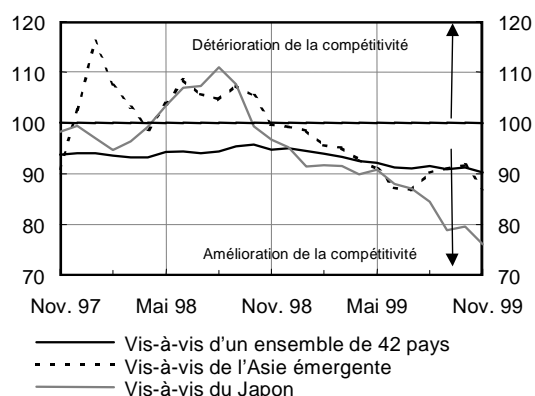
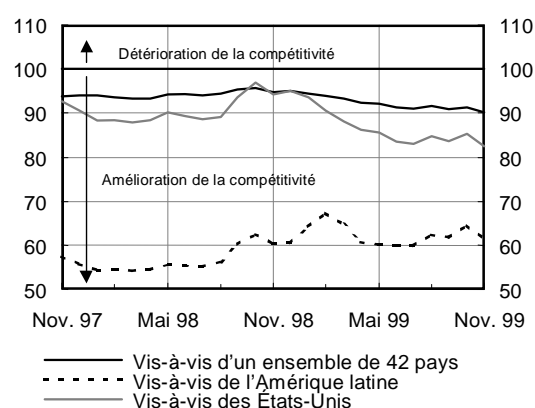
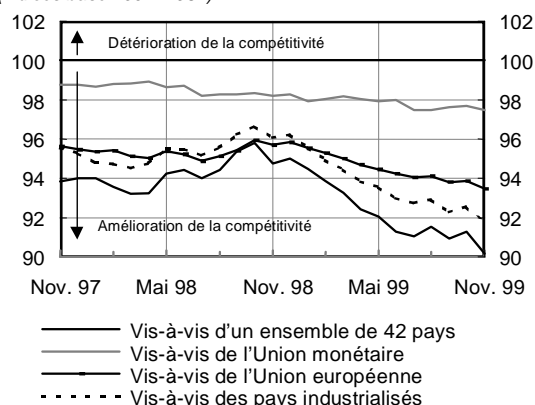
Par rapport au niveau moyen de l'année 1987, la situation compétitive reste favorable à la France en novembre 1999.

Vis-à-vis du Japon, la compétitivité française enregistre les plus importants gains depuis quatre ans.

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

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

(indices base 100 = 1987)



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

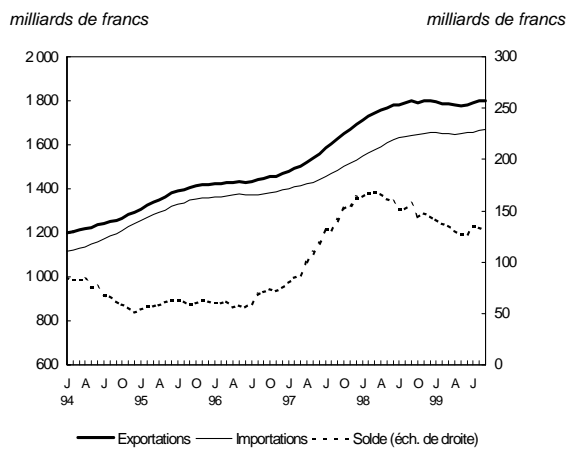
¹ Union européenne, États-Unis, Suisse, Japon, Canada, Corée du Sud, Turquie, Maroc, Taiwan, Hong-Kong, Pologne, Norvège, Brésil, Australie, Indonésie, Inde, Argentine, Israël, Thaïlande, Singapour, Afrique du Sud, Malaisie, Mexique, Hongrie, Chili, Philippines, Pakistan, Venezuela, Colombie, Nouvelle-Zélande (les pays indiqués en italique forment le groupe des pays industrialisés).

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

1.4. Le commerce extérieur en septembre 1999

Évolution globale (données douanières FAB-FAB cvs)

Commerce extérieur Cumuls sur douze mois (cvs)



Source : Douanes

L'excédent du commerce extérieur, en données cvs, s'établit au mois de septembre à 15,4 milliards de francs (2,4 milliards d'euros), après un fléchissement au mois d'août à 9,3 milliards, en raison d'une baisse des importations qui, après avoir atteint un montant record le mois précédent, reviennent à leur niveau de juillet. Le solde du mois s'inscrit ainsi à un niveau sensiblement supérieur à la moyenne observée au cours des six derniers mois (11,5 milliards de francs, soit 1,8 milliard d'euros).

Le montant des exportations, avec 156,9 milliards de francs, quasi inchangé par rapport à celui du mois d'août (157 milliards), reste assez proche du record enregistré en juillet (161,6 milliards). Le dynamisme des ventes de la France à l'étranger s'est principalement confirmé dans les secteurs de l'automobile et des biens intermédiaires, les biens d'équipement étant pénalisés par le repli sensible des ventes d'aéronefs.

Après une poussée en août, à 147,7 milliards de francs, les importations ont baissé (-4,2 %, à 141,6 milliards), notamment dans l'automobile (-12 %) après les achats importants effectués cet été et dans les biens d'équipement. La diminution est également perceptible, à un moindre degré, dans les biens intermédiaires et les biens de consommation. En revanche, la hausse de 12 %, sur un mois, du prix du pétrole (cours du *Brent* à Londres) n'a pas alourdi la facture énergétique, les quantités importées s'étant contractées.

Malgré un léger repli, les exportations vers l'Union européenne et les États-Unis restent favorablement orientées. Les importations baissent sensiblement vers les pays d'Asie hors Japon (-5,9 %), l'Italie (-7,8 %), l'UEBL (-4,1 %) et le Royaume-Uni (-3,6 %).

En cumul à fin septembre, l'excédent en données cvs (95,4 milliards de francs) s'inscrit sensiblement en retrait par rapport à la période correspondante de 1998 (109,9 milliards), le solde commercial de septembre 1998 ayant été très élevé (+18,6 milliards de francs).

Orientation géographique (données douanières CAF-FAB cvs)

L'excédent avec les pays de l'Union européenne s'établit à nouveau au-delà de 9 milliards de francs, à 9,1 milliards, soit un niveau assez proche du record de juillet (9,7 milliards), en raison d'un retrait plus sensible des importations (-2,7 %) que des exportations (-1,7 %) entre août et septembre. En cumul sur les trois premiers trimestres, le solde atteint 62,5 milliards de francs, contre 49,8 milliards pour la période correspondante de 1998.

Dans la zone euro, la baisse des exportations (-2,2 %) entre août et septembre est concentrée sur l'Allemagne (-5,1 %) et l'UEBL (-10,6 %, en l'absence de renouvellement de ventes d'Airbus). En revanche, la diminution des importations (-2,7 %) est presque générale ; elle est plus accentuée avec l'Italie (-7,8 %) à cause du retour à la normale des achats, après le niveau élevé enregistré en août. Le solde ressort ainsi à +3,1 milliards de francs, après +2,8 milliards le mois précédent.

À l'exception du Royaume-Uni, les exportations vers les autres pays de l'Union européenne augmentent, en particulier vers la Suède (produits de la chimie organique).

Après avoir enregistré, pour la première fois en août, un excédent (+ 0,7 milliard de francs), les échanges commerciaux avec les *États-Unis* redeviennent légèrement déficitaires en septembre, à - 0,8 milliard, par suite de la faiblesse ponctuelle des ventes de biens d'équipement et malgré le dynamisme des exportations de biens intermédiaires et de boissons.

Le déficit avec le *Japon* diminue légèrement, à - 2,7 milliards de francs, contre - 3,1 milliards en août. Les importations restent quasiment stables, notamment à cause d'un important achat de navire. Les exportations ont bénéficié d'opérations spécifiques (matériel de téléphonie, uranium, boissons, chimie organique).

Le déficit avec les *pays d'Asie hors Japon* se réduit, à - 3,7 milliards de francs, contre - 4,2 milliards en août, sous l'effet d'une baisse plus accentuée des importations (- 5,9 %) que des exportations (- 3,0 %), la progression des ventes de biens intermédiaires ayant partiellement compensé le recul des livraisons aéronautiques.

1.5. La balance des paiements du mois de septembre 1999

Au mois de septembre, l'excédent du *compte de transactions courantes* atteint 30 milliards de francs en données cvs (4,6 milliards d'euros) et 32,5 milliards en données brutes (5 milliards d'euros). Par rapport au mois précédent, les soldes de toutes les rubriques s'améliorent, en données brutes comme en données cvs, à l'exception des transferts courants. On note, en particulier, une nouvelle progression des voyages et une accélération du redressement des revenus d'investissements, en partie liée à des rapatriements exceptionnels de bénéficiers.

En cumul sur les trois premiers trimestres de l'année, le solde brut des transactions courantes s'établit à 168,5 milliards de francs (25,7 milliards d'euros), niveau proche de celui enregistré pour la période correspondante de 1998 (174,3 milliards de francs, soit 26,6 milliards d'euros).

Le *compte financier* présente également un solde créditeur de 16,4 milliards de francs en septembre (2,5 milliards d'euros). Comparés à ceux du mois d'août, les flux d'*investissements directs*, français à l'étranger comme étrangers en France, sont en forte progression. Confirmant la tendance observée depuis le début de l'année, les premiers restent essentiellement réalisés sous forme d'opérations en capital, tandis que les seconds consistent principalement en flux de trésorerie. Le solde débiteur des *investissements de portefeuille* décroît de près de 8 milliards de francs par rapport au mois précédent, à - 22,1 milliards, suite à une augmentation des achats de titres français par les non-résidents. Les *autres investissements* (dépôts, crédits) présentent un solde excédentaire de 46,1 milliards de francs en septembre, du fait d'une forte progression des engagements vis-à-vis de l'étranger, contractés à hauteur des deux tiers par le secteur bancaire. Les *avoirs de réserve* augmentent de 2,3 milliards de francs au cours du mois.

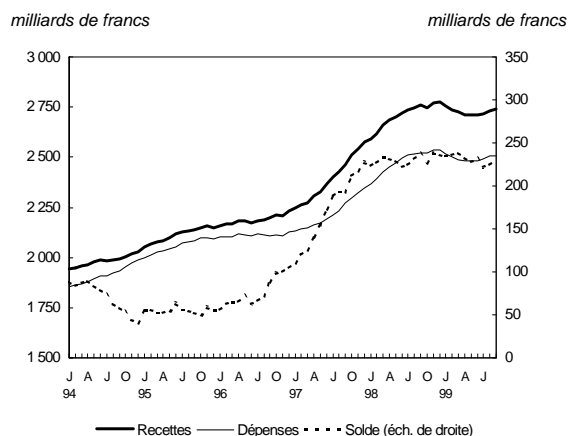
Sur les neuf premiers mois de 1999, les investissements directs étrangers en France sont stables, tandis que les investissements français progressent de plus de 100 milliards de francs. De leur côté, les investissements de portefeuille dégagent un solde débiteur de 204,4 milliards de francs depuis le début de l'année, en retrait de 80 milliards par rapport à la période correspondante de 1998. Les engagements nets au titre des autres investissements augmentent de 106,4 milliards de francs, la progression des engagements du secteur bancaire (plus de 150 milliards) étant compensée par l'augmentation des avoirs des autres secteurs ; les avoirs de réserve diminuent de 9,4 milliards. En raison d'un déficit important en septembre, les « Erreurs et omissions » cumulées positives depuis le mois de janvier ont été réduites à 44,5 milliards de francs.

1.5.1. Les transactions courantes

L'excédent des transactions courantes s'établit en septembre à + 30 milliards de francs en données cvs (4,6 milliards d'euros), en légère hausse par rapport à celui du mois d'août (+ 29,2 milliards). Sur les neuf premiers mois de l'année, le cumul ressort à 170,8 milliards de francs, contre 174,4 milliards un an plus tôt.

Transactions courantes

Cumuls sur douze mois (cvs)



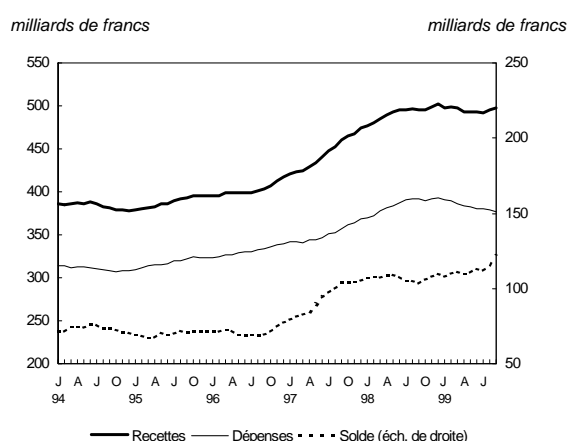
Les biens (données cvs)

Après le creux observé au mois d'août (8,3 milliards de francs en données cvs), l'excédent des *biens* progresse de nouveau, à +13,2 milliards, sous l'effet des bons résultats du commerce extérieur. Sur les neuf premiers mois de l'année, il reste cependant en retrait par rapport à l'excédent cumulé observé à fin septembre 1998. Les deux autres composantes de la ligne que sont l'avitaillement et le travail à façon affichent, en revanche, des excédents plus importants qu'un an auparavant.

Les services (données cvs)

Services

Cumuls sur douze mois (cvs)



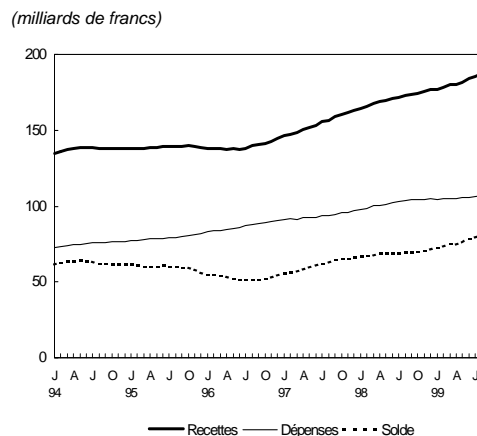
Grâce à une baisse plus prononcée des dépenses (-9,6 %) que des recettes (-4,3 %), l'excédent des *services* se renforce légèrement, à 13,3 milliards de francs, après 13 milliards en août.

Sur les neuf premiers mois de l'année, il ressort à 89,5 milliards de francs, en progression de 11,4 milliards par rapport à 1998. Il représente désormais plus de la moitié de l'excédent des transactions courantes, contre 46,0 % en 1997 et en 1998, au détriment des biens, dont la part revient de 68,7 % à 64,0 %.

Premier poste des services tant en masse qu'en solde, les voyages voient leur excédent progresser de nouveau en septembre, à 8 milliards de francs, contre 7,7 milliards en août et 6,6 milliards en juillet. Sur un mois, les dépenses des Français à l'étranger ont progressé légèrement plus vite (+3,5 %) que celles des touristes étrangers en France (+3,2 %). En revanche, en cumul sur les neuf premiers mois de l'année, la hausse atteint, respectivement, 1,7 % et 9,3 %, si bien que l'excédent ressort à 63,4 milliards de francs, contre 52,5 milliards pour les trois premiers trimestres de 1998.

Voyages

Cumuls sur douze mois (cvs)



Une baisse plus marquée des recettes par rapport à celle des dépenses explique le recul de l'excédent des *transports*, à 0,5 milliard de francs, contre 0,7 milliard en août. Seul celui des transports aériens se maintient. En cumul à fin septembre, les moindres recettes enregistrées sur le transport spatial, du fait d'un nombre moins élevé de lancements de satellites, ainsi que sur le transport ferroviaire de passagers, lié à

une moindre activité en début d'année, obèrent quelque peu le résultat d'ensemble, alors que les transports maritimes et aériens dégagent des rentrées plus importantes. Cependant, la baisse des dépenses observée sur la période sur tous les modes de transports permet à l'excédent global de se renforcer (+ 2,7 milliards de francs, contre 0,4 milliard un an plus tôt).

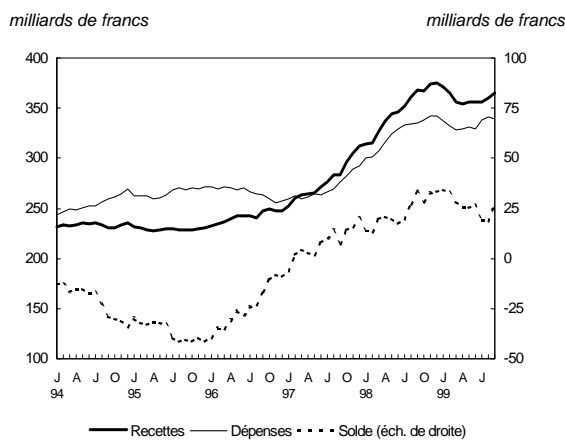
Les entreprises de *services de construction* ont dégagé en septembre un excédent en forte progression (+ 1,6 milliard de francs, contre 0,9 milliard en août), sous l'effet conjugué de la hausse des acomptes reçus et de la baisse des dépenses engagées sur les chantiers en cours. Sur les neuf premiers mois de l'année, la baisse des recettes compense presque celle des dépenses, aboutissant à un excédent en léger retrait par rapport au cumul enregistré à fin septembre 1998 (9,8 milliards de francs, contre 9,9 milliards).

En fort repli sur le mois, l'excédent des autres services aux entreprises (coopération technique, publicité, frais de gestion...) affiche également un retard sur les neuf premiers mois de l'année par rapport à la période correspondante de 1998.

Les revenus (données cvs)

Revenus

Cumuls sur douze mois (cvs)



Après une hausse sensible en août, le solde des revenus continue de progresser fortement en septembre, pour s'établir à + 10,8 milliards de francs, contre + 7,7 milliards le mois précédent.

Si l'excédent des revenus demeure en retrait sur les neuf premiers mois de l'année par rapport à la période correspondante de 1998, ce retard s'atténue sensiblement grâce à des rentrées plus importantes en août et septembre (respectivement, 36,7 milliards de francs et 35,6 milliards, contre une moyenne de 28 milliards les mois précédents).

L'excédent des *revenus des investissements directs* se renforce à nouveau, principalement sous l'effet d'une opération exceptionnelle de rapatriement de dividendes. La hausse de l'excédent cumulé à fin septembre par rapport à celui de septembre 1998 est à mettre en parallèle avec l'augmentation en 1998 et tout au long de 1999 des investissements français à l'étranger.

Excédentaires de 3,4 milliards de francs (cvs) en août, les *revenus des investissements de portefeuille* ont continué de dégager des rentrées nettes en septembre, grâce à un recul des dividendes et coupons versés à l'étranger. Malgré une accélération des acquisitions de titres français par les non-résidents en 1999 (notamment de titres publics, ce qui se traduit par une augmentation des coupons versés à l'étranger par l'État français), le déficit de la ligne des revenus des investissements de portefeuille s'atténue sensiblement sur les neuf premiers mois de l'année.

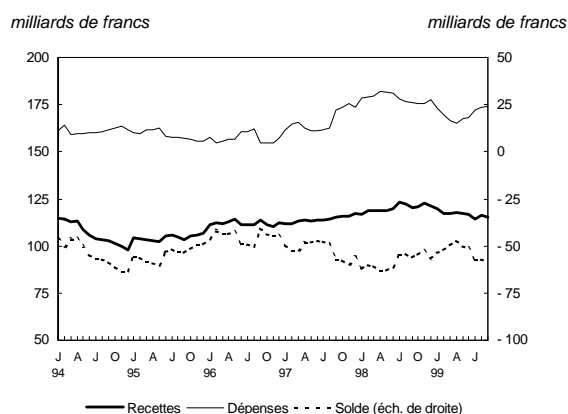
En revanche, si les *autres revenus des investissements* ont dégagé, eux aussi, des recettes nettes en septembre (+ 1,4 milliard de francs, contre - 0,7 milliard en août), ils ressortent en déficit sur neuf mois (à - 3,2 milliards), alors qu'ils étaient largement positifs à fin septembre 1998. Cette évolution s'explique à la fois par la baisse des taux et par celle des créances du secteur bancaire sur l'extérieur.

Les transferts courants (données brutes)

L'accentuation du déficit des transferts courants en septembre (- 8 milliards de francs, après - 7,3 milliards en août) provient de moindres recettes au titre du Feoga-garantie et du Fonds social européen. Sur neuf mois, le déficit avec les institutions européennes s'est légèrement contracté en raison d'un retard de versement de TVA par rapport à 1998.

Transferts courants

Cumuls sur douze mois



1.5.2. Le compte de capital

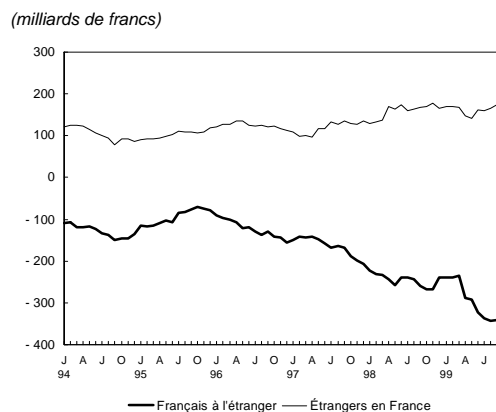
Proche de l'équilibre en septembre, le solde du compte de capital bénéficie, en cumul à fin septembre, de subventions en hausse de la part du Feder et s'établit à 5,1 milliards de francs, contre 4,7 milliards un an auparavant.

1.5.3. Le compte financier

Se démarquant de la tendance des quatre mois précédents, les flux financiers (hors avoirs de réserve) ont donné lieu en septembre à des entrées nettes de 18,7 milliards de francs (2,85 milliards d'euros). Sur les neuf premiers mois de l'année, les sorties atteignent 227,5 milliards de francs (34,7 milliards d'euros), en hausse de 100 milliards sur la période correspondante de 1998.

Investissements directs

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



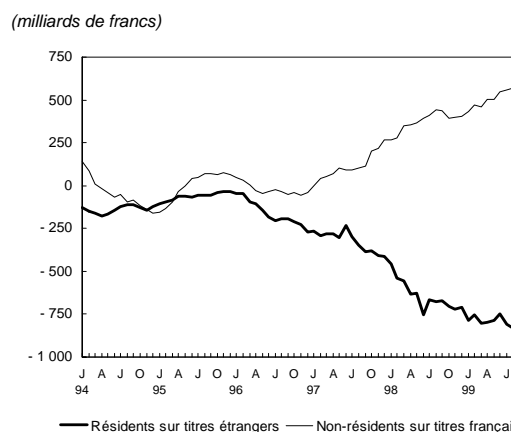
Les *investissements directs* (y compris les bénéfiques réinvestis) se sont traduits, en septembre, par des sorties nettes de 5,2 milliards de francs (0,8 milliards d'euros), après un solde presque équilibré en août (+ 0,3 milliard). Pour les neuf premiers mois de 1999, les sorties nettes s'établissent à 129,6 milliards de francs (19,8 milliards d'euros).

Les *flux nets d'investissements français à l'étranger* ont atteint 29,7 milliards de francs, contre 13,1 milliards en août. Le solde des opérations en capital social a fortement progressé (20,9 milliards de francs, contre 8,2 milliards le mois précédent), tandis que les flux dus aux autres opérations augmentaient sensiblement (5,1 milliards, contre 1,2 milliard).

Les *flux nets d'investissements étrangers en France* se sont également amplifiés, avec des entrées de 24,4 milliards de francs, contre 13,4 milliards en août. Alors que les opérations en capital social ont un peu reculé (2,1 milliards de francs, contre 5,6 milliards), les autres opérations ont enregistré un solde particulièrement élevé (19,8 milliards, après 5,3 milliards en août).

Investissements de portefeuille

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



Les *investissements de portefeuille* (produits financiers dérivés inclus) ont donné lieu en septembre à des placements nets à l'étranger à hauteur de 22,1 milliards de francs (3,4 milliards d'euros), en retrait de 7,7 milliards sur le mois précédent.

Les résidents ont poursuivi leurs achats de titres étrangers à un niveau similaire à celui du mois précédent (78,7 milliards de francs, après 80,1 milliards en août). Les actions étrangères ont fait l'objet de dégagements pour 5,2 milliards de francs, après des achats de 14,7 milliards en août. Les acquisitions d'obligations étrangères restent à peu près stables (31 milliards de francs, contre 35,1 milliards en août), tandis que les achats d'instruments des marchés monétaires étrangers (32,9 milliards) progressent de 11,1 milliards.

Les non-résidents ont amplifié leurs achats de titres français (56,5 milliards de francs, contre 50,3 milliards en août). Ceux-ci ont porté sur les obligations (35,3 milliards de francs, contre 28,1 milliards en août), notamment sur les BTAN (19 milliards) et les OAT (15,7 milliards) et, dans une moindre mesure, sur les instruments du marché monétaire (13,5 milliards, contre 9,2 milliards en août). À l'inverse, les actions ont fait l'objet de ventes nettes, pour 2,9 milliards de francs, interrompant une période de cinq mois consécutifs d'achats nets.

Pour les neuf premiers mois de l'année, le solde des investissements de portefeuille s'inscrit à -204,4 milliards de francs (31,2 milliards d'euros), en baisse de 28 % par rapport à la période correspondante de 1998 (284,1 milliards de francs). D'une année à l'autre, les achats nets de titres étrangers par les résidents ont progressé de 139,3 milliards de francs, tandis que les achats nets de titres français par les non-résidents augmentaient de 219,1 milliards.

Autres investissements

En septembre 1999, les « autres investissements » ont donné lieu à des entrées nettes de 46,1 milliards de francs, rompant avec le mouvement de sorties nettes de capitaux enregistrés sur les trois mois précédents. Cette évolution résulte d'une augmentation des avoirs de 47,3 milliards de francs accompagnée d'une hausse, près de deux fois supérieure, des engagements (93,4 milliards).

En ce qui concerne le secteur bancaire, les opérations des banques résidentes avec l'extérieur ont été à l'origine d'entrées nettes de 24,1 milliards de francs, traduisant un accroissement simultané des créances et des engagements, à hauteur de, respectivement, 40,5 milliards de francs et 64,6 milliards. Ce sont les opérations libellées en euros qui expliquent ce mouvement, avec un flux net positif de 38,9 milliards de francs correspondant à une hausse des avoirs de 52,1 milliards et des engagements de 91 milliards. À l'inverse, sur le compartiment des devises, on observe des sorties nettes de 14,8 milliards de francs, résultant d'une diminution des créances de 11,6 milliards et des engagements de 26,4 milliards.

S'agissant des autorités monétaires, leurs opérations de prêts et placements se sont soldées par un flux positif de 31,7 milliards de francs, en liaison avec les transactions traitées par le système *Target*.

En revanche, les flux financiers des autres secteurs ont donné lieu à des sorties nettes de 9,8 milliards de francs.

Avoirs de réserve

En septembre 1999, les avoirs de réserve bruts — conformément à la définition retenue pour l'établissement de la balance des paiements, qui exclut les avoirs en devises auprès de résidents de la zone euro —, se sont accrus de 2,3 milliards de francs.

2. Les comportements monétaires et financiers

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de M3 a diminué en octobre (+ 6,0 %, après + 6,2 % en septembre 1999), en raison, notamment, de l'évolution des instruments monétaires négociables (M3 – M2) et, dans une moindre mesure, de celle des moyens de paiements (M1). À l'inverse, on observe une accélération du rythme de croissance des autres placements à court terme (M2 – M1). La croissance annuelle des crédits s'est stabilisée (+ 8,6 %, après + 8,5 % en septembre).

En France, la croissance annuelle des titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire est revenue de + 19,5 % en septembre à + 18,1 %. Le ralentissement de la

progression annuelle des comptes sur livrets s'est poursuivi, de + 2,5 % en septembre à + 1,9 %. En revanche, celle des dépôts à vue s'est accélérée (+ 9,5 %, après + 6,9 % en septembre). La progression annuelle des crédits au secteur privé s'est stabilisée (+ 5,5 %, après + 5,6 % en septembre). La croissance annuelle de l'endettement des agents non financiers résidents (endettement intérieur total) a peu varié par rapport au mois précédent (+ 6,3 % en octobre, après + 6,4 % en septembre), cette évolution recouvrant une accélération de l'endettement du secteur privé et une nouvelle décélération de l'endettement du secteur public.

Principaux indicateurs monétaires et financiers – zone euro et France

	Encours en milliards d'euros (a)		Taux de croissance annuel en % (b)	
	Octobre 1999	Septembre 1999	Octobre 1999	Part dans la zone euro en % Octobre 1999
ZONE EURO				
Billets et pièces en circulation	329,3	5,2	5,5	
+ Dépôts à vue	1 542,7	14,9	14,8	
= M1	1 872,0	13,1	13,0	
+ Dépôts à terme ≤ 2 ans	859,3	- 3,2	- 2,0	
+ Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	1 266,5	6,1	5,7	
= M2	3 997,8	7,0	7,2	
+ Pensions	155,8	- 23,3	- 28,3	
+ Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	404,0	13,9	13,7	
+ Titres de créance émis ≤ 2 ans	77,1	16,1	16,4	
= M3	4 634,7	6,2	6,0	
Crédits	6 255,9	8,5	8,6	
dont : Secteur privé	5 416,1	9,9	10,0	
FRANCE				
Principaux actifs monétaires				
Dépôts à vue	291,0	6,9	9,5	19
Comptes sur livrets	274,2	2,5	1,9	22
Dépôts à terme ≤ 2 ans	39,6	- 3,2	- 6,6	5
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	244,8	19,5	18,1	61
Crédits	1 057,0	4,6	4,0	17
dont : Secteur privé	942,7	5,6	5,5	17
Endettement intérieur total	1 930,2	6,4	6,3	
dont : État	642,5	4,5	4,0	
Sociétés	690,9	9,3	10,2	
Ménages	445,7	5,9	5,8	

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

(b) Les évolutions des agrégats européens et français sont, en principe, corrigées des variations ne résultant pas de transactions économiques (reclassements d'opérations, changements de périmètre du secteur des IFM, passages en pertes, fluctuations de taux de change et autres effets de valorisation). Ces ajustements ne sont, pour l'instant, pas appliqués aux composantes sectorielles détaillées.

Sources : Banque de France, BCE

2.1. Placements intermédiés

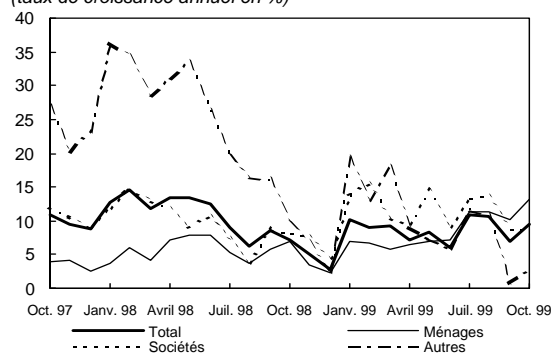
Accélération des dépôts à vue des résidents

La croissance annuelle des *dépôts à vue* des résidents en France, toutes devises confondues, s'est accélérée en octobre (+ 9,5 %, après + 6,9 % en septembre), tout en restant inférieure à celle observée dans la zone euro (+ 14,8 % sur un an) :

- les *dépôts à vue des ménages* ont enregistré une progression plus dynamique que le mois précédent (+ 13,1 %, après + 10,1 % en septembre) ;
- le rythme de croissance annuel des *dépôts à vue des sociétés* s'est stabilisé (+ 8,7 %, après + 8,8 % en septembre) ;

Dépôts à vue par agents

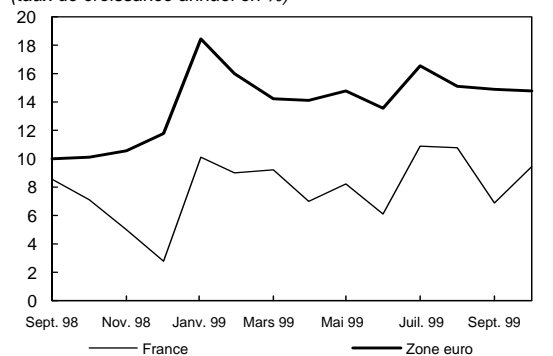
(taux de croissance annuel en %)



- surtout, les *dépôts à vue des autres agents* (organismes publics, administrations privées, OPCVM non monétaires, etc.) ont enregistré une progression plus soutenue sur douze mois (+ 2,9 %, après + 0,6 % en septembre).

Dépôts à vue

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

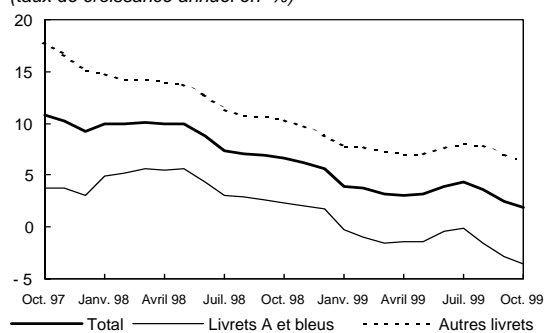
Le ralentissement des comptes sur livrets s'est poursuivi

Le ralentissement, entamé en août, du rythme de croissance annuel des *comptes sur livrets* s'est poursuivi en octobre (+ 1,9 %, après + 2,5 % en septembre) :

- ce mouvement de repli a affecté les *livrets A et bleus* qui ont poursuivi leur baisse à un rythme accru (– 3,5 %, après – 2,9 % en septembre) et, dans une moindre mesure, les *autres livrets*, dont la progression annuelle s'est établie à un rythme proche de celui du mois précédent (+ 6,4 %, après + 7,0 %) ;
- en revanche, le dynamisme des *livrets d'épargne populaire* constaté au mois de septembre s'est confirmé, leur taux de croissance annuel augmentant légèrement (+ 15,2 %, après + 14,7 %).

Comptes sur livrets

(taux de croissance annuel en %)

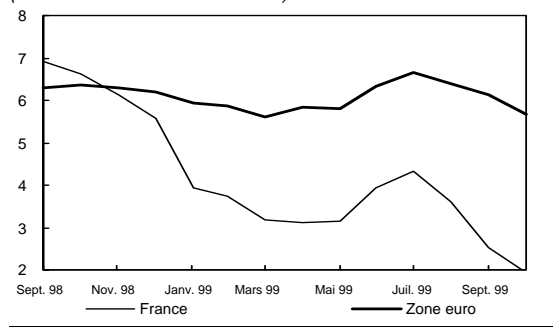


Au plan européen, la progression annuelle des comptes sur livrets s'est également infléchi en octobre (+ 5,7 %, après + 6,1 % en septembre), mais moins qu'en France.

Dépôts remboursables

avec préavis inférieur ou égal à 3 mois

(taux de croissance annuel en %)



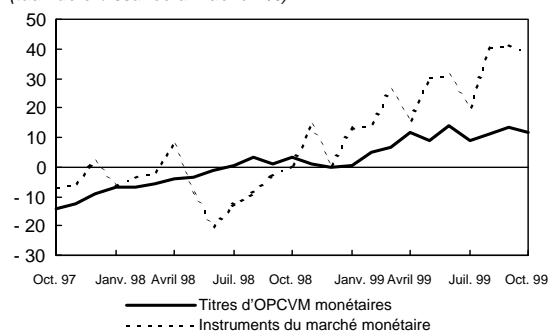
Sources : Banque de France, BCE

Ralentissement de la progression des placements monétaires à terme ou négociables

La baisse des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans, sur une base annuelle, s'est accentuée en octobre (-6,6 %, après -3,2 % le mois précédent). Ce nouveau recul confirme la tendance amorcée en décembre 1998 (cf. encadré).

Principaux placements en titres monétaires

(taux de croissance annuel en %)



La progression annuelle des instruments du marché monétaire est restée soutenue (+38,9 %, après +41,4 % en septembre). La nette accélération de la croissance de ce type de placements depuis l'été dernier pourrait s'expliquer par un comportement de précaution visant à couvrir des besoins accrus de liquidité à l'occasion du passage à l'an 2000.

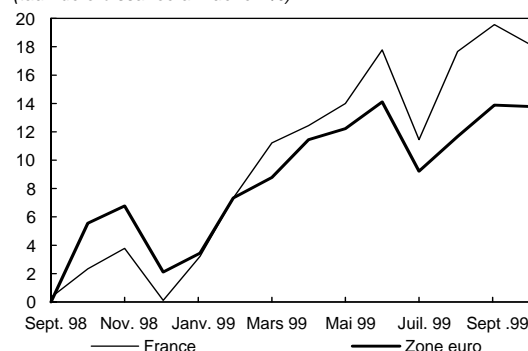
Le mouvement de repli des pensions amorcé en juillet 1999 s'est poursuivi à un rythme annuel plus soutenu qu'en septembre (-33,5 %, après -26,1 %).

La progression annuelle des titres d'OPCVM monétaires, en constante accélération au cours des trois derniers mois, s'est infléchie en octobre, revenant de +13,4 % en septembre à +11,5 %.

Dans l'ensemble de la zone euro, on a observé également un léger fléchissement du rythme de croissance annuel des placements en titres d'OPCVM monétaires et en instruments du marché monétaire (+13,7 %, après +13,9 %), ce ralentissement s'expliquant, pour une très large part, par les évolutions enregistrées en France en octobre (+18,1 %, après +19,5 % en septembre).

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

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Légère décélération de la croissance des dépôts non monétaires

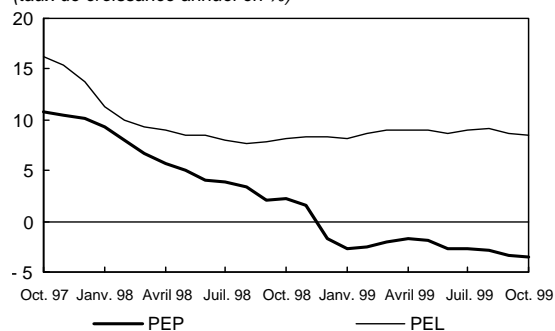
La progression annuelle des placements non monétaires s'est légèrement ralentie en octobre (+4,8 %, après +5,0 % en septembre) :

- bénéficiant d'une rémunération attractive au regard des autres placements, le rythme de croissance annuel des PEL a reculé en octobre, tout en restant dynamique (+8,5 %, après +8,7 % en septembre) ;

- la contraction des PEP s'est accélérée par rapport au mois précédent (-3,6 %, après -3,3 %). Cette évolution traduit notamment une désaffection pour ce type de produits au profit de placements plus attractifs sur le plan de la fiscalité, tels que les PEP assurance ou les produits d'assurance-vie (cf. *Bulletin de la Banque de France* n° 71, novembre 1999, p. 26).

Principaux dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Les comptes à terme et les bons de caisse sont-ils condamnés ?

Les caractéristiques des comptes à terme et autres bons de caisse les font généralement considérer comme des produits liquides¹ : ils comportent une échéance établie à l'ouverture du compte, sont rémunérés en fonction de taux monétaires et semblent donc indiqués pour le placement d'excédents de trésorerie. Pourtant, en moyenne, plus des deux tiers de l'encours détenu par les ménages ont une échéance supérieure à deux ans.

En outre, l'encours global, tous détenteurs confondus, n'a cessé de diminuer depuis septembre 1995, revenant de 115 milliards d'euros à 67 milliards en octobre 1999 (- 58 %).

L'arbitrage de maturité

La courbe des taux est un facteur déterminant de l'échéance des comptes à terme des ménages. Entre 1993 et 1998, les périodes durant lesquelles la part des comptes à terme à moins de deux ans était la plus importante (jusqu'à 46 %) ont coïncidé, en effet, avec les périodes d'inversion forte de la pente des taux : entre janvier 1993 et mai 1994, et durant l'année 1995. Les taux à court terme étant alors élevés, le raccourcissement a reflété la pratique consistant à enchaîner plusieurs comptes à court terme, au lieu de signer un contrat long. En dehors de ces périodes, la part des comptes et bons de caisse à moins de deux ans est restée relativement faible, entre 27 % et 39 %, avec une tendance à la baisse. Ainsi, les placements sous forme de comptes à terme et de bons de caisse semblent répondre davantage à des motifs de précaution ou de prévoyance que de transaction.

La concurrence des autres produits

La courbe des taux n'est, bien sûr, pas le seul facteur déterminant l'évolution des comptes à terme et des bons de caisse. Il faut aussi prendre en compte la concurrence des autres produits d'épargne.

Par exemple, pour le court terme, l'évolution des rendements nets d'impôt a pu rendre plus attractifs les OPCVM monétaires ou les livrets administrés. En janvier 1997, par exemple, les livrets A offraient une rémunération défiscalisée de 3,5 %, les performances nettes des OPCVM monétaires s'élevaient à 3,46 %, tandis que le Pibor 3 mois, que l'on peut prendre comme index de référence, s'établissait à 3,33 %.

Pour les échéances supérieures ou égales à quatre ans, les produits longs tels que les PEL, les PEP ou les contrats d'assurance-vie ont pu se révéler nettement plus avantageux : un PEL ouvert en janvier 1997 rapportait ainsi 4,25 % brut par an, soit 4,08 % après prélèvements sociaux.

Des perspectives peu favorables ?

La situation actuelle semble peu favorable au développement des comptes à terme et des bons de caisse.

Les taux d'intérêt à court et long termes sont à un niveau bas et les performances boursières sont susceptibles d'attirer une clientèle privilégiant jusque-là les placements peu risqués. En outre, ces produits, qui bénéficiaient depuis 1996 de la même fiscalité que les OPCVM monétaires (au titre de l'imposition sur le revenu des personnes physiques), risquent de pâtir des dispositions du projet de loi de finances initiale 2000 qui prévoient, pour les titres d'OPCVM monétaires, l'instauration du seuil de 50 000 francs en deçà duquel les plus-values de cession ne seraient pas imposables, au même titre que les autres valeurs mobilières.

Toutefois, outre leurs avantages traditionnels tels que l'anonymat (pour les bons de caisse), ils peuvent attirer une clientèle constituée de ménages aisés qui n'ont pas d'exigences fortes en matière de liquidité et qui ont atteint les plafonds des livrets défiscalisés. En outre, l'absence de risque de marché les rend attractifs en période de redressement de la courbe des taux par rapport à des placements de marché à court terme.

Par ailleurs, des opportunités de développement peuvent se présenter avec les produits mixtes, qui associent les comptes à terme à des produits traditionnels. Par exemple, la combinaison de plusieurs comptes à terme d'échéances espacées de trois mois et d'un PEP ou d'un PEL permet de servir des revenus réguliers, à l'inverse d'un plan traditionnel.

¹ Ces instruments entrent dans la catégorie des dépôts à terme du bilan des IFM, qui regroupe également les PEL et les PEP.

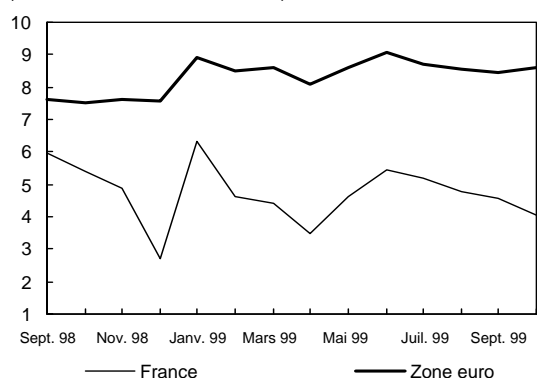
2.2. Endettement

Ralentissement continu de la distribution de crédit

En France, le ralentissement de la distribution de crédits aux résidents par les IFM s'est poursuivi en octobre, le taux de croissance annuel s'établissant à + 4,0 %, après + 4,6 % en septembre. Cette évolution se différencie de celle de l'ensemble de la zone euro où la croissance des crédits a été quasi stable (+ 8,6 %, après + 8,5 %).

Crédits

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

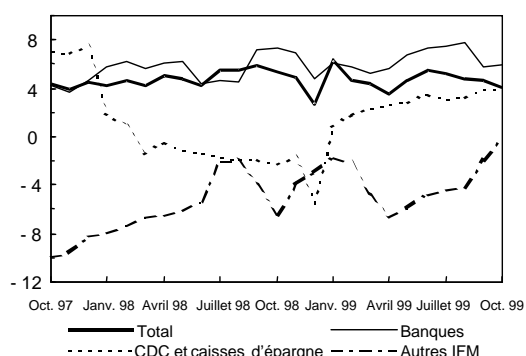
Croissance stable dans le secteur des banques

Les banques, qui participent à hauteur des deux tiers de l'ensemble des crédits distribués, ont vu la progression annuelle de leurs crédits s'accroître légèrement (+ 5,9 %, après + 5,8 % en septembre); celle de l'ensemble constitué par la Caisse des dépôts et consignations et les caisses d'épargne a stagné (+ 3,9 %).

En revanche, les crédits distribués par les autres institutions financières ont accusé une contraction moins marquée qu'au cours du mois précédent (- 0,3 %, après - 2,0 %).

Crédits par réseaux distributeurs

(taux de croissance annuel en %)



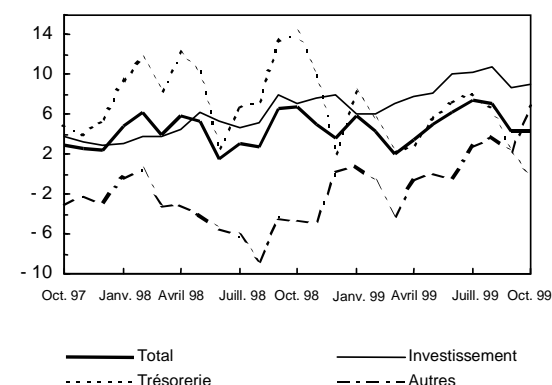
Fléchissement de la demande de crédit bancaire des sociétés et des ménages

En octobre, le ralentissement du rythme de croissance des crédits bancaires au secteur privé s'est poursuivi :

- la croissance annuelle des crédits aux sociétés non financières s'est poursuivie au même rythme que le mois précédent (+ 4,4 %), suite au repli des crédits de trésorerie (- 0,2 %, contre + 2,1 % en septembre). À l'inverse, le rythme de progression annuel des crédits à l'investissement (+ 9,1 %, après + 8,7 % en septembre) et des autres crédits (+ 6,9 %, après + 2,2 % en septembre) s'est accéléré ;

Crédits des banques aux sociétés non financières

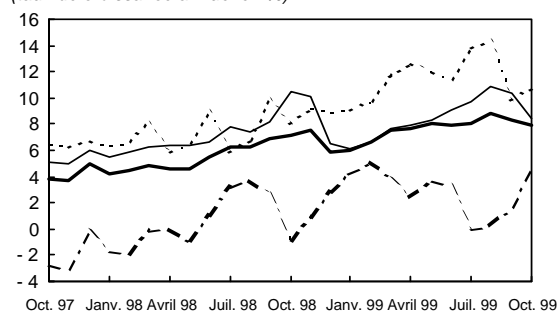
(taux de croissance annuel en %)



– la décélération de la progression annuelle des crédits aux ménages (+ 8,0 %, après + 8,3 % en septembre) a reflété le fléchissement du secteur de l'habitat (+ 8,4 %, après + 10,3 %). À l'inverse, le dynamisme du crédit à la consommation s'est renforcé, son taux de croissance annuel s'établissant à + 10,7 %, après + 9,8 % en septembre.

Crédits des banques aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



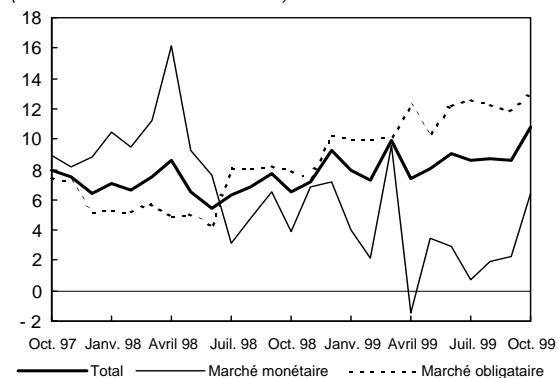
Accélération sensible de l'endettement via les marchés internes

Le taux de croissance annuel des financements levés par les agents non financiers sur les marchés internes a fortement progressé en octobre (+ 10,8 %), après avoir été stable durant les trois mois précédents, autour de 8,6 %.

Cette accélération a été perceptible à la fois sur le marché monétaire (+ 6,4 %, après + 2,3 % en septembre) et sur le marché obligataire (+ 13,0 %, après + 11,9 % en septembre). Sur ce dernier marché, l'encours des titres émis par les sociétés non financières a de nouveau fortement progressé sur un an (+ 24,9 %, après + 21,0 % en septembre).

Endettement des agents non financiers via les marchés internes

(taux de croissance annuel en %)



Légère reprise de la croissance de l'endettement à l'étranger

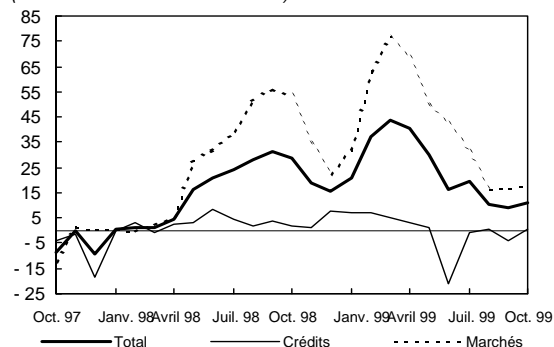
Après s'être considérablement réduite pendant six mois (de + 43,9 % en mars à + 9,1 % en septembre), la progression annuelle de l'endettement à l'étranger a augmenté en octobre (+ 11,1 %) :

le taux de croissance annuelle des crédits obtenus auprès des non-résidents est redevenu positif (+ 0,5 %, après - 3,7 % en septembre) ;

celui des obligations émises à l'étranger, qui se renforce régulièrement depuis août 1999, a atteint + 17,4 %.

Endettement des agents non financiers à l'étranger

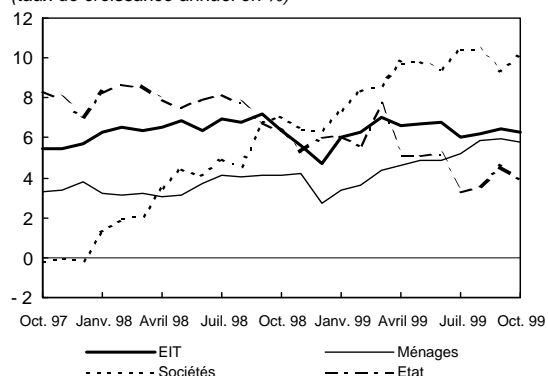
(taux de croissance annuel en %)



Croissance soutenue mais stable de l'endettement intérieur total

Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



Ainsi, le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total a atteint + 6,3 %, demeurant proche de ceux observés en août et septembre derniers. Cette stabilisation a résulté d'évolutions contrastées des financements par agents. Si le rythme de

croissance annuel de la dette des ménages est resté quasi inchangé (+ 5,8 %), celui de la dette des sociétés non financières s'est accéléré (de + 9,3 % en septembre à + 10,2 % en octobre), tandis que celui de la dette de l'État s'est replié (de + 4,5 % en septembre à + 4,0 % en octobre).

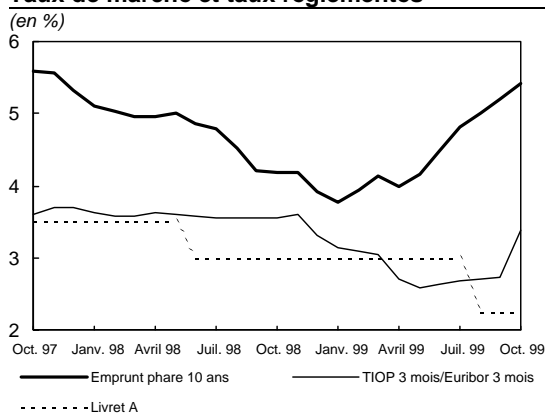
2.3. Taux d'intérêt bancaires

Aplatissement de la pente des taux

En octobre, les taux à court terme ont augmenté davantage que ceux à long terme et la pente des taux, mesurée par l'écart entre les taux du marché à court et à long termes, s'est aplatie pour la première fois de l'année.

Dans ce contexte, la rémunération du livret A est passée en dessous de son plafond théorique déterminé par la moyenne des taux courts de marché minorée de 0,5 point.

Taux de marché et taux réglementés



Augmentation de la rémunération des dépôts à terme plus rapide en France que dans la zone euro

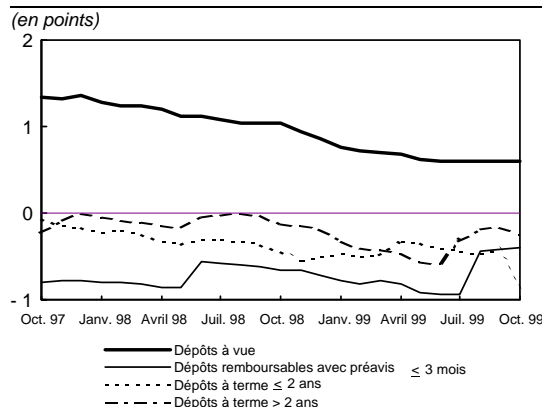
Le taux de rémunération des dépôts à vue de la zone euro est resté quasiment stable depuis le mois de juin 1999. L'écart de rémunération sur les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, en faveur de la France, s'est quelque peu réduit au cours des derniers mois (+ 0,4 point en octobre, contre + 0,9 point en juillet).

Pour les dépôts à terme, l'écart de rémunération entre la zone euro et la France a augmenté au mois d'octobre, plus

particulièrement en ce qui concerne les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans.

Rémunération des dépôts

Écarts zone euro-France



Sources : Banque de France, BCE

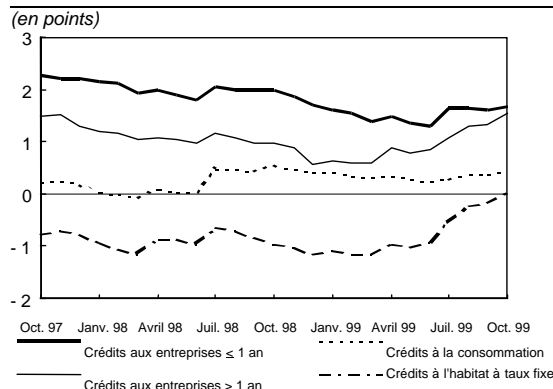
Coût du crédit plus favorable en France que dans la zone euro

Dans l'ensemble de la zone euro, les taux de crédits aux ménages et aux entreprises ont davantage progressé au mois d'octobre que les taux français².

Pour la première fois, les conditions débitrices appliquées aux prêts à l'habitat sont apparues plus favorables aux emprunteurs en France. Parallèlement, l'écart entre la zone euro et la France s'est creusé pour les crédits aux entreprises et les crédits à la consommation.

Coût du crédit

Écarts zone euro-France



Sources : Banque de France, BCE

² D'après les données estimées à partir de l'enquête trimestrielle de la Banque de France sur le coût du crédit (cf. tableau 25 de la partie « Statistiques » du présent Bulletin).

3. Les marchés de capitaux

3.1. Les marchés financiers internationaux en novembre 1999

Les principaux développements sur les marchés internationaux de capitaux au cours du mois de novembre ont été : le relèvement des taux directeurs de plusieurs banques centrales, des mouvements rapides et marqués des principales devises en fin de période, des évolutions erratiques des marchés obligataires européens et américain, l'accélération de la tendance haussière des principaux marchés boursiers et la stabilisation de l'écart de rendement des dettes obligataires des pays émergents vis-à-vis de la dette souveraine américaine sur des niveaux proches des plus bas de l'année.

Relèvement des taux directeurs de plusieurs banques centrales

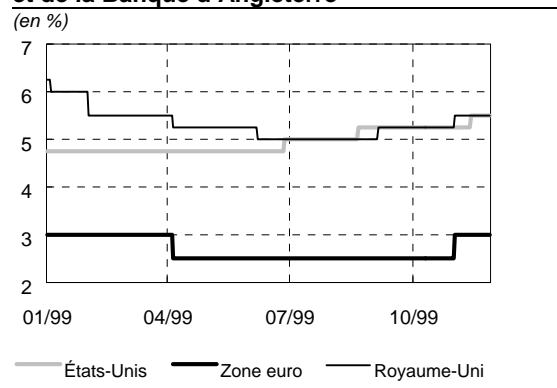
Afin d'assurer un sentier de croissance non inflationniste des économies, plusieurs banques centrales de pays développés (Canada, Danemark, États-Unis, Royaume-Uni, Suède, et zone euro) ont procédé à des resserrements monétaires au cours du mois de novembre.

Aux États-Unis, après deux hausses du taux objectif des fonds fédéraux intervenues en juin et en août, de 25 points de base chacune, le Comité fédéral de l'*open market* a de nouveau relevé ce taux d'un pas identique, le 16 novembre, à 5,50 %.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a poursuivi son cycle de resserrement entamé en septembre, en relevant de 0,5 point le taux de base, à 5,0 %, le 4 novembre.

Dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé, le 4 novembre, une hausse de 50 points de base de ses taux directeurs, portant à 3% le taux des opérations principales de refinancement.

Taux directeurs de l'Eurosystème, du Système fédéral de réserve américain et de la Banque d'Angleterre



Mouvements rapides et marqués des principales devises en fin de période

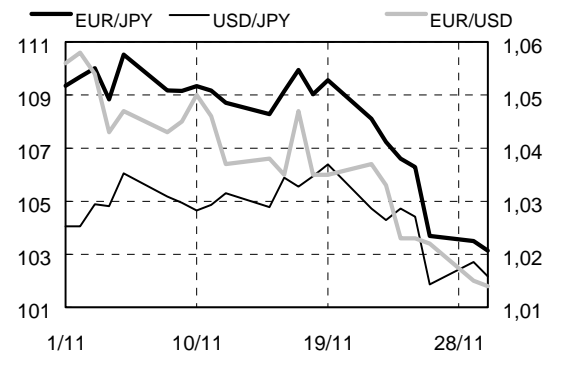
Sur les marchés de change, la fin de mois a été caractérisée par des évolutions très rapides et marquées du dollar, de l'euro et du yen.

L'appréciation de la devise japonaise contre dollar, et surtout contre euro, s'est accélérée en seconde partie de mois à la faveur de statistiques économiques confortant les perspectives de reprise au Japon. Pour tenter de contrer cette rapide progression du yen, la Banque du Japon est intervenue sur les marchés de change les 29 et 30 novembre.

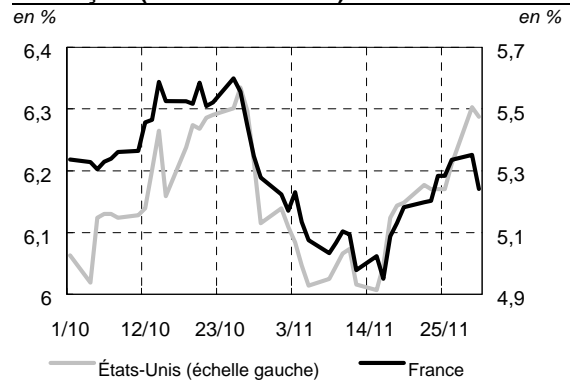
Cette force du yen contre euro ainsi que la perception par les participants de marché d'un écart persistant de croissance entre la zone euro et les États-Unis, favorable à ceux-ci, ont pesé sur l'euro face au dollar.

En toute fin de mois, l'euro/yen a enregistré un nouveau plus bas niveau historique (à 102,28) et le dollar/yen a renoué avec son plus bas niveau depuis quatre ans (à 101,25). Parallèlement, l'euro a atteint son plus faible niveau contre dollar depuis son introduction (à 1,0039). La faiblesse des volumes échangés sur les marchés de change a contribué, il est vrai, à accélérer ces différents mouvements.

Euro/yen, dollar/yen et euro/dollar



Rendements des titres d'État américain et français (échéance 10 ans)



Évolutions erratiques des marchés obligataires européens et américain

Entamé à la fin du mois d'octobre, le repli sensible des rendements obligataires aux États-Unis et dans la zone euro s'est poursuivi au cours de la première quinzaine du mois de novembre. Sur cette période, l'ampleur de ce mouvement pour les échéances obligataires à 10 ans aux États-Unis et dans la zone euro a été, respectivement, de l'ordre de 60 points de base et 30 points de base.

Aux États-Unis, le marché obligataire a été favorablement influencé par la publication de statistiques confirmant la persistance d'une croissance non inflationniste. Dans ce contexte positif, les marchés obligataires européens ont aussi bénéficié du resserrement monétaire du 4 novembre, qui a convaincu les opérateurs du caractère préventif de la politique monétaire de l'Eurosystème.

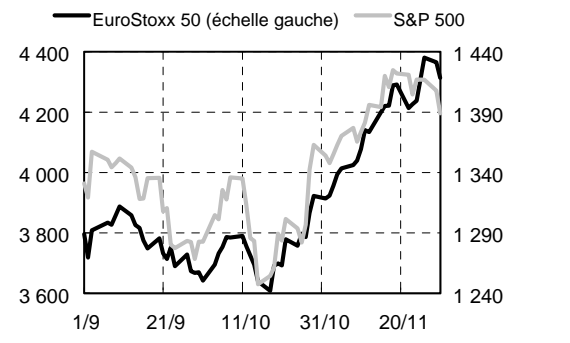
Au cours de la seconde quinzaine du mois, la tendance s'est inversée sous l'influence, notamment, de l'accélération de la remontée du prix du pétrole (prix du baril au plus haut depuis neuf ans). Les rendements américains se sont tendus aussi, sous l'effet d'indicateurs faisant état d'une forte demande intérieure et du repli du dollar contre yen. Cette dégradation s'est transmise aux marchés obligataires de la zone euro, affectés, en outre, en fin de mois, par la faiblesse de l'euro.

Accélération de la tendance haussière des principaux marchés boursiers

Les principaux marchés boursiers mondiaux ont enregistré une accélération de leur tendance haussière grâce à la très bonne performance des valeurs des secteurs technologique, pétrolier (favorisé par la hausse du prix du pétrole) et des télécommunications.

C'est ainsi que divers indices phares (CAC 40, FTSE 100, EuroStoxx 50, Nasdaq, S&P 500...) ont atteint de nouveaux records historiques. En cours de mois, l'indice Nikkei a franchi, pour la première fois depuis août 1997, la barre des 19 000 points.

Indices EuroStoxx 50 et S&P 500



Stabilisation des écarts de rendement des dettes obligataires des pays émergents vis-à-vis de la dette souveraine américaine sur des niveaux proches des plus bas de l'année

Depuis septembre, les marchés obligataires des pays émergents se sont substantiellement améliorés. L'écart de taux de la dette des pays émergents vis-à-vis des titres d'État américains s'est ainsi réduit de 300 points de base environ, en deçà de la barre des 1 000 points de base. Cette bonne orientation tient à la fois à une réduction de la prime de liquidité et du risque de crédit.

Les craintes relatives au passage de fin d'année, qui ont alimenté l'élargissement des écarts de rendements entre les titres obligataires souverains et les titres des émetteurs privés, se sont apaisées après les annonces, ces derniers mois, des mesures prises par plusieurs banques centrales pour assurer la liquidité à cet horizon.

En outre, le repli du risque de crédit des pays émergents, en particulier d'Asie, lié à l'amélioration continue du contexte macro-économique régional et au bon accueil réservé par les participants de marché à l'accord intervenu entre les États-Unis et la Chine, augmentant la probabilité d'entrée de ce pays dans l'Organisation mondiale du commerce, a aussi alimenté cette tendance positive.

Écart de rendement des dettes obligataires des pays émergents vis-à-vis de la dette souveraine américaine (spread EMBI+, JP Morgan)

(en points de base)



3.1.2. L'activité financière de la place de Paris

Au cours du mois de novembre, l'évolution de l'ensemble des marchés de la place de Paris a été marquée par le relèvement des taux directeurs de la BCE de 50 points de base. Les marchés de taux ont, pour la plupart, connu un repli de l'activité, dans les proportions habituellement observées à l'approche de la fin de l'année. En revanche, les marchés d'actions ont fait preuve d'un dynamisme remarquable, tant au niveau de l'activité qu'à celui des cours.

Sur le marché interbancaire, la pente de la courbe des taux au comptant s'est accentuée, le taux des échéances les plus longues demeurant stable, alors que celui des échéances plus courtes se détendait. La moyenne du taux Eonia sur la période de constitution de réserves obligatoires close en novembre s'est inscrite en hausse de 40 points de base par rapport à la période précédente, dans le sillage du resserrement monétaire de la BCE.

Le marché de la pension livrée a été marqué par un net repli de l'activité, qui a atteint un plus bas niveau depuis le début de l'année. La concentration des transactions sur les échéances les plus courtes est manifeste, la part cumulée des opérations de durée inférieure ou égale à la semaine atteignant 80 % de l'activité totale.

Sur le marché primaire des bons du Trésor, les taux à l'émission des BTF 3 mois et 6 mois ont été stables au cours du mois, malgré le relèvement des taux directeurs, reflétant le renchérissement relatif de ces titres dans un contexte de rareté de l'offre. Ce phénomène affecte aussi les BTF sur le marché secondaire, l'écart entre taux des BTF et taux de swaps atteignant des niveaux élevés.

Sur le marché des titres de créances négociables, l'encours global s'est élevé à 244,8 milliards d'euros à la fin du mois de novembre, contre 235,4 milliards à fin octobre. Cette progression se retrouve dans l'augmentation de l'encours des billets de trésorerie qui atteint un nouveau maximum historique de 53,8 milliards d'euros. De même, l'encours des certificats de dépôt gagne 2,8 milliards d'euros, pour s'établir à 128,8 milliards. Enfin, l'encours des bons à moyen terme négociables se redresse légèrement et atteint un montant de 62,2 milliards d'euros. La part des émissions d'une durée initiale inférieure à trois jours s'établit pour la première fois au-dessus du

tiers de la production des certificats de dépôt comme des billets de trésorerie.

Le *montant des émissions brutes obligataires* réglées au cours du mois de novembre sur le marché parisien par les résidents a sensiblement diminué. Il s'élève à près de 10,8 milliards d'euros en novembre, contre 15 milliards le mois précédent, soit une baisse de 28 %. Cette évolution est essentiellement due à la diminution des capitaux levés par le secteur des sociétés non financières, en dépit d'une augmentation des émissions des établissements de crédit liée au lancement des obligations foncières. Les remboursements effectués en novembre se sont élevés à 3,6 milliards d'euros, ramenant le montant global des émissions nettes à 7,2 milliards. Au cours des onze premiers mois de l'année 1999, les émissions brutes se sont élevées à 104,2 milliards d'euros, contre 76,8 milliards sur la période correspondante de 1998, ce qui représente une hausse de près de 36 %. L'encours nominal de la dette en euros s'élève désormais à 81,3 % du total des encours nominaux fin de mois des résidents sur la place de Paris (contre moins de 60 % fin janvier 1999).

Sur le *marché secondaire obligataire*, le mouvement de détente sensible des taux longs européens, entamé fin octobre, s'est poursuivi pendant la première quinzaine du mois, sous l'impulsion de la décision de la BCE, perçue positivement par les opérateurs en raison de son caractère préventif. Pendant la seconde quinzaine, néanmoins, les taux ont retrouvé l'orientation haussière qui est la leur depuis mai 1999, reflétant les signes de raffermissement de la croissance et la dépréciation de l'euro contre dollar.

La *Bourse de Paris* est devenue à la fin du mois d'octobre la première place boursière de la zone euro par la capitalisation (1 170 milliards d'euros, contre 1 163 milliards pour Francfort). La forte progression des indices parisiens au mois de novembre (9,3 % pour le CAC 40 et 8,7 % pour le SBF 250), supérieure à celle de l'indice DAX (6,7 %), devrait conforter cette position.

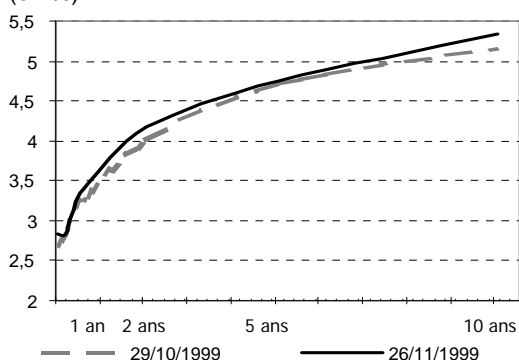
L'*encours total des titres d'OPCVM*, qui a atteint 639,4 milliards d'euros à fin novembre, a connu un rythme de progression annuel très soutenu, sous l'effet de la forte appréciation des marchés boursiers.

Activité financière sur la place de Paris Vue d'ensemble

Titres d'État

Courbe des taux de rendement

(en %)

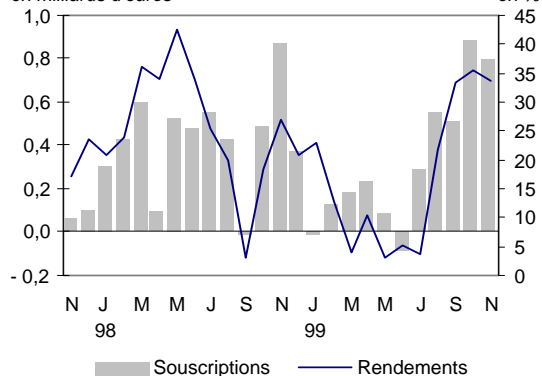


Sicav actions

Souscriptions nettes et rendement

en milliards d'euros

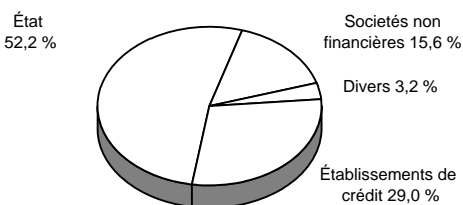
en %



Source : Fininfo

Obligations – Encours nominaux (résidents)

Ventilation par secteurs émetteurs – novembre 1999



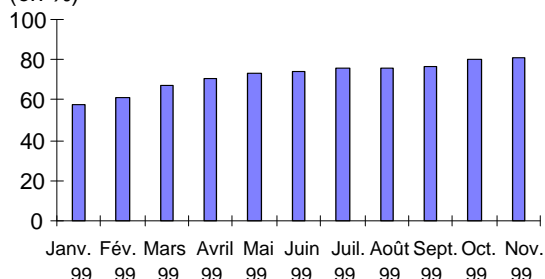
Obligations et titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en nov. 1999		Encours à fin nov. 1999
	brutes	nettes	
Titres de créances négociables	120,8	9,3	433,6
BTF et BTAN	9,5	-	188,8
Certificats de dépôt négociables	75,7	5,9	128,8
BMTN	1,8	0,7	62,2
Billets de trésorerie	33,8	2,7	53,8
Obligations	10,82	7,23	755,49
- État	2,67	2,63	394,82
- Établissements de crédit et assimilés	6,59	4,53	218,95
dont : Devises	-	-	-
- Sociétés non financières	1,10	-0,38	117,78
- Autres émetteurs résidents	0,47	0,46	23,95

Encours nominal de la dette obligataire en euros

(en %)

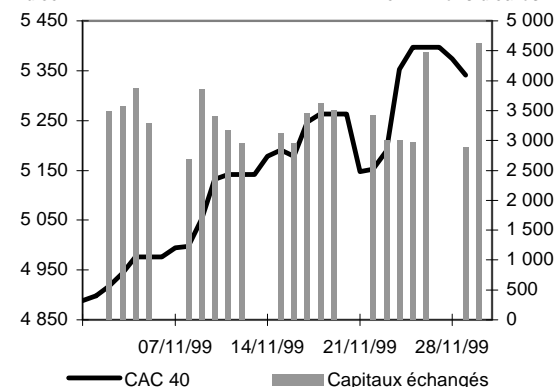


Bourse de Paris (règlement mensuel)

Cours et volume traité

indice

en millions d'euros



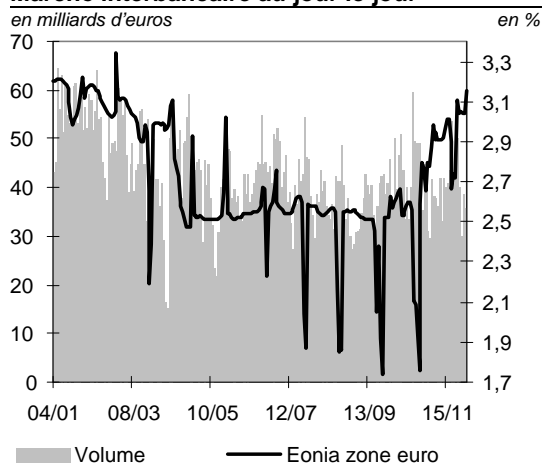
Avant-projet de loi sur la régulation financière

Au cours du mois de novembre, le collège des Autorités financières a été réuni par le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie afin d'examiner les premiers travaux liés à l'avant-projet de loi relatif à la régulation financière. Les principaux thèmes retenus sont : le déroulement des opérations financières, les établissements de crédit et entreprises d'assurance, le fonctionnement des autorités financières, la transparence dans les sociétés commerciales, l'information des salariés.

3.2. Le marché interbancaire

Les transactions du *marché des prêts au jour le jour* se sont, au cours du mois, inscrites en repli, avec un volume quotidien moyen traité sur l'Eonia (ensemble des contributeurs) de l'ordre de 39,5 milliards d'euros, contre 42,9 milliards en octobre et 43,3 milliards en moyenne sur les dix premiers mois de l'année. La part des banques françaises a représenté en moyenne 23,7 % des volumes traités au cours du dernier mois.

Marché interbancaire au jour le jour



Sur l'ensemble de la période de réserves considérée (24 octobre-23 novembre), la moyenne du taux Eonia s'est établie à 2,86 %, en augmentation sensible par rapport à la moyenne observée lors de la période précédente (2,46 %), en raison de la hausse des taux directeurs de la Banque centrale européenne le 4 novembre. Pour la première fois depuis fin mai 1999, le taux Eonia s'est ajusté vers le haut du corridor des facilités permanentes le dernier jour de

la période de constitution de réserves, à 3,11 % le 23 novembre, reflet d'une situation de liquidité bancaire moins ample qu'au cours des périodes précédentes. Pour sa part, la moyenne du taux de rémunération des réserves obligatoires s'est établie à 2,73 %.

Le mois sous revue s'est néanmoins caractérisé par un mouvement de détente des rendements à partir des échéances à 3 mois et simultanément de pentification de la courbe interbancaire, les taux sur les échéances 3 mois et 6 mois reculant ainsi de, respectivement, 10 points de base et 11 points de base, tandis que l'échéance 1 an était stable dans un marché peu actif. Le taux sur l'échéance 1 mois, pour sa part, a progressé de 48 points de base, intégrant à compter de la fin du mois le « passage » de la fin de l'année. Dans le même temps, la courbe implicite tirée des contrats Euribor enregistrait un mouvement d'aplatissement au lendemain de la hausse des taux directeurs du SEBC, mouvement qui s'atténuait quelque peu durant la seconde partie du mois sous revue.

Le *marché de la pension livrée* sur titres d'État français a connu un creux d'activité au cours du mois de novembre, la moyenne quotidienne des transactions s'étant repliée à 23,7 milliards d'euros — un plus bas niveau mensuel sur l'année 1999 —, contre 26,8 milliards au mois d'octobre. Ce repli a été accentué sur les échéances longues, l'essentiel des transactions restant, en effet, concentré sur la partie courte de la courbe, la part cumulée des opérations effectuées du jour le jour jusqu'à la semaine représentant 80 % de l'activité totale du marché.

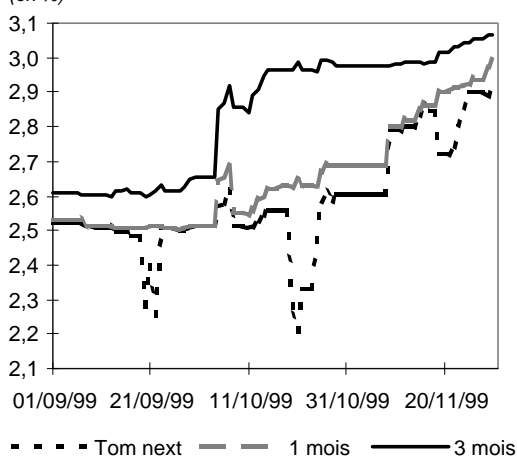
La répartition entre les instruments sous-jacents n'a guère varié, l'essentiel des transactions (53 %) étant adossé à des OAT. Les pensions contre BTAN représentent, pour leur part, 35 % du total. La tendance observée au cours du mois précédent — la remontée de la part des pensions à taux variable dans le total des transactions — s'est confirmée au cours du mois de novembre, la répartition entre opérations à taux fixe et opérations à taux variable s'établissant désormais à 39 %-61 %, contre 43 %-57 % le mois dernier et 50 %-50 % en septembre. Le regain d'intérêt sur le taux variable a été soutenu, comme le mois précédent, par la volatilité de l'Eonia, qui a incité les prêteurs à privilégier cette catégorie d'opérations. La répartition des opérations de pension par durées montre une activité plus

étouffée sur les échéances entourant la fin de l'année.

Cette évolution peut être rapprochée de la baisse du « prix du passage ». Les taux de « passage » estimés sur les quatre jours entourant le week-end de fin d'année se sont, en effet, de nouveau inscrits en repli au cours du mois. Sur le marché du blanc, ils s'établissaient à fin novembre autour de 8,5 %, contre plus de 10 % en début de mois. Sur le marché de la pension livrée comme le *swap* OIS, ces taux s'établissaient à fin novembre en repli de 150 points de base par rapport à leurs niveaux de début de mois (3,95 % et 4,30 %, respectivement). D'une façon générale, le prix des bons du Trésor en pension livrée (en vrac par exemple) n'apparaît pas particulièrement cher (le vrac 3 mois valait en effet 3,15 % le 30 novembre, soit Eonia - 3 points de base). Ces évolutions témoignent du bon accueil par les participants au marché interbancaire de l'aménagement par la BCE du calendrier des appels d'offres fin décembre-début janvier, de l'élargissement de la liquidité octroyée sous forme de concours à 3 mois et, d'une manière générale, de la confiance dans la robustesse du cadre opérationnel décentralisé de politique monétaire de l'Eurosystème.

Taux des pensions livrées

(en %)



Activité sur le marché de la pension livrée

	Octobre 1999		Novembre 1999	
	Volume en milliards d'euros	Part en %	Volume en milliards d'euros	Part en %
OAT	320	57	251	53
Pensions à taux fixe	135	24	94	20
Pensions à taux variable	185	33	157	33
BTAN	192	34	164	35
Pensions à taux fixe	90	16	74	16
Pensions à taux variable	102	18	90	19
BTF	52	9	59	12
Pensions à taux fixe	17	3	15	3
Pensions à taux variable	35	6	44	9
TOTAL	564	100	474	100
Pensions à taux fixe	242	43	183	39
Pensions à taux variable	322	57	291	61

Source : Sicovam SA

S'agissant des *opérations de politique monétaire*, la part des montants alloués contre remise en garantie de titres étrangers s'est sensiblement accrue lors des derniers appels d'offres hebdomadaires du mois de novembre : de 28 % le 17 novembre (date de valeur), elle est passée à 38 % le 24 novembre et 52 % le 1^{er} décembre — un plus haut niveau depuis le début de l'année, la moyenne sur les dix premiers mois de 1999 étant de 38 %. Plusieurs causes semblent être à l'origine de ce phénomène, telles que la qualité de l'organisation interne de certains groupes bancaires en matière de gestion des actifs éligibles et, de manière conjoncturelle, le désir des banques françaises de conserver des titres français à l'approche de la fin de l'année, la liquidité de ce type de support étant un atout appréciable dans ce contexte particulier.

3.3. Les titres d'État

3.3.1. Le marché primaire

Adjudications des bons du Trésor à taux fixe

Date d'adjudication	Catégorie	Durée	Servi	Ratio de couverture	Taux actuariel annuel moyen
(a)		(b)			
2 nov. 1999	BTF	13 sem.	936	2,07	2,86
2 nov. 1999	BTF	46 sem.	526	1,83	3,50
8 nov. 1999	BTF	13 sem.	953	3,23	2,81
8 nov. 1999	BTF	27 sem.	546	3,36	3,21
15 nov. 1999	BTF	13 sem.	504	1,00	2,81
15 nov. 1999	BTF	52 sem.	802	1,01	3,43
18 nov. 1999	BTAN 3,50 %	5 ans	621	5,54	4,56
18 nov. 1999	BTAN 4 %	2 ans	1 461	2,81	4,00
22 nov. 1999	BTF	13 sem.	1 066	2,72	2,83
22 nov. 1999	BTF	25 sem.	509	2,86	3,25
29 nov. 1999	BTF	13 sem.	1 003	2,47	2,86
29 nov. 1999	BTF	50 sem.	535	2,93	3,58

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

BTAN : Bons du Trésor à intérêts annuels

(b) En millions d'euros

Sur le marché primaire des BTF, les forts volumes de tombées (12 milliards d'euros au total), non compensés par les montants adjugés (6,8 milliards), ont entraîné un nouveau renchérissement relatif des papiers de maturité 3 mois et 6 mois. Malgré la hausse de 50 points de base du taux des opérations principales de la BCE le 4 novembre, le taux moyen pondéré (TMP) du BTF 3 mois a été ainsi, lors des cinq adjudications, stable, à hauteur de 2,75 %. Les conditions d'adjudications du BTF 6 mois ont, elles aussi, été stables sur le 6 mois. Seule la maturité 1 an a présenté un TMP en hausse de 15 points de base entre l'adjudication du 15 novembre et celle du 29 novembre.

La cherté relative des BTF a limité la demande des investisseurs et conduit, malgré des tombées importantes, à des ratios de couverture (montant demandé/volume adjugé) plus faibles, inférieurs à 3 lors des adjudications de BTF 3 mois par exemple.

Le Trésor a également procédé à l'adjudication de 1,461 milliard d'euros de BTAN d'échéance 12 janvier 2002, avec un ratio de couverture de 2,81 et à l'adjudication de 621 millions d'euros de BTAN d'échéance 12 juillet 2004, avec un ratio de couverture de 5,54. Ces deux lignes atteignent dorénavant des encours de, respectivement, 4,46 milliards d'euros et 17,23 milliards.

Émissions d'obligations (État)

(en millions d'euros)

Date de règlement	Sept. 1999	Oct. 1999	Nov. 1999	11 mois 1999
<i>OAT émises</i>				
<i>par voie d'adjudication</i>				
OAT 7,25 % Avril 2006				
Valeur nominale		624		624
Prix d'émission		113,40		
Émission brute		708		708
OAT TEC 10 Janvier 2009				
Valeur nominale				1 005
Prix d'émission				
Émission brute				1 000
OAT 4 % Avril 2009				
Valeur nominale				12 550
Prix d'émission				
Émission brute				12 546
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale				2 562
Prix d'émission				
Émission brute				2 577
OAT 4 % Octobre 2009				
Valeur nominale	3 101	2 444	2 030	18 171
Prix d'émission	91,15	89,67	90,64	
Émission brute	2 827	2 192	1 840	17 024
OAT 6,50 % Avril 2011				
Valeur nominale	610		656	1 266
Prix d'émission	111,07		110,35	
Émission brute	678		724	1 402
OAT 5,50 % Avril 2029				
Valeur nominale		511		2 418
Prix d'émission		93,53		
Émission brute		478		2 493
OATi 3,40 % Juillet 2029				
Valeur nominale		2 800		2 800
Prix d'émission		101,36		
Émission brute		2 838		2 838
<i>OAT destinées aux particuliers</i>				
OAT 4 % Avril 2009				
Valeur nominale				386
Prix d'émission				
Émission brute				393
OAT 4 % Octobre 2009				
Valeur nominale	81	97	108	549
Prix d'émission	93,20	91,70	92,68	
Émission brute	76	89	100	520
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale	24	6	8	190
Prix d'émission	100,28	98,62	98,83	
Émission brute	24	6	7	192
TOTAL				
Valeur nominale	3 816	6 482	2 801	42 519
Émissions brutes	3 605	6 311	2 671	41 694
Amortissements			46	11 643
Émissions nettes	3 605	6 311	2 625	30 051

Sur le marché obligataire, au cours du mois sous revue, les émissions brutes de l'État se sont élevées à 2,7 milliards d'euros, en retrait par rapport au mois d'octobre (6,3 milliards). La part de l'État dans ces émissions a sensiblement reculé, à 24,7 % de la collecte des résidents au mois de novembre sur la place de Paris, contre 42,0 % en octobre, sa part des encours du marché parisien à fin de période étant stable, à près de 52 %. Les fonds ont été levés sur l'OAT 4 % octobre 2009 et sur l'OAT 6,50 % avril 2011. Lors de l'adjudication du 4 novembre 1999, qui portait sur les deux lignes d'OAT, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 2,35 milliards

d'euros, auxquels il faut ajouter 336 millions d'euros de soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'emprunt à 10 ans s'est établi à près de 5,23 %, en baisse de 13 points de base par rapport à l'adjudication du 7 octobre 1999. Le rendement actuariel de l'OAT 6,50 % avril 2011 a été fixé à 5,27 %, en hausse de 7 points par rapport à l'adjudication de septembre 1999.

Les souscriptions des personnes physiques ont porté sur l'OATi 3 % juillet 2009 et sur l'OAT 4 % octobre 2009. Le règlement de ces deux lignes s'est élevé à près de 107 millions d'euros, soit une hausse de près de 13 % par rapport au mois précédent. Les rendements actuariels ont été fixés à 3,19 % pour l'OATi 3 % juillet 2009 et 4,95 % pour l'OAT 4 % octobre 2009.

À la fin des onze premiers mois de l'année 1999, l'État avait réalisé plus de 94 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 45 milliards d'euros. Sur la même période, l'abondement des deux lignes d'OAT indexées sur l'inflation représente près de 5,6 milliards d'euros, soit plus de 13 % des valeurs émises par l'État depuis janvier 1999. Sur cette ligne, l'État a ainsi réalisé plus de 93 % de ses prévisions de l'année, qui s'élèvent à 6 milliards d'euros.

3.3.2. Le marché secondaire

Bons du Trésor

Sur l'ensemble du mois de novembre, les taux des bons du Trésor ont enregistré une évolution contrastée, sous l'influence de facteurs contradictoires. La hausse des taux directeurs du SEBC, le 4 novembre, a entraîné, en début de période, une détente importante de l'ensemble des rendements au-delà de l'échéance 3 mois, cette décision ayant fortement réduit les incertitudes relatives à l'évolution de la politique monétaire. Par la suite, le recul de l'euro contre dollar et la hausse des taux américains ont provoqué un retournement de tendance. Néanmoins, les effets de raréfaction de l'offre, propres aux BTF, se sont ajoutés à ces facteurs fondamentaux et ont provoqué un renchérissement de certains titres.

Ainsi, les taux de 1 mois à 3 mois n'ont que faiblement progressé, respectivement de 8 points de base et 4 points de base, tandis que les taux de 6 mois à un an perdaient jusqu'à 5 points de base et 3 points de base, en dépit de la hausse des taux directeurs.

Conséquence de la rareté relative des titres les plus courts, l'écart de taux du BTF 3 mois avec celui du *swap* 3 mois reste au niveau particulièrement élevé de 41 points de base, tandis que les écarts des échéances 6 mois et 1 an se creusent, atteignant respectivement 18 points de base et 20 points de base. De la même manière, les écarts de taux vis-à-vis des titres européens de même échéance, en particulier belges et italiens, augmentent de nouveau, passant par exemple, pour le BTF 3 mois, à 37 points de base vis-à-vis du titre équivalent italien (contre 26 points de base le mois précédent) et à 34 points de base vis-à-vis du titre belge (contre 5 points de base le mois précédent).

Écart de taux au sein de la zone euro au 30 novembre 1999

(en points de base)

Échéance	France	Allemagne	Italie	Belgique
3 mois	2,79	ns	37	34
6 mois	3,15	ns	14	16
12 mois	3,51	3	8	10
2 ans	4,07	- 1	64	31
5 ans	4,69	- 1	14	42

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

Le compartiment des BTAN, sous les influences diverses des événements de ce mois, n'enregistre au total que des variations relativement limitées : le taux à 2 ans se tend de 6 points de base, à 4,03 %, tandis que le taux à 5 ans est stable, à 4,65 %.

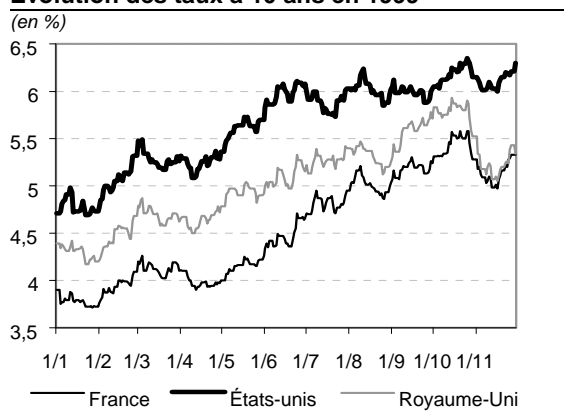
En outre, les BTAN ne semblent pas connaître des problèmes d'offre similaires à ceux des BTF. Le creusement des écarts de taux contre titres italiens et belges à 2 ans et 5 ans constaté en fin de période doit être replacé dans le contexte général de dégradation des marchés de taux qui affecte généralement moins les titres les plus liquides bénéficiant de leur statut d'emprunt de référence (*benchmarks*). Notamment, la perception actuelle du BTAN 5 ans comme référence de la zone lui a permis de ne pas suivre la dégradation ayant affecté les autres titres, à l'exception du titre allemand dont le taux demeure très proche. En revanche, les BTAN ne se sont pas significativement renchérissés vis-à-vis des autres instruments de

taux, ne dénotant pas, à ce stade, de comportements spécifiques liés au passage de fin d'année. Contre *swaps*, le BTAN 2 ans vaut - 23 points de base, contre - 25 points de base en octobre, tandis que le taux du BTAN 5 ans s'écarte de 32 points de base du *swap*, comme le mois précédent. De la même manière, le prix des titres en pension livrée n'a pas subi de tensions particulières sur le mois. Sur trois mois, le titre à 2 ans vaut ainsi, le 30 novembre, 3,00 % (*swap* Eonia - 18 points de base), tandis que le titre à 5 ans, certes plus cher en raison de sa condition de *benchmark*, se traite à 2,98 % (Eonia - 20 points de base).

Obligations

L'épisode de détente sensible des taux longs européens, qui a marqué la fin du mois d'octobre et la première quinzaine du mois de novembre, a été le plus important depuis le début de l'année, - 61 points de base en quatorze séances, ramenant le taux à 10 ans français à 4,97 % le 16 novembre, mais il n'a finalement pas perduré pendant le reste du mois. Au cours de la seconde quinzaine, les taux longs ont renoué avec la tendance haussière qu'ils connaissent depuis mai 1999, et qui suit l'amélioration progressive des perspectives économiques dans la zone euro. Au total, le taux à 10 ans français a peu varié d'une fin de mois à l'autre, revenant de 5,28 % à 5,24 %.

Évolution des taux à 10 ans en 1999

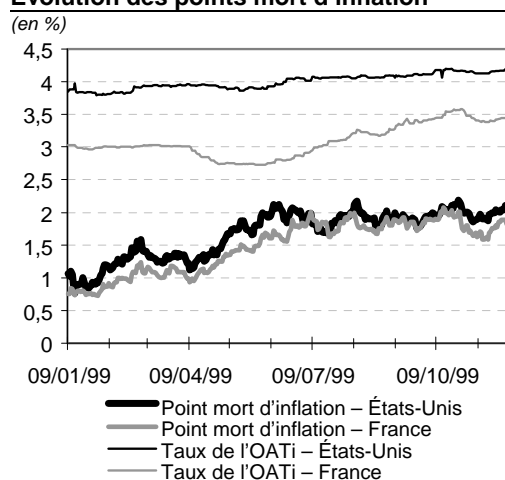


La détente observée lors de la première quinzaine du mois de novembre a prolongé le mouvement amorcé à la fin du mois d'octobre. Les opérateurs ont revu à la baisse leurs anticipations d'inflation, considérant que le relèvement des taux directeurs de la BCE de 50 points de base le 4 novembre était à même de dissiper les risques inflationnistes. Cette analyse est étayée par la baisse du point mort d'inflation tiré de l'OAT indexée, qui a perdu 24 points

de base du 1^{er} au 12 novembre. Les volatilités historiques et implicites ont également diminué, attestant d'une diminution de l'incertitude aux yeux des investisseurs.

Il convient de remarquer que, lors des deux précédentes modifications de taux directeurs (3 décembre 1998 et 8 avril 1999), les taux longs avaient réagi dans le même sens que les taux courts, ce qui n'a pas été le cas cette fois-ci. Les opérateurs de marché ont donc réagi favorablement à l'annonce d'un resserrement monétaire perçu comme nécessaire et préventif.

Évolution des points mort d'inflation



En revanche, dans un contexte de confirmation de l'amélioration des prévisions de croissance pour l'Europe émanant, notamment, de l'OCDE, les rendements se sont tendus au cours de la seconde quinzaine du mois de novembre. Le marché européen a été également fragilisé par la remontée des prix du pétrole et la hausse des taux longs aux États-Unis ainsi que par la baisse de l'euro contre le dollar. Cette dégradation s'est accompagnée d'une remontée de 26 points de base entre les 16 et 30 novembre du point mort d'inflation tiré de l'OATi français, qui a terminé le mois à 1,86 %.

L'écart de taux sur emprunts phares à 10 ans entre la France et les États-Unis s'est élargi au cours du mois de novembre, gagnant 17 points de base, pour finir à 104 points de base le 30 novembre. Ce mouvement a reflété l'impact positif sur la courbe des taux européens de la décision de la BCE.

En revanche, l'écart de taux entre les emprunts phares à 10 ans britanniques et français s'est très sensiblement réduit, pour ressortir à +9 points de base le 30 novembre, après s'être même ponctuellement inversé. Le marché britannique, caractérisé par un phénomène de rareté de l'offre de papier sur les échéances 10 ans et 30 ans, a également bénéficié de réallocations de portefeuille favorisées par la progression du taux de change de la livre sterling contre euro.

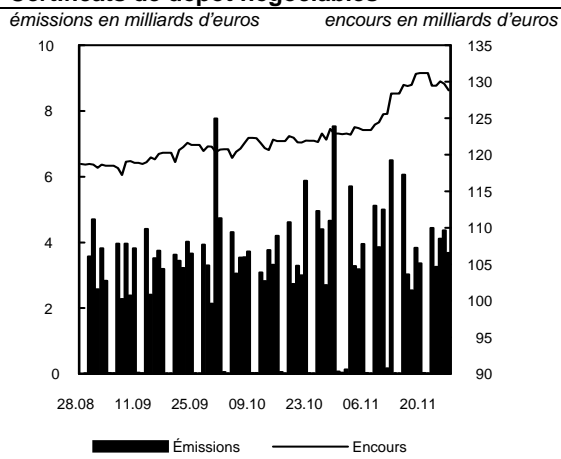
3.4. Les titres des entreprises financières et non financières

Le mois de novembre a été marqué par une augmentation sensible des émissions obligataires des établissements de crédit, liée au lancement des obligations foncières, et par une contraction des émissions obligataires des entreprises non financières.

3.4.1. Les entreprises financières

Les émissions de certificats de dépôt négociables

Certificats de dépôt négociables



Émissions de CDN en novembre 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 3 jours	26,4	34,9
De 4 jours à 9 jours	4,9	6,4
De 10 jours à moins de 1 mois	11,3	14,9
De 1 mois à moins de 3 mois	18,4	24,3
De 3 mois à moins de 6 mois	13,6	17,9
De 6 mois à 1 an	1,1	1,6
Total	75,7	100,0

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en pourcentage)

	30 oct. au 5 nov.	6 au 12 nov.	13 au 19 nov.	20 au 26 nov.
Certificats à 1 jour	2,95	2,97	2,95	2,98
Certificats à 10 jours	2,86	2,91	2,90	2,94
Certificats à 30 jours	2,92	3,02	3,04	3,07
Certificats à 90 jours	3,53	3,53	3,53	3,52
Certificats à 180 jours	3,59	3,59	3,46	3,47

L'encours des certificats de dépôt a progressé par rapport au mois antérieur. Il s'établissait, en données provisoires, à 128,8 milliards d'euros le 26 novembre, contre 122,9 milliards à la fin du mois d'octobre (titres libellés en monnaie *in* globalisés en contre-valeur euros).

Le nombre d'émetteurs gérant un encours est en recul par rapport au mois d'octobre. Il s'est établi à 299 le 26 novembre, contre 304 le mois précédent. À fin novembre, les 6 premiers d'entre eux, seuls établissements à disposer d'un encours supérieur à 5 milliards d'euros, représentaient 28,8 % de l'encours global : la Banque fédérative du crédit mutuel (7,4 milliards), le Crédit Lyonnais (6,4 milliards), la BNP (6,2 milliards), Paribas (6 milliards), la Compagnie financière du crédit mutuel de Bretagne (5,9 milliards), et la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance (5,1 milliards).

Le mois sous revue ne comportant que quatre semaines d'activité contre cinq pour la période précédente, les volumes se sont repliés sensiblement. Face aux *tombées*, qui s'élèvent seulement à 69,8 milliards d'euros, contre 99,7 milliards au mois d'octobre, les émissions sont en recul de 25,5 milliards, à 75,7 milliards, contre 101,2 milliards au mois d'octobre.

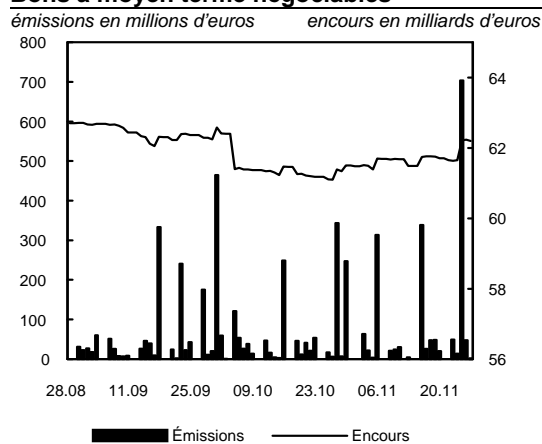
La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteurs* a sensiblement varié, les sociétés industrielles et commerciales devenant les principaux investisseurs (ils recouvrent plus du tiers des émissions, avec 38 %) devant les établissements de crédit et les OPCVM, avec, respectivement, 27 % et 21 %. La part des non-résidents reste marginale.

Les émissions du mois révèlent, quant à la *durée*, une augmentation significative des titres émis entre un jour et trois jours, puisqu'ils représentent 35 % du total des émissions du mois, contre 23 % en octobre. La part des émissions réalisées entre dix jours et trois mois est stable, à 39 %.

Les taux de rendement moyens observés au cours de la période sous revue ont globalement continué de s'inscrire dans une tendance haussière déjà constatée au cours du mois précédent. Le relèvement de 50 points de base des taux directeurs, le 4 novembre, a entraîné une tension très importante au cours de la première semaine, pendant laquelle ont été enregistrées des hausses comprises entre 21 points de base et 28 points de base sur les maturités allant de un jour à dix jours. Cette tendance s'est poursuivie d'une façon plus modérée sur le reste du mois, avec des hausses comprises entre 3 points de base et 12 points de base selon les maturités. À l'opposé de cette évolution, les taux des certificats de dépôt à un an ont reculé légèrement. Les émissions à taux fixe demeurent prépondérantes, avec 86 % du montant total.

Les émissions de bons à moyen terme négociables

Bons à moyen terme négociables



Émissions de BMTN en novembre 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	0,1	3,2
De 2 ans à moins de 3 ans	0,3	19,6
De 3 ans à moins de 5 ans	0,1	6,2
De 5 ans à moins de 7 ans	1,0	53,8
De 7 ans et plus	0,3	17,2
Total	1,8	100,0

Taux de rendement à l'émission des BMTN

	30 oct.		6		13		20	
	au	5 nov.	au	12 nov.	au	19 nov.	au	26 nov.
Bons à 1 an 1 jour	3,39	–	–	–	3,56	–	–	3,77
Bons à 2 ans	4,24	–	3,90	–	4,01	–	–	4,18
Bons à 3 ans	4,47	–	4,50	–	4,54	–	–	4,72
Bons à 5 ans	4,99	–	4,65	–	5,00	–	–	4,54
Bons à 7 ans	–	–	–	–	5,33	–	–	–
Bons à 10 ans	–	–	–	–	–	–	–	5,75

Au 26 novembre, l'*encours* total des BMTN, dont 98,3 % provenaient des entreprises financières (le solde étant constitué d'une douzaine d'émetteurs non bancaires) s'élevait à 62,2 milliards d'euros, contre 61,5 milliards le 29 octobre. Il se répartissait entre 215 émetteurs, dont 2 émetteurs non résidents : Peugeot Finance International NV et Morgan Stanley Dean Witter. Les 4 principaux émetteurs, disposant d'un encours supérieur à 2,5 milliards d'euros et représentant 27 % de l'encours global, étaient la Société générale (6,53 milliards), le Comptoir des entrepreneurs (3,65 milliards), Paribas SA (3,44 milliards) et le Crédit Lyonnais (2,96 milliards).

Le mois de novembre a été caractérisé par un niveau d'activité assez proche de celui du mois précédent. Le volume des *émissions* a atteint 1,78 milliard d'euros, contre 2,1 milliards en octobre, face à un montant de *tombées* de 1,08 milliard (2,97 milliards en octobre). Le Comptoir des entrepreneurs s'est distingué comme l'émetteur le plus actif, avec 696 millions d'euros, devant la Société générale (600 millions).

La ventilation mensuelle par catégories de *souscripteurs* fait apparaître une répartition très concentrée sur les contreparties bancaires, les établissements de crédit étant les principaux contributeurs, avec 86,4 % du montant global d'émissions, contre 65,0 % pour le mois d'octobre. En dehors des sociétés industrielles, qui ont acquis 7,1 % des émissions, les autres intervenants n'ont exercé qu'une présence marginale, le solde des souscriptions se répartissant essentiellement entre non-résidents (2,8 %), OPCVM (1,4 %), ménages (1,1 %) et

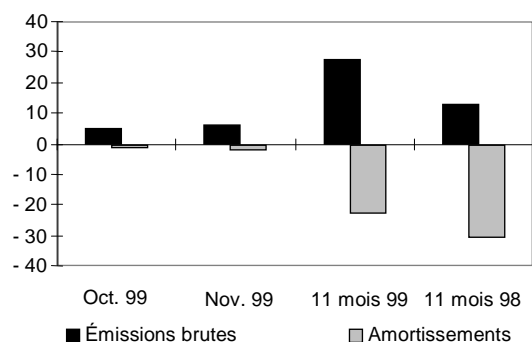
entreprises d'assurances, caisses de retraites et mutuelles (1,0 %).

L'examen des *durées initiales* des émissions du mois traduit un allongement des termes traités, les opérations réalisées sur durées supérieures à cinq ans recueillant 71 % du montant total, contre 52 % pour le mois précédent. *A contrario*, les titres d'une durée inférieure à deux ans n'ont représenté que 3,2 % de la production, contre 17,4 % pour le mois d'octobre.

Les contrats à taux fixe ont constitué la plus forte part du volume d'opérations, avec 54 % du montant global, devant les titres à taux variables ou révisables (Eonia : 34 %, Euribor 3 mois : 9 %, Euribor 1 mois : 2 %). Les produits structurés n'ont représenté que 1 % de ce total.

Le marché obligataire (primaire et secondaire)

Émissions d'obligations Établissements de crédit et assimilés (en milliards d'euros)



En novembre, le montant des émissions brutes d'obligations des établissements de crédit a fortement augmenté par rapport à celui du mois précédent (6,6 milliards d'euros, après 5,3 milliards en octobre et 0,4 milliard en septembre) ; les émissions nettes sont positives (4,5 milliards d'euros) et les encours nominaux poursuivent leur hausse depuis la fin du mois de septembre 1999 (219 milliards à fin novembre, après 215 milliards à fin octobre et 212 milliards fin septembre). Ce renversement de tendance est essentiellement dû à la mise en place du nouveau marché des obligations foncières, courant octobre 1999. En effet, les plus importantes émissions du secteur ont été effectuées par le Crédit foncier de France (CFF) par l'intermédiaire de sa filiale, la Compagnie de financement foncier. Au cours du mois sous revue, cet établissement a levé

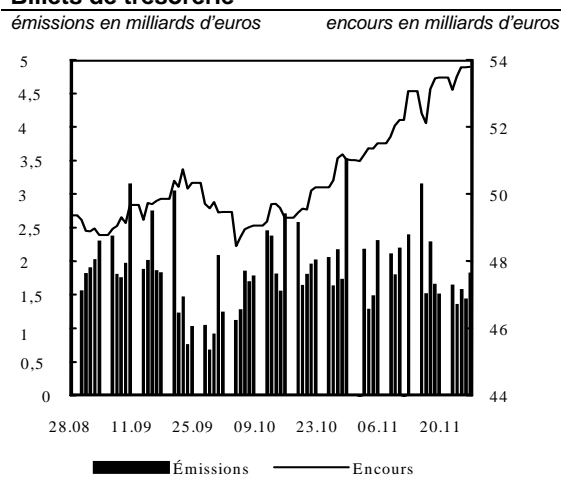
3,7 milliards d'euros sur le nouveau marché des obligations foncières.

À fin novembre 1999, les encours représentent 29 % des encours totaux de l'endettement obligataire des résidents sur la place de Paris. Pour les onze premiers mois de l'année 1999, les émissions brutes de ce secteur se sont élevées à 27,6 milliards d'euros, représentant plus du double de celles de la période correspondante de 1998.

3.4.2. Les entreprises non financières

Les émissions de billets de trésorerie

Billets de trésorerie



Émissions de BT en novembre 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 3 jours	11,6	34,3
De 4 jours à 9 jours	0,6	1,7
De 10 jours à moins de 1 mois	4,3	12,9
De 1 mois à moins de 3 mois	10,6	31,3
De 3 mois à moins de 6 mois	6,2	18,4
De 6 mois à 1 an	0,5	1,4
Total	33,8	100,0

Taux de rendement à l'émission des BT (en pourcentage)

	30 oct au 5 nov.	6 au 12 nov.	13 au 19 nov.	20 au 26 nov.
Billets à 1 jour	2,83	3,10	2,99	2,97
Billets à 10 jours	3,03	3,04	3,03	3,06
Billets à 30 jours	3,02	3,08	3,13	3,15
Billets à 90 jours	3,60	3,56	3,48	3,46
Billets à 180 jours	3,90	3,89	3,47	3,36

L'encours des billets de trésorerie a poursuivi sa progression pour atteindre un nouveau maximum historique de 53,8 milliards d'euros le 26 novembre, contre 51 milliards le 29 octobre et 50,3 milliards le 24 septembre.

Le niveau d'activité, portant sur quatre semaines seulement, s'est inscrit en sensible retrait par rapport à ceux des deux mois précédents. Le montant des *émissions* a atteint 33,8 milliards d'euros, contre 45,8 milliards en octobre ; celui des *tombées* s'est élevé à 31,1 milliards, contre 45,1 milliards pour le mois précédent.

Le *nombre d'émetteurs* s'établissait, le 26 novembre, à une centaine d'unités, dont 16 entités non résidentes. En fin de période, General Electric Capital Corporation continuait de ressortir comme le principal émetteur, avec un encours toujours en progression (5,7 milliards d'euros, contre 5,2 milliards à fin octobre), devant le groupe Vivendi (3,8 milliards), LVMH (2,4 milliards) et Antalis (2,3 milliards).

La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteurs* révèle, en dehors de la traditionnelle prédominance des établissements de crédit (58,3 % du total, contre 63,6 % en octobre), une présence assez marquée des sociétés industrielles et commerciales, lesquelles, après la faible participation du mois d'octobre (20,9 % du montant global), retrouvent avec une part de 29 % un niveau similaire à ceux atteints au cours des mois d'août (29,7 %) et de septembre (25,4 %). Avec environ 10 % du total, les OPCVM ont constitué l'essentiel du solde de la souscription.

La structure des émissions, en termes de *durée*, révèle un raccourcissement des échéances, en particulier la part des opérations réalisées entre un jour et trois jours constituant plus du tiers du montant total des émissions (34,3 %). La part des émissions venant à échéance en janvier 2000 s'est amoindrie par rapport au mois d'octobre ; elle a représenté 15 % du montant global, contre 24 % précédemment.

La hausse des taux directeurs décidée en début de période a entraîné une hausse des *taux de rendement à l'émission* des titres d'une durée inférieure à 30 jours, les rémunérations, qui s'étaient déjà tendues fin octobre, s'appréciant encore de 25 points de base à 30 points de base, suivant les échéances, par rapport à la fin du mois d'octobre. Le *spread* par rapport au *swap*

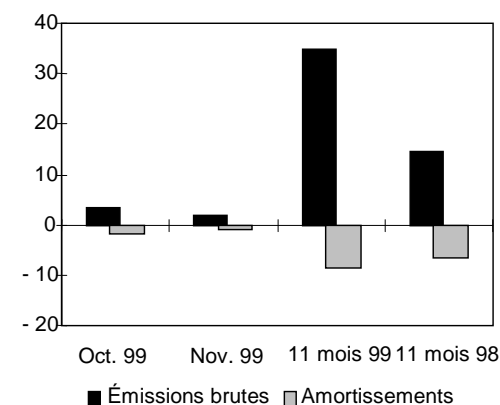
contre Eonia des émissions venant à échéance en janvier 2000 s'est établi entre + 49 points de base et + 52 points de base, contre une fourchette de + 37 à + 45 points de base le mois précédent.

Les émissions obligataires

Émissions d'obligations

Secteur non financier

(en milliards d'euros)



Au cours du mois sous revue, les *sociétés non financières* et les *autres émetteurs* ont levé 1,6 milliard d'euros, contre plus de 3,4 milliards en octobre 1999, soit une diminution de près de 53 %.

Cette évolution est due à une moindre intervention des entreprises privées, qui avaient été très actives, notamment au premier semestre 1999, sur le marché des obligations convertibles en actions.

Pour les onze premiers mois de 1999, les émissions brutes du secteur non financier se sont élevées à plus de 35 milliards d'euros, représentant plus de 33,6 % des émissions totales (19,0 % pour la période correspondante de 1998).

Les émetteurs ont poursuivi leur programme de conversion en euros, la région Île-de-France ayant converti la part de sa dette qui arrivera à échéance après le 31 décembre 2001.

3.5. Les actions

3.5.1. Le marché primaire

Émissions d'actions et de certificats d'investissement

(en milliards d'euros)

	Année 1998	10 mois 1998	10 mois 1999	Sept. 1999	Oct. 1999
Sociétés non financières	47,39	42,58	23,69	1,12	1,47
Établissements de crédit	1,34	0,89	0,96	0,06	0,05
Compagnies d'assurance	0,23	0,21	0,03	–	–
Administrations publiques	0,02	0,02	0,02	–	–
Total émis (a)	48,98	43,70	24,70	1,18	1,52
dont : Titres cotés (b)	10,54	8,46	7,00	0,21	0,56
Appel public à l'épargne (b)	7,19	5,08	5,37	0,02	0,49

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

(b) Cote officielle, Second marché

Sources : SBF-Bourse de Paris, Banque de France

Le mois d'octobre a été marqué par une sensible augmentation des émissions d'actions réglées en numéraire, qui sont passées de 1,2 milliard d'euros en septembre³ à 1,5 milliard au cours du mois sous revue, soit une augmentation de 25 %, les émissions restant toutefois inférieures de plus de 30 % à celles d'octobre 1998 (2,2 milliards d'euros). Les sociétés non financières restent les acteurs principaux du marché.

La plus importante émission d'actions en numéraire a été effectuée par Eurotunnel, pour 255 millions d'euros.

Pour les dix premiers mois de l'année 1999, le montant des émissions d'actions s'est élevé à 24,7 milliards d'euros, en recul de près de 43,5 % d'une année à l'autre.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont revenues de 8,4 milliards d'euros en 1998 à 7 milliards. À fin octobre, elles représentaient plus de 28 % du montant total des émissions d'actions, contre plus de 19 % pour la période correspondante de 1998.

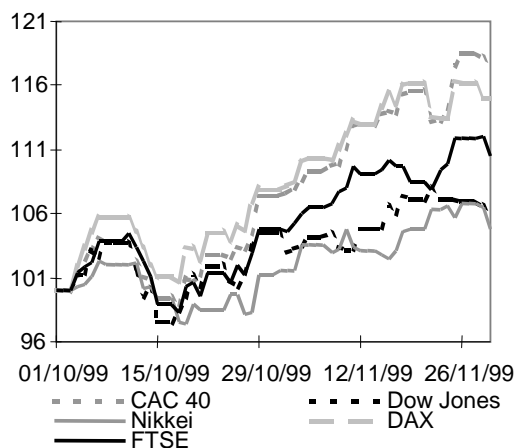
Au mois de novembre, 2 sociétés – Thomson Multimedia et Business Object – ont été introduites au Premier marché de la Bourse de Paris, tandis que 6 sociétés faisaient leur entrée au Nouveau marché, portant à 111 le nombre d'entreprises cotées sur celui-ci.

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

3.5.2. Le marché secondaire

La Bourse de Paris a très sensiblement progressé au cours du mois de novembre, l'indice CAC 40 gagnant 9,3 %, pour finir le 30 novembre à 5 341 points. Treize records ont été battus au cours des 20 journées d'activité, le nouveau plus haut niveau étant le 26 novembre à 5 397 points.

Évolution des principaux indices boursiers

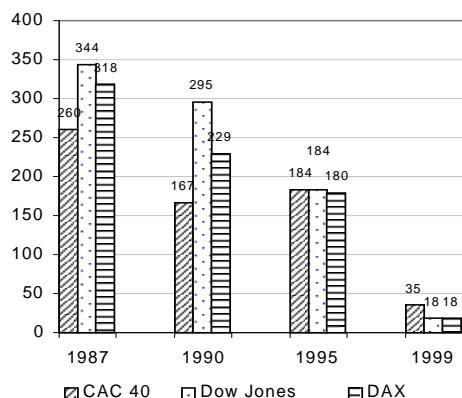


Cette progression mensuelle se classe parmi les meilleures des indices de la zone euro, derrière l'indice finlandais (+ 24,5 %), mais avant les indices allemand DAX (+ 6,7 %) et néerlandais (+ 5,3 %). Elle devrait conforter la position atteinte par la Bourse de Paris à la fin du mois d'octobre de première place financière de la zone euro en termes de capitalisation, à 1 170 milliards d'euros selon la Fédération internationale des bourses de valeur.

La capitalisation boursière parisienne progresse à un rythme soutenu depuis 1996, plus de 30 % par an en monnaie locale. Sur les dix premiers mois de 1999, elle a crû de près de 40 %. Ces avancées sont dues en partie à l'élargissement progressif de la cote parisienne mais surtout à la hausse sensible des cours boursiers, qui s'est accélérée en France depuis 1995, amorçant un mouvement de rattrapage par rapport aux bourses allemande et américaine qui avaient davantage progressé les années antérieures.

Progressions du CAC 40, du DAX et du Dow Jones au 30 novembre 1999

(en pourcentage à partir de quatre dates de référence)



La progression de la Bourse de Paris en novembre s'inscrit dans un contexte de grande confiance des investisseurs, l'ensemble des bourses occidentales ayant bénéficié de la publication du rapport semestriel de l'OCDE réévaluant à la hausse les perspectives de la croissance mondiale pour les années 1999 et 2000. Les valeurs françaises ont, en outre, été portées par un consensus des principaux instituts de conjoncture quant à la robustesse de la croissance en Europe et plus particulièrement en France.

La progression de la place parisienne est, toutefois, restée différenciée selon les valeurs, selon les indices et, surtout, selon les secteurs d'activité. Si une valeur du CAC 40 sur deux avait atteint, au 30 novembre, son plus haut niveau en novembre ou octobre 1999, sept valeurs affichaient toujours des performances négatives depuis le début de l'année. En outre, les indices étroits (CAC 40 : + 9,3 %) ont davantage progressé que les indices larges (SBF 250 : + 8,7 %) et les valeurs moyennes (MidCac : + 7,6 %), reflétant une relative concentration du mouvement de hausse sur les plus grosses capitalisations.

La hausse du CAC 40 a été soutenue, comme l'ensemble des bourses mondiales, par le secteur des télécommunications au sens large (France Télécom, Bouygues, Alcatel, Equant), dont les valeurs ont gagné environ 20 % en un mois dans le sillage de l'offre publique d'échange de Vodafone sur Mannesman, perçue comme le signal d'accélération de la restructuration du secteur. Ces quatre valeurs figuraient au 30 novembre parmi les cinq plus fortes

progressions du CAC 40 depuis le début de l'année.

Les valeurs de télécommunications ont entraîné dans leur sillage le secteur des valeurs dites « technologiques », également soutenu par le jugement de l'affaire Microsoft, ce qui s'est répercuté aux marchés de valeurs de croissance, et notamment au Nouveau marché parisien dont tous les indicateurs d'activité ont affiché des hausses exceptionnelles en novembre. L'indice Nouveau marché a progressé de 45,8 % en un mois — performance supérieure à celles du Nasdaq (+ 12,5 %) et du Neuer Markt (+ 24,3 %), mais inférieure à celle du Nuovo Mercato (+ 130,6 %) —, ce qui porte la hausse à 66,9 % depuis le début de l'année. Les volumes de transactions sur ce marché ont plus que doublé par rapport à octobre et ont atteint un plus haut niveau historique (42,1 millions d'euros, en moyenne quotidienne).

3.6. Les titres d'OPCVM

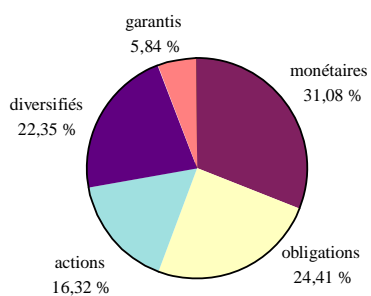
Grâce à une reprise des souscriptions, le rythme de progression annuel de l'encours des titres d'OPCVM monétaires a accéléré, de + 10,4 % en octobre 1999 à + 13,1 % en novembre.

En raison de la faiblesse conjuguée des souscriptions et des performances, l'encours des titres d'OPCVM obligataires a, de nouveau, diminué et s'est établi à 125 milliards d'euros (- 5,5 % en rythme annuel).

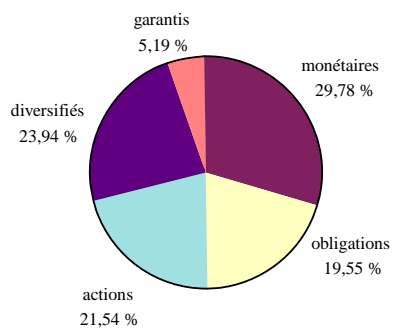
La progression annuelle de l'encours des titres d'OPCVM « actions » est demeurée très élevée (+ 55,7 % en novembre), grâce à un effet performance important. Il en est de même des titres d'OPCVM « diversifiés », à un degré moindre toutefois (+ 26,4 %). En revanche, la croissance annuelle de l'encours des titres d'OPCVM garantis est demeurée plus faible (5,0 %).

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

OPCVM novembre 1998



OPCVM novembre 1999



Source : Commission des opérations de bourse

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

Transactions sur titres français

Les transactions sur les actions françaises cotées ont été principalement le fait des non-résidents clients des dépositaires français. Les investisseurs institutionnels (entreprises d'assurance et caisses de retraite, établissements de crédit, OPCVM) ont été à l'origine de la quasi-totalité des opérations sur obligations françaises. Les sociétés ont réalisé un peu moins de 40 % des échanges sur les titres d'OPCVM monétaires et les investisseurs institutionnels sont intervenus dans près de 45 % des transactions sur les titres d'OPCVM monétaires et dans plus de 55 % des transactions sur les titres d'OPCVM non monétaires.

Part des transactions (%)

	Actions cotées	Obligations	Titres d'OPCVM monétaires	Titres d'OPCVM non monétaires
Ménages	2,2	0,1	2,2	11,8
Sociétés	1,9	0,6	38,7	16,6
Autres agents non financiers	1,3	0,3	14,1	14,0
Investisseurs institutionnels	16,5	96,4	44,4	56,0
Non-résidents	78,2	2,7	0,5	1,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Pour mémoire :				
Transactions de l'enquête (a)	582,2	5 300,4	411,1	94,0
Transactions Sicovam-COB (a)	697,3	5 886,6	nd	nd

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

Détention des titres français

La part des investisseurs institutionnels dans la capitalisation actions de la Bourse de Paris représente près de 25 % des encours recensés. Les non-résidents clients des dépositaires français détiennent plus de 35 % du capital des entreprises françaises cotées.

Plus de 70 % 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 59 % des titres d'OPCVM non monétaires. La part des ménages, deuxième détenteur de cette seconde catégorie de valeurs, avoisine 32 %.

Part de détention (%)

	Actions cotées	Obligations	Titres d'OPCVM monétaires	Titres d'OPCVM non monétaires
Ménages	10,6	7,4	16,0	31,7
Sociétés	20,1	3,8	33,4	9,8
Autres agents non financiers	8,1	1,6	13,1	7,5
Investisseurs institutionnels	24,9	72,7	36,4	49,2
Non-résidents	36,3	14,5	1,1	1,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Pour mémoire :				
Encours de l'enquête (a)	802,4	710,2	143,8	334,0
Capitalisation boursière Sicovam-COB (a)	1 009,5	723,3	180,9	420,8

(a) Montants en milliards d'euros

Investissements nets en titres français

Les comportements des agents économiques ont été nettement différenciés et ont varié en fonction des catégories de valeurs. Néanmoins, les non-résidents clients des dépositaires français et les sociétés présentent une position d'acheteurs nets sur toutes les catégories de valeurs. De même, tous les secteurs ont renforcé leur position en titres d'OPCVM non monétaires. Seuls les autres agents non financiers (administrations publiques, associations et groupements divers) ont été vendeurs nets de titres d'OPCVM monétaires. Par ailleurs, les investisseurs institutionnels et les ménages ont désinvesti en actions françaises cotées et en obligations françaises.

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	- 3,0	- 0,9	2,0	1,2
Sociétés	1,2	0,7	0,6	0,4
Autres agents non financiers	- 2,7	9,9	- 5,2	2,0
Investisseurs institutionnels	- 2,7	- 2,2	4,2	4,7
Non-résidents	6,8	6,6	8,0	1,3
Total	1,3	- 0,7	1,4	2,9

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

4. Chronologie

2 novembre

Mis en cause dans l'affaire judiciaire de la MNEF, Dominique Strauss-Kahn démissionne de ses fonctions de ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Il est remplacé par le secrétaire d'État au Budget, Christian Sautter.

4 novembre

La Banque centrale européenne décide de relever ses taux d'intervention à titre préventif, afin de créer les conditions d'une croissance non inflationniste. Le taux des opérations principales de refinancement passe de 2,5 % à 3,0 %, celui des facilités de prêt marginales de 3,5 % à 4,0 % et celui des facilités de dépôt de 1,5 % à 2,0 %.

22 novembre

Le Premier ministre annonce une dotation supplémentaire de FRF 25 milliards pour les régions, dans le cadre des contrats de plan 2000-2006.

23 novembre

L'Assemblée nationale adopte, en première lecture, le projet de budget pour l'année 2000. Parmi les dispositions votées par les députés, figurent la fixation à FRF 50 000 d'un seuil unique d'exonération pour l'ensemble des plus-values mobilières, la levée du secret professionnel, au bénéfice de l'administration fiscale, sur l'activité de l'ensemble des professions libérales et l'abaissement du plafond des paiements en espèces de FRF 50 000 à FRF 20 000. En outre, les revenus de l'épargne des particuliers soumis à prélèvement libératoire devront être déclarés au fisc.

Le Collège des autorités financières présente au ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie ses propositions en vue d'améliorer la transparence et le contrôle des opérations boursières hostiles.

24 novembre

Dans le collectif budgétaire de fin d'année adopté en Conseil des ministres, le déficit est réduit de FRF 2 milliards, les nouvelles dépenses étant plus que compensées par un montant de crédits non utilisés de FRF 25 milliards auquel s'ajoutent 6 milliards de plus-values fiscales. Par ailleurs, les porteurs d'emprunts russes seront indemnisés sur une base forfaitaire de FRF 800 complétée d'un montant proportionnel au nombre de titres détenus dans la limite d'un plafond de 300 titres (soit 150 000 francs-or de 1914).

Le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie annonce une réforme du plan d'épargne en actions (PEA) destinée à permettre aux titulaires de conserver les titres de sociétés devenues étrangères suite à une OPE.

L'impact de la crise des pays émergents sur le commerce mondial

La crise financière qui a affecté à partir de l'été 1997 l'Asie, puis la Russie et une partie de l'Amérique latine, s'est diffusée au reste du monde par l'intermédiaire de plusieurs canaux, dont l'un des plus importants a été le commerce international.

Provoquant une contraction sévère des importations des économies concernées et redistribuant les cartes de la compétitivité, la crise a pénalisé les exportations des autres pays, en particulier ceux du monde industrialisé. L'affaiblissement de la conjoncture qui en a résulté a pesé sur les demandes internes et, par voie de conséquence, sur les importations des économies développées.

Le commerce mondial s'est ainsi comporté comme une vaste caisse de résonance du choc initial.

Au plan international, le degré d'exposition au risque émergent explique les variations dans l'ampleur des effets sur le commerce des différentes zones géographiques.

Au sein de la zone euro, cependant, l'étroite imbrication des économies a conduit à une harmonisation des effets de la crise, malgré des degrés d'exposition au risque différents au départ.

Jean-François DAUPHIN
*Direction des Études économiques et de la Recherche
Service d'Études sur les économies étrangères*

En juillet 1997, la chute brutale du bath thaïlandais marquait le premier épisode de la crise financière qui, en quelques mois, allait se propager à de nombreux pays d'Asie, avant de toucher en août 1998 la Russie, puis une partie de l'Amérique latine, dont le Brésil au début de 1999.

La défiance des investisseurs internationaux envers des économies dont les fondamentaux ont brusquement été jugés plus fragiles que ce qu'on croyait jusqu'alors s'est traduite par un retrait massif de capitaux et a provoqué un effondrement des devises et des bourses concernées. Au plus fort de la crise, le won coréen a ainsi perdu près de 55 % de sa valeur par rapport au dollar et la roupie indonésienne 85 %.

Les désordres macroéconomiques qui ont suivi ont conduit à mettre en œuvre dans les pays en crise des programmes de restructurations qui ont contribué à la contraction des demandes internes ; conjuguée aux effets-prix des dévaluations, celle-ci a entraîné une chute brutale de leurs importations.

Le commerce international est ainsi devenu un vecteur essentiel de propagation de la crise à l'ensemble du monde.

Un peu plus de deux ans après le début des événements, la disponibilité des statistiques permet de tracer un premier bilan de la façon dont les échanges mondiaux, en particulier les commerces extérieurs des pays industrialisés, ont été affectés.

1. Les effets attendus de la crise des pays émergents sur le commerce mondial

Alors même que la crise se déroulait, les canaux de transmission de ses effets sur les économies développées étaient connus : affaiblissement du commerce mondial, baisse des cours des matières premières, reflux des taux d'intérêt, fragilisation des systèmes bancaires, etc. Les mécanismes par lesquels les échanges extérieurs des pays industrialisés seraient affectés pouvaient d'ores et déjà être décrits.

1.1. Un effet-prix et un effet-volume

Les réajustements monétaires ont en effet redistribué les cartes de la compétitivité au niveau mondial : exprimées en dollars, les exportations des pays ayant dévalué sont devenues moins chères et ont ainsi acquis un avantage concurrentiel sur les marchés domestiques des économies industrialisées et des autres pays émergents. À l'inverse, le prix des importations s'est élevé là où les devises s'étaient dépréciées. À cet effet prix allait s'ajouter l'impact, sur les importations des pays en crise, de la contraction des demandes internes due aux restructurations.

L'effet direct attendu sur les pays industrialisés dépendait de façon évidente de l'orientation de leur commerce extérieur : avec près de 20 % de leurs exportations à destination de l'Asie¹, les États-Unis étaient *a priori* potentiellement plus affectés que la France, pour laquelle cette région ne représente que 7 % des débouchés externes, mais moins que le Japon, dont presque la moitié des exportations sont tournées vers l'Asie.

Matrice de pondérations utilisée pour le calcul des demandes mondiales

(en pourcentage)

	Part dans les exportations de...										
	DE	FR	BE	ES	IT	NL	GB	US	CA	JP	E11
des importations de...											
Allemagne (DE)	–	16,1	19,4	14,5	16,4	23,3	12,0	4,1	1,3	4,4	–
Autriche	5,9	1,2	1,1	1,0	2,6	1,4	0,8	0,4	0,2	0,3	–
France (FR)	10,2	–	17,2	20,7	12,8	9,4	9,7	2,6	0,7	1,5	–
Belgique (BE)	6,2	8,6	–	2,8	2,8	15,4	5,1	1,5	0,4	0,8	–
Espagne (ES)	3,6	8,0	3,0	–	5,2	2,8	4,1	1,0	0,2	0,6	–
Finlande	1,0	0,5	0,6	0,4	0,5	0,7	1,1	0,4	0,1	0,3	–
Irlande	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,6	5,3	0,7	0,1	0,4	–
Italie (IT)	7,7	10,2	6,4	9,2	–	6,7	5,4	1,4	0,6	0,8	–
Pays-Bas (NL)	7,3	4,4	13,0	3,6	2,7	–	6,6	2,1	0,5	1,5	–
Portugal	1,0	1,4	0,8	8,4	1,3	0,8	1,0	0,2	0,0	0,2	–
Zone euro (E11)	43,3	50,9	61,9	61,1	44,7	61,2	50,9	14,2	4,1	10,8	–
Danemark	1,8	0,9	1,0	0,6	0,8	1,7	1,3	0,3	0,1	0,2	2,6
Grèce	0,8	0,8	0,6	1,0	2,1	1,0	0,7	0,1	0,0	0,2	2,0
Royaume-Uni (GB)	8,4	10,0	9,5	8,7	6,6	11,1	–	5,2	1,6	3,0	18,3
Suède	2,5	1,4	1,6	0,9	1,0	2,7	2,7	0,5	0,1	0,3	4,0
UE hors zone euro	13,5	13,0	12,7	11,2	10,5	16,5	4,7	6,1	1,8	3,6	26,9
Union européenne	56,8	63,9	74,6	72,3	55,2	77,7	55,7	20,3	6,0	14,4	26,9
États-Unis (US)	7,5	6,3	4,7	4,4	7,8	3,6	11,9	–	80,6	27,4	12,7
Canada (CA)	0,7	0,9	0,4	0,6	0,9	0,4	1,9	19,7	–	1,8	1,5
Japon (JP)	2,7	2,1	1,5	1,5	2,6	1,2	2,9	11,6	4,3	–	4,4
Autres G 7	10,8	9,3	6,6	6,4	11,2	5,2	16,7	31,3	84,9	29,2	18,5
Australie	0,8	0,6	0,4	0,4	0,8	0,3	1,7	2,1	0,5	2,2	1,3
Nouvelle-Zélande	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,1	0,5	0,2
Norvège	0,9	0,5	0,6	0,5	0,6	0,8	1,4	0,3	0,3	0,3	1,5
Suisse	5,1	4,0	2,1	1,3	3,8	2,1	2,0	1,2	0,3	0,5	7,4
Autres pays industrialisés	7,0	5,1	3,2	2,3	5,4	3,3	5,4	4,0	1,2	3,4	10,5
Amérique latine	2,4	2,2	1,1	6,1	3,9	1,4	1,8	18,1	1,9	4,1	5,0
Afrique	1,6	5,2	1,9	3,0	2,4	1,4	2,6	1,3	0,5	1,2	4,8
Asie (hors Japon)	8,1	7,0	5,4	4,0	7,8	4,7	8,8	19,2	4,3	44,2	13,4
Moyen-Orient	3,9	3,9	4,1	3,4	6,6	2,7	6,1	4,4	0,8	2,9	8,1
Europe transition	9,4	3,3	3,1	2,5	7,4	3,5	2,9	1,4	0,4	0,6	12,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

NB : Le tableau se lit en colonne : par exemple, dans la première, on lit que 5,9 % des exportations allemandes sont à destination de l'Autriche, 10,2 % de la France, etc. Ainsi, le poids de l'Autriche dans la demande mondiale adressée à l'Allemagne est 5,9, celui de la France 10,2...

Source : FMI (via la base Chelem du CEPIL, pondérations de 1996, commerce de biens)

¹ Hors Japon

Cependant, en pénalisant directement les exportations des pays industrialisés, la crise des économies émergentes devait provoquer un affaiblissement global de la conjoncture de ces pays qui affecterait à son tour leurs importations. Ainsi, par exemple, la France subirait non seulement la contraction des importations asiatiques, mais aussi ses effets sur l'activité en Allemagne, aux États-Unis, etc.

En résumé, on s'attendait à ce que les exportations des pays développés soient affectées par :

- un effet-volume lié à la chute des importations dans les pays en crise et à son impact dépressif sur l'ensemble des autres économies ;
- des pertes de compétitivité-prix sur les marchés asiatiques, russe et brésilien et sur les marchés tiers où elles sont en concurrence avec les exportations asiatiques, russes et brésiliennes.

1.2. Des effets *ex post* moins divergents que les effets directs

Si les mécanismes de transmission étaient connus, l'ampleur des effets de la crise sur le commerce des économies développées était, en revanche, difficile à quantifier *a priori*.

Les effets directs de la contraction des importations des pays en crise devaient être à la mesure du degré d'ouverture des économies industrialisées sur ces marchés donc, *a priori*, diverger sensiblement d'une économie à l'autre. L'ampleur des divergences allait cependant être atténuée par le bouclage macroéconomique international : les pays les moins exposés pâtiraient des effets de la crise sur leurs partenaires plus exposés et, à l'inverse, offriraient à ces derniers des débouchés relativement peu affectés.

L'analyse des statistiques disponibles à ce jour confirme, *a posteriori*, ces hypothèses.

2. La crise s'est effectivement diffusée à l'ensemble du monde

2.1. Le ralentissement brutal du commerce mondial...

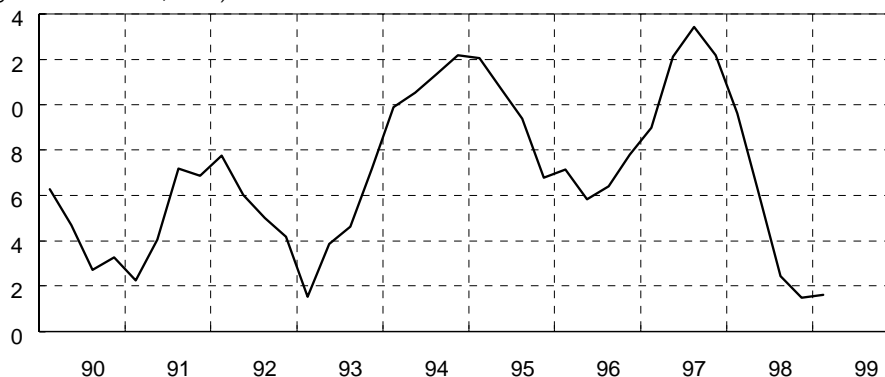
La crise des pays émergents a effectivement entraîné un ralentissement brutal du commerce international². En un an et demi, le taux de croissance en glissement annuel des importations mondiales (mesurées en volume) a perdu 11,9 points, revenant de 13,4 % à 1,5 %. Il faut remonter au début des années quatre-vingt pour retrouver une décélération de cette ampleur et de cette rapidité : à la suite du second choc pétrolier, le taux de croissance du commerce mondial était passé de 9,5 % à - 2,6 % en moins de deux ans. On notera que, contrairement à ce qui s'était passé alors, les échanges internationaux ne se sont pas contractés dans le cas présent : seule leur expansion a été vigoureusement freinée.

² À la fin de cette étude, un encadré méthodologique détaille les sources utilisées et les calculs effectués pour aboutir aux différentes estimations présentées au fil du texte.

Commerce mondial

(somme des importations de biens de tous les pays, en volume)

(glissement annuel, en %)



2.2. ... s'explique d'abord par la contraction des importations asiatiques

La chronologie de la diffusion de la crise se lit à travers l'analyse des contributions des importations des différentes zones géographiques³ à l'évolution du commerce mondial.

L'Asie est bien à la source du ralentissement mondial : la contribution des importations asiatiques commence à diminuer dès l'été 1997 et devient négative l'hiver suivant. La transmission au Japon, dont l'économie souffrait déjà, par ailleurs, d'une atonie persistante de la demande interne, est presque simultanée. Elle pèse cependant peu sur les importations mondiales, car celles du Japon sont proportionnellement faibles⁴. Les États-Unis sont également affectés pratiquement en même temps et les autres régions du monde le sont avec un léger décalage, à partir du premier trimestre de 1998. Globalement, la résistance semble meilleure là où la conjoncture interne est la plus soutenue : la contribution des importations de l'Amérique du Nord diminue nettement moins que la contribution européenne par exemple. Sans surprise, la contribution de l'Europe de l'Est devient négative à la fin de 1998, après l'extension de la crise à la Russie, et celle de l'Amérique latine au début de 1999, lorsque le Brésil est à son tour touché, alors que plusieurs pays de la région sont déjà en récession.

Le retour à une situation plus favorable est d'ores et déjà perceptible : la contribution des importations asiatiques s'est retournée à la hausse à la fin de 1998, rapidement suivie par celle du Japon. Le redressement prévisible du commerce international devrait emprunter les mêmes voies que son ralentissement.

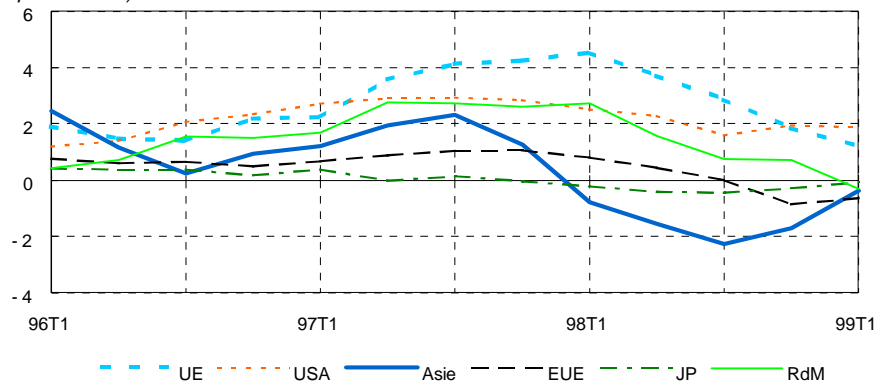
³ La définition géographique précise des zones utilisées pour les différents calculs sur lesquels cette étude s'appuie est donnée dans l'encadré méthodologique.

⁴ Les contributions traduisent à la fois le poids des zones dans le total mondial et l'ampleur des variations de leurs importations respectives. Leurs niveaux dépendent de ces deux facteurs : si, par exemple, la contribution japonaise est toujours relativement faible, c'est parce que le Japon n'absorbe que 6 % des importations mondiales, alors qu'il produit environ 14 % du PIB mondial.

Les moteurs du commerce mondial

(contribution des importations de chaque zone à l'évolution du total mondial)

(en points de %)



NB : EUE = Europe de l'Est (y compris la Russie), RdM = reste du monde (dans ce graphique : Afrique, Amérique latine, Moyen-Orient)
La définition précise des zones est donnée dans l'encadré méthodologique.

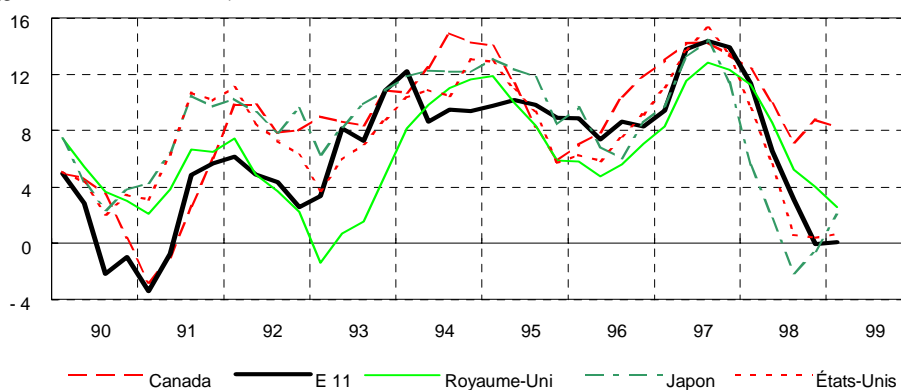
2.3. L'Europe, l'Amérique et le Japon affectés de façons inégales

Les évolutions des demandes mondiales adressées aux grands pays industrialisés et à la zone euro, dont la méthodologie de calcul figure en encadré, reflètent à la fois ce ralentissement en plusieurs temps du commerce mondial et le degré d'exposition de chacun aux zones en crise.

Demandes mondiales en biens

(en volume)

(glissement annuel, en %)



La demande mondiale adressée au Japon, qui résulte pour 44 % des échanges avec le reste de l'Asie, est ainsi la plus rapidement et la plus fortement touchée. Les demandes adressées aux États-Unis et à la zone euro ralentissent en même temps mais moins brutalement et, contrairement au cas nippon, ne se contractent pas. Le Royaume-Uni est relativement moins affecté et le Canada, dont 80 % des exportations sont à destination des États-Unis, est largement protégé par la bonne conjoncture américaine.

Le ralentissement des demandes mondiales (biens)

	Japon	États-Unis	Zone euro (d)	Royaume- Uni	Canada
Glissement annuel maximum	14,4	15,3	14,4	12,8	14,3
Glissement annuel minimum	- 2,1	0,4	- 0,1	2,6	7,2
Durée (a)	4,0	5,0	5,0	6,0	4,0
Ampleur (b)	16,5	14,9	14,3	10,2	7,1
Intensité (c)	4,1	3,0	2,9	1,7	1,8

(a) Nombre de trimestres entre le glissement annuel maximum et le glissement annuel minimum

(b) Écart entre les glissements annuels maximum et minimum, en points de pourcentage

(c) Écart maximum – minimum divisé par la durée, en points de pourcentage par trimestre

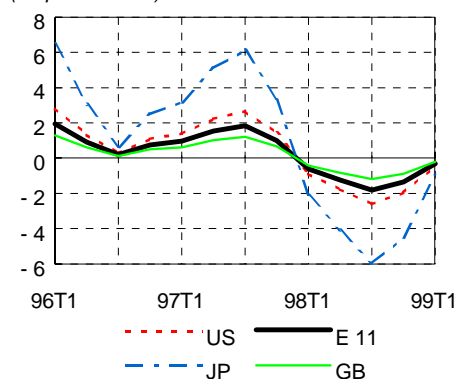
(d) La série de demande mondiale adressée à la zone euro est corrigée du commerce intra-zone.

L'analyse des contributions des importations des économies en crise aux demandes mondiales des pays industrialisés confirme que la crise asiatique a eu un impact fort sur pratiquement toutes les économies industrialisées, à l'exception du Canada, relativement peu affecté. En revanche, la crise en Europe de l'Est, Russie comprise, n'a eu d'effets directs sensibles que sur la zone euro.

Contributions des importations à l'évolution des demandes mondiales

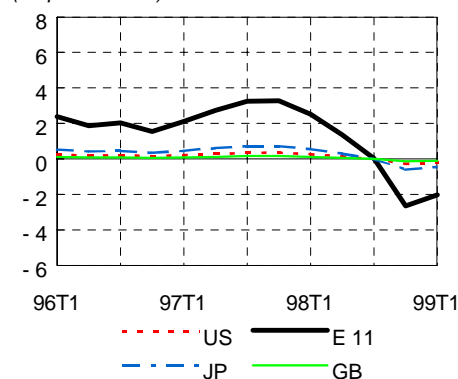
Asie

(en points de %)



Europe de l'Est

(en points de %)



Enfin, les exportations des pays industrialisés ont ralenti suivant une hiérarchie et avec une intensité conformes à celles du ralentissement des demandes mondiales : l'ampleur du choc a été la plus rude pour le Japon, alors que les exportations canadiennes ont à peine été affectées. On notera cependant, comme le montre le tableau ci-après, que l'intensité du ralentissement a été plus forte aux États-Unis qu'au Japon, du fait de la rapidité avec laquelle les exportations américaines ont réagi à la variation de la demande mondiale (leur ralentissement s'est effectué en quatre trimestres, contre six dans le cas nippon).

Le ralentissement des exportations (biens et services)

	Japon	États-Unis	Royaume-Uni	Canada
Glissement annuel maximum	16,5	16,1	9,5	11,9
Glissement annuel minimum	- 6,0	- 1,4	- 1,2	7,6
Durée	6,0	4,0	6,0	3,0
Ampleur	22,5	17,5	10,7	4,3
Intensité	3,8	4,4	1,8	1,4

NB : Les séries d'exportations de biens ne sont pas disponibles pour tous les pays. Nous avons donc été contraints de nous référer aux exportations de biens et services. Les demandes mondiales présentées précédemment étant exprimées en biens, les deux tableaux ne sont pas directement comparables. En particulier, on ne peut pas tirer de conclusions en termes de compétitivité d'une évolution divergente de la demande mondiale et des exportations d'un même pays. Les données de commerce extérieur de la zone euro hors commerce intra-zone n'existent qu'à partir d'une date très récente. Il n'a donc pas été possible de les inclure dans ce tableau.

Sources : Données nationales

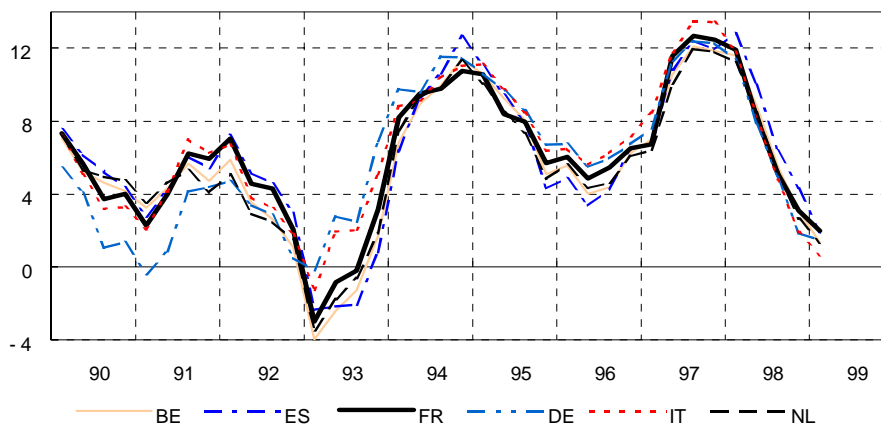
3. L'imbrication des économies explique la relative homogénéité des réactions au sein de la zone euro

3.1. L'évolution homogène des demandes mondiales...

Contrairement à ce qu'on observe en comparant les grandes zones géographiques entre elles, les évolutions des demandes mondiales adressées aux différents pays de la zone euro présentent une grande homogénéité et une synchronisation quasiment parfaite.

Demandes mondiales en biens

glissement annuel, en %



L'ampleur du ralentissement est comprise dans une fourchette relativement étroite de 10,6 % à 12,8 % et sa durée est partout d'un an et demi, à l'exception de l'Espagne. Si l'Italie est le pays le plus touché, avec une perte de 12,8 points de croissance de la demande mondiale, c'est en Espagne que le ralentissement s'est fait de façon la plus intense, puisqu'il ne s'y est déroulé que sur quatre trimestres.

Le ralentissement des demandes mondiales (biens)

	Italie	Espagne	Allemagne	Belgique	France	Pays Bas
Glissement annuel max.	13,5	12,8	12,4	12,1	12,7	11,9
Glissement annuel min.	0,6	1,9	1,5	1,3	2,0	1,3
Durée (a)	6,0	4,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Ampleur (b)	12,9	10,9	10,9	10,8	10,7	10,6
Intensité (c)	2,1	2,7	1,8	1,8	1,8	1,8

(a) Nombre de trimestres entre le glissement annuel maximum et le glissement annuel minimum

(b) Écart entre les glissements annuels maximum et minimum, en points de pourcentage

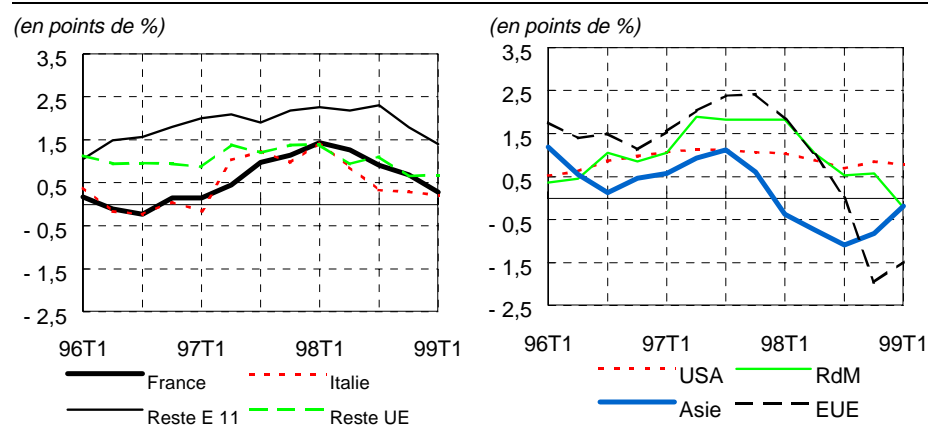
(c) Écart maximum – minimum divisé par la durée, en points de pourcentage par trimestre

3.2. ... résulte de forces contradictoires

Cette homogénéité apparente peut surprendre : le degré d'exposition au risque provenant des pays émergents varie, en effet, sensiblement d'un pays à l'autre. C'est qu'ici l'imbrication étroite des économies a joué à plein pour faire converger l'ampleur des effets de la crise. L'analyse des contributions est, une fois encore, révélatrice des mécanismes en cause.

Comme il était prévisible, compte tenu du poids important de ces deux zones dans les exportations allemandes ⁵, la demande mondiale adressée à l'Allemagne a fortement pâti de la chute des importations d'Asie et, plus encore (mais plus tard), d'Europe de l'Est. Mais elle a, par ailleurs, trouvé un soutien de la part de la demande en provenance des pays de la zone euro moins directement exposés.

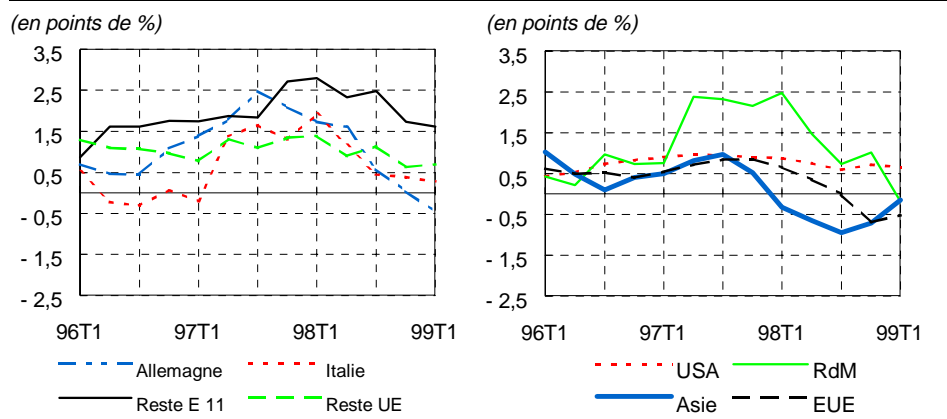
Contributions à l'évolution de la demande mondiale adressée à l'Allemagne



⁵ Cf. la matrice de pondérations utilisée pour le calcul des demandes mondiales

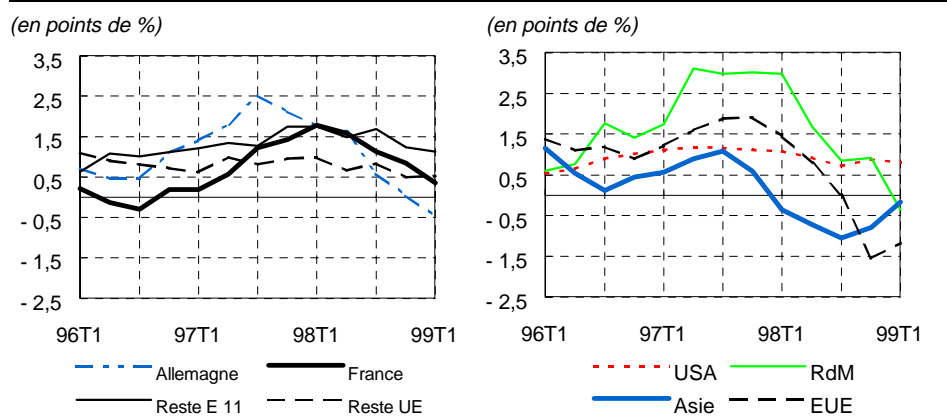
La demande adressée à la France, en revanche, a moins souffert de la contraction des importations asiatiques et peu de l'extension de la crise à la Russie, mais elle a subi le contre-coup de l'affaiblissement de la conjoncture en Allemagne.

Contributions à l'évolution de la demande mondiale adressée à la France



Enfin, la demande adressée à l'Italie a presque été autant pénalisée par la crise en Asie et en Europe de l'Est que l'Allemagne, mais elle a subi, de surcroît, comme la France, le ralentissement des importations allemandes.

Contributions à l'évolution de la demande mondiale adressée à l'Italie



Comme le montre le tableau ci-après, l'évolution des exportations des principaux pays de la zone euro reflète les impacts observés sur les demandes mondiales. L'ampleur et l'intensité des ralentissements observés sont un peu moins homogènes que pour les demandes mondiales adressées à ces pays, mais elles se situent dans des fourchettes nettement plus étroites que celles observées lorsque l'on compare les grandes zones géographiques entre elles.

Le ralentissement des exportations (biens et services)

	Italie	Espagne	Allemagne	Belgique	France	Pays Bas
Glissement annuel maximum	8,0	16,9	14,1	10,6	13,6	10,5
Glissement annuel minimum	- 5,1	2,5	- 0,7	2,3	0,0	4,3
Durée	5,0	6,0	6,0	5,0	6,0	6,0
Ampleur	13,1	14,4	14,8	8,3	13,6	6,2
Intensité	2,6	2,4	2,5	1,7	2,3	1,0

NB : Comme dans le paragraphe 2.2., les tableaux présentant les évolutions des demandes mondiales de biens et des exportations de biens et services ne sont pas directement comparables, du fait de la différence de champs.

Sources : Données nationales

L'analyse de l'impact de la crise sur la zone euro fait ressortir un constat : l'étroitesse des liens entre les économies européennes a uniformisé en grande partie les effets de ce qui se présentait au départ comme un choc externe asymétrique. Cette étude témoigne que la zone euro s'appuie bien, d'ores et déjà, sur la réalité d'une zone économique intégrée.

Le calcul des demandes mondiales et des agrégats d'importations

Les demandes mondiales et agrégats d'importations présentés dans cette note sont calculés par la Banque de France à partir de séries d'importations de biens en volume disponibles dans des bases existantes ou calculées pour le besoin.

La confrontation de plusieurs sources

Pour les pays industrialisés, l'essentiel des séries provient de la base de données des indicateurs du commerce international et de la compétitivité de l'OCDE. Dans certains cas, ces données ont dû être complétées pour couvrir la période allant jusqu'au premier trimestre 1999. On a alors, soit fait appel aux perspectives économiques de l'OCDE, soit procédé à des estimations sur la base, notamment, de l'évolution de l'ensemble des importations de biens et services fournies par les comptes trimestriels nationaux. Pour certains pays européens, le passage au SEC 95 a induit un reprofilage significatif de l'évolution des importations de biens, qui n'a pas, à ce jour, été intégré dans les bases de l'OCDE. Il a été tenu compte de ces nouvelles données.

Pour la plupart des autres pays, les séries d'importations de biens en volume n'existent pas. Des séries en valeur sont disponibles auprès de plusieurs sources et sont parfois notablement divergentes. On a eu recours aux bases IFS (International Financial Statistics) et DOTS (Direction of Trade and Statistics) du Fonds monétaire international, privilégiant au cas par cas pour chacun des pays l'une ou l'autre de ces deux bases, suivant le degré de mise à jour et la qualité globale des séries. Il est bon de noter, à ce sujet, que de nombreux pays en voie de développement ne disposent que d'appareils statistiques embryonnaires ne leur permettant pas de produire des statistiques régulières, fiables et couvrant un large champ. De plus, les données commerciales sont partout soumises au problème de non-déclaration de certains échanges. Il convient d'être conscient que certains pans du commerce mondial sont mal connus, voire inconnus, et de considérer les données utilisées comme des approximations d'une réalité mal cernée.

Les pays en voie de développement regroupés en cinq zones

Par commodité d'analyse, les pays en voie de développement ont été regroupés en cinq zones :

- Afrique : tous les pays d'Afrique, sauf la Libye et l'Égypte ;*
- Amérique latine : tous les pays d'Amérique hormis les États-Unis et le Canada ;*
- Asie : tous les pays d'Asie et d'Océanie à partir, vers l'est, de l'Afghanistan et du Pakistan et, vers le sud, de la Mongolie et de la Chine, à l'exception de la Corée du Nord, de Taiwan, du Japon, de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande ;*
- Europe de l'Est : tous les anciens pays communistes d'Europe de l'Est et de l'ex-URSS, plus la Turquie, Chypre et Malte ;*
- Moyen-Orient : Libye, Égypte, tous les pays de la péninsule arabique ou bordant le Golfe persique, Israël, Jordanie, Liban, Syrie.*

Le passage des valeurs aux volumes

Après désaisonnalisation par la méthode Census X11 (dans l'IFS, comme dans DOTS, les données de commerce extérieur sont brutes), les séries d'importations en valeur ont été déflatées de l'évolution de prix à l'importation que nous avons reconstitués pour chacune des cinq zones. Chaque prix à l'importation est une moyenne géométrique des prix à l'exportation exprimés en dollars des pays du G 7 plus l'Espagne et du prix du pétrole, pondérée par la structure des importations de la zone (en provenance du G 8 et de l'Opep).

$$\text{On a ainsi : } PM_j = \exp\left(\sum_i \alpha_i^j \ln(PX_i) + \alpha_{OPEP}^j \ln(\text{Brent})\right)$$

où :

PM_j : prix d'importation de la zone j exprimé en dollars

PX_i : prix d'exportation du pays i exprimé en dollars

α_i^j : part du pays i dans les importations en valeur (dollars courants) de la zone j

α_{OPEP}^j : part de l'Opep dans les importations de la zone j

$$\text{par définition, on a : } \sum_i \alpha_i^j + \alpha_{OPEP}^j = 1$$

Brent : prix du pétrole en dollars

i : Allemagne, Canada, Espagne, États-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni

j : Afrique, Amérique latine, Asie, Europe de l'Est, Moyen-Orient.

Par convention, le poids appliqué au prix d'exportation de l'Allemagne ($\alpha_{\text{Allemagne}}^j$) n'est pas simplement la part de l'Allemagne dans les importations de la zone j, mais celle de l'ensemble [Europe des 11 – (France + Italie + Espagne)]. On assimile ainsi par hypothèse les prix d'exportation des petits pays de la zone euro au prix allemand.

Par simplification, chaque déflateur d'une zone a été appliqué à l'ensemble des importations en valeur de tous les pays de la zone pour calculer les volumes individuels (autrement dit, nous n'avons pas calculé un prix d'importation pour chaque pays en voie de développement identifié au sein d'une zone).

Pondérations

Les pondérations utilisées pour tous les calculs de demandes mondiales, agrégats d'importations et prix d'importations des zones sont issues de statistiques de flux commerciaux bilatéraux extraites des bases ComTrade (Commodity Trade Statistics) de la Division de la statistique de l'ONU et DOTS du FMI. Elles ont été retravaillées par le CEPII qui les met à disposition du public par le biais de la base Chelem (le traitement du CEPII consiste à arbitrer entre les données déclarées par les pays partenaires, lorsque leur croisement fait apparaître des incohérences, et à compléter les séries en estimant les données manquantes par l'exploitation de sources complémentaires et par des procédures d'estimation économétrique). L'année de référence choisie est 1996.

Les demandes mondiales adressées aux pays industrialisés

Les demandes mondiales sont calculées comme des moyennes géométriques des importations des pays et zones, pondérées par le poids de chacun d'eux dans les exportations du pays considéré.

$$DDMDB_j = \exp\left(\sum_i \alpha_i^j \ln(MBVOL_i)\right)$$

où :

$DDMDB_j$ demande mondiale de biens adressée au pays j

α_i^j part du pays ou de la zone i dans les exportations du pays j

$MBVOL_i$ importations de biens en volume du pays ou de la zone i

La demande mondiale adressée à la zone euro ($DDMDB_{zone_euro}$) que nous calculons ne se compose que des importations des pays extérieurs à la zone. Il s'agit donc bien d'une demande hors commerce intra-zone.

Les agrégats d'importations

Les agrégats d'importations sont également calculés comme des moyennes géométriques :

$$MBVOL_J = \exp\left(\sum_i \alpha_i^J \ln(MBVOL_i)\right)$$

où :

$MBVOL_J$ agrégat d'importation J

α_i^J part du pays ou de la zone i dans l'agrégat J

$MBVOL_i$ importations de biens en volume du pays ou de la zone i

Les agrégats calculés de cette façon sont donc des « sommes à structure fixe » des importations des pays ou zones qui les composent. La simple sommation des séries individuelles est rendue impossible par l'hétérogénéité des unités.

Le calcul des contributions

La contribution des importations d'un pays ou de la zone i à la variation de la demande mondiale adressée au pays j se définit comme la part de cette variation expliquée par la seule évolution des importations de i . En d'autres termes, il s'agit de la variation qu'aurait connue la demande mondiale adressée à j si seules les importations de i avaient fluctué. Exprimée en pourcentage, on la calcule de la façon suivante :

$$DDMDB_j _ CONT_i = \alpha_i^j \left(\frac{\Delta MBVOL_i}{MBVOL_{i-1}} \right) * 100$$

De la même façon, la contribution des importations de i à la variation de l'agrégat d'importations J s'écrit :

$$MBVOL_J _ CONT_i = \alpha_i^J \left(\frac{\Delta MBVOL_i}{MBVOL_{i-1}} \right) * 100$$

La situation économique à l'étranger

Au cours de l'année 1999, la conjoncture mondiale a bénéficié d'un rétablissement plus rapide que prévu de l'activité dans les nouveaux pays industrialisés d'Asie, d'une certaine stabilisation au Japon et d'une demande toujours aussi vigoureuse des ménages et des entreprises aux États-Unis. En Europe, le ralentissement de l'activité amorcé en 1998 a été de courte durée et d'ampleur modérée. Même si la reprise de la demande extérieure n'a pas fait disparaître les différences entre les rythmes de croissance des économies qui la composent, les perspectives de la zone euro sont favorables. Les pressions à la hausse des prix ont été encore modérées et se sont limitées, jusqu'à présent, à l'effet direct de la hausse du prix du pétrole.

Les problèmes posés par le déséquilibre entre épargne et investissement aux États-Unis, par les difficultés financières et structurelles en Amérique du Sud ou par les incertitudes de la transition en Russie ne sont toutefois pas résolus. Ils entretiennent une certaine nervosité sur les marchés de capitaux et de change. Dans un contexte qui paraît tout de même moins incertain qu'il ne l'était six mois auparavant, les relèvements de taux directeurs décidés en novembre par plusieurs grandes banques centrales, dont le Système fédéral de réserve des États-Unis et la Banque centrale européenne, ont répondu au souci de prévenir toute résurgence d'anticipations inflationnistes.

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

1. De nombreux signes d'amélioration se sont manifestés dans l'environnement international

1.1. L'Asie sort de la crise plus rapidement que prévu

Les signes de reprise qui sont apparus dans la plupart des pays d'Asie dès le premier semestre de 1999 se sont largement confirmés au cours du second semestre, et les prévisions de croissance pour l'ensemble de l'année 1999 ont été progressivement revues à la hausse depuis le mois de mai dernier. Les tensions inflationnistes ont été bien contenues. Les excédents courants restent importants, contrairement à la situation des pays d'Amérique latine, qui connaissent de forts déficits.

NB : Les analyses figurant dans cet article prennent en compte les informations connues au 3 décembre 1999.

Évolution des prévisions de croissance du PIB en volume pour 1999

Pays	Réalisation 1998	(variations en pourcentage)	
		Prévision 1999 au mois de mai	Prévision 1999 au mois de novembre
Chine	7,8	6,7	7,3
Corée du Sud	- 5,8	4,0	8,6
Inde	- 5,1	- 1,0	0,9
Hong-Kong	6,0	5,3	6,3
Indonésie	- 13,2	- 3,0	0,1
Malaisie	- 7,5	0,9	4,5
Philippines	- 0,4	1,6	2,9
Singapour	0,3	2,0	5,4
Taiwan	4,7	4,7	5,4
Thaïlande	- 10,0	0,5	4,1

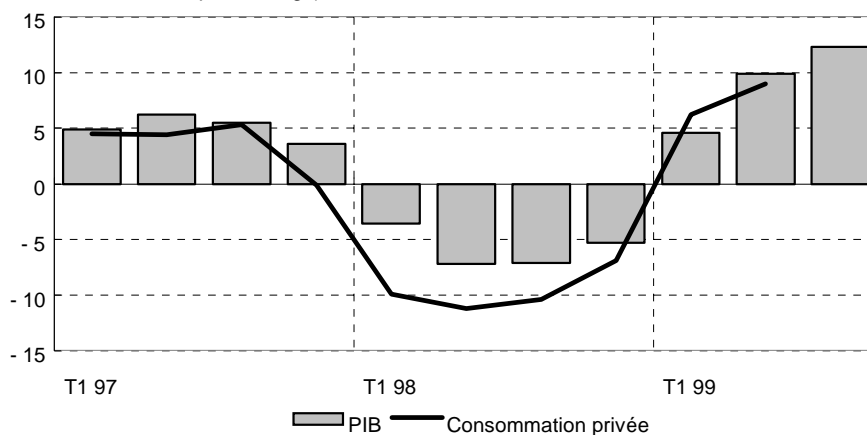
Source : Consensus Economists Inc.

L'environnement international s'avère plus favorable que prévu. L'appréciation du yen depuis quelques mois stimule les exportations des autres pays d'Asie, et le maintien d'une croissance soutenue aux États-Unis favorise la demande adressée aux pays asiatiques, en particulier dans le secteur de l'électronique. On note également un retour des liquidités internationales sur les titres asiatiques, qui entraîne les marchés boursiers à la hausse.

La Corée du Sud connaît une forte reprise de sa production industrielle. Les exportations sont bien orientées et la demande interne repart (+ 21 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 1999), en particulier grâce à l'investissement. La restructuration du secteur financier (assainissement des bilans et recapitalisation des banques) est bien engagée. Le programme de réformes du secteur privé est en cours, et doit être poursuivi, même si le besoin s'en fait moins sentir en période de forte croissance. Les plus grands *chaebols* se sont engagés à recentrer leurs activités et à réduire leurs taux d'endettement, mais c'est un processus difficile, comme l'a montré la crise du groupe Daewoo.

Corée du Sud : PIB en volume et consommation privée

(glissements annuels en pourcentage)

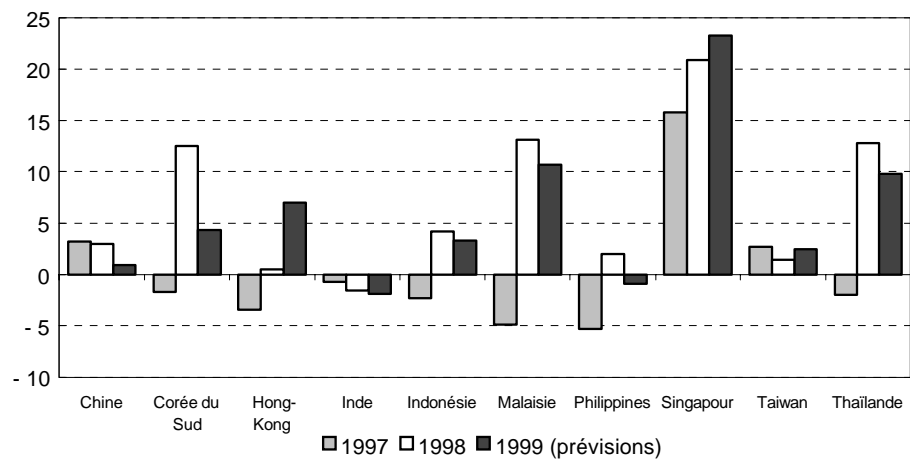


Source : Datastream (Source nationale)

Dans la plupart des autres économies de la région (Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande...), la reprise du commerce intra-régional et l'accélération de la demande en provenance des principaux pays industriels favorisent la croissance de l'activité et le maintien des excédents courants constitués pendant la crise, avec l'effondrement des importations. Mais les réformes engagées en matière bancaire et industrielle sont lentes et coûteuses. Les progrès réalisés dans la réduction des encours de prêts non performants semblent encore insuffisants, en particulier en Thaïlande, malgré les initiatives récentes du gouvernement pour encourager les banques à retirer de leurs bilans les créances douteuses. En Indonésie, ces dernières sont encore estimées à 70 % de l'encours total de crédit, et les incertitudes politiques ralentissent le rythme des réformes.

Soldes des transactions courantes en Asie

(en pourcentage du PIB)



Source : Datastream

En Chine, où les pressions déflationnistes se sont un peu atténuées au second semestre de 1999, le climat général s'est progressivement amélioré. La reprise des exportations, qui bénéficient du rebond général de l'activité en Asie, l'appréciation d'autres monnaies régionales et la réaffirmation de l'engagement de la Banque centrale à maintenir un *renminbi* stable ont éloigné les risques de dévaluation. La progression des dépenses publiques, qui avaient tiré la croissance tout au long de la crise asiatique, marque maintenant le pas, alors que les exportations, et plus récemment la demande interne, semblent être en mesure de prendre le relais.

À Hong-Kong, la croissance attendue pour l'ensemble de l'année 1999 est redevenue positive, en particulier grâce à l'amélioration des chiffres du commerce extérieur, en relation avec la reprise générale dans la zone. La tenue du *currency board* a obligé les autorités monétaires à augmenter les taux d'intérêt internes à la suite de la hausse des taux américains. La perspective de crédits plus chers a entraîné une diminution des volumes de transactions et des prix dans le secteur immobilier, encore convalescent. La situation reste satisfaisante à Singapour et à Taiwan.

En Inde, les exportations connaissent une légère amélioration, grâce à la reprise de la demande régionale. La croissance économique s'appuie actuellement davantage sur l'accélération de la production industrielle que sur les performances de l'agriculture, réduites par une mousson insuffisante. Le déficit courant devrait s'établir à peu près au même niveau que celui de l'exercice précédent, autour de 1,5 % du PIB. Le principe d'un certain nombre de réformes structurelles a été approuvé par le gouvernement (ouverture au secteur privé et aux investisseurs étrangers des secteurs des télécommunications et des assurances), mais ces initiatives ne prendront pas effet tout de suite.

1.2. La demande intérieure n'a pas faibli aux États-Unis

La croissance se poursuit à un rythme soutenu. Elle s'établit à 1,4 % au troisième trimestre, contre 0,5 % au deuxième et 0,9 % au premier. Les dépenses, en valeur, de consommation des ménages connaissent une croissance rapide — 7,2 % en septembre par rapport au mois correspondant de 1998 —, soutenue par la progression du revenu disponible (6,0 % sur un an au troisième trimestre) et le maintien du taux de chômage à un niveau bas (4,1 % en novembre).

Principales composantes de la demande aux États-Unis

(variations trimestrielles en pourcentage)

Comptes nationaux (cvs – USD 1992)	Moyenne annuelle		Glissement annuel		Variation trimestrielle		
	1997	1998	1997	1998	1999	1999	1999
					T1	T2	T3
PIB	4,5	4,3	4,3	4,6	0,9	0,5	1,4
Consommation privée	3,7	4,9	4,2	5,1	1,6	1,2	1,1
Investissement privé	8,5	11,8	8,1	12,7	2,2	1,6	2,0
<i>dont : Investissement résidentiel</i>	<i>2,4</i>	<i>9,2</i>	<i>3,7</i>	<i>11,3</i>	<i>3,1</i>	<i>1,4</i>	<i>-1,2</i>
<i>Investissement des entreprises</i>	<i>10,7</i>	<i>12,7</i>	<i>9,6</i>	<i>13,1</i>	<i>1,9</i>	<i>1,7</i>	<i>3,2</i>
Consommation et investissement publics	2,3	1,7	2,2	2,2	1,3	0,3	1,0
Exportations de biens et services	12,7	2,2	9,4	1,9	-1,4	1,0	2,8
Importations de biens et services	13,7	11,6	14,2	10,8	3,0	3,4	3,5
<i>Contributions à la croissance du PIB</i>							
Variations de stocks	0,5	0,1	0,5	0,0	-0,2	-0,4	0,2
Exportations nettes	-0,3	-1,3	-0,7	-1,3	-0,6	-0,4	-0,2

Source : Datastream

Quelques signes de ralentissement de la demande des ménages sont toutefois perceptibles : l'indice général de confiance des consommateurs américains s'est contracté pour le quatrième mois consécutif en octobre ; les indices mesurant l'appréciation par les consommateurs de leur situation actuelle, et de leurs perspectives, reculent. De même, trois indicateurs importants — mises en chantier, permis de construire et ventes de logements anciens — ont engagé un mouvement de baisse, qui peut s'expliquer pour une part importante par la hausse des taux d'intérêt à long terme. Il est, toutefois, trop tôt pour conclure à un retournement de la conjoncture dans ce secteur. On a, par exemple, observé une remontée des dépenses de construction en octobre après deux mois de baisse.

Jusqu'à présent, l'affaiblissement relatif de l'investissement résidentiel reste largement compensé par la vigueur de l'investissement des entreprises, dont la croissance au troisième trimestre s'établit à 3,2 % (variation trimestrielle cvs), contre 1,9 % et 1,7 % au premier et au deuxième trimestres. Cette tendance semble devoir se maintenir. L'indice des directeurs d'achats, retraçant la perception de la conjoncture par les industriels, reste en effet supérieur à 50, seuil au-delà duquel les entrepreneurs estiment que la conjoncture s'améliore. En septembre, il a atteint son plus haut niveau depuis novembre 1994, avant de reculer très légèrement en octobre et en novembre. Les commandes adressées à l'industrie connaissent une augmentation forte. Leur progression est de 7,1 % au troisième trimestre (glissement annuel, cvs), contre 4,6 % au trimestre précédent et 3,7 % au premier trimestre. Ces indicateurs rendent vraisemblable la poursuite d'une activité industrielle soutenue.

1.3. Après un impact somme toute modéré du ralentissement de la demande extérieure, la zone euro a renoué avec une activité dynamique

1.3.1. L'activité s'est accélérée à partir du deuxième trimestre

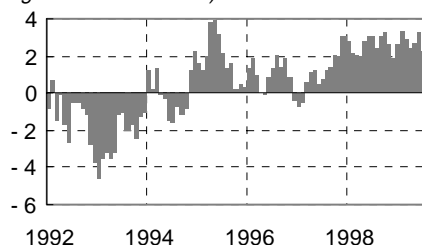
Après leur chute du dernier trimestre 1998, les exportations se sont redressées modestement au premier trimestre 1999, plus nettement au deuxième, de sorte que la contribution du commerce extérieur à la croissance est redevenue légèrement positive (+ 0,1 point) dès le deuxième trimestre de cette année. L'affaiblissement des débouchés extérieurs n'a ainsi freiné que temporairement la croissance du PIB et le ralentissement ne s'est pas poursuivi au-delà du quatrième trimestre 1998. Son impact sur l'activité a été d'autant plus modéré que la demande intérieure a conservé une orientation favorable à l'échelle de l'ensemble de la zone.

La consommation privée a néanmoins connu un ralentissement au premier semestre 1999. Même si le changement de système de comptes nationaux intervenu au printemps dernier dans la plupart des pays de l'Union européenne complique l'interprétation de l'évolution du compte des ménages, on peut penser que le revenu disponible a été négativement affecté, avec quelques mois de retard, par le ralentissement de l'emploi consécutif au tassement de l'activité fin 1998, par un moindre dynamisme des profits et par la baisse des taux d'intérêt qui a réduit les revenus de l'épargne. Cette phase paraît aujourd'hui dépassée. Les données disponibles à l'échelle de la zone jusqu'au milieu de l'année donnent l'image d'une demande des ménages bien orientée : le volume des ventes au détail progresse depuis deux ans à un rythme compris entre 2 % et 3 % l'an ; l'indice de confiance des consommateurs se situe bien au-dessus de sa moyenne historique, à un niveau proche du maximum atteint au début de cette année.

Indicateurs de demande dans la zone euro

Ventes au détail

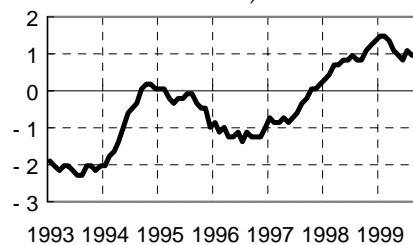
(moyenne mobile sur trois mois des glissements annuels)



Source : Banque centrale européenne

Indice de confiance des consommateurs

(soldes d'opinions, données centrées et réduites)



Source : Commission européenne (Enquête de conjoncture)

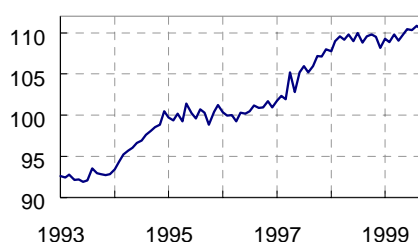
L'investissement total a, lui, bien résisté au ralentissement de l'activité. Il suit une tendance ascendante, à 5,4 % en glissement annuel au deuxième trimestre, après 3,9 % au trimestre précédent. Il devrait bénéficier, en particulier, de la bonne orientation de l'indice de confiance des industriels, qui ne cesse de s'améliorer depuis le mois d'avril et se situe désormais à un niveau nettement supérieur à sa moyenne historique.

Les stocks sont revenus, depuis le premier trimestre, à des niveaux généralement considérés comme plus proches de la normale que ceux qu'on observait en 1998 : leur contribution à la croissance ne devrait pas se modifier sensiblement au cours des prochains mois, en dépit d'un gonflement temporaire attendu dans les semaines précédant l'an 2000.

L'évolution de la production industrielle met bien en évidence le contraste entre la pause observée en 1998 et le redressement qui s'est manifesté dès le début de 1999, l'indice dépassant en septembre de 1,4 % son niveau de l'année précédente.

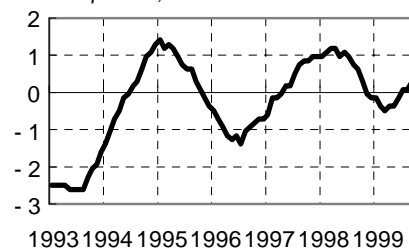
Production industrielle hors bâtiment Indice de confiance des industriels

(indice cvs 1995 = 100)



Source : Eurostat

(soldes d'opinions, données centrées et réduites)



Source : Commission européenne (Enquête de conjoncture)

L'emploi a continué à augmenter, quoique plus lentement — à un rythme voisin de 1,5 % par an pour l'ensemble de l'économie — que dans la première moitié de 1998. Le taux de chômage a ainsi poursuivi le recul régulier qu'il avait amorcé à la fin de l'été 1997, pour se stabiliser à 10 % entre juillet et septembre 1999. Son recul s'établit à 0,7 point en un an.

1.3.2. Les différences de conjoncture qui subsistent sont modérées

L'intensité des liens commerciaux au sein de l'Union monétaire tend à uniformiser les effets que les chocs extérieurs à la zone exercent sur le commerce de chacun des pays qui la composent : les économies les plus directement exposées en transmettent les effets à leurs partenaires, mais voient à leur tour leurs exportations stabilisées par la demande des autres économies de la zone¹. C'est ce qui s'est produit avec le déroulement de la « crise asiatique », puis avec l'amélioration du contexte international qui a suivi. Il apparaît également que les performances relatives des différentes économies ont présenté, dans les six derniers mois, la même configuration d'ensemble qu'au cours des périodes précédentes.

C'est ainsi que la demande et l'activité restent très vigoureuses dans les économies comme la Finlande, l'Irlande, le Portugal, qui connaissent depuis le milieu de la décennie une conjoncture plus dynamique que la moyenne de la zone. De même, en Espagne, la consommation des ménages a bénéficié des premiers effets de la réforme du système fiscal mise en œuvre depuis 1996 et de la forte progression des salaires. La nette décreue du chômage, revenu à la fin du troisième trimestre 1999 à son niveau le plus bas depuis 1981, a également contribué à porter la confiance des ménages à un niveau très élevé. Le dynamisme de toutes les composantes de la demande interne l'emporte ainsi largement sur la contribution négative des échanges extérieurs à la croissance. Aux Pays-Bas, la demande intérieure s'est encore accélérée au troisième trimestre, augmentant de 4,5 % par rapport à l'année précédente, après 3,5 % au deuxième trimestre, sous l'effet d'une progression particulièrement vigoureuse des investissements, la consommation restant très soutenue.

À l'inverse, la croissance est restée inférieure à la moyenne européenne en Allemagne jusqu'au deuxième trimestre de cette année. L'économie allemande est cependant particulièrement bien placée pour bénéficier du regain de demande en provenance des marchés extra-européens, très vif depuis plusieurs mois d'après les enquêtes sur les commandes adressées à l'industrie. C'est ainsi que les exportations se sont sensiblement renforcées vers le Japon, les économies dynamiques d'Asie et les États-Unis. On s'attend donc à une sensible accélération de l'activité au second semestre et en l'an 2000.

Au regard des dernières données conjoncturelles, il semble cependant que le réveil de la demande interne reste, lui, à confirmer : en septembre, les ventes au détail se sont affaiblies et on a enregistré une baisse de la production industrielle. Malgré des gains substantiels de pouvoir d'achat procurés à la fois par l'accélération des salaires et par les effets des réformes fiscales, l'indice de confiance des ménages est nettement moins bien orienté que la moyenne de la zone euro. Cela s'explique, au moins en partie, par la situation de l'emploi : le nombre de chômeurs a augmenté de janvier à septembre, avant de reculer pour la première fois en octobre, et le taux de chômage n'a pas diminué entre mai et octobre.

¹ Cf. l'étude de Jean-François Dauphin, « L'impact de la crise des pays émergents sur le commerce mondial » dans le présent *Bulletin*.

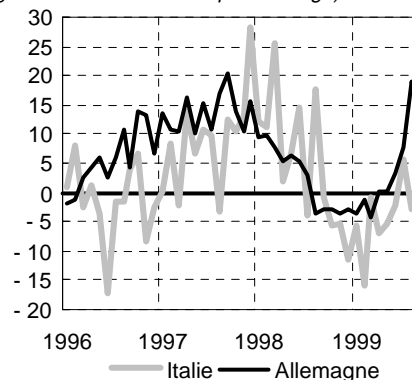
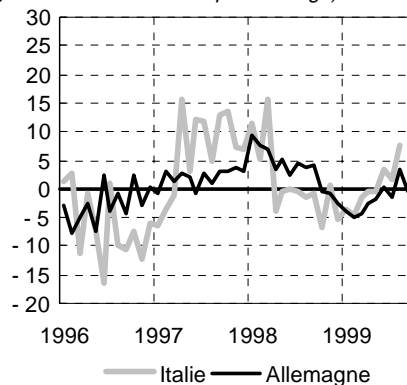
Commandes à l'industrie en Italie et en Allemagne

Marché intérieur

Marchés extérieurs

(glissements annuels en pourcentage)

(glissements annuels en pourcentage)



Sources : Données nationales, Datastream

En Italie, l'activité accélère progressivement depuis le début de l'année, et la production industrielle est bien orientée depuis la fin de l'été. Toutefois, la consommation des ménages ne progresse que lentement, bien que la situation de l'emploi s'améliore régulièrement : le taux de chômage a diminué de 0,8 point pendant les neuf premiers mois de l'année. Mais le faible dynamisme de la demande des ménages reflète la modération du revenu disponible, qui a été négativement affecté, depuis la phase de réduction des taux d'intérêt qui a précédé l'entrée de l'Italie dans l'Union monétaire, par la diminution des flux d'intérêts perçus par les détenteurs de titres publics.

L'ampleur des différences de conjoncture qu'on observe au sein de la zone euro n'a cependant rien d'exceptionnel, ni en comparaison d'autres zones monétaires de grande taille, ni au regard des évolutions passées. Les écarts de taux de croissance ont plutôt eu tendance à se réduire depuis deux ans et cette évolution devrait se confirmer au cours des prochains mois.

1.4. Les autres pays européens ont contribué à l'amélioration du contexte international

Au Royaume-Uni, après un ralentissement au quatrième trimestre 1998 et en début d'année 1999, l'activité économique s'est nettement accélérée au deuxième et au troisième trimestres 1999 (+ 0,6 % en variation trimestrielle et + 1,4 % en glissement annuel au deuxième trimestre, + 0,9 % en variation trimestrielle et + 1,8 % en glissement annuel au troisième trimestre).

Selon les prévisions gouvernementales, le taux de croissance du PIB devrait atteindre 1,8 % en 1999 en moyenne annuelle, tiré par la demande intérieure (+ 3,25 %), dont notamment une consommation des ménages particulièrement robuste (+ 4,0 % en 1999).

La production industrielle, en glissement annuel, augmente à nouveau depuis août 1999, après sept mois de déclin.

Principaux indicateurs conjoncturels de l'économie britannique

(variations annuelles en pourcentage, sauf mention contraire)

	1997	1998	1999			
			Juillet	Août	Sept.	Oct.
Production industrielle	1,0	0,7	- 0,3	0,5	0,9	
Prod. industrielle manufacturière	1,3	0,4	- 1,4	- 0,4	0,5	
Logements mis en chantier	8,3	- 5,1	- 7,0	14,6	4,0	
Ventes au détail	5,3	2,9	2,9	3,5	3,7	4,7
Prix à la production	1,0	0,6	1,1	1,3	1,7	1,9
RPIX (a)	2,8	2,6	2,2	2,1	2,1	2,2
Indice des prix à la consommation harmonisé	1,8	1,6	1,3	1,3	1,2	1,2
	<i>(pourcentage de la population active)</i>					
Taux de chômage	5,5	4,7	4,3	4,2	4,2	4,2
	<i>(solde cumulé sur 12 mois)</i>					
	1997	1998	1999			
			Juin	Juillet	Août	Sept.
Solde commercial (en milliards de livres sterling)	- 11,9	- 20,8	- 25,6	- 26,5	- 26,7	- 26,0

(a) Indice des prix de détail hors coût des prêts immobiliers

Source : Datastream

Le taux de chômage s'établit depuis août 1999 à un niveau inchangé, à 4,2 % de la population active (contre 4,6 % en janvier 1999) ; le nombre de demandeurs d'emploi continue cependant de diminuer et a atteint en octobre son niveau le plus bas depuis dix-neuf ans.

La contribution négative de la balance commerciale en 1999 ne remet pas en cause le caractère robuste de la croissance et devrait s'atténuer au fur et à mesure de la reprise des exportations.

Au Danemark, la force de la demande intérieure a incité le gouvernement à mettre en place un plan de refroidissement budgétaire fondé principalement sur des relèvements d'impôts et de prélèvements sociaux. Cette inflexion, qui devrait permettre aux administrations publiques de dégager cette année un excédent équivalent à 3 % du PIB, semble avoir été efficace. La dynamique de la consommation des ménages, jusqu'alors portée par la hausse rapide des salaires, s'est brutalement interrompue au premier semestre. La dégradation du solde courant a été enrayée.

En Suède, les fondamentaux restent favorablement orientés : la croissance devrait atteindre 3,6 % en 1999, le taux de chômage revenir à près de 5 %, le solde des paiements courants afficher un surplus de 2 % du PIB et l'inflation demeurer contenue en dessous de la cible de 2 %, et l'excédent budgétaire persistera. Face à la vigueur de la demande intérieure, la Banque centrale a procédé en novembre à un relèvement de son principal taux directeur, à 3,25 %, afin de contenir d'éventuelles pressions inflationnistes alimentées par les vives évolutions salariales en cours.

L'économie suisse affiche de bons résultats avec des finances publiques proches de l'équilibre, une inflation très faible et un taux de chômage en baisse, à 2,5 %. Le commerce extérieur a surmonté le ralentissement de l'hiver 1998 et devrait, avec l'investissement privé, exercer un effet d'entraînement sur la croissance.

1.5. Les tensions inflationnistes sont restées modérées dans le monde malgré la hausse du prix du pétrole

Le cours du pétrole brut de la mer du Nord a plus que doublé, passant de 10 dollars (moyenne mensuelle de décembre 1998) à 24,6 dollars en novembre 1999. Cette évolution reflète à la fois le raffermissement de la demande mondiale d'énergie et le respect par les pays producteurs des quotas décidés par l'Opep. Elle a commencé à exercer ses effets sur les prix à la production et à la consommation dans l'ensemble des pays industrialisés. La hausse sur douze mois de la composante énergie de l'indice des prix à la consommation s'établissait ainsi en octobre à 10,2 % aux États-Unis, à 6,6 % au Royaume-Uni et à 6,4 % dans la zone euro. Ce phénomène ne semble pas s'être propagé aux autres composantes de l'indice : en octobre, la hausse de l'indice des prix hors énergie et alimentation n'a pas dépassé 2,1 % sur un an aux États-Unis et 0,9 % dans la zone euro.

Simultanément, les cours des matières premières se sont redressés, comme en témoigne la hausse de 19 % sur un an, à fin novembre, de l'indice des prix des matières premières importées (hors énergie, en francs) calculé par la Banque de France.

Les coûts salariaux sont demeurés contenus aussi bien aux États-Unis (où les progrès de la productivité — 2,9 % sur un an au troisième trimestre 1999 — compensent l'augmentation de l'indice du coût du travail qui a crû de 3,3 % sur la même période) que dans la zone euro, où l'augmentation des coûts de la main-d'œuvre n'a pas dépassé 2,2 % entre le deuxième trimestre 1998 et le deuxième trimestre 1999, rythme intermédiaire entre celui de la fin 1998 (1,8 %) et celui de la mi-1997 (3,0 %). En outre, la libéralisation de certains marchés (électricité, télécommunications) contribue à modérer l'évolution des prix dans plusieurs pays européens.

Hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé

(glissements annuels en pourcentage)

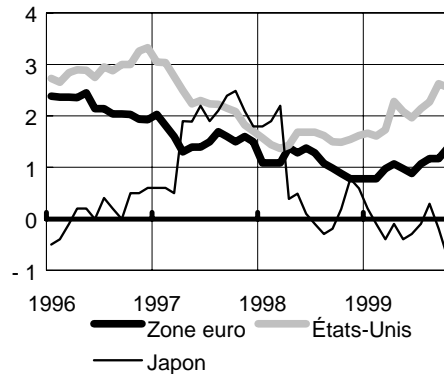
	1998				1999							
	Déc.	Janv.	Fév.	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	
France	0,3	0,4	0,3	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	0,8	
Allemagne	0,2	0,2	0,1	0,5	0,8	0,4	0,4	0,6	0,7	0,8	0,9	
Autriche	0,5	0,3	0,2	0,2	0,1	0,4	0,2	0,3	0,5	0,6	0,8	
Belgique	0,7	1,0	1,0	1,3	1,1	0,8	0,7	0,7	0,9	1,3	1,4	
Espagne	1,4	1,5	1,8	2,1	2,3	2,1	2,1	2,1	2,3	2,5	2,4	
Finlande	0,8	0,5	0,9	0,9	1,3	1,4	1,2	1,4	1,3	1,4	1,6	
Irlande	2,2	2,1	2,3	2,0	2,0	2,3	2,1	1,9	2,4	2,6	2,8	
Italie	1,7	1,5	1,4	1,4	1,3	1,5	1,4	1,7	1,6	1,9	1,9	
Luxembourg	0,4	-1,4	0,6	0,6	1,3	1,3	1,2	-0,3	1,4	1,6	1,9	
Pays-Bas	1,5	2,1	2,0	2,0	1,9	2,1	2,1	1,8	2,5	2,0	1,8	
Portugal	2,8	2,5	2,7	2,8	2,7	2,1	2,1	1,9	1,8	1,9	1,8	
Zone euro	0,8	0,8	0,8	1,0	1,1	1,0	0,9	1,1	1,2	1,2	1,4	

Source : Eurostat

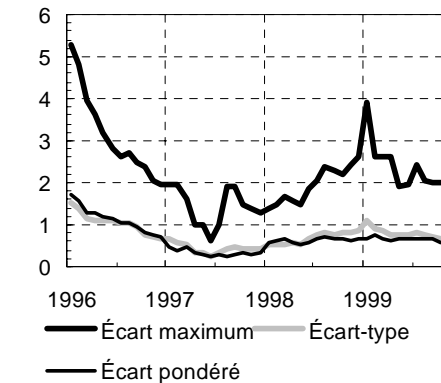
Au total, l'année 1999 a été marquée par un raffermissement modéré de la hausse de l'indice général des prix à la consommation aux États-Unis et dans la zone euro, tandis que l'appréciation de la livre sterling et la modération des salaires, qui ne reflètent qu'avec retard l'amélioration du marché du travail, prolongeaient la décélération de l'inflation au Royaume-Uni. Au Japon, la persistance de pressions déflationnistes se reflète dans une orientation à la baisse des prix à la consommation (-0,7 % sur douze mois en octobre).

**Taux d'inflation
dans quelques grandes économies**

(glissements annuels en pourcentage)

**Dispersion des taux d'inflation
au sein de la zone euro**

(points de pourcentage)



Sources : Données nationales, Eurostat (IPCH pour les pays de l'Union européenne)

La dispersion des taux d'inflation au sein de la zone euro s'est certes quelque peu élargie depuis la mi-1997 à mesure que la désinflation se poursuivait en France et en Allemagne, tandis que la croissance plus rapide de la demande faisait naître des pressions inflationnistes plus sensibles dans quelques pays. L'Allemagne se caractérise par une évolution particulièrement modérée des prix des services. Au contraire, en Italie, l'accélération touche non seulement les prix de l'énergie mais aussi les autres composantes de l'indice. Les Pays-Bas ont connu une phase transitoire d'accélération de l'inflation pendant l'été, puis le glissement annuel de l'indice harmonisé est revenu de 2,5 % en août à 1,8 % en octobre. La tendance de fond reste plus forte en Espagne. L'ampleur de ces différences n'a cependant rien d'anormal au sein d'une union monétaire qui a été le siège, au cours des dernières années, d'un considérable processus de désinflation. On observe que l'écart-type pondéré des glissements annuels de l'indice des prix à la consommation harmonisé est pratiquement resté stable depuis le début de 1998 (cf. graphique ci-dessus).

2. L'amélioration d'ensemble ne doit pas faire oublier les facteurs de fragilité qui subsistent

2.1. La reprise reste à confirmer dans certaines zones

2.1.1. Le rétablissement japonais reste fragile

Après la récession de 1998, le Japon a renoué avec la croissance au premier semestre 1999 : en vive augmentation (+ 2,0 %) au premier trimestre, la hausse du PIB réel est restée légèrement positive (+ 0,1 %) au trimestre suivant. Une stabilisation de l'activité semble donc se manifester, mais elle repose sur des bases encore fragiles, les différentes composantes du PIB connaissant des évolutions très hétérogènes.

Au sein de la demande interne, la consommation des ménages s'est comportée mieux que prévu, avec une augmentation de 1,2 % au premier trimestre 1999 par rapport au trimestre précédent, puis de 0,8 % au deuxième trimestre.

L'investissement des entreprises reste très déprimé ; il a reculé de 3,9 % au deuxième trimestre par rapport au deuxième trimestre de 1998. Les derniers plans d'investissement des entreprises ont été révisés en baisse, et la hausse du yen pourrait peser de façon défavorable sur les perspectives de profit des grandes entreprises manufacturières exportatrices.

Les exportations ont augmenté en raison de la reprise de la demande de biens d'équipement en provenance du Sud-Est asiatique, et la contribution de l'extérieur à la croissance est redevenue légèrement positive (+ 0,2 point).

Les mesures de relance budgétaire ont cessé plus précocement que prévu d'être visibles dans les comptes nationaux : l'investissement public a reculé de 4,0 % au deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent et la consommation publique de 0,4 %. Le vote d'un plan de relance d'un montant de 18 000 milliards de yens a été annoncé en novembre 1999. En attendant l'affermissement de la demande privée, le maintien d'un stimulus fiscal reste, en effet, nécessaire au prix d'une aggravation du déséquilibre des finances publiques (cf. encadré à la fin de l'étude). De son côté, la Banque du Japon a confirmé son intention de maintenir sa politique de taux zéro tant que subsisteraient des tensions à la baisse sur les prix.

2.1.2. L'Amérique du Sud est toujours en proie à des difficultés conjoncturelles et financières

L'Amérique latine dans son ensemble devrait connaître pour l'année 1999 une croissance négative, comprise entre -0,5 % et -1,0 %, malgré le maintien d'une activité toujours soutenue au Mexique. Cette situation, qui contraste avec la reprise asiatique et l'amélioration d'ensemble de la conjoncture internationale, s'explique par les mesures d'ajustement prises dans plusieurs pays et par la dévaluation de janvier 1999 au Brésil.

L'économie brésilienne a pourtant bien résisté à une dépréciation du real, de l'ordre de 35 % sur l'année : le pays devrait connaître une contraction de l'activité moins forte que prévu (-0,5 %), grâce, notamment, au maintien d'investissements directs étrangers très élevés et à la baisse progressive des taux d'intérêt (19 % en novembre, contre 45 % en mars). On note une légère reprise de l'inflation, à +1,2 % en octobre (+7,5 % prévus en moyenne annuelle pour 1999), qui, si elle se confirmait, empêcherait de nouvelles baisses de taux. La priorité absolue pour les autorités reste la réduction du déficit des administrations publiques (plus de 10 % du PIB attendus en 1999). L'excédent primaire devrait remplir l'objectif fixé par le FMI (3,1 % du PIB), mais l'assainissement doit se poursuivre.

Principal partenaire commercial du Brésil, l'Argentine connaît une récession sévère (-3,5 % attendus sur l'ensemble de l'année). Cette situation est la conséquence de la dévaluation brésilienne, alors que, par le système du *currency board*, le peso argentin est ancré au dollar des États-Unis. Des tensions commerciales se sont développées au sein du Mercosur dans un environnement régional où un nombre croissant de monnaies flottent.

Le Mexique bénéficie d'une croissance toujours soutenue (+ 3 % attendus en 1999), favorisée par les performances des États-Unis, avec qui s'effectuent environ 80 % de ses échanges. Le taux d'inflation reste cependant relativement élevé (supérieur à 17 %) et le taux de change effectif réel s'apprécie. La reprise de l'activité qui se manifeste depuis plusieurs mois limite les possibilités de rééquilibrage du solde commercial qui se dessinaient au début de 1999. Le déficit courant devrait s'établir à environ 3 % du PIB pour l'année en cours, contre 3,8 % en 1998. La remontée des cours du pétrole depuis le mois de mars dernier permet de limiter le déficit budgétaire.

Dans les autres pays de la zone, l'aggravation des déséquilibres extérieurs a conduit les autorités à mettre en place des politiques monétaires restrictives. Elles se sont traduites par des taux d'intérêt très élevés, puis par une chute de l'activité et, en particulier, de la demande interne et des importations.

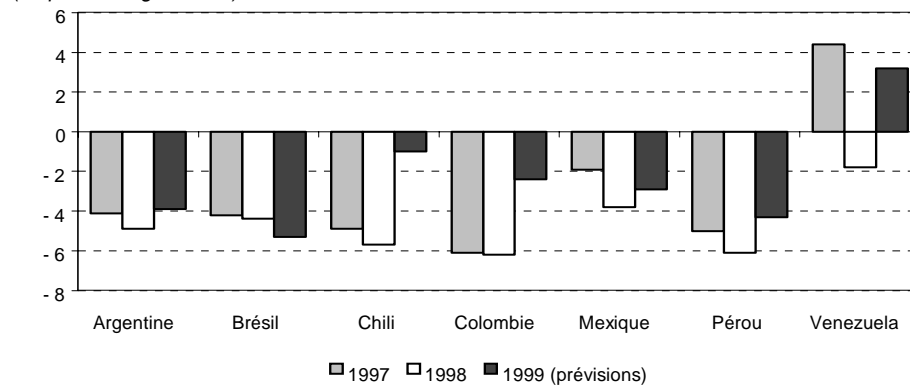
La Colombie subit une récession qui pourrait dépasser 4 % sur l'année 1999. Après deux ajustements du cours pivot du peso en moins d'un an, les autorités ont renoncé en septembre à l'ancrage de la monnaie au dollar des États-Unis. La diminution des recettes fiscales liée à la récession rend plus ardue la maîtrise du déficit public (- 4 % du PIB prévus en 1999). Les réformes structurelles indispensables (élargissement de l'assiette de l'impôt, refonte des transferts vers les collectivités locales, réforme du secteur public) vont être difficiles à mettre en place dans ce contexte de crise où le chômage augmente rapidement. Un plan d'ajustement a été négocié avec le FMI, assorti d'une aide financière sur trois ans.

Au Chili, sous l'effet d'une politique drastique d'ajustement, le PIB devrait se contracter en 1999 pour la première fois depuis quinze ans, entraînant une réduction importante du déficit. La consommation, l'investissement et la production industrielle sont en baisse. Le peso fluctue librement par rapport au dollar depuis le mois de septembre, mais la reprise des exportations dépend aussi de l'évolution de la demande mondiale et des cours du cuivre. Le Venezuela connaît sa deuxième année de forte récession, malgré le rebond des prix du pétrole (70 % des exportations totales). Le déficit budgétaire devrait s'établir à plus de 5 % en 1999.

En Équateur, après plus de dix-huit mois de crise et une dépréciation continue du taux de change nominal contre dollar (35 % en 1998, 40 % au cours du premier semestre de 1999), le pays a fait défaut sur le remboursement des bons Brady. La dette externe est en forte progression (111 % du PIB à fin juillet 1999, contre 76 % fin 1997). L'inflation est très élevée, avec un glissement annuel de 50 % prévu pour 1999.

Soldes des transactions courantes en Amérique latine

(en pourcentage du PIB)



2.1.3. Après l'absorption du choc russe, des déséquilibres subsistent dans les pays d'Europe de l'Est

2.1.3.1. Poursuite de la stabilisation en Russie

Les signes de stabilisation enregistrés en Russie au premier semestre, après la crise financière d'août 1998 qui s'est traduite par la chute de plus de 70 % du rouble, se sont confirmés au cours des mois suivants alors qu'une poursuite de la récession était attendue. La hausse des prix des matières premières, conjuguée à l'accroissement de l'offre interne favorisée par le renchérissement des importations, a contribué à accélérer la reprise de la production industrielle. L'effondrement de l'investissement (de l'ordre de 50 % depuis le début de la décennie) a été stoppé. En revanche, la consommation des ménages s'est contractée de 13 % au cours des neuf premiers mois de l'année, en liaison avec la chute du niveau de vie de la population depuis l'été 1998.

Tableau de bord de l'économie russe

(variations annuelles en pourcentage, sauf mention contraire)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 9 mois
PIB (a)	- 12,0	- 15,0	- 4,0	- 6,0	0,8	- 4,6	- 0,7
Production industrielle	- 16,2	- 21,0	- 3,0	- 5,0	1,9	- 5,2	7,5
Investissement	- 16,0	- 27,0	- 13,0	- 18,0	- 5,5	- 6,6	0,1
Prix de détail (glissement annuel)	896,0	215,0	131,3	21,8	11,3	85,0	58,6
							(oct.)
Déficit budgétaire (en % du PIB)	- 9,2	- 10,4	- 2,9	- 7,6	- 6,8	- 5,3	- 3,1
Solde commercial hors CEI (en milliards de dollars)	16,8	20,9	21,5	27,7	18	15	20,0
Solde courant (en % du PIB)	0,8	4,9	3,3	2,1	0,7	0,8	8,0
Dettes extérieures brutes (en milliards de dollars)	110,4	119,8	128,8	125,0	135,0	152,0	160,0

(a) En 1998, le PIB par habitant s'est élevé à USD 1 420 en 1998 au taux de change courant ; il s'est établi à USD 4 296 selon la PPA.

Sources : FMI, Banque centrale de Russie, Goskomstat

L'inflation, qui s'est ralentie au cours des dix premiers mois, demeure supérieure à 58 % en octobre en glissement annuel. Ce résultat découle, en particulier, de la stabilisation du rouble après, il est vrai, sa forte dépréciation en 1998. L'augmentation des rentrées fiscales liée à l'embellie conjoncturelle a permis de limiter le déficit budgétaire à 3 % du PIB. La Bourse de Moscou, qui avait reculé de près de 85 % en 1998, a progressé de 60 % au cours des dix premiers mois de l'année.

La situation financière extérieure a évolué de manière paradoxale : d'une part, le commerce extérieur s'est nettement amélioré et, d'autre part, les difficultés liées au poids de l'endettement en devises se sont accentuées. La chute de plus de 40 % des importations en volume par rapport à 1998, conjuguée au maintien des exportations composées principalement de produits de base, devrait permettre de dégager un excédent commercial proche de 30 milliards de dollars. L'excédent courant atteindrait un niveau historique de 8 % du PIB (15 milliards de dollars). Malgré ce résultat satisfaisant, le niveau des réserves de change, qui ne dépasse pas 12 milliards de dollars, reste insuffisant pour faire face aux échéances financières. Le gouvernement poursuit des négociations avec les créanciers internationaux publics et privés en vue de trouver un règlement global concernant la dette en devises, qui correspond à près de 90 % du PIB.

La stabilisation de l'économie, qui est encore fragile, n'a pas incité le gouvernement à accélérer la mise en œuvre des réformes. La restructuration du système bancaire, fortement touché par la crise, est tout juste amorcée. Les privatisations ont été pratiquement suspendues. Le taux de chômage dépasse 12 % et les arriérés de salaires, qui correspondent à plus de 3 % du PIB, ne sont toujours pas résorbés. Face à cette situation, la poursuite du redressement de l'économie risque de se ralentir.

Un certain nombre d'États de la CEI restent affectés par la situation de la Russie qui conserve une influence économique prépondérante dans la zone. La récession s'est poursuivie dans des pays comme la Biélorussie, la Moldavie et l'Ukraine, qui sont très dépendants des ressources énergétiques. La hausse des prix des matières premières a, cependant, favorisé la stabilisation économique en Azerbaïdjan et au Turkménistan, riches en pétrole et en gaz, malgré l'aggravation des déficits courants liée à l'augmentation des importations. L'inflation, qui dépasse 20 %, reste très importante dans la quasi-totalité des économies de la CEI.

2.1.3.2. La crise d'août 1998 a été bien absorbée par les pays d'Europe centrale, orientale et balte (Pecob)

Le niveau avancé de l'intégration commerciale des Pecob dans l'Union européenne, qui représente actuellement plus de la moitié des échanges de ces pays avec l'étranger, contre moins de 10 % au début de la décennie, a largement permis de limiter l'impact de la crise russe. La reprise, à partir du deuxième trimestre, dans l'Union européenne a vraisemblablement freiné le ralentissement de ces pays constaté au début de l'année. L'effet de rattrapage, joint à la forte demande interne favorisée par le renforcement des monnaies et l'augmentation de 20 % des entrées de capitaux étrangers par rapport à 1998, a contribué à cette relance.

La croissance est restée élevée en Hongrie, en Pologne et en Slovaquie, de l'ordre de 3,5 %, alors qu'elle a été inférieure à 2,0 % en Bulgarie, avec la guerre au Kosovo, et en Roumanie, en liaison avec la politique d'ajustement. La récession, qui se poursuit en Roumanie depuis trois années, s'est sensiblement atténuée en République tchèque. En revanche, les États baltes, qui dépendent encore assez fortement des exportations vers la Russie, sont confrontés à une quasi-stagnation avec la chute des importations russes.

La poursuite de la désinflation dans la plupart des Pecob, imputable à des taux d'intérêt élevés, s'est confirmée au cours de l'année, malgré une inflation moyenne encore importante (7 %) dans la région. En Pologne, toutefois, la reprise, en octobre dernier, de l'inflation, en raison de la hausse des cours des produits énergétiques, a entraîné la remontée des principaux taux directeurs, déjà très élevés, de la Banque centrale. Le déficit des administrations publiques est de l'ordre de 3,5 % du PIB. Des dérapages budgétaires ne sont pas à exclure, en liaison avec la hausse des dépenses sociales liées aux restructurations des entreprises. Au niveau de la région, le taux de chômage moyen dépasse actuellement 13 % et les bourses de valeurs, qui avaient chuté de plus de 40 % en 1998, ont progressé, en moyenne, de 15 % grâce, en particulier, à la participation des investisseurs internationaux. Les privatisations se sont accélérées, principalement dans le secteur bancaire.

2.1.3.3. Les Pecob font toujours face à des déséquilibres extérieurs

La situation économique extérieure des Pecob reste confrontée à d'importants déséquilibres, même si le niveau de la dette externe, qui correspond en moyenne à 40 % du PIB de la zone, est modéré. La progression rapide de l'activité et les entrées de capitaux ont entraîné une aggravation des déficits courants, à hauteur de 5,5 % du PIB, en Pologne et en Hongrie.

Indicateurs macroéconomiques et structurels pour l'année 1998 concernant les Pecob candidats à l'adhésion à l'Union européenne

(pourcentage du PIB, sauf indication contraire)

	Inflation (moy. annuelle)	Taux d'intérêt (a)	Solde public	Dettes publiques	PIB/hab. (USD)	PIB (variation en %)	M2	Solde courant	Part de l'UE dans les échanges
Pays les plus avancés dans les réformes									
Estonie	4,0	14,0	- 3,6	5,2	3 580	0,0	35,0	- 6,1	65,2
Hongrie	9,0	15,0	- 3,9	60,3	4 709	3,0	45,0	- 5,5	67,5
Pologne	7,0	15,0	- 3,0	45,6	3 880	3,5	40,0	- 6,0	64,8
République tchèque	4,0	12,2	- 3,9	28,9	5 350	0,0	89,0	- 2,0	63,3
Slovénie	5,0	9,0	- 1,0	24,1	10 708	3,5	50,0	- 1,0	69,4
Pays moins avancés									
Bulgarie	2,0	15,0	- 2,8	84,9	1 315	0,0	35,0	- 5,5	45,1
Lettonie	2,8	7,3	- 3,5	11,1	2 789	1,5	37,0	- 12,1	48,7
Lituanie	2,5	9,6	- 5,7	17,0	2 935	0,0	36,0	- 10,0	50,7
Roumanie	40,0	58,0	- 3,0	31,3	1 410	- 4,0	35,0	- 7,5	57,7
Slovaquie	9,0	16,0	- 2,9	30,6	3 615	1,8	80,0	- 5,0	50,4

(a) Il n'existe pas de taux d'intérêt à long terme (au sens du traité de Maastricht).
Les taux indiqués correspondent à des prêts bancaires à 1 an (en moyenne).

Sources : FMI, BERD, WIIW

Les déficits courants se sont encore plus aggravés dans les États qui ont maintenu des liens économiques importants avec la Russie : ils ont été supérieurs à 10 % du PIB en Lettonie et en Lituanie. La stagnation enregistrée en Estonie, en conjugaison avec une politique monétaire restrictive, a permis de ramener le déficit à près de 6 % du PIB, contre plus de 10 % en 1998. On notera que la Roumanie, qui est de loin le pays le plus pauvre de la région avec la Bulgarie, aura conservé en 1999 un déficit courant de 7,5 % du PIB malgré une très grave récession.

La reprise de l'activité, qui pourrait atteindre 4 % dans la zone pour l'année prochaine, contre moins de 2 % en 1999, risque d'entraîner une nouvelle dégradation des échanges avec l'étranger. Pour éviter la poursuite d'une situation qui serait difficilement soutenable à terme et risquerait de compliquer le processus d'adhésion à l'Union européenne, les Pecob ne pourront faire l'économie d'une politique d'ajustement au cours des prochaines années.

2.2. De grands déséquilibres financiers continuent de peser sur l'économie mondiale

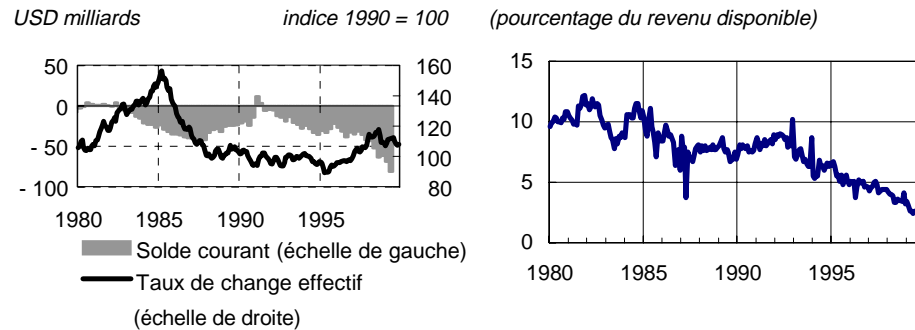
2.2.1. Les déséquilibres de balances de paiements reflètent en particulier un déséquilibre épargne- investissement aux États-Unis

La croissance de l'économie américaine dans la phase actuelle du cycle repose sur un déséquilibre entre épargne et investissement au niveau national. Alors que l'investissement des entreprises croît à un rythme annuel avoisinant 10 % depuis 1993, les agents privés n'ont pas cessé de réduire leur taux d'épargne. La récente réforme du mode de calcul de l'épargne des ménages² ne modifie pas le mouvement à la baisse : selon la nouvelle méthodologie, le taux d'épargne des ménages était de 10,8 % en 1981, 8,3 % en 1991 et 3,7 % en 1998.

² Les contributions des administrations au titre de la retraite de leurs agents sont depuis octobre 1999 intégrées dans l'épargne des ménages. Ce changement méthodologique ne modifie en rien le niveau de l'épargne nationale. Pour une vision complète des problèmes méthodologiques du calcul de l'épargne, cf. le *Rapport* 1998 du Conseil national du crédit et du titre.

Solde des transactions courantes et taux de change effectif nominal du dollar

Taux d'épargne des ménages

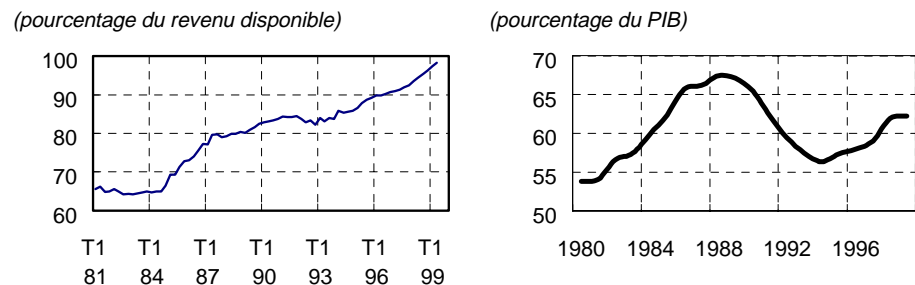


Sources : Données nationales, BRI

La dette des entreprises atteint 65,2 % du PIB. Sa progression est désormais largement entretenue par l'effet de levier : les entreprises s'endettent pour réaliser des investissements, et pour effectuer des opérations financières ; elles rachètent leurs propres actions. L'endettement des ménages s'est, lui aussi, beaucoup accru, pour atteindre 98 % de leur revenu disponible en automne 1999 (contre 65 % en 1981).

Endettement des ménages

Dette des entreprises



Source : Datastream

La montée de l'endettement des agents privés a contribué à la vigueur des composantes internes de la demande mais aussi à la dégradation de leur situation financière : les défaillances de remboursement des crédits accordés par cartes bancaires augmentent notablement depuis un an.

Le déficit américain a pour contrepartie la persistance d'excédents dans le reste du monde. L'interruption des entrées de capitaux extérieurs dans les nouveaux pays industrialisés d'Asie a été compensée par un renversement des soldes courants, qui sont devenus fortement positifs en 1998 et le sont demeurés en 1999 (cf. dernier graphique de la partie 1.1.). Au Japon, la reprise des importations, qui accompagne la stabilisation de la demande interne, n'a que partiellement entamé l'excédent commercial, de sorte que le solde de la balance des paiements courants cumulé sur douze mois s'élevait à 2,6 % du PIB en octobre dernier, après avoir atteint 3,1 % sur l'ensemble de l'année 1998.

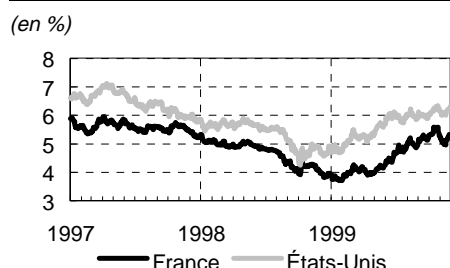
Dans la zone euro, l'excédent du compte de transactions courantes pour les trois premiers trimestres de 1999 est de moindre ampleur. Il s'est établi à 34,5 milliards, en diminution de 11,6 milliards par rapport à la période correspondante de 1998. L'excédent cumulé sur douze mois représentait 0,8 % du PIB de la zone.

L'expérience des dernières années a mis en lumière l'importance de la stabilité des marchés internationaux de capitaux comme condition de la « soutenabilité » des déséquilibres de paiements entre grandes zones de l'économie mondiale.

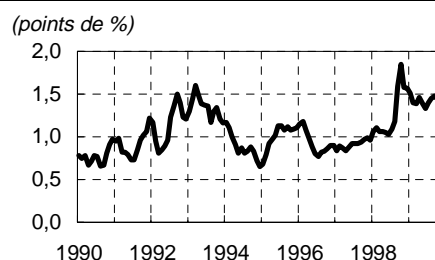
2.2.2. Des signes de tensions persistent sur les marchés de capitaux et de change

Au cours des onze premiers mois de 1999, les cours des actions ont enregistré sur toutes les places une nouvelle progression, à travers trois phases successives de hausse (de début mars à début mai, de fin mai à mi-juillet et de mi-octobre à début décembre). Les marchés n'ont cessé de réagir avec une forte volatilité aux informations susceptibles de présager une intensification des pressions inflationnistes accompagnant l'accélération de l'activité économique dans le monde.

Taux des obligations à dix ans



Écart entre les taux des obligations privées et des titres publics aux États-Unis



Sources : Données nationales

La nervosité des marchés s'est simultanément traduite dans une remontée des taux à long terme. Ce mouvement a repris au cours des dernières semaines de novembre après la détente qui a suivi les hausses de taux directeurs décidées au début du mois. Aux États-Unis, l'écart entre le taux des obligations privées et celui des titres d'État se situe encore à un niveau élevé, un an après la crise d'octobre 1998. Cependant, les perspectives toujours favorables de la croissance américaine ont continué d'attirer les flux de capitaux en direction des États-Unis et entretenu le mouvement de hausse du dollar par rapport à l'euro engagé dès le début de l'année, tandis que le raffermissement de la conjoncture au Japon s'accompagnait d'une tendance à la hausse du yen.

3. Les politiques monétaires visent à prévenir les risques de résurgence des tensions inflationnistes

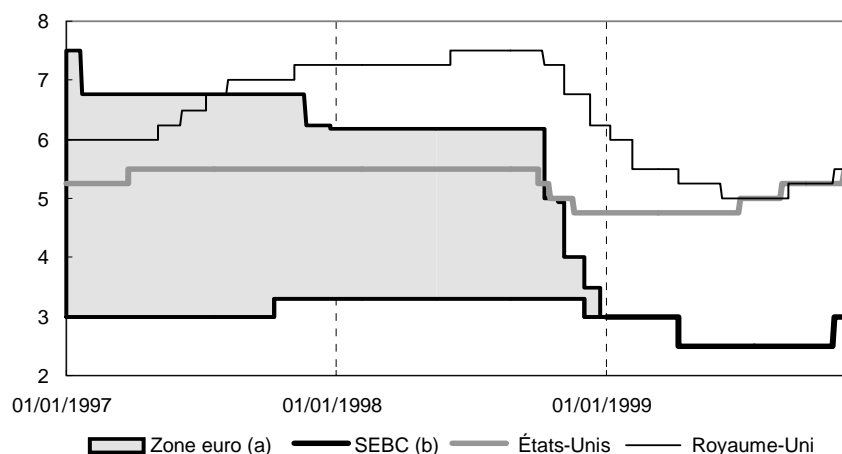
3.1. Resserrement progressif aux États-Unis et au Royaume-Uni

Aux États-Unis, devant la poursuite d'une croissance vigoureuse et l'apparition de tensions sur certains secteurs du marché du travail, le Système fédéral de réserve a décidé, le 16 novembre, de resserrer la politique monétaire : le taux des fonds fédéraux a été relevé de 25 points de base, à 5,5 %, et le taux d'escompte est passé de 4,75 % à 5,0 %. Mais le Comité fédéral de l'*open market* a également annoncé un biais neutre, signifiant que la Banque centrale ne compte pas procéder à une nouvelle hausse des taux à court terme. Le taux des fonds fédéraux retrouve ainsi son niveau d'avant les turbulences financières de l'été 1998.

Au Royaume-Uni, la hausse des prix de l'énergie, l'accélération de la hausse des prix immobiliers, l'amélioration des indicateurs de confiance des consommateurs et la reprise attendue des augmentations de salaires ont été interprétés par la majorité des membres du Comité de la politique monétaire britannique (MPC) comme autant de signaux avancés de la reprise de l'inflation à horizon de deux ans. Le MPC, prévoyant en 2001 un dépassement de plus de 1 point de pourcentage des 2,5 % ciblés pour le RPIX (indice des prix à la consommation excluant les coûts des prêts immobiliers), a décidé, le 8 septembre puis le 4 novembre, deux augmentations successives du taux de ses appels d'offres, qui l'ont porté de 5,0 % à 5,5 %.

Taux directeurs

(en pourcentage)



(a) Plage définie par les taux directeurs principaux

(b) Taux des appels d'offres le plus élevé et le plus bas des 11 pays

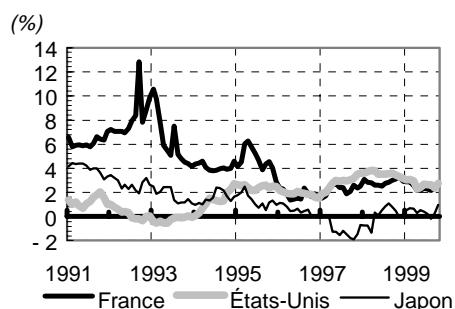
3.2. Orientation toujours favorable à une croissance durable en Europe

L'environnement économique actuel est beaucoup plus favorable qu'au printemps, lorsque l'Eurosystème avait réduit à 2,5 % son taux principal de refinancement. La répercussion sur les prix à la consommation du renchérissement des prix de l'énergie intervenu en début d'année devrait entretenir une hausse de l'indice général des prix à la consommation au cours des prochains mois.

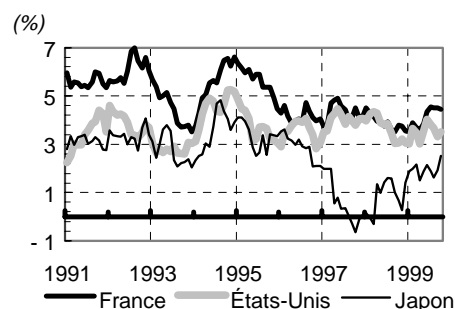
En outre, plusieurs indicateurs suggèrent que la liquidité est abondante dans la zone euro : la moyenne des taux de croissance annuels de M3 a atteint 6,0 % au cours de la période d'août à octobre 1999, bien au-delà de la référence de 4,5 % adoptée dans le cadre de la stratégie monétaire du SEBC. Même si ces évolutions reflètent pour une part des phénomènes transitoires liés au passage à l'euro au début de l'année, elles s'accompagnent d'une progression rapide des crédits aux agents privés de la zone euro, 10 % sur douze mois en octobre.

Le Conseil de la Banque centrale européenne a ainsi conclu, lors de sa réunion du 4 novembre, que les risques de baisse pesant sur la stabilité des prix s'étaient progressivement orientés à la hausse. Cette analyse a plaidé en faveur d'un ajustement des taux d'intérêt dans le contexte d'une orientation de politique monétaire propice au maintien de la stabilité des prix à moyen terme. Aussi le Conseil a-t-il décidé de relever de 2,5 % à 3,0 % le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. En outre, le taux de la facilité de prêt marginal est passé de 3,5 % à 4,0 % et celui de la facilité de dépôt de 1,5 % à 2,0 %.

Taux réels à trois mois



Taux réels à dix ans



Sources : Données nationales

L'état des finances publiques dans les principales économies de l'OCDE

Aux États-Unis, la poursuite d'un cycle de croissance exceptionnel quant à sa durée a renforcé la position budgétaire américaine au-delà des espérances. L'exercice budgétaire 1999 s'est conclu par un deuxième excédent consécutif. D'un montant de 122,7 milliards de dollars (1,4 % du PIB), il surpasse largement celui de 1998 (69,2 milliards de dollars, soit 0,8 point), principalement en raison d'abondantes recettes fiscales (+ 6,2 %). L'impôt sur le revenu et les taxes sur les plus-values financières se sont particulièrement développés. Sur la base du maintien probable du surplus des collectivités locales, l'excédent des administrations publiques pourrait atteindre 2,3 % du PIB. À la fin de l'exercice, l'encours de dette fédérale détenue par le public a reculé de nouveau, pour atteindre 3 633 milliards de dollars, soit 40,7 % du PIB (- 9 points depuis 1996).

Le projet de loi de finances pour l'exercice 2000, déposé par la présidence, envisage une augmentation des dépenses dites discrétionnaires de 16 milliards de dollars (dans les domaines de la défense, de l'éducation et des transports notamment), compensée par des économies dans les dépenses obligatoires (principalement les dépenses de Sécurité sociale). Ce projet est contesté par l'Office d'évaluation budgétaire du Congrès (CBO), qui s'en tient à une lecture stricte du Balanced Budget Act de 1997, qui dispose que les dépenses discrétionnaires doivent être stables en valeur sur la période 1999-2002. Le débat public est désormais centré sur l'affectation des excédents budgétaires futurs. Un projet de l'administration prévoit qu'une partie de l'excédent budgétaire prévu jusqu'en 2014 puisse être transféré à un fonds investi en valeurs mobilières destiné à assurer la pérennité du système d'assurance-retraite américain. Le reste de l'excédent servirait à renforcer le financement de l'assurance-santé, à soutenir par un abondement l'épargne des ménages, et à réaliser des dépenses répondant à de grands impératifs nationaux.

Au Japon, la dégradation des finances publiques s'est accentuée. Le gouvernement s'est fixé comme priorité la relance de la conjoncture au moyen de plans budgétaires qui se sont succédés au cours des années quatre-vingt-dix. Devant la poursuite du marasme économique, le budget 1999 a conservé le même objectif prioritaire. Il a prolongé ainsi l'important effort entrepris par la troisième loi de finances rectificative de l'année fiscale précédente, votée en novembre 1998. De nouvelles baisses d'impôts, d'un montant de 9 000 milliards de yens (1,8 point de PIB) sont venues renforcer le revenu disponible des ménages et des entreprises. Parallèlement, les dépenses inscrites au budget devaient progresser de 5,3 % : l'accent a été de nouveau mis sur le développement des travaux publics. Enfin, 2 500 milliards de yens (0,5 point de PIB) ont été affectés au Fonds de consolidation de la dette du système financier. Selon le gouvernement japonais, le déficit des administrations publiques atteindrait 7,8 % du PIB en 1999, après 6,1 % en 1998 et 3,3 % en 1997. Les charges d'intérêt sur la dette représentent environ 14 % des dépenses du budget de l'État central. Le gouvernement a annoncé, le 11 novembre, un neuvième plan de relance budgétaire, d'un montant effectif de 6 789 milliards de yens (1,3 point de PIB), axé sur la stimulation du secteur de la construction. Le ministère des Finances a annoncé que le niveau de dette publique serait porté à 122,5 % du PIB à la fin de l'année fiscale 1999-2000, contre 113,4 % au terme de l'exercice précédent.

Entre ces deux situations très contrastées, la zone euro occupe une position médiane, avec la persistance de déficits publics que les États membres s'efforcent de résorber en vue de respecter le Pacte de stabilité et de croissance, qui stipule que les États doivent parvenir à une position équilibrée ou proche de l'équilibre en moyenne dans le cycle économique. En 1999, la plupart des États membres ont amélioré leur position budgétaire conformément aux engagements pris dans les programmes de stabilité nationaux. Des résultats plus satisfaisants qu'escomptés ont été enregistrés en Irlande et en Finlande, où l'excédent public s'est nettement renforcé. En revanche, le déficit italien serait légèrement supérieur à 2 % du PIB. Globalement, le déficit des administrations publiques dans la zone euro s'établirait, selon les prévisions d'automne de la Commission européenne, à 1,6 % du PIB en 1999, après 2,0 % en 1998. En 1999, seuls les soldes de l'Autriche, de la France et de l'Italie devraient être déficitaires de plus de 2 % du PIB.

L'influence de la conjoncture économique et financière a été globalement favorable. Les États européens ont bénéficié de la forte détente des taux d'intérêt de long terme en 1998 et jusqu'au début de cette année. Ils ont, certes, fait face à un ralentissement prononcé de la croissance, mais la demande intérieure, qui détermine principalement le rendement des prélèvements obligatoires, est restée ferme. La collecte des recettes fiscales a ainsi été meilleure que prévu dans la plupart des États membres de la zone euro et les gouvernements ont consenti des réductions d'impôt qui ont bénéficié aux ménages et aux entreprises. En conséquence, le déficit primaire, qui mesure la balance des dépenses hors charges d'intérêt de la dette et des recettes, serait resté au même niveau qu'en 1998.

Les projets de loi de finances pour 2000 traduisent la volonté des États membres de la zone euro de poursuivre l'ajustement de leur déficit public conformément aux programmes de stabilité.

Développements récents en matière de monnaie électronique

La monnaie électronique tend aujourd'hui à devenir une réalité au sein du paysage bancaire français. La société Kline, premier établissement français s'étant constitué pour émettre et gérer un tel moyen de paiement, qui offre depuis 1997 ses services pour faciliter les paiements sur Internet, restait, en effet, jusqu'à présent isolée. Tel n'est plus le cas depuis le 30 septembre 1999 avec l'agrément par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) de la Société financière du porte-monnaie électronique interbancaire (SFPMEI) qui émettra et garantira la monnaie électronique en France pour le compte de plusieurs systèmes de porte-monnaie électroniques.

Marc ANDRIES
*Direction des Établissements de crédit
et des Entreprises d'investissement
Service des Réglementations professionnelles*

Les initiatives françaises en matière de monnaie électronique connaissent en cette fin d'année une accélération. Le 30 septembre intervenaient à la fois l'agrément de la Société financière du porte-monnaie électronique interbancaire (SFPMEI) et le lancement officiel à Tours de l'expérience pilote du porte-monnaie électronique Monéo. Ces initiatives témoignent des nombreux développements qui sont intervenus en ce domaine depuis deux ans. Elles se situent dans un contexte où les expériences se sont multipliées au plan mondial et où plusieurs projets de porte-monnaie électroniques (PME) entrent en phase d'expérimentation sur le marché français.

Alors que les États-Unis et les pays du Sud-Est asiatique optent pour un laisser-faire, les autorités européennes ont pris position sur le sujet afin d'assurer la confiance des consommateurs dans ce nouveau moyen de paiement. Un projet de directive définissant un statut des émetteurs de monnaie électronique devrait ainsi aboutir dès le début de l'année prochaine.

La Banque de France a activement participé aux réflexions européennes et a accompagné le développement des projets français. Le gouverneur avait saisi la profession, le 1^{er} octobre 1996, pour lui rappeler l'exigence du statut d'établissement de crédit et lui demander de soumettre à l'examen de ses services tout projet de porte-monnaie électronique. Une cellule d'analyse est désormais chargée de vérifier le bon développement juridique, prudentiel et sécuritaire des différents projets. Elle a accompagné, notamment, la SFPMEI, société émettrice de monnaie électronique, lors de sa constitution et suit les évolutions affectant les trois systèmes de distribution regroupés sous son égide.

NB : Cet article a bénéficié, pour la partie consacrée aux aspects sécuritaires, des conseils de Jean-François Ducher, chargé de mission à la direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange (DMPE) et complète celui de Serge Lansky, paru dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 70, octobre 1999, sur la nature juridique de la monnaie électronique.

Le développement de la monnaie électronique se caractérise donc aujourd'hui par une pluralité de projets, un cadre juridique défini par la loi bancaire et précisé par la Banque de France, des prises de position au plan européen qui vont favoriser une harmonisation des situations juridiques nationales autour d'un statut unique, et un schéma-cadre en matière de sécurité que la Banque de France contribue à élaborer.

1. Évolution des projets de porte-monnaie électroniques en Europe et en France

Les systèmes de monnaie électronique sont encore peu développés en Europe. La Banque centrale européenne y voit une conséquence du faible engouement du monde du commerce, ainsi que des difficultés de mise en œuvre résultant de problèmes sécuritaires et de coûts élevés¹. La croissance des dispositifs de monnaie électronique est cependant rapide et témoigne de l'acquisition progressive d'une masse critique par les systèmes existants. Selon les statistiques produites récemment par la Banque centrale européenne, l'encours de monnaie électronique au sein de la zone euro a crû de 100 % en 1998 et atteignait 120 millions d'euros au 1^{er} janvier 1999. Les principaux porte-monnaie électroniques existent sous forme de cartes prépayées et sont opérationnels en Allemagne (*Geldkarte* – 58 millions d'euros), en Belgique (*Proton* – 24 millions d'euros) et aux Pays-Bas (*Proton* et *Chipper* – 25 millions d'euros).

En France, à l'exception du porte-monnaie électronique sur Internet Kleline, qui a connu jusqu'à présent un succès modeste et qui doit, en conséquence, redéfinir son offre, trois projets de cartes présentés par des groupes d'établissements de crédit sont en cours de réalisation et d'expérimentation. Il s'agit de :

- Modéus, réunissant des sociétés de transport (SNCF, RATP), des sociétés de service (France Télécom) et des établissements de crédit ou assimilés (Société générale, La Poste, caisses d'épargne). La carte Modéus prévoit de coupler une application dédiée de prépaiement des titres de transport et un porte-monnaie électronique universel, ce qui, dans l'esprit de ses promoteurs, doit faciliter le déploiement rapide du porte-monnaie. Modéus a lancé une expérience limitée aux salariés des entreprises partenaires sur le secteur de la gare Montparnasse en septembre 1999 ;
- Monéo, produit par la Société européenne de monnaie électronique (SEME) qui regroupe la BNP, le Crédit agricole et le Crédit Lyonnais, ainsi que d'autres établissements de crédit partenaires, dont le Crédit mutuel. Le porte-monnaie électronique Monéo est fondé sur le dispositif technique allemand Geldkarte et devrait comporter une interopérabilité avec l'Allemagne et le Luxembourg, permettant ainsi aux porteurs originaires des trois pays de réaliser des paiements sur l'ensemble de ces territoires. Monéo est actuellement en test à Tours depuis la fin septembre ;

¹ Cf. Banque centrale européenne, *The effects of technology on the EU banking systems*, juillet 1999

- Mondex, dont la licence d'exploitation pour la France a été acquise par le Crédit mutuel, qui entend de la mettre en œuvre en adaptant certaines spécificités du dispositif original. L'établissement souhaite démarrer l'exploitation de son porte-monnaie électronique directement en euros, de façon à faciliter un usage transfrontalier et à bénéficier pleinement du basculement des billets et des pièces en 2002. Une expérience pilote est actuellement lancée à Strasbourg.

La coexistence de ces trois projets distincts s'est peu à peu imposée dans le paysage de la monétique française, pourtant plus habitué à l'interbancaire avec l'exemple du succès de la carte bancaire. Les raisons de cette disparité tiennent au jeu normal de la concurrence entre des acteurs bancaires soucieux d'innovation et de maîtrise des coûts. Partageant tous le constat que seule l'obtention d'une masse critique d'utilisation de la monnaie électronique permet de rentabiliser les très importants coûts de lancement des produits, ils ont chacun opté pour un mode de développement différent. Les trois groupements s'attendent cependant à devoir effectuer des rapprochements stratégiques en fonction des succès commerciaux remportés par les uns ou les autres. Déjà, Modéus et Monéo travaillent en ce sens.

De plus, chacun d'eux partage une même conception des dispositifs de monnaie électronique, héritée des systèmes anglo-saxons et qui distingue un émetteur de monnaie électronique de premier niveau (dit *originator*), chargé de l'émission et de la garantie du remboursement de la monnaie électronique, et des établissements de crédit émetteurs de second niveau, acquérant celle-ci auprès du premier pour alimenter leur dispositif et la distribuer au public sur des PME conçus et distribués par eux². Dans chacun des trois systèmes projetés, les établissements de crédit, qui en sont les promoteurs, entendent se placer au deuxième niveau.

C'est dans ce contexte que le Groupement cartes bancaires a suscité l'idée de la création de la Société financière du porte-monnaie électronique interbancaire, chargée d'émettre la monnaie électronique en premier niveau et laissant la distribution de celle-ci auprès du public aux groupements d'établissements de crédit responsables d'une PME. La constitution de la société sous forme de société anonyme par actions simplifiée avec onze actionnaires (chacun chef de file du groupement) a abouti au début de 1999. Le CECEI a agréé le 30 septembre dernier la SFPMEI en qualité de société financière pour émettre et gérer ce nouveau moyen de paiement, après examen détaillé des caractéristiques techniques et financières du projet par la direction des Établissements de crédit et des Entreprises d'investissement.

² Cette répartition des rôles est copiée sur les modes d'émission et de distribution de la monnaie fiduciaire qui font intervenir la Banque centrale et les établissements de crédit distributeurs.

Émetteurs de premier et de second niveaux

Les modes d'émission de monnaie électronique tendent à se structurer autour de deux niveaux sur le modèle des schémas de distribution de monnaie fiduciaire associant une banque centrale et des banques commerciales.

L'émetteur de premier niveau (appelé dans les systèmes anglo-saxons Originator) émet la monnaie électronique et détient les fonds reçus du public en échange de celle-ci. Il est soumis, à ce titre, à la garantie des dépôts et autres fonds remboursables. Il gère le flottant correspondant à la monnaie électronique en circulation. La SFPMEI se place en émetteur de premier niveau.

Des établissements de crédit, promoteurs et distributeurs de dispositifs de paiement chargés en monnaie électronique, appelés porte-monnaie électroniques, acquièrent celle-ci auprès de l'émetteur de premier niveau et la mettent à la disposition du public. Ils assurent les relations commerciales avec la clientèle et remboursent la monnaie électronique non utilisée sur demande des titulaires. Ils effectuent également le règlement des commerçants pour les achats effectués auprès d'eux par les titulaires de leurs porte-monnaie électroniques. Les trois projets de PME français sont initiés par des groupements d'établissements de crédit déjà agréés pour l'exercice de ces activités de mise à disposition à la clientèle et de gestion de moyens de paiement.

Dans le cas des systèmes français, seule la SFPMEI, qui est une société nouvelle, devait requérir un agrément. Compte tenu de l'organisation en deux niveaux de l'émission de la monnaie électronique, il sera important que cette société exerce un contrôle étroit du bon fonctionnement, notamment sur le plan sécuritaire, des systèmes qui s'approvisionnent auprès d'elle.

2. Le cadre légal et réglementaire français

Aux termes de la loi bancaire française, les activités d'émission et de gestion de moyens de paiement sont réservées aux seuls établissements de crédit disposant d'un agrément autorisant leur exercice. La réception des fonds, en contrepartie de l'émission de la monnaie électronique, est analysée comme une opération de réception de fonds du public au sens de l'article 2 de la loi précitée, également réservée aux seuls établissements de crédit. Lorsque l'établissement de crédit émetteur affecte ces fonds au paiement des accepteurs de la monnaie électronique et ne peut en disposer pour son propre compte, il peut exercer son activité en qualité de société financière³. Il résulte de ces dispositions que les émetteurs et gestionnaires de ce moyen de paiement sont soumis à l'ensemble de la réglementation applicable aux établissements de crédit. Ainsi, l'émetteur de monnaie électronique, détenteur de fonds remboursables de la clientèle, est assujéti à l'obligation d'adhérer au Fonds de garantie des dépôts et à d'éventuelles réserves obligatoires.

À l'occasion de l'examen des différents projets de PME, la Banque de France et le CECEI ont précisé les conditions réglementaires et prudentielles de cette activité.

³ C'est le cas pour la SFPMEI, mais cela n'est pas systématique.

Ils ont ainsi indiqué que le chargement ou le rechargement de monnaie électronique sur les PME, qui constituent des opérations de gestion de moyens de paiement, devaient être réalisés par des établissements de crédit. Cette analyse ne fait cependant pas obstacle à ce qu'un non-établissement de crédit, tiers à la relation de chargement, offre à sa clientèle des moyens techniques la mettant en liaison avec l'établissement de crédit. Il reste que l'intermédiation consistant à mettre à la disposition du public des moyens de paiement sous forme de monnaie électronique contre réception d'espèces doit être regardée en l'état de la législation comme une opération de gestion de moyens de paiement qui ne peut être effectuée que par l'établissement de crédit lui-même.

La Banque a aussi précisé le statut juridique de la monnaie électronique et les différences que celle-ci revêt par rapport à la monnaie fiduciaire, à laquelle elle est souvent comparée. La Banque de France, dans son *Bulletin* n° 70, d'octobre 1999, a ainsi publié un article définissant la monnaie électronique comme un simple titre de créance sur son émetteur.

Par ailleurs, l'ensemble des trois systèmes a souhaité distribuer des porte-monnaie électroniques dits « anonymes », c'est-à-dire ne permettant pas une identification des porteurs par l'émetteur. Conformément aux recommandations formulées par le Groupe action financière sur le blanchiment de capitaux (GAFI)⁴, la Banque de France a rappelé aux établissements de crédit en cause qu'elle veillait à dissuader l'usage à des fins criminelles ou frauduleuses de la monnaie électronique et qu'elle ne pouvait admettre de dérogation au principe d'identification des titulaires que pour des PME dont le seuil de stockage était faible, soit en tout état de cause inférieur à 100 euros⁵. Pour des raisons similaires de lutte contre la fraude, elle a exprimé des réserves sur les transferts de monnaie électronique directement entre porteurs (fonction dite de *purse to purse*) qui doivent rester limités.

Enfin, la Banque a rappelé aux trois systèmes de PME qu'il convenait de tenir compte dans la rédaction de leurs contrats, notamment ceux destinés au public, des principes de protection des consommateurs posés par la recommandation de la Commission européenne 97/489/CE du 30 juillet 1997 concernant les opérations effectuées au moyen d'instruments de paiement électroniques, en particulier la relation entre émetteur et titulaire. Ce texte fait ainsi, notamment, peser sur l'émetteur de monnaie électronique la responsabilité de l'inexécution ou de l'exécution incorrecte d'opérations de chargement et de paiement, de même que la charge de la preuve en cas de différend avec le titulaire de la carte.

Les dispositions légales et réglementaires françaises, qui assimilent les activités liées à la monnaie électronique à des opérations de banque, s'inscrivent dans le cadre juridique harmonisé en cours de préparation par les autorités européennes. Face à la diversité des situations juridiques propres à chaque État membre, ces autorités ont, en effet, admis l'importance du statut d'établissement de crédit, même si les obligations qui s'y rapportent seront allégées pour tenir compte du niveau de risque que supporte l'émetteur de monnaie électronique.

⁴ Cf. notamment son rapport 1998-1999 sur les « Typologies du blanchiment de l'argent » qui demandait aux autorités nationales, d'une part, de « limiter les fonctions et les capacités des cartes préchargées » et, d'autre part, de « lier la technologie nouvelle à des institutions financières et des comptes bancaires ».

⁵ La proposition de directive, déposée par la Commission européenne, estime à 150 euros le seuil en dessous duquel un PME peut être exempté de tout ou partie des dispositions de ladite directive.

3. Les perspectives d'harmonisation du statut au plan international

La Banque centrale européenne (BCE) a activement participé à l'élaboration par la Commission européenne d'un projet de directive régissant les activités portant sur la monnaie électronique ⁶.

Elle a ainsi affirmé la nécessité, d'une part, de soumettre au statut d'établissement de crédit les émetteurs de monnaie électronique afin, notamment, de les assujettir à des réserves obligatoires et, d'autre part, de garantir la confiance des porteurs en imposant le caractère *remboursable* des sommes reçues en échange de monnaie électronique.

La Commission européenne a tenu compte de ces préoccupations en adoptant, en septembre 1998, deux propositions de directives.

L'une de ces propositions de directive modifie la première directive de coordination bancaire (77/780), afin d'inclure les institutions de monnaie électronique dans la définition des établissements de crédit. Cette insertion a pour effet de les soumettre aux dispositions des première et deuxième directives de coordination bancaire, leur permettant ainsi de bénéficier du passeport européen.

L'autre proposition concerne l'accès à l'activité des institutions de monnaie électronique, ainsi que leur surveillance prudentielle. Compte tenu de l'éventail restreint de leur activité, elle établit certaines exceptions aux première et deuxième directives bancaires applicables à ces institutions mais soumet celles-ci aux directives sur le blanchiment des capitaux et la surveillance sur base consolidée. Elle leur impose, en outre, un certain nombre de dispositions visant à promouvoir une gestion saine et prudente : l'exigence d'un agrément préalable, l'obligation de disposer d'un capital initial minimal de 500 000 écus, de maintenir des fonds propres égaux à 2 % du stock de monnaie électronique non utilisée, et des limitations aux investissements de façon à conserver aux fonds reçus en échange de monnaie électronique une forte liquidité. Ces institutions seront soumises à la surveillance des autorités nationales compétentes. Le contrôle portera notamment sur l'honorabilité de leurs dirigeants et l'identité de leurs actionnaires. Cependant, dans d'autres domaines prudentiels, les institutions de monnaie électronique bénéficieront d'un régime de surveillance allégé par rapport à celui des autres établissements de crédit.

Le texte prévoit également des possibilités de dérogations pour les projets d'importance mineure. Ceux-ci sont définis comme les systèmes de monnaie électronique dont les encours resteraient inférieurs à 10 millions d'écus et dont les supports individuels ne contiendraient pas plus de 150 écus. Ces systèmes ne pourraient toutefois pas disposer des procédures de passeport européen, ce qui les limiterait à leur seul territoire national.

À la demande des États membres et du Parlement européen, certaines modifications ont été apportées à ces deux textes.

La définition de la monnaie électronique a été révisée pour être fondée sur la notion de créance, ce qui a permis de mieux faire apparaître le caractère obligatoire du

⁶ Pour mémoire, la Banque des règlements internationaux a, elle aussi, réalisé plusieurs rapports d'observation qui ont permis un dialogue entre les Européens, les Américains et les Asiatiques.

remboursement de la monnaie, qui n'était prévu dans le texte initial que sur une base conventionnelle. Le champ d'application des exemptions a également été contingenté.

En effet, les situations dans lesquelles une exemption sera possible ont été précisées : systèmes multiprestataires dont l'encours de monnaie reste faible (le plafond pourrait être abaissé de moitié par rapport au texte initial, pour être limité à 5 ou 6 millions d'euros), systèmes multiprestataires limités à une zone géographique restreinte ou dont les sociétés acceptrices sont liées financièrement ou commercialement à l'émetteur, systèmes assimilables à des schémas monoprestataires comme les cartes acceptées uniquement au sein d'un groupe de sociétés. Le montant du capital minimum devrait également être doublé, pour atteindre 1 million d'euros et se rapprocher ainsi des montants applicables aux établissements de crédit.

La présidence du Conseil a exprimé, en juillet 1999, son souhait de finaliser l'accord du Conseil et du Parlement européen sur une position commune, présentée au Conseil Ecofin de novembre 1999, afin d'aboutir en 2000 à l'adoption des directives. Les États membres disposeraient alors de dix-huit mois pour mettre leur droit en conformité avec les nouvelles dispositions.

4. Les conditions de sécurité

Au-delà de la solidité financière et du statut des émetteurs de monnaie électronique, la sécurité technique des systèmes est fondamentale. Elle est garante de la confiance que les porteurs peuvent conférer à la monnaie électronique et indispensable à la viabilité de systèmes qui seront exposés à la fraude et à la contrefaçon. Cette préoccupation est encore renforcée par la proximité de l'émission de la monnaie électronique avec l'introduction de l'euro fiduciaire, alors même que le changement d'unité et de signe monétaires obligera les autorités à être attentives au maintien de la confiance du public en la nouvelle monnaie.

La Banque de France, dont une des missions fixée par le législateur est de veiller au bon fonctionnement des systèmes de paiement dans le cadre des fonctions dévolues en la matière au Système européen de banques centrales, s'est montrée particulièrement vigilante sur la mise en place de politiques de sécurité cohérentes par les différents projets de PME français.

Elle veille à l'évaluation sécuritaire de ces produits dans le cadre du schéma national d'évaluation et de certification de la sécurité des systèmes d'information, dont le Service central de la sécurité des systèmes d'information (SCSSI)⁷ a la responsabilité. Cette évaluation est en cours pour l'ensemble des trois projets français et conditionnera, notamment, le calendrier de leurs expérimentations et d'un éventuel déploiement sur le plan national. Elle permet également de garantir la reconnaissance au niveau international des évaluations sécuritaires qui sont effectuées.

Enfin, elle entend maintenant élargir la portée de ses exigences de sécurité au système de monnaie électronique tout entier (incluant en particulier les serveurs d'émission, de rechargement, d'acquisition de la valeur électronique). Ce travail se poursuit en association étroite avec la SFPMEI qui doit, pour sa part, arrêter les conditions dans lesquelles elle acceptera d'émettre et de garantir la valeur électronique pour le compte des différents projets français.

⁷ Service rattaché au Premier ministre