

# **BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 53**

**MAI 1998**

# ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

## L'économie française au premier trimestre 1998

L'économie française, dont le rythme de croissance s'accroît nettement depuis le deuxième trimestre 1997, connaît, depuis le début de l'année, une situation conjoncturelle favorable. La bonne tenue des commandes étrangères et le dynamisme de la demande interne ont permis à l'activité industrielle de poursuivre sa vive progression, comme en témoigne la hausse sensible de l'utilisation des capacités de production. Le développement de l'activité ne s'est pas accompagné d'une accélération de la hausse des prix. La conjonction d'un affermississement de la demande et de taux d'intérêt historiquement bas est à l'origine de la progression de l'endettement nouveau des agents économiques. Ces résultats ont contribué à préserver un haut niveau de crédibilité du franc sur les marchés de change et de taux. Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer de progresser ; cette évolution favorable devrait se confirmer sans que, à ce stade, des tensions significatives sur les coûts et les prix ne soient encore à redouter.

### **Une croissance forte favorisée par le dynamisme de la consommation**

D'après les résultats détaillés publiés par l'INSEE, le rythme de croissance du produit intérieur brut, en glissement annuel, a, de nouveau, accéléré à la fin de 1997, pour atteindre 3,0 %, contre 2,5 % à la fin du premier semestre et 2,3 % à la fin de 1996.

Au cours du premier trimestre 1998, l'activité est restée dynamique, selon les enquêtes de conjoncture de la Banque de France.

Le courant d'exportation reste élevé. La croissance soutenue des pays de la zone de l'Union européenne compense, en effet, largement la moindre demande émanant des pays n'appartenant pas à cette zone. Ainsi, le solde cumulé de la balance commerciale sur les deux premiers mois de l'année s'est élevé à 30,4 milliards de francs, contre 22,1 milliards sur la période correspondante de 1997. De même, le solde de la balance des opérations courantes a atteint 18,13 milliards de francs au cours du mois de janvier, contribuant ainsi à renforcer la crédibilité du franc sur les marchés de change et de taux.

Le raffermissement de la consommation finale des ménages, amorcé dès le troisième trimestre 1997, s'est poursuivi au cours des premiers mois de 1998, la consommation en produits manufacturés augmentant de 1,2 % au cours du premier trimestre 1998, selon les résultats publiés par l'INSEE. Dans le même temps, la confiance des ménages, mesurée par l'indicateur résumé d'opinion (cvs) publié par l'INSEE, s'est sensiblement redressée.

Cette amélioration a été soutenue par des créations d'emplois nettement plus dynamiques, l'emploi salarié dans l'ensemble des secteurs marchands non agricoles augmentant de 0,5 % au premier trimestre de 1998, comme au trimestre précédent, soit un volume de créations nettes d'emplois de 73 400 postes, contre 72 800 au trimestre précédent. Le taux de chômage a ainsi atteint 12 % en mars 1998 (– 0,5 point sur un an). La bonne tenue du pouvoir d'achat des ménages a également permis de consolider ce mouvement. Le taux de salaire horaire ouvrier a de nouveau progressé, de 0,5 % au premier trimestre 1998, après + 0,4 % au trimestre précédent. Grâce à la modération de l'inflation, le gain de pouvoir d'achat du taux de salaire horaire ouvrier s'est élevé à 1,6 % sur un an.

## Des comportements plus dynamiques de la part des entreprises

La vigueur de la production industrielle au cours des premiers mois de 1998, observée par les enquêtes de conjoncture, a permis une forte hausse du taux d'utilisation des capacités de production, qui a progressé, selon les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque, de 1,1 point de décembre 1997 à avril 1998 et de 2,1 points sur un an, pour atteindre 87 % en avril. Par ailleurs, les goulets de production dans l'industrie se sont sensiblement multipliés au cours du premier trimestre 1998, selon l'enquête trimestrielle de l'INSEE dans l'industrie. La proportion d'entreprises qui y sont confrontées dans l'industrie manufacturière s'établit, en effet, à 29 % en avril 1998, contre 20 % en janvier 1998.

Les anticipations d'investissement des chefs d'entreprise apparaissent, de ce fait, nettement mieux orientées au début de 1998 qu'elle ne l'étaient sur la période correspondante de 1997. L'investissement productif des entreprises industrielles serait particulièrement élevé.

De plus, selon les résultats de la dernière enquête financière de la Banque, les dépenses d'investissement des entreprises non financières au premier trimestre 1998 ont connu une forte hausse, la plus importante depuis 1991. Ainsi, sur les deux premiers mois de 1998, les prêts nouveaux à l'investissement enregistraient une hausse de 14,1 % sur un an. Ce mouvement a été facilité par la diminution des conditions de financement pratiquées par les banques dans un contexte de taux directeurs très bas (3,30 %). Au premier trimestre 1998, le coût moyen du crédit aux entreprises était, selon l'enquête de la Banque, de 5,02 % pour les crédits à moyen et long terme, contre 6,24 % sur la période correspondante de l'année précédente.

Les mouvements de stocks seraient de faible ampleur sur les premiers mois de 1998. La baisse des prix des matières premières ainsi que la faible progression des prix de ventes industriels apparaissent, en effet, déterminants dans la volonté des industriels de maintenir des stocks à un faible niveau malgré l'amélioration continue de la situation de leurs carnets de commandes.

Ce phénomène a eu pour effet d'améliorer la profitabilité des entreprises françaises, favorisant la progression, de 29,2 %, de l'indice CAC 40 sur les trois premiers mois de 1998.

## L'inflation demeure maîtrisée

Cette accélération de l'activité est intervenue dans un contexte de modération de l'inflation.

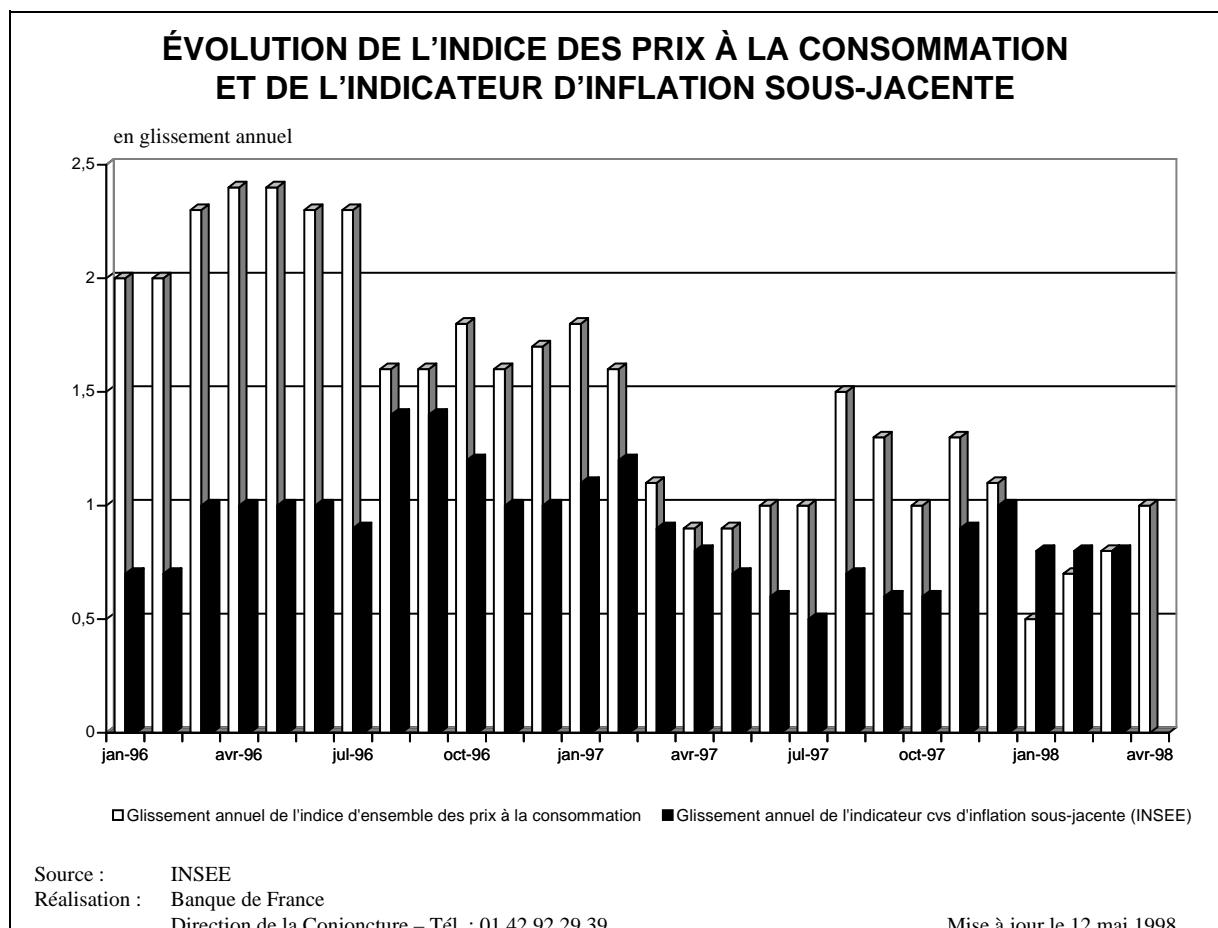
La diminution des prix des matières premières importées, affectés notamment par les répercussions de la crise asiatique, sur les premiers mois de 1998 (-2,4 % au cours du premier trimestre, selon l'indice Banque de France) et du pétrole (-23,4 % sur la même période) ont, en effet, contribué à limiter les hausses de prix. Aussi, le rythme de progression, en glissement annuel, des prix de vente des biens intermédiaires a-t-il peu varié au cours des premiers mois de 1998 (+0,5 % en mars 1998).

Selon l'INSEE, l'indice définitif des prix de détail (base 100 en 1990) est en hausse de 1,0 % sur douze mois en avril, contre +0,5 % en janvier 1998 et +1,1 % en décembre 1997. La tendance de fond de la progression des prix, mesurée par les indicateurs d'inflation sous-jacente (en glissement annuel), est, quant à elle, demeurée relativement stable. Il est vrai que, par construction, cet indice n'est pas affecté par certains facteurs conjoncturels qui font varier, à la hausse ou à la baisse, l'indice d'ensemble.

Dans ce contexte de relative stabilité des taux courts et de baisse des taux longs, les placements des agents non financiers s'orientent davantage vers les produits à court terme. Depuis octobre 1997, l'agrégat M3 a augmenté à un rythme annuel de +0,6 % en octobre 1997 à +3,7 % en mars 1998 et l'agrégat M1 s'est gonflé, passant de +2,1 % en mars 1997 à +7,9 % en mars 1998, ce qui reflète le faible coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction et l'accélération de la croissance économique.

L'endettement intérieur total a également progressé, son glissement annuel atteignant 4,3 % en février, contre 3,8 % en décembre 1997. L'endettement des sociétés, en particulier, s'est nettement redressé (+ 2,2 % en février 1998, contre une stabilité en décembre 1997).

Au total, la France devrait connaître une activité soutenue au cours de la période à venir dans un contexte monétaire et financier sain. La Banque de France veillera, conformément à la politique du Conseil de la politique monétaire pour 1998, à ce que notre monnaie — dont la crédibilité se situe au meilleur niveau de l'Union européenne — préserve au cours des prochains mois la confiance qu'elle inspire, de manière à transmettre à l'euro le plein héritage de cette confiance.



*Achevé de rédiger le 18 mai 1998*

## 2. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

### 2.1. La conjoncture économique en avril 1998

#### Les indicateurs

En avril, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), les prix de détail ont progressé de 0,3 %, après une hausse de 0,2 % en mars. Sur un an, l'indice des prix à la consommation s'est accru de 1,0 %, contre + 0,8 % le mois précédent.

D'après les résultats détaillés publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut total a augmenté de 0,8 % en volume (aux prix de l'année 1980) au quatrième trimestre 1997, après une progression de 0,9 % au trimestre précédent. Sur l'ensemble de l'année 1997, le produit intérieur brut a augmenté de 2,3 %, après + 1,6 % en 1996. L'acquis de croissance du PIB à l'issue du quatrième trimestre est de 1,3 % pour l'année 1998.

Au cours des trois derniers mois (de janvier à mars 1998), le nombre de logements commencés s'est inscrit en hausse de 9,2 % par rapport à la période correspondante de l'an dernier. La construction collective a crû de 9,7 %, tandis que les mises en chantier de maisons individuelles continuaient de se développer à un rythme soutenu (+ 9,1 %).

En mars, la consommation des ménages en produits manufacturés a légèrement fléchi, de 0,1 %, après un recul de 2,7 % en février, mais ressort en hausse de 3,9 % sur un an. En avril, les immatriculations d'automobiles ont progressé de 1,3 % sur douze mois (en données brutes).

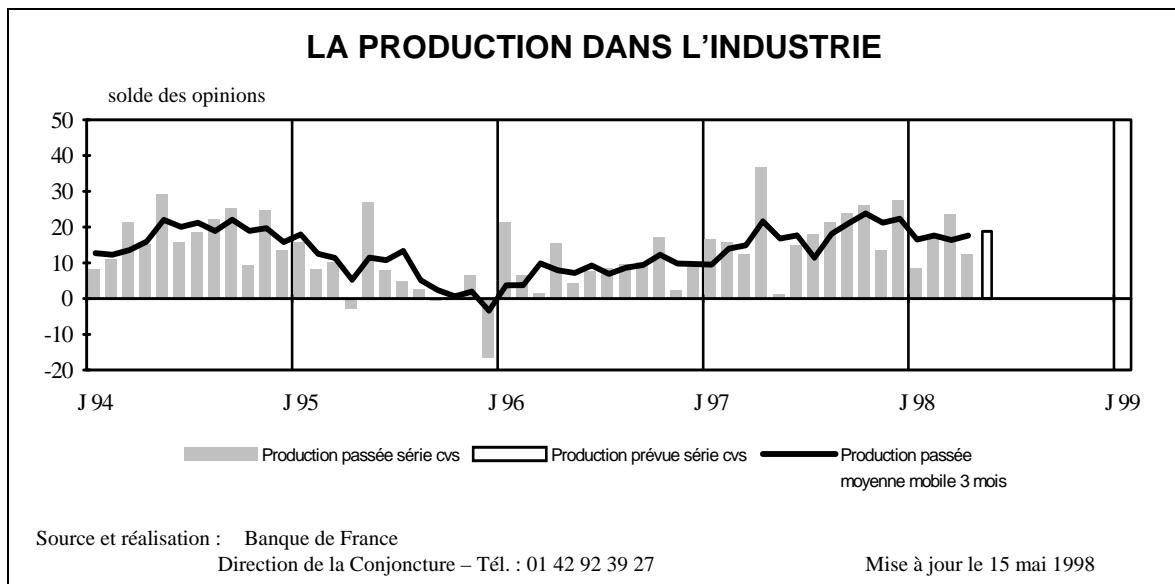
L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,5 % au cours du premier trimestre 1998 et s'établit à 13 561 000 emplois. Sur douze mois, les créations nettes d'emplois atteignent 214 600 postes.

En mars, le nombre des demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1) a diminué de 1,2 % par rapport à février (- 3,2 % sur un an), pour atteindre 2 989 800 unités. Le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1 + 6) a également reculé, de 0,2 % sur le mois, s'établissant à 3 477 800 personnes.

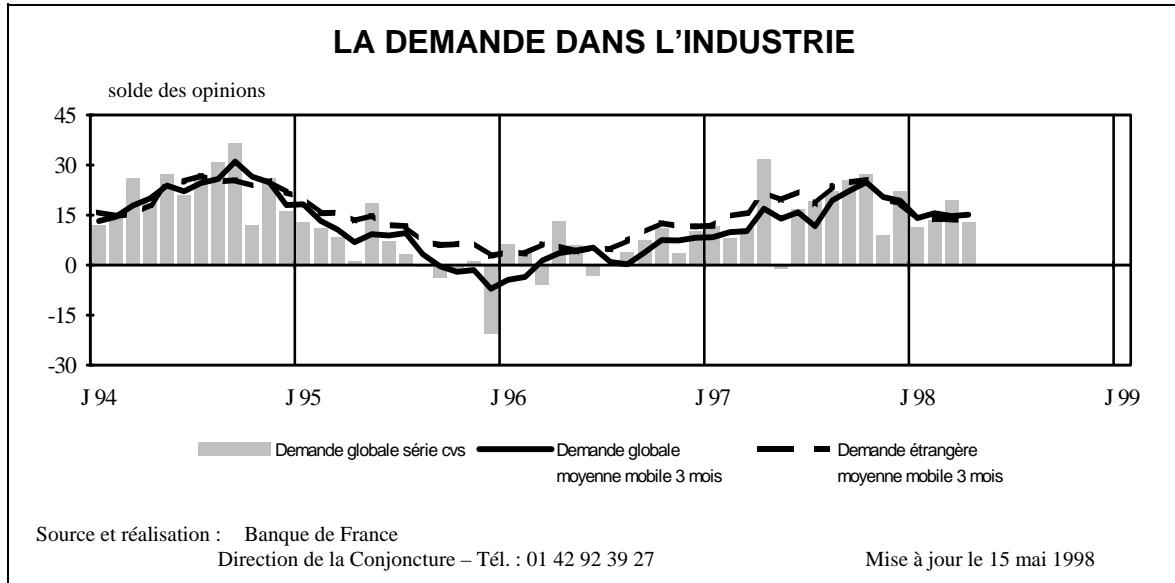
Le taux de chômage (au sens du BIT) baisse à 12 % de la population active.

En avril, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la *production industrielle* a poursuivi sa progression, à un rythme cependant plus modéré qu'au mois de mars, qui avait enregistré une forte croissance.

## Synthèse de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France

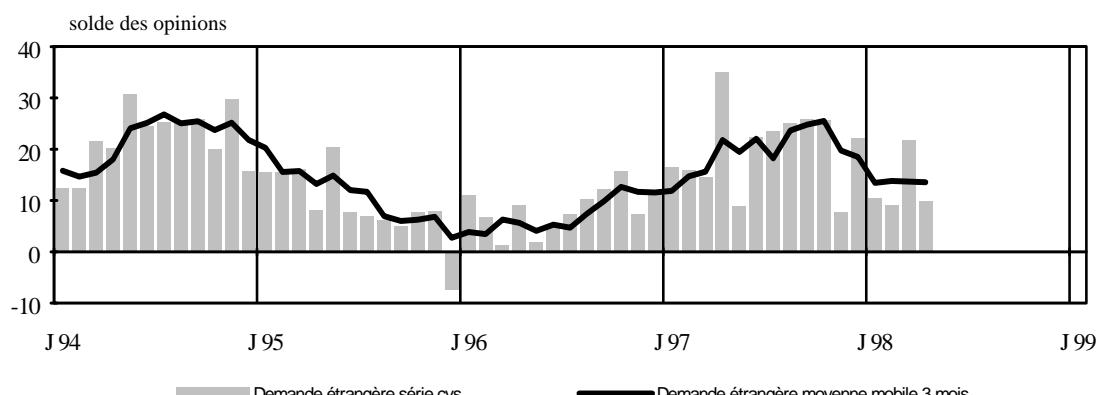


En avril, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la *production industrielle* a poursuivi sa progression, à un rythme cependant plus modéré qu'au mois de mars, qui avait enregistré une forte croissance.



La *demande globale* est restée bien orientée. Le marché intérieur a bénéficié du dynamisme des échanges interindustriels lié, notamment, au redressement de l'industrie automobile. Sur les marchés étrangers, où la demande a augmenté moins nettement, les exportations vers l'Europe et l'Amérique demeurent soutenues, tandis que deviennent perceptibles les effets négatifs du ralentissement d'activité intervenu en Asie.

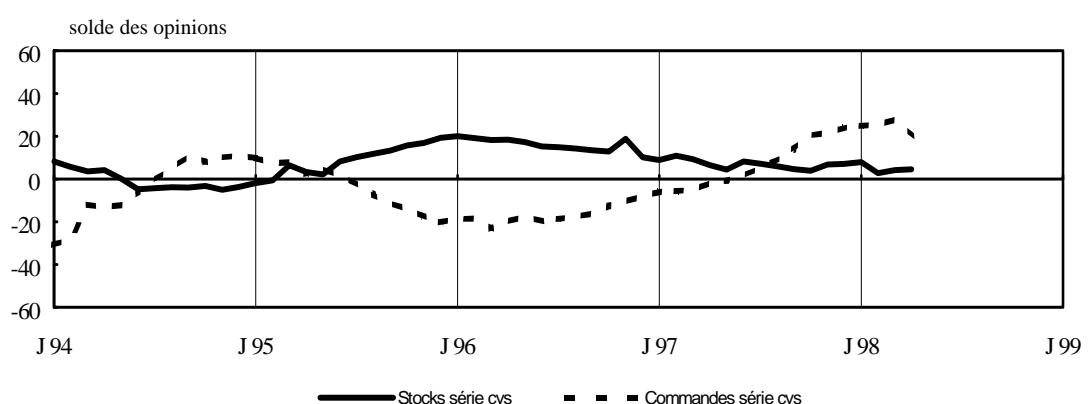
## LA DEMANDE ÉTRANGÈRE DANS L'INDUSTRIE



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 15 mai 1998

## NIVEAU DES STOCKS ET DES CARNETS DE COMMANDES PAR RAPPORT À UN NIVEAU JUGÉ NORMAL



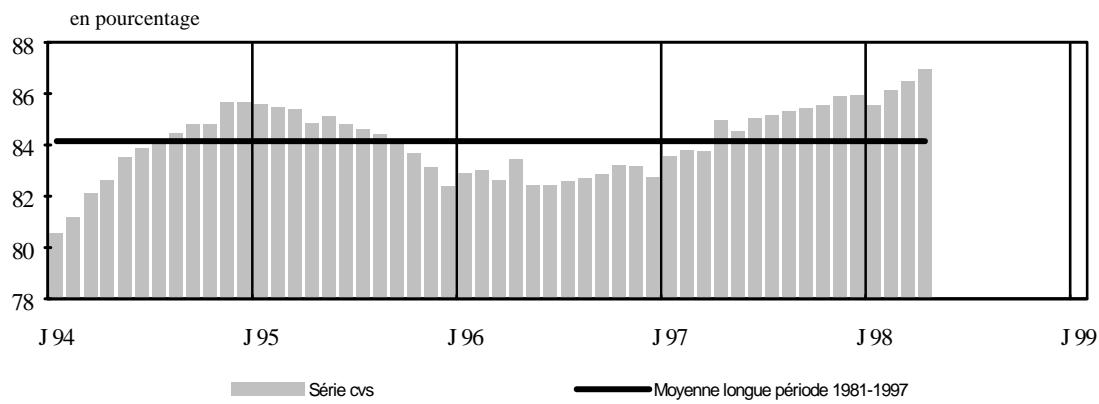
Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 15 mai 1998

Les carnets de commandes apparaissent bien garnis dans la plupart des secteurs. Les stocks sont jugés très proches de la normale.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer de croître dans la totalité des secteurs à un rythme soutenu.

## TAUX D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE (cvs)

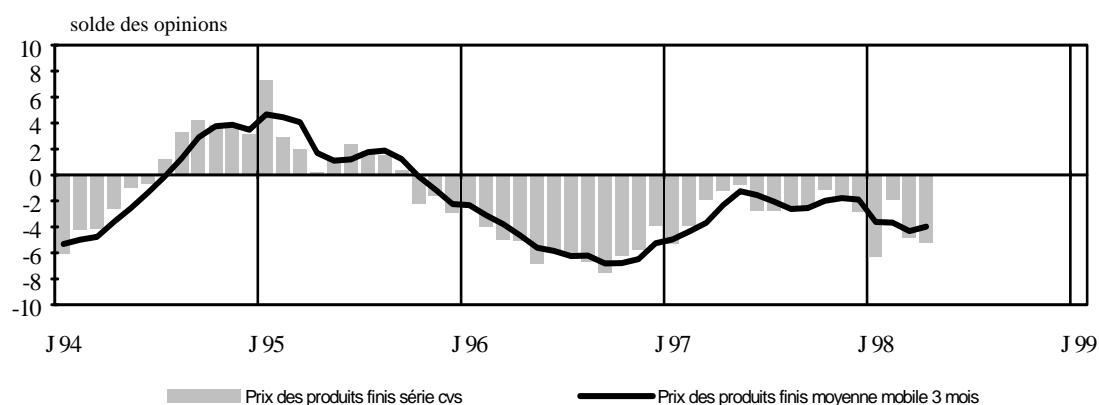


Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 15 mai 1998

Le *taux d'utilisation* des capacités de production a atteint le niveau le plus élevé depuis novembre 1990.

## LES PRIX DES PRODUITS FINIS (cvs)



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 15 mai 1998

Les *prix des matières premières* sont restés globalement stables ; les *prix des produits finis*, toujours insuffisants, se sont légèrement dégradés.

Les programmes d'*investissement*, dans l'ensemble supérieurs à ceux de 1997, sont en cours de réalisation. Si la recherche de gains de productivité demeure la motivation principale des industriels, les projets d'extension de capacité sont plus fréquents qu'auparavant, en particulier dans les industries où les équipements sont fortement sollicités.

L'*activité commerciale* s'est sensiblement redressée en avril après un mois de mars peu animé. Pour l'ensemble du bimestre, elle a fléchi par rapport à janvier-février, mais s'est inscrite en progression sur un an.

Les *effectifs permanents* sont en légère progression dans l'industrie et les services marchands ; la plupart des chefs d'entreprise continuent cependant de privilégier le recours au travail intérimaire pour faire face au surcroît d'activité.

## 2.2. La balance des paiements en février 1998

En février, l'excédent du compte des transactions courantes est revenu à 13,1 milliards de francs en chiffres bruts après celui, très élevé, de janvier (31,6 milliards), qui était dû aux importants transferts courants reçus traditionnellement, en début d'année, des institutions européennes. Le solde des échanges de biens (+ 12,1 milliards de francs), qui recouvre une progression de 3,6 % des importations de marchandises sur le mois, est proche de celui de janvier ; il en est de même pour les revenus, tandis que le solde des services, hors voyages, est exceptionnellement déficitaire.

Au total, l'excédent des transactions courantes sur les deux premiers mois de 1998 se situe un peu au-dessus de celui de la période correspondante de 1997 (44,8 milliards de francs, contre 42,9 milliards).

En ce qui concerne le compte financier, on observe des sorties nettes de capitaux de 4,8 milliards de francs. Les placements à l'étranger au titre des opérations de portefeuille (- 82,6 milliards de francs) ont été, en effet, compensés par les entrées nettes enregistrées dans les « autres investissements », relatifs pour l'essentiel aux flux du secteur bancaire (+ 86,8 milliards). Ont été tout particulièrement observées, dans les investissements de portefeuille, de fortes acquisitions de titres étrangers par les résidents, essentiellement à taux fixe et en devises, en hausse marquée en février (104,9 milliards de francs), alors que les placements en titres français par les non-résidents étaient limités à 22,3 milliards.

Les investissements directs en direction de l'étranger sont restés importants en comparaison avec le début de 1997, les investissements étrangers en France s'inscrivant, pour leur part, à un niveau relativement faible.

<b>BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE</b>								
	Année 1997 (b)	Année 1996 (a)	Novembre 1997 (b)	Décembre 1997 (b)	Janvier 1998 (c)	Février 1998 (c)	2 mois 1997 (b)	2 mois 1998 (c)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES ....</b>								
Biens .....	<b>233 098</b>	<b>104 984</b>	<b>9 855</b>	<b>23 183</b>	<b>31 628</b>	<b>13 128</b>	<b>42 857</b>	<b>44 756</b>
Services.....	162 780	76 515	10 695	13 694	12 053	12 145	13 184	24 198
Autres biens et services .....	102 267	77 281	6 420	8 077	6 440	2 668	8 232	9 108
Total « Biens et services ».....	<b>265 047</b>	<b>159 761</b>	<b>17 115</b>	<b>21 771</b>	<b>18 493</b>	<b>14 813</b>	<b>21 416</b>	<b>33 306</b>
Revenus.....	23 974	- 10 019	801	4 779	5 073	4 647	14 978	9 720
Transferts courants .....	- 55 923	- 44 758	- 8 061	- 3 367	8 062	- 6 332	6 463	1 730
<b>COMPTE DE CAPITAL.....</b>	<b>8 791</b>	<b>6 295</b>	<b>369</b>	<b>653</b>	<b>2 142</b>	<b>411</b>	<b>2 037</b>	<b>2 553</b>
<b>COMPTE FINANCIER.....</b>	<b>- 279 965</b>	<b>- 115 872</b>	<b>- 1 547</b>	<b>- 66 106</b>	<b>- 24 122</b>	<b>- 4 808</b>	<b>- 55 989</b>	<b>- 28 930</b>
Investissements directs.....	- 58 607	- 43 275	- 16 942	- 1 144	- 14 111	- 4 376	5 001	- 18 487
- Français à l'étranger .....	- 181 155	- 155 615	- 18 125	- 26 129	- 16 074	- 10 626	- 3 812	- 26 700
- Étrangers en France .....	122 548	112 340	1 183	24 985	1 963	6 250	8 813	8 213
Investissements de portefeuille.....	- 156 423	- 308 995	- 44 577	13 887	- 45 618	- 82 594	- 24 788	- 128 212
- Avoirs .....	- 413 503	- 271 414	- 54 770	- 32 023	- 76 286	- 104 880	- 67 372	- 181 166
- Engagements.....	257 080	- 37 581	10 193	45 910	30 668	22 286	42 584	52 954
Autres investissements.....	- 30 656	237 627	63 051	- 71 952	41 641	86 829	- 28 911	128 470
- Avoirs .....	- 303 815	136 858	- 70 206	6 950	- 70 288	2 103	- 25 898	- 68 185
- Engagements.....	273 159	100 769	133 257	- 78 902	111 929	84 726	- 3 013	196 655
Avoirs de réserve.....	- 34 279	- 1 229	- 3 079	- 6 897	- 6 034	- 4 667	- 7 291	- 10 701
<b>ERREURS ET OMISSIONS NETTES....</b>	<b>38 076</b>	<b>4 593</b>	<b>- 8 677</b>	<b>42 270</b>	<b>- 9 648</b>	<b>- 8 731</b>	<b>11 095</b>	<b>- 18 379</b>
(a) Chiffres définitifs								
(b) Chiffres semi-définitifs								
(c) Chiffres provisoires								
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85								
Mise à jour le 5 mai 1998								

**BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE**  
**Compte de transactions courantes et compte de capital**

(données brutes – en millions de francs)

	Année 1997 (b)	Année 1996 (a)	Janvier 1998 (c)	Février 1998 (c)	2 mois 1997 (b)	2 mois 1998 (c)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES..</b>						
<b>Biens .....</b>	<b>233 098</b>	<b>104 984</b>	<b>31 628</b>	<b>13 128</b>	<b>42 857</b>	<b>44 756</b>
<i>Marchandises générales.....</i>	<b>162 780</b>	<b>76 515</b>	<b>12 053</b>	<b>12 145</b>	<b>13 184</b>	<b>24 198</b>
<i>Services .....</i>	<b>153 079</b>	<b>65 853</b>	<b>10 939</b>	<b>11 542</b>	<b>11 631</b>	<b>22 481</b>
<i>Services</i>	<b>102 267</b>	<b>77 281</b>	<b>6 440</b>	<b>2 668</b>	<b>8 232</b>	<b>9 108</b>
<i>Transports.....</i>	- 1 552	- 2 306	- 299	- 336	- 901	- 635
– Transports maritimes .....	- 7 595	- 6 082	- 501	- 449	- 1 282	- 950
– Transports aériens.....	- 228	- 1 811	37	- 143	- 232	- 106
– Autres.....	6 271	5 587	165	256	613	421
<i>Voyages.....</i>	66 596	54 287	3 816	3 553	6 769	7 369
<i>Autres services aux entreprises .....</i>	32 461	21 216	2 824	- 1 636	2 575	1 188
<i>Services personnels, culturels et récréatifs .....</i>	- 2 314	- 2 139	- 289	- 267	- 448	- 556
<i>Autres biens et services .....</i>	<b>0</b>	<b>5 965</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<i>Total « Biens et services » .....</i>	<b>265 047</b>	<b>159 761</b>	<b>18 493</b>	<b>14 813</b>	<b>21 416</b>	<b>33 306</b>
<b>Revenus .....</b>	<b>23 974</b>	<b>- 10 019</b>	<b>5 073</b>	<b>4 647</b>	<b>14 978</b>	<b>9 720</b>
<b>Transferts courants .....</b>	<b>- 55 923</b>	<b>- 44 758</b>	<b>8 062</b>	<b>- 6 332</b>	<b>6 463</b>	<b>1 730</b>
<i>dont : Secteur des administrations publiques.....</i>	- 46 944	- 40 301	9 453	- 8 330	7 136	1 123
<b>COMPTE DE CAPITAL .....</b>	<b>8 791</b>	<b>6 295</b>	<b>2 142</b>	<b>411</b>	<b>2 037</b>	<b>2 553</b>
<i>dont : Acquisitions d'actifs non financiers.....</i>	- 97	- 94	8	14	5	22

(données cvs-cjo – en millions de francs)

	Année 1997 (b)	Année 1996 (a)	Janvier 1998 (c)	Février 1998 (c)	2 mois 1997 (b)	2 mois 1998 (c)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES..</b>						
<b>Biens .....</b>	<b>231 681</b>	<b>105 033</b>	<b>18 132</b>	<b>22 993</b>	<b>39 058</b>	<b>41 125</b>
<i>Marchandises générales.....</i>	<b>162 455</b>	<b>78 048</b>	<b>16 165</b>	<b>12 288</b>	<b>17 148</b>	<b>28 453</b>
<i>Services .....</i>	<b>152 553</b>	<b>67 513</b>	<b>15 565</b>	<b>11 439</b>	<b>15 880</b>	<b>27 004</b>
<i>Services</i>	<b>100 868</b>	<b>77 004</b>	<b>9 114</b>	<b>6 778</b>	<b>14 783</b>	<b>15 892</b>
<i>Transports .....</i>	- 1 595	- 2 388	- 123	- 96	- 505	- 219
– Transports maritimes .....	- 7 559	- 6 027	- 406	- 424	- 1 151	- 830
– Transports aériens.....	- 359	- 1 838	280	91	196	371
– Autres.....	6 358	5 599	172	442	805	614
<i>Voyages .....</i>	66 044	54 187	5 421	4 978	9 533	10 399
<i>Autres services aux entreprises.....</i>	32 238	21 021	2 488	547	4 285	3 035
<b>Revenus .....</b>	<b>26 042</b>	<b>- 9 250</b>	<b>1 784</b>	<b>9 484</b>	<b>17 103</b>	<b>11 268</b>
<i>Rémunération des salariés .....</i>	10 730	10 652	906	930	1 650	1 836
<i>Revenus des investissements .....</i>	15 434	- 19 913	653	8 777	15 504	9 430
– Revenus des investissements directs .....	37 164	32 263	917	12 375	13 185	13 292
– Revenus des investissements de portefeuille .....	- 48 803	- 65 117	- 320	- 353	- 1 877	- 673
– Autres revenus des investissements .....	23 622	20 559	3 018	3 196	6 753	6 214
<b>Transferts courants .....</b>	<b>- 55 295</b>	<b>- 45 532</b>	<b>1 079</b>	<b>- 3 113</b>	<b>1 168</b>	<b>- 2 034</b>
<i>dont : Secteur des administrations publiques.....</i>	- 45 134	- 40 677	4 216	- 5 743	3 523	- 1 527

(a) Chiffres définitifs      (b) Chiffres semi-définitifs      (c) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85

Mise à jour le 5 mai 1998

## 2.2.1. Les transactions courantes

Soutenu par des rentrées exceptionnelles de revenus des investissements, l'excédent des transactions courantes, en données cvs, s'établit à 23 milliards de francs en février, contre 18,1 milliards en janvier (respectivement 13,1 milliards et 31,6 milliards en données brutes), alors même que les excédents des biens et des services se contractent et que celui des transferts courants, positif en janvier, se retourne.

Sur les deux premiers mois de l'année, les transactions courantes dégagent un solde supérieur de 2,1 milliards de francs à celui observé un an plus tôt, principalement à la faveur de la bonne orientation du commerce extérieur de marchandises et, dans une moindre mesure, des échanges de services.

### 2.2.1.1. Évolutions du commerce extérieur de marchandises

(source Douanes)

#### Évolution globale (évolutions mensuelles en données FAB-FAB cvs)

Après le mouvement de retrait observé en janvier, le solde du commerce extérieur s'est de nouveau contracté en février, pour s'établir à 14 milliards de francs en données cvs (13,7 milliards en données brutes), soit un résultat légèrement en deçà de la moyenne des douze derniers mois (15,2 milliards de francs). Néanmoins, en cumul à fin février 1998, le solde excédentaire est en augmentation de près de 38 % par rapport à la même période de l'année précédente. Contrairement aux exportations, qui se sont stabilisées, les importations sont restées soutenues et enregistrent une progression de 2,2 % en un mois. La baisse des exportations de biens d'équipement professionnels et, dans une moindre mesure, l'accentuation des dépenses énergétiques et le tassement des exportations du secteur de l'agro-alimentaire expliquent l'essentiel de l'évolution de février.

#### Orientation géographique (évolutions mensuelles en données CAF-FAB cvs)

– Le solde excédentaire des échanges avec l'Union européenne s'améliore substantiellement en février (+ 9,5 milliards de francs, contre + 7,4 milliards en janvier), atteignant un niveau supérieur à la moyenne des douze derniers mois de l'année (7,7 milliards), sous l'effet d'une stabilisation des importations et d'une croissance des exportations (+ 2,2 %). À noter l'orientation très favorable des échanges avec le Royaume-Uni, qui affichent l'un des excédents les plus forts jamais enregistrés (+ 4,5 milliards de milliards), en raison d'un fort recul des importations (- 12,5 %) et d'une quasi-stabilisation des exportations. En revanche, les importations en provenance de l'Allemagne, dans le secteur des biens d'équipement professionnels, et de l'Espagne, avec la reprise des achats dans le secteur de l'automobile, se sont accélérées. Le solde bilatéral avec l'Italie reste proche de l'équilibre, tandis que l'excédent avec l'UEBL connaît une progression sensible (1,4 milliard de francs, contre 1,1 milliard en janvier).

– Le déficit des échanges avec les autres pays de l'OCDE s'accentue de nouveau en février, suite à une augmentation beaucoup plus marquée des importations (+ 6,8 %) que des exportations (+ 2,4 %). Ce mouvement concerne en premier lieu les États-Unis, les importations (+ 5,3 %) ayant été dynamisées par de fortes opérations dans le secteur de l'aéronautique, et, à un moindre degré, la Suisse, pays avec lequel l'excédent ressort en baisse de 6,7 %. Pèse également sur ces résultats le recul des ventes à destination du Japon, qui provoque une accentuation du solde déficitaire des échanges (- 2 milliards de francs, au lieu de - 1,8 milliard en janvier).

– La baisse de l'excédent avec les pays de la zone hors OCDE (1,3 milliard de francs, contre 2,5 milliards en janvier) s'explique essentiellement par le retour de solde vis-à-vis de la zone reste du monde, suite au vif repli des exportations (- 23 %) et à la hausse des importations en provenance d'Afrique. Contrairement aux deux mois précédents, le solde déficitaire avec les pays d'Asie à économie en développement rapide se contracte sous l'effet d'un redémarrage des exportations lié à la livraison d'Airbus et d'une légère baisse des importations. Enfin, le repli sensible des achats en provenance des pays de l'Est (- 8,8 %) porte l'excédent des échanges à l'égard de la zone à 1,4 milliard de francs, contre 0,9 milliard un mois plus tôt.

#### *Évolution par produits (évolutions mensuelles en données CAF-FAB cvs)*

– En février, le *solde industriel* s'effrite légèrement par rapport au mois précédent, en s'établissant à + 10,9 milliards de francs (contre + 13 milliards en janvier). Il se situe en dessous de la moyenne des douze derniers mois (+ 11,9 milliards de francs). La contraction du solde de l'industrie civile est essentiellement à l'origine de ce repli, l'excédent de l'industrie militaire se stabilisant autour de 2,8 milliards de francs.

– L'excédent des *biens d'équipement professionnels*, après être resté à des niveaux élevés tout au long de l'année 1997, chute en février de près de moitié (2,8 milliards de francs, contre 5,4 milliards). Cette évolution est notamment imputable à l'absence de lancement de satellite depuis Kourou et à des importations de matériels spatiaux et aériens en provenance des États-Unis. Par contre, les ventes d'Airbus sont demeurées extrêmement dynamiques avec 9 avions vendus, dont 4 à destination de l'Asie (Hong-Kong, Chine, Philippines).

– Le solde des *biens intermédiaires* se retourne en février, pour redevenir positif de 0,9 milliard de francs, en liaison avec une hausse des exportations des métaux et des demi-produits non métalliques. Le solde déficitaire de l'équipement ménager et de l'électronique grand public s'aggrave notablement pour le deuxième mois consécutif (– 1,2 milliard de francs, contre – 1 milliard en janvier), suite à une forte baisse des exportations (– 5,2 %).

– Le solde de l'*équipement automobile* des ménages se stabilise à 2,7 milliards de francs d'un mois à l'autre. Si les exportations poursuivent leur expansion (+ 8,6 %), les constructeurs français bénéficiant toujours d'un marché européen porteur, les importations progressent depuis le début de l'année à un rythme beaucoup plus rapide (+ 11,8 %).

– Le secteur de l'*agro-alimentaire* dégage un excédent de 4,8 milliards de francs, en recul de 5,3 % par rapport au mois précédent (5,1 milliards) et en net retrait par rapport aux niveaux atteints en 1997. Cette situation est provoquée par les moindres performances du secteur des alcools (après les ventes exceptionnelles de l'année passée) et par le retour à la normale des ventes de sucre, qui avaient bénéficié, en 1997, d'une forte hausse des cours.

– Le solde énergétique déficitaire s'aggrave par suite du recul des exportations d'électricité, après un mois de janvier exceptionnel, et de la hausse des importations de gaz naturel en provenance d'Algérie.

#### **2.2.1.2. Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes**

##### *Les biens (évolutions mensuelles en données cvs)*

Retenant essentiellement les chiffres douaniers desquels sont retirés les montants correspondant aux marchandises qui n'ont fait l'objet d'aucun règlement et d'aucun transfert de propriété, le solde des échanges de biens évolue parallèlement à celui du commerce extérieur. L'excédent enregistre une contraction de 3,9 milliards de francs, pour s'établir à 12,3 milliards. Sur les deux premiers mois, le solde des biens excède de plus de 11 milliards de francs celui de la période correspondante de 1997.

##### *Les services (évolutions mensuelles en données cvs)*

En repli de 2,3 milliards de francs par rapport à janvier, sous l'effet d'une contraction des recettes conjuguée à un renforcement des dépenses, l'excédent des échanges de services s'établit à 6,8 milliards. En cumul à fin février, néanmoins, il dépasse de plus de 1 milliard de francs celui observé sur les deux premiers mois de 1997, bénéficiant du développement du tourisme, dont l'excédent représente plus des deux tiers de celui des services.

– En recul sur janvier, les recettes et dépenses de voyages continuent de progresser par rapport à l'an dernier. L'attrait touristique de la France ne se dément pas et l'excédent de février atteint 5 milliards de francs, contre 4,4 milliards en février 1997. Cependant, les dépenses augmentent légèrement plus vite que les recettes, respectivement + 10,3 % et + 9,8 % sur les deux premiers mois de l'année.

– Le solde des *transports* reste légèrement négatif, à – 0,1 milliard de francs, l'évolution à la baisse de l'excédent des transports aériens, après l'amélioration de janvier, étant compensée par l'orientation plus favorable des autres transports (ferroviaires, routiers, spatiaux...) liée à une progression des recettes.

– Le solde excédentaire des *autres postes des services* s'est, dans l'ensemble, contracté, en particulier celui des services divers aux entreprises, qui avait bénéficié, en janvier, de rentrées élevées au titre de la coopération technique et qui, en février, enregistre une forte progression des dépenses, engendrée par le versement de la contribution du Cnes au site de Kourou. En revanche, le solde des services de construction s'est stabilisé depuis trois mois, autour de + 1,2 milliard de francs, à la faveur de la poursuite de grands chantiers, notamment en Inde.

#### *Les revenus (évolutions mensuelles en données cvs)*

Le solde des revenus enregistre une croissance exceptionnelle pour atteindre 9,5 milliards de francs d'excédent, contre 1,8 milliard en janvier. Néanmoins, sur deux mois, les flux nets de revenus (+ 11,3 milliards de francs) s'avèrent inférieurs à ceux observés à fin février 1997 (+ 17,1 milliards).

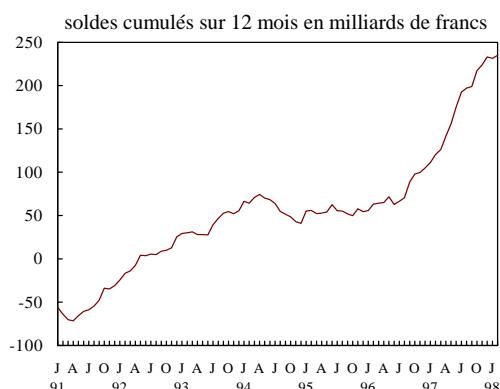
– D'importants rapatriements de dividendes en février expliquent la forte progression de l'excédent des revenus des investissements directs, qui s'établit à 12,4 milliards de francs. Sur les deux premiers mois de l'année, l'excédent de 13,3 milliards de francs est très proche de celui observé un an plus tôt.

– Les revenus nets des investissements de portefeuille, toujours négatifs, tendent à se rapprocher de l'équilibre, témoignant essentiellement de la hausse des recettes directement liée à l'augmentation du stock de titres étrangers détenus par les résidents. Bien que stables sur un mois, autour de 9,4 milliards de francs, les dépenses cumulées à fin février apparaissent supérieures à celles des deux premiers mois de 1997, en partie sous l'effet de l'augmentation des revenus versés par les banques sur leurs propres titres, détenus par des non-résidents.

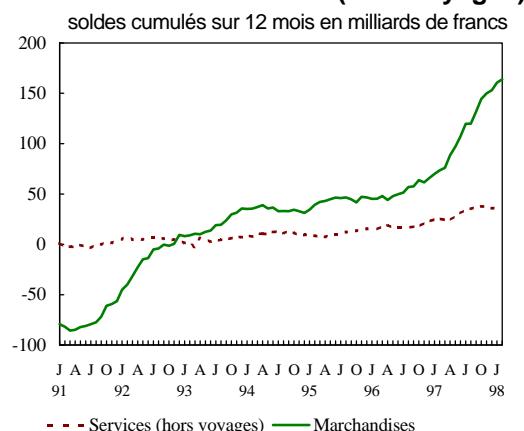
– Les autres revenus des investissements dégagent, quant à eux, un flux net positif en légère progression par rapport à janvier.

## BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

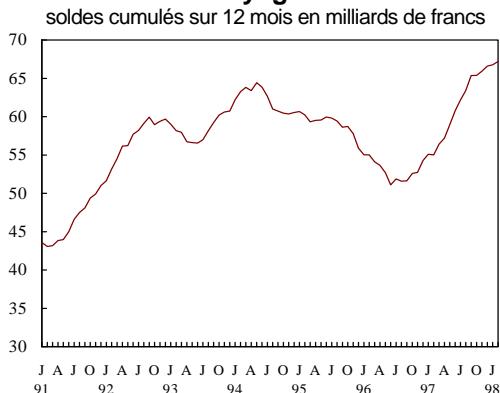
### Transactions courantes



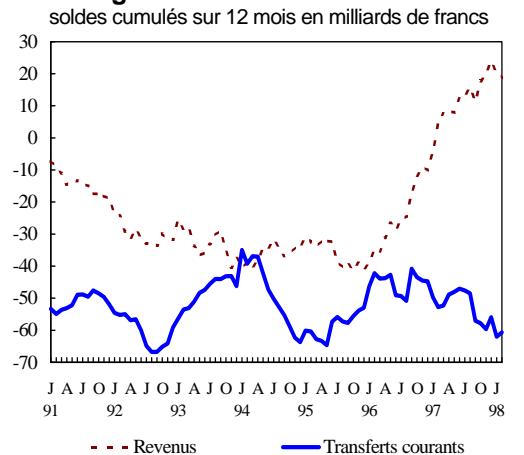
### Marchandises et services (hors voyages)



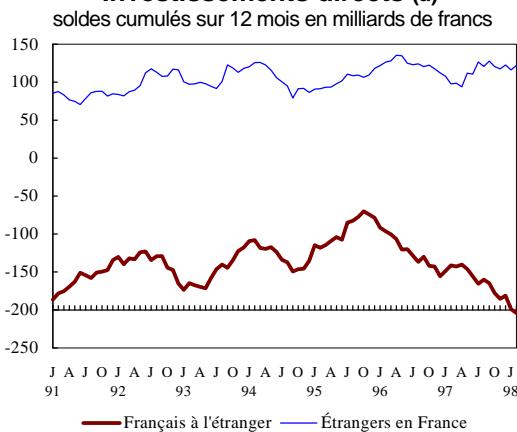
### Voyages



### Autres lignes des transactions courantes



### Investissements directs (a)



### Investissements de portefeuille (a)



(a) En signe de balance

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85

Mise à jour le 5 mai 1998

### *Les transferts courants(en données brutes)*

Après les importants versements de l'Union européenne enregistrés en janvier au titre du Feoga-garantie, les recettes des transferts courants en provenance des institutions européennes ont fléchi, en février, à 9,6 milliards de francs. Malgré la baisse des dépenses, le solde est redevenu négatif, à - 6,3 milliards de francs, contre 8,1 milliards en janvier.

### **2.2.2. Le compte de capital**

(en données brutes)

De + 2,4 milliards de francs en janvier, le solde des transferts en capital s'est contracté à + 0,6 milliard, sous l'effet de moindres rentrées au titre du Feoga-orientation et du Feder.

### **2.2.3. Le compte financier**

En février, le compte financier — hors avoirs de réserve — a été quasiment équilibré avec des sorties limitées à 0,1 milliard de francs. Les avoirs de réserve se sont accrus de 4,7 milliards de francs.

#### ***Investissements directs***

Les *investissements directs* (y compris les bénéfices réinvestis) ont été à l'origine de sorties nettes de 4,4 milliards de francs en février, contre 14,1 milliards le mois précédent.

Les *investissements français à l'étranger* ont atteint 10,6 milliards de francs, dont 11,2 milliards d'apports nets en capital et 1,5 milliard de remboursement de prêts.

Les *investissements des non-résidents en France* se sont élevés à 6,3 milliards de francs.

#### ***Investissements de portefeuille***

Des sorties nettes de 83,3 milliards de francs ont été enregistrées en février au titre des investissements de portefeuille (y compris les primes sur instruments conditionnels).

Les achats nets de titres étrangers par les *résidents* se sont élevés à 104,9 milliards de francs. Ces acquisitions ont concerné des actions et titres d'OPCVM pour 18,7 milliards de francs, des instruments du marché monétaire pour 22,6 milliards et surtout des obligations à hauteur de 56,1 milliards, pour l'essentiel en devises.

Les *non-résidents* ont acquis pour 22,3 milliards de francs de titres français. Leurs placements nets se sont portés majoritairement sur les obligations et assimilés pour 19,7 milliards de francs (surtout des obligations privées et des BTAN). À l'inverse, les non-résidents ont procédé à des cessions nettes d'instruments du marché monétaire pour 11,7 milliards de francs. Globalement, les transactions sur les valeurs du Trésor ont été équilibrées en février.

#### ***Autres investissements***

En février 1998, les « autres investissements » ont été à l'origine d'entrées nettes de capitaux pour 86,8 milliards de francs, sous l'effet conjugué d'une forte augmentation des engagements, de 84,7 milliards, et d'une légère diminution des avoirs, de 2,1 milliards.

Les opérations du secteur bancaire se sont soldées par des entrées nettes de 88,1 milliards de francs, contre 65,1 milliards le mois précédent ; cette évolution s'explique, pour l'essentiel, par les opérations en devises qui ont dégagé des entrées nettes de 80,3 milliards de francs, en liaison avec une diminution des créances (43,7 milliards) plus importante que l'augmentation parallèle des engagements du secteur bancaire résident (36,6 milliards). Des flux positifs ont été également observés sur les opérations en francs (7,8 milliards de francs).

Les opérations du secteur des administrations publiques et des autorités monétaires ont, quant à elles, donné lieu à des entrées nettes de 1,6 milliard de francs.

À l'inverse, les flux financiers des « autres secteurs » ont dégagé un solde négatif de 2,8 milliards de francs, sous l'effet, notamment, de l'augmentation des crédits commerciaux à l'exportation.

### ***Avoirs de réserve***

Les avoirs de réserve bruts ont progressé de 4,7 milliards de francs en février 1998, après une hausse de 6 milliards en janvier.

### 3. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

En mars 1998, les moyens de paiement ( $M1$ ) ont été à peu près stables ( $-0,1\%$ , au lieu de  $+2,3\%$  le mois précédent). Avec l'atténuation des facteurs techniques exceptionnels ayant joué les mois précédents (accroissement des dépôts à vue d'organismes publics, effet de base), le glissement annuel de  $M1$  est revenu à  $+7,9\%$  ( $+10,6\%$  à fin février), mais il continue d'afficher un dynamisme reflétant le faible coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction et l'accélération de la croissance économique. Les placements sur livrets ( $M2 - M1$ ) ont progressé de  $1,5\%$  sur le mois, après  $+1,1\%$  en février.  $M2$  s'est accru de  $0,7\%$  en mars et de  $9,0\%$  en glissement annuel ( $+10,3\%$  à fin février). Les placements liquides référencés aux taux monétaires ( $M3 - M2$ ) n'ont que légèrement diminué ( $-0,2\%$  en mars). Ainsi, le plus grand dynamisme de  $M3$  se confirme ( $+0,4\%$  en variation mensuelle,  $+3,7\%$  en glissement annuel), alors que la croissance de  $P1$  tend à décélérer. Au total,  $M3 + P1$  s'est accru de  $5,4\%$  sur douze mois, au lieu de  $5,9\%$  à fin février.

L'*endettement intérieur total* a progressé de  $0,4\%$  en février 1998, et son glissement annuel s'est établi à  $+4,3\%$ . La croissance annuelle des crédits à l'économie s'est montrée un peu plus dynamique qu'en janvier ( $+2,2\%$ , après  $+2,0\%$  en janvier). La reprise des crédits aux sociétés s'est confirmée en février ( $+2,6\%$  en glissement annuel, après  $+1,7\%$  en janvier et  $+0,2\%$  en décembre 1997). On note, en particulier, l'essor rapide des crédits bancaires destinés au financement des trésoreries ( $+11,6\%$  en glissement annuel, après  $+9,4\%$  en janvier et  $+5,5\%$  en décembre 1997). Dans le même temps, la progression des crédits aux ménages s'est légèrement accélérée ( $+3,4\%$  en février, après  $+3,2\%$  en janvier).

AGRÉGATS			
(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)			
	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle (a)	Variation sur 12 mois (b)
AGRÉGATS DE MONNAIE À FIN MARS 1998			
M1 .....	1 815,3	- 0,1	7,9
M2 .....	3 565,6	0,7	9,0
M3 .....	5 413,0	0,4	3,7
AGRÉGATS DE PLACEMENT À FIN MARS 1998			
P1 .....	2 222,2	0,3	9,8
M3 + P1 .....	7 635,2	0,4	5,4
AGRÉGATS DE FINANCEMENT À FIN FÉVRIER 1998			
Endettement intérieur total .....	11 318,3	0,4	4,3
dont : État .....	3 848,3		8,3
Crédits à l'économie (c) .....	6 404,9	0,3	2,2
ESTIMATION DES PRÉTS NOUVEAUX À FIN FÉVRIER 1998 (d) .....	–	–	18,0
(a) Calculée à partir des encours fin de mois cvs			
(b) Calculée à partir des encours fin de mois bruts			
(c) Distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents			
(d) Flux cumulés depuis le 1 <sup>er</sup> janvier			
Données portant sur un échantillon d'établissements de crédit			
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél : 01 42 92 28 14			Mise à jour le 29 avril 1998

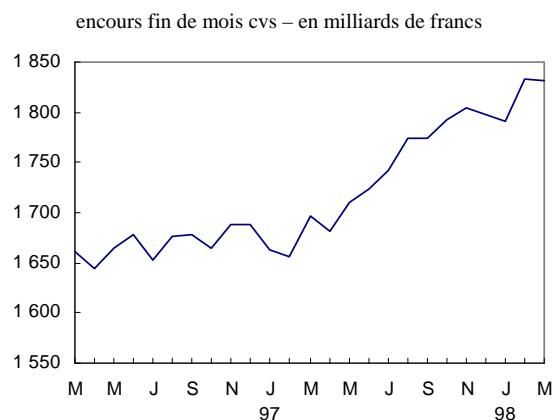
### 3.1.Les agrégats de monnaie et de placement

(à fin mars 1998)

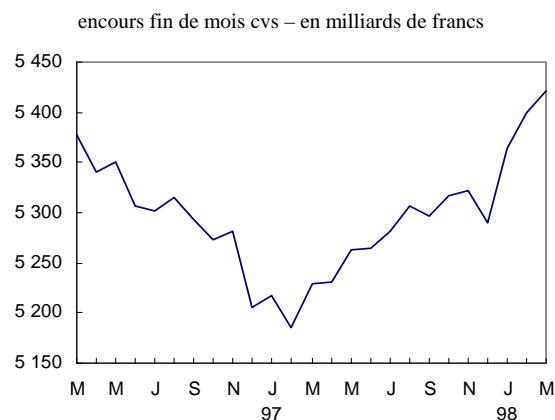
(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs		Variation sur 12 mois des encours fin de mois bruts	
		Mars 1998	Février 1998	Mars 1998	Décembre 1997
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>					
<i>Billets et monnaies</i>	252,2	0,3	- 1,2	1,1	0,6
<i>Dépôts à vue</i>	1 563,2	2,6	0,1	7,5	9,2
<b>Total M1</b>	<b>1 815,3</b>	<b>2,3</b>	<b>- 0,1</b>	<b>6,6</b>	<b>7,9</b>
<i>M2 – M1</i>	1 750,3	1,1	1,5	9,2	10,2
<i>Livrets A</i>	716,2	1,0	1,3	3,0	5,5
<i>Livrets bleus</i>	97,9	1,5	1,6	4,2	7,0
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	164,7	0,9	0,9	5,5	5,6
<i>Codevi</i>	227,2	1,3	2,0	8,1	9,7
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	213,0	0,2	- 0,2	20,1	18,0
<i>Livrets jeunes</i>	30,4			17,6	13,9
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	300,9	1,5	3,0	24,2	21,4
<b>Total M2</b>	<b>3 565,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>7,8</b>	<b>9,0</b>
<i>M3 – M2</i>	1 847,4	- 1,3	- 0,2	- 8,3	- 5,4
<i>Dépôts et TCN en devises</i>	124,6			4,3	14,4
<i>Dépôts à terme (a)</i>	332,0	0,6	- 2,3	- 12,8	- 8,7
<i>Bons de caisse et d'épargne</i>	154,6	- 1,0	- 1,8	- 3,9	- 5,6
<i>Titres de créances négociables (b)</i>	299,8	- 2,3	- 3,6	2,8	- 3,0
– Certificats de dépôt et BMTN	288,6			5,6	- 1,2
– Bons et BMTN des ISF	11,2			- 39,0	- 34,7
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	926,3	- 0,7	0,2	- 11,6	- 6,9
<i>Parts de fonds communs de créances</i>	9,9				
<b>Total M3</b>	<b>5 413,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>1,9</b>	<b>3,7</b>
<i>M4 – M3</i>	92,8	- 1,2	- 5,9	52,0	- 0,9
<i>Bons du Trésor négociables</i>	69,6			80,6	- 2,0
<i>Billets de trésorerie et BMTN (b)</i>	23,2			- 20,3	2,6
<b>Total M4</b>	<b>5 505,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>
<b>AGRÉGATS DE PLACEMENT</b>					
<i>Plans d'épargne-logement</i>	1 077,3	0,1	0,8	13,8	9,5
<i>Autres comptes d'épargne (c)</i>	23,9				
<i>Plans d'épargne populaire</i>	655,2	0,0	- 1,5	12,6	8,3
– dont : Entreprises d'assurance	150,2				
<i>Titres d'OPCVM garantis</i>	167,8			44,9	41,1
<i>Bons de capitalisation</i>	298,0	- 0,0	0,7	- 1,7	- 0,8
<b>Total P1</b>	<b>2 222,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>13,2</b>	<b>9,8</b>
<b>Total M3 + P1</b>	<b>7 635,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>4,9</b>	<b>5,4</b>
(a) Comptes à terme, comptes d'affacturage indisponibles et opérations à terme sur titres					
(b) Les titres de créances négociables en francs détenus par les agents non financiers résidents sont classés dans M3 – M2					
s'ils sont émis par des établissements de crédit (et assimilés), ou dans M4 – M3 s'ils sont émis par des agents non financiers résidents.					
(c) Comptes espèces associés aux plans d'épargne en actions, contrats d'épargne auprès des sociétés de crédit différé et autres comptes d'épargne à régime spécial					
Source et réalisation : Banque de France					
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14					
Mise à jour le 29 avril 1998					

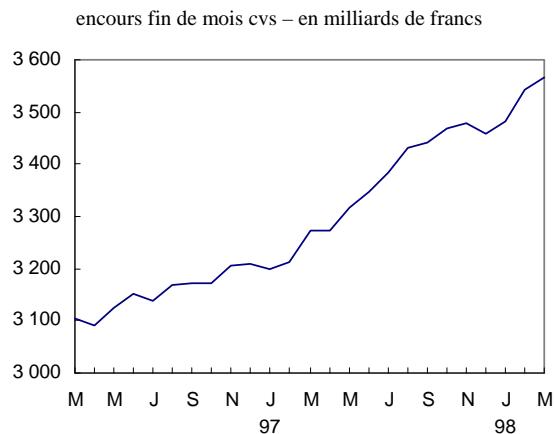
## AGRÉGAT M1



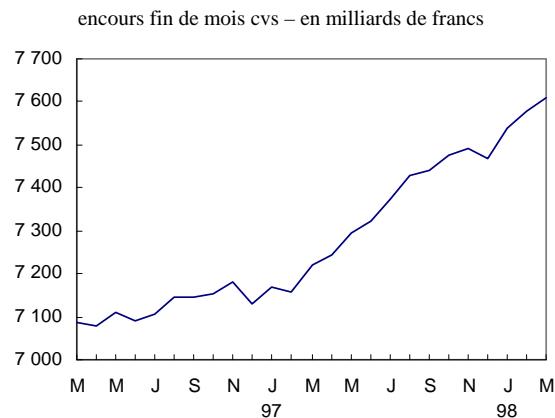
## AGRÉGAT M3



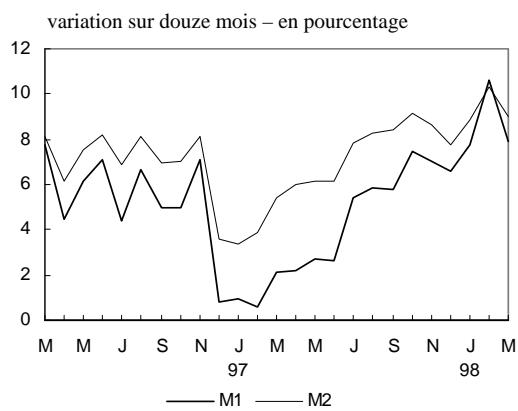
## AGRÉGAT M2



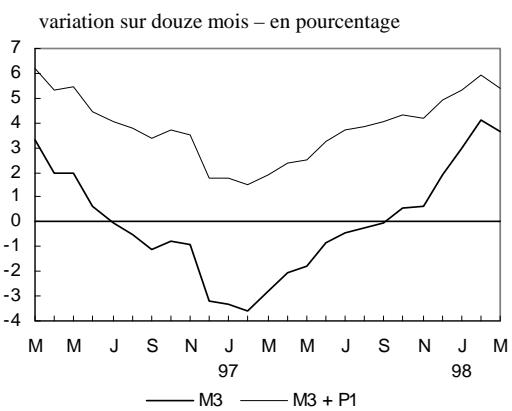
## AGRÉGAT M3 + P1



## AGRÉGATS M1 ET M2



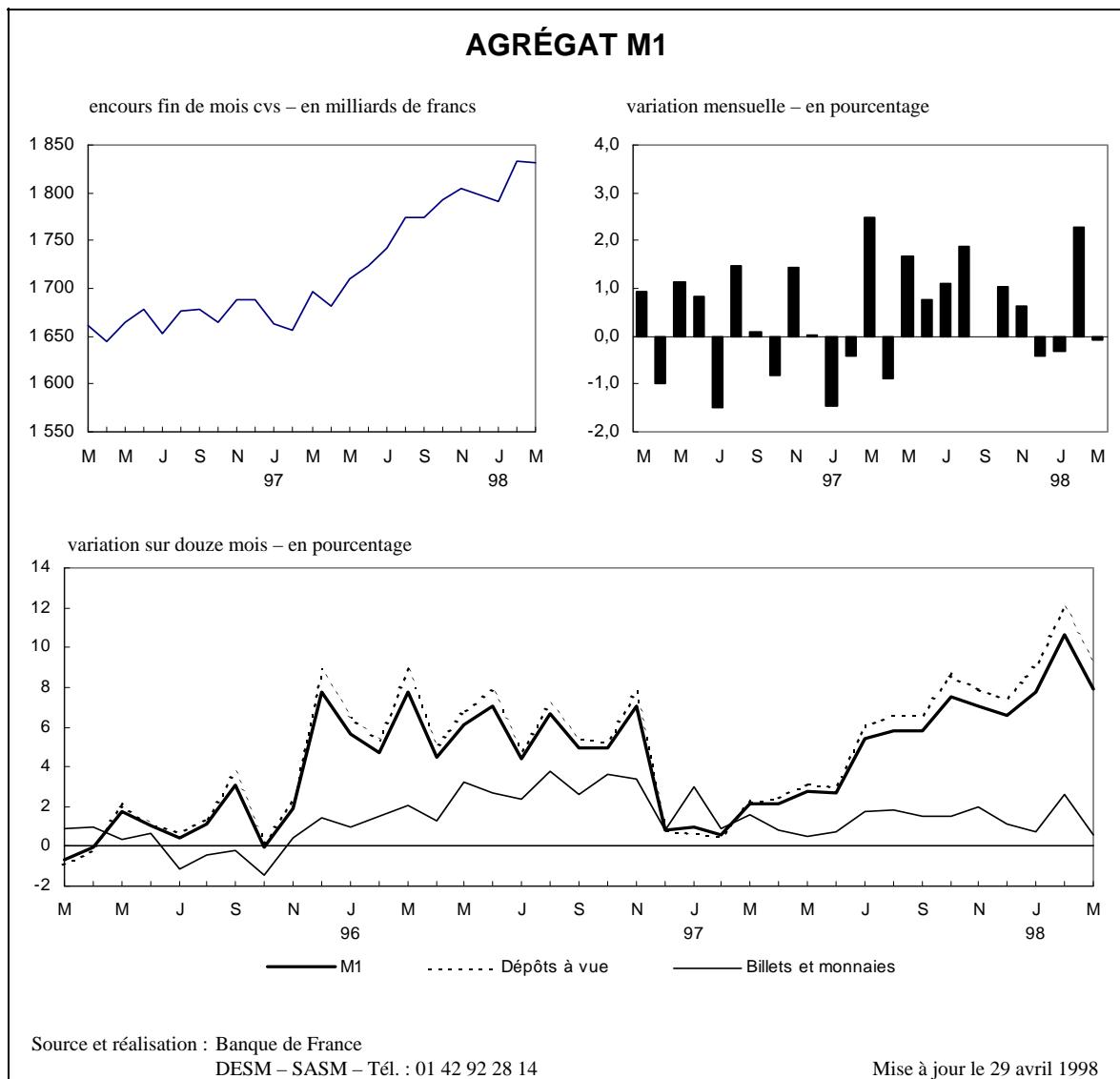
## AGRÉGATS M3 ET M3 + P1



Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14

Mise à jour le 29 avril 1998

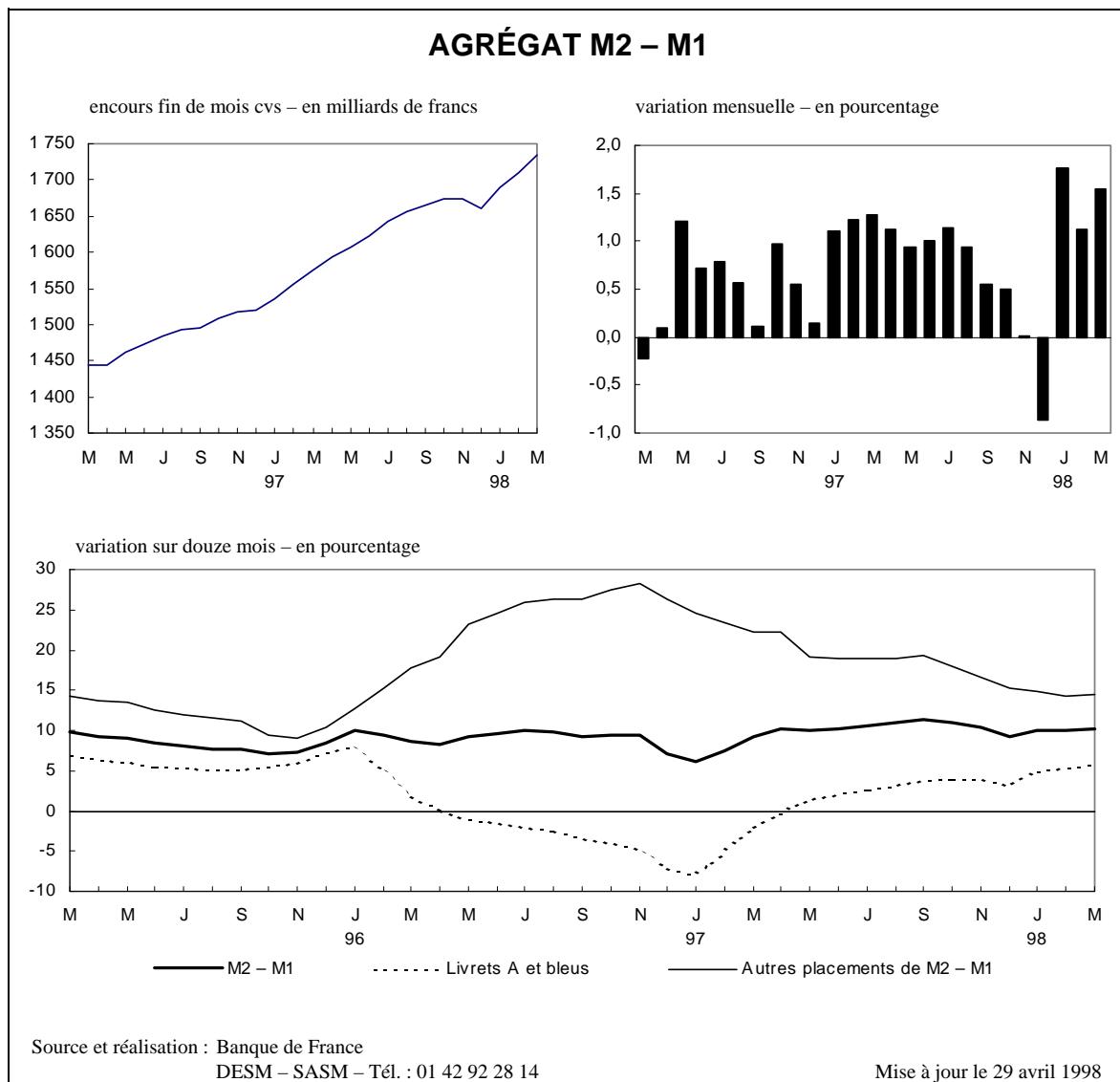
### 3.1.1. Les moyens de paiement (M1)



En mars, l'agrégat M1 a été quasiment stable (-0,1 %), après une forte progression en février (+ 2,3 %). Son encours brut s'est établi à 1 815,3 milliards de francs.

En glissement annuel, malgré un léger ralentissement, le dynamisme de l'agrégat M1 est resté vif, ressortant à 7,9 %, après + 10,6 % en février. Les dépôts à vue, dont le glissement annuel avait été exceptionnellement élevé en février (+ 12,1 %), ont continué de progresser fortement (+ 9,2 %).

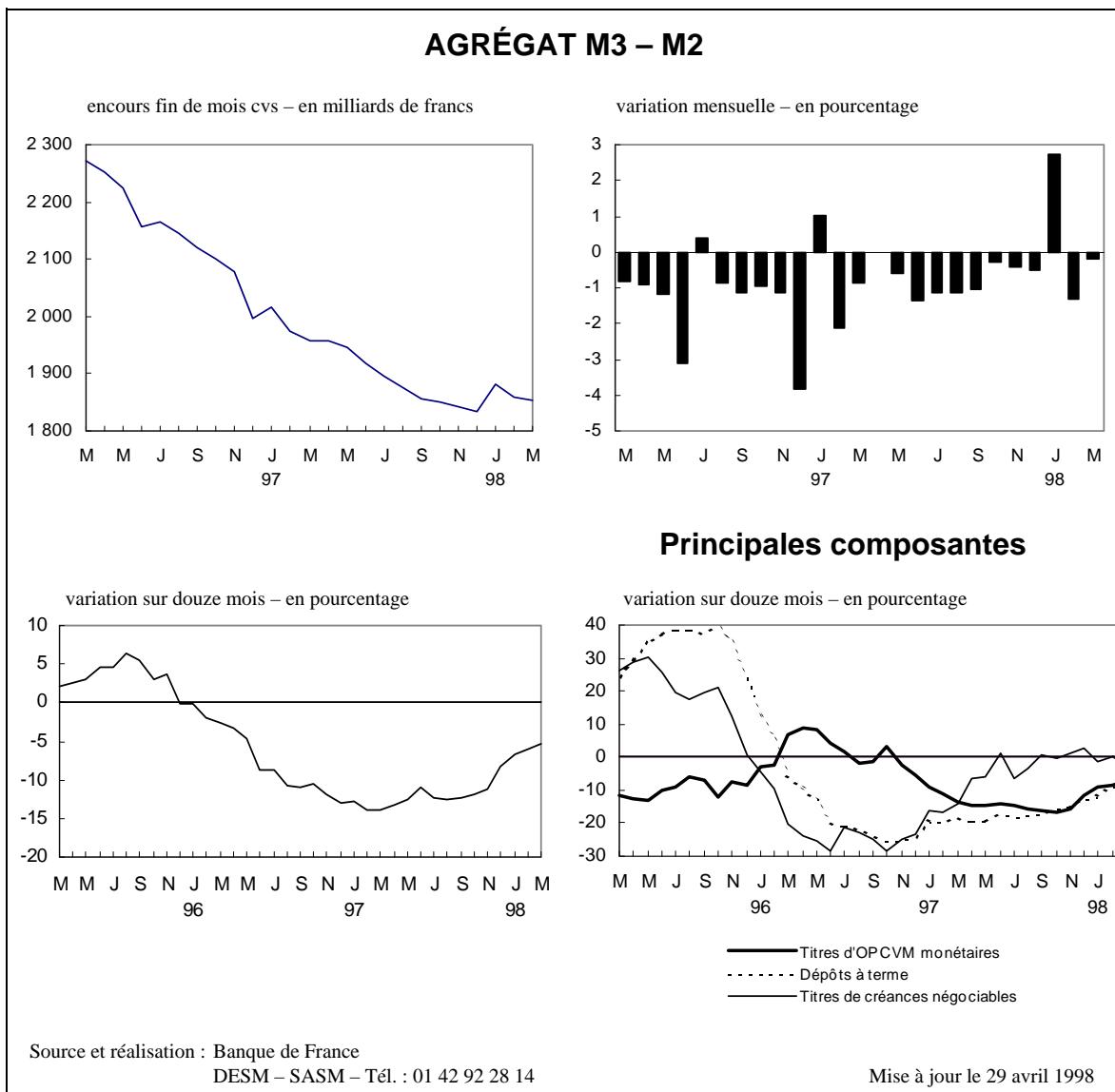
### 3.1.2. Les placements à vue à taux réglementé (M2 – M1)



L'agrégat M2 – M1 a poursuivi la progression observée depuis le début de l'année (+ 1,5 %, après + 1,1 % en février et + 1,8 % en janvier). Son encours brut s'est établi à 1 750,3 milliards de francs.

En glissement annuel, la croissance de cet agrégat est restée vive (+ 10,2 %). Les encours des premiers livrets, des Codevi et des comptes d'épargne-logement ont, respectivement, progressé de 5,7 %, 9,7 % et 5,6 % sur douze mois. La croissance des autres livrets est demeurée élevée, bien qu'elle ait accusé un certain ralentissement.

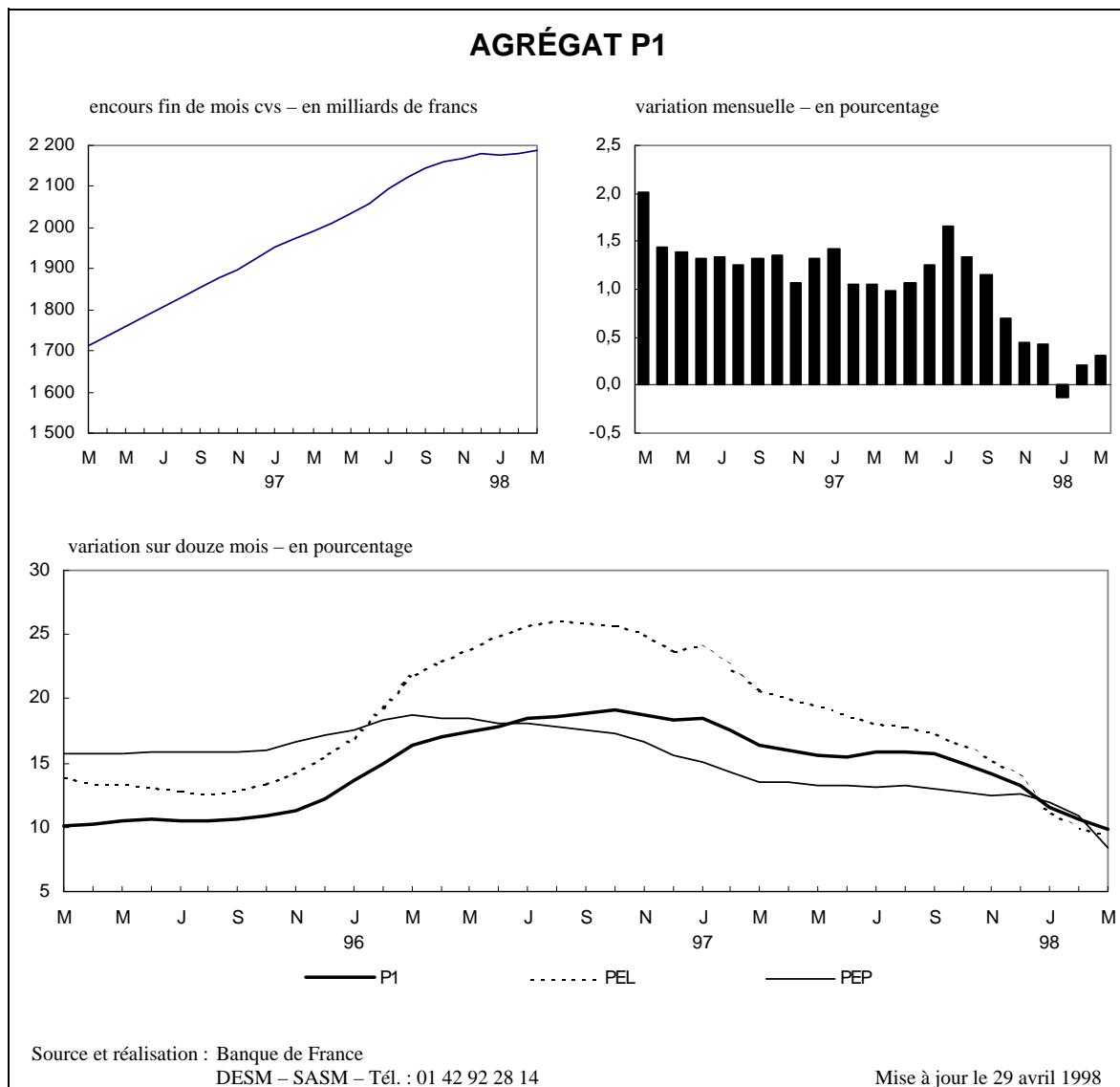
### 3.1.3. Les placements liquides à taux de marché (M3 – M2)



L'agrégat M3 – M2 a légèrement diminué (–0,2 %) en mars. Son encours brut s'est établi à 1 847,4 milliards de francs.

En glissement annuel, la baisse de cet agrégat a ralenti régulièrement, passant de –12,5 % mi-1997 à –6,0 % en février 1998 et –5,4 % en mars. Les dépôts en devises ont de nouveau enregistré une forte croissance sur douze mois (+ 14,4 %). La désaffection des épargnants pour les OPCVM monétaires a continué de s'atténuer (–6,9 % en glissement annuel, après –8,5 % en février 1998). En revanche, la baisse des placements à terme et des titres de créances négociables s'est accentuée.

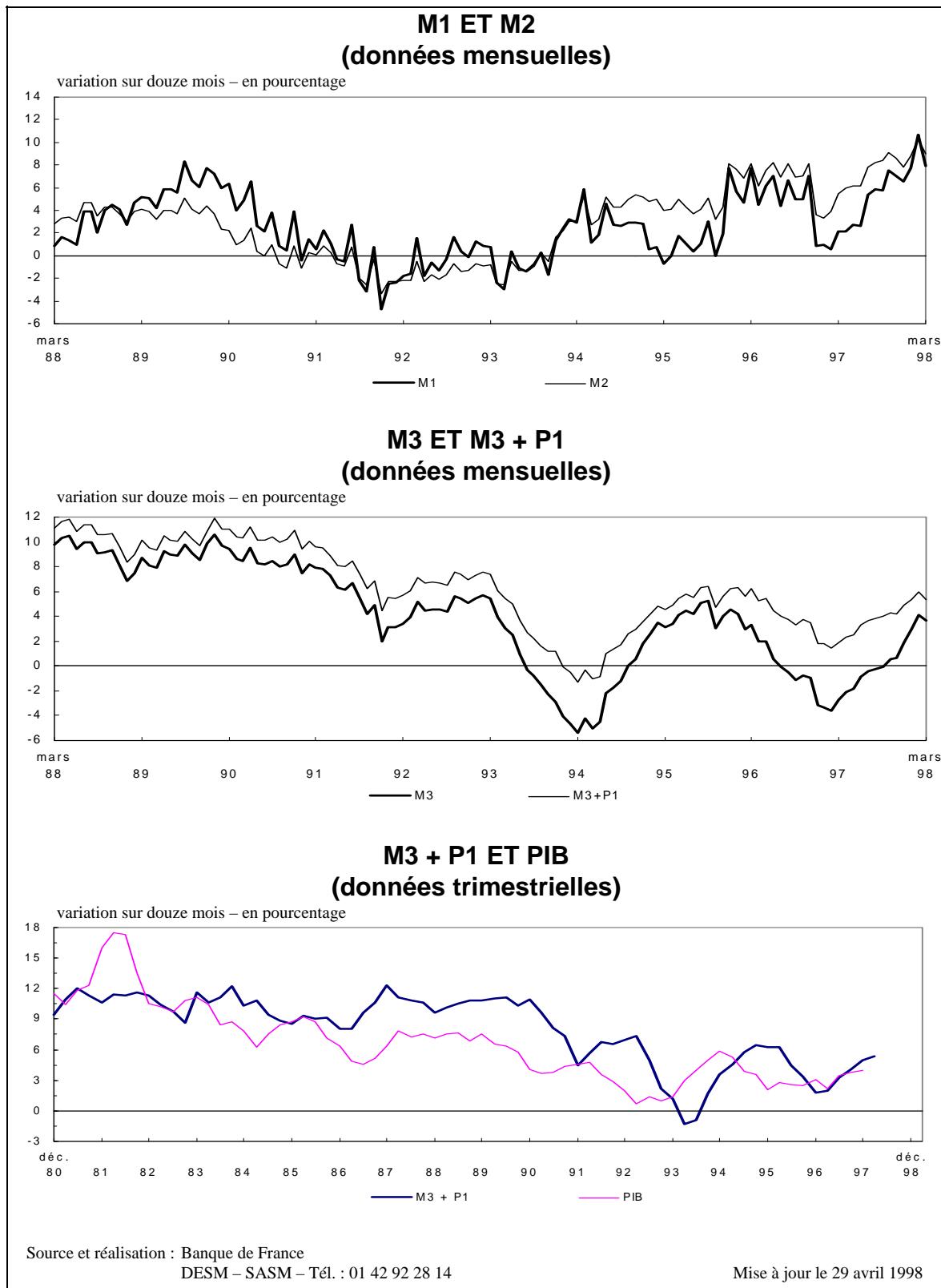
### 3.1.4. L'épargne contractuelle (P1)



L'agrégat P1 a progressé de 0,3 % en mars, après + 0,2 % en février. Son encours brut a atteint 2 222,2 milliards de francs.

Le glissement annuel de P1 a continué de décélérer, pour s'établir à 9,8 %. Les placements en plans d'épargne-logement et d'épargne populaire se sont accrus, respectivement, de 9,5 % et 8,3 % sur douze mois. Le glissement annuel des titres d'OPCVM garantis a atteint + 41,1 %.

### 3.1.5. Mise en perspective de M1, M2, M3, M3 + P1



## 3.2. Le financement de l'économie

(à fin février 1998)

<b>L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)</b>					
	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs (a)		Variation sur 12 mois des encours fin de mois bruts (a)	
	Février 1998	Janvier 1998	Février 1998	Décembre 1997	Février 1998
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL</b>	<b>11 318,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>
– État	3 848,3			7,3	8,3
– Sociétés	3 803,0			- 0,0	2,2
– Ménages	2 675,7			3,8	3,4
– Autres (b)	991,3			5,5	- 0,1
<b>CRÉDITS À L'ÉCONOMIE</b>	<b>6 404,9</b>	<b>- 0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>
– Sociétés	2 929,1	1,9	0,9	0,2	2,6
– Ménages	2 675,7	0,7	0,1	3,8	3,4
– Autres (b)	800,2	- 6,0	- 1,7	4,7	- 3,3
<b>DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (c)</b>	<b>324,1</b>	<b>- 12,2</b>	<b>- 9,0</b>	<b>6,3</b>	<b>13,5</b>
<b>FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)</b>	<b>4 330,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>6,8</b>	<b>6,7</b>
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>1 544,0</i>	<i>2,4</i>	<i>1,4</i>	<i>8,9</i>	<i>9,2</i>
– État	1 269,6			10,8	10,1
– Sociétés	235,7			- 0,2	1,5
– Autres (b)	38,7			–	–
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>2 786,2</i>	<i>0,9</i>	<i>0,7</i>	<i>5,8</i>	<i>5,4</i>
– État	2 220,8			6,3	6,2
– Sociétés	465,1			2,4	3,1
– Autres (b)	100,4			–	–
<b>CRÉDITS OBTENUS AUPRÈS DES NON-RÉSIDENTS</b>	<b>120,6</b>	<b>4,5</b>	<b>8,4</b>	<b>- 14,0</b>	<b>10,3</b>
<b>OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER</b>	<b>138,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>5,4</b>

(a) Pour le calcul des glissements, le cumul des opérations de défaisance de la période considérée est réintégré dans l'encours de fin de période.

(b) Ce poste regroupe les administrations publiques hors État, les administrations privées et les entreprises d'assurance.

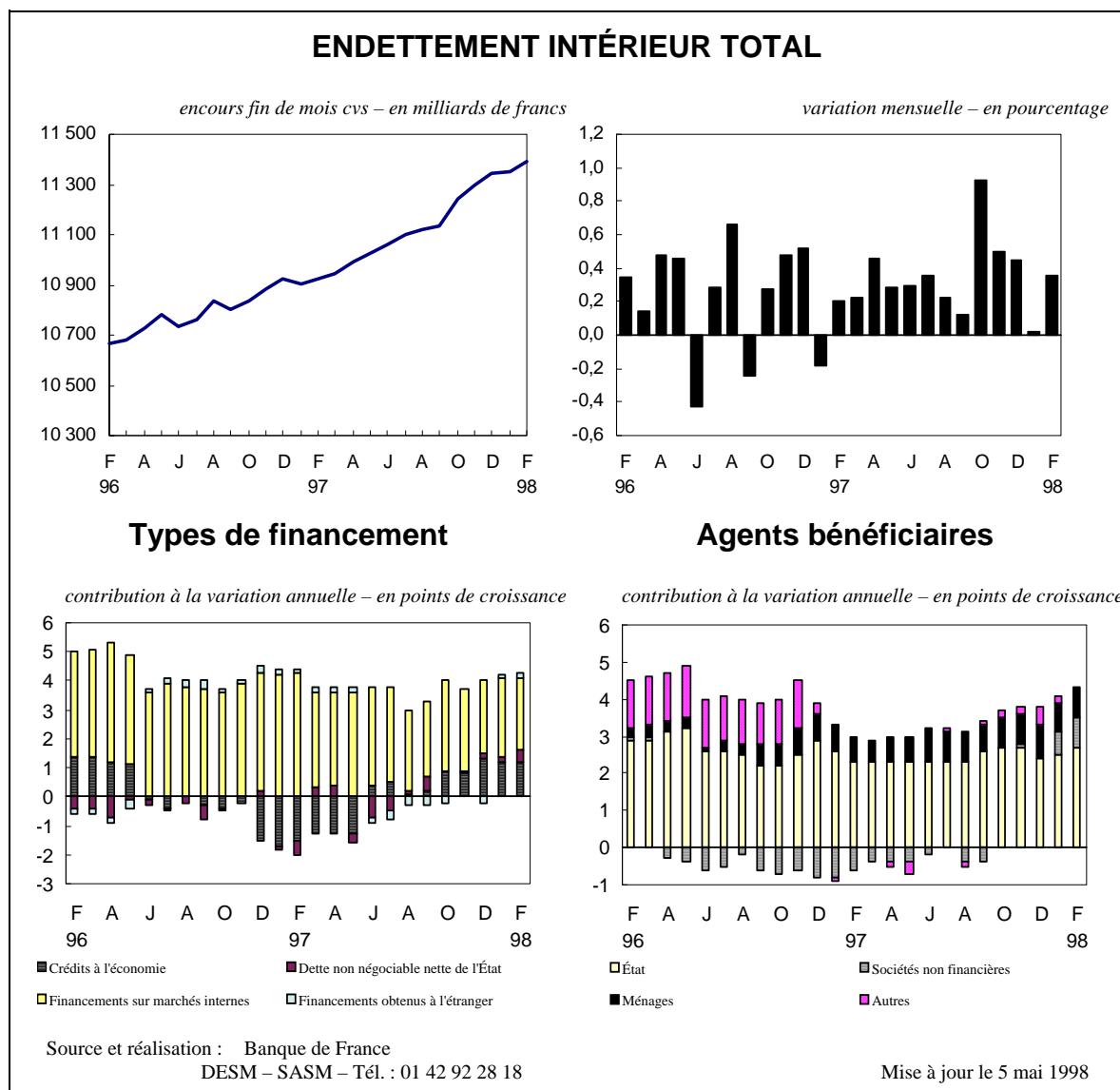
(c) Ce poste reprend le total des monnaies divisionnaires en circulation, des dépôts collectés par le Trésor, du net des comptes à la Banque de France et des remises de dettes (Dakar 1 et 2), après déduction des opérations de pension sur titres réalisées avec les institutions financières.

(d) Obtenu auprès des résidents et des non-résidents

Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 18

Mise à jour le 5 mai 1998

### 3.2.1. L'endettement intérieur total (EIT)

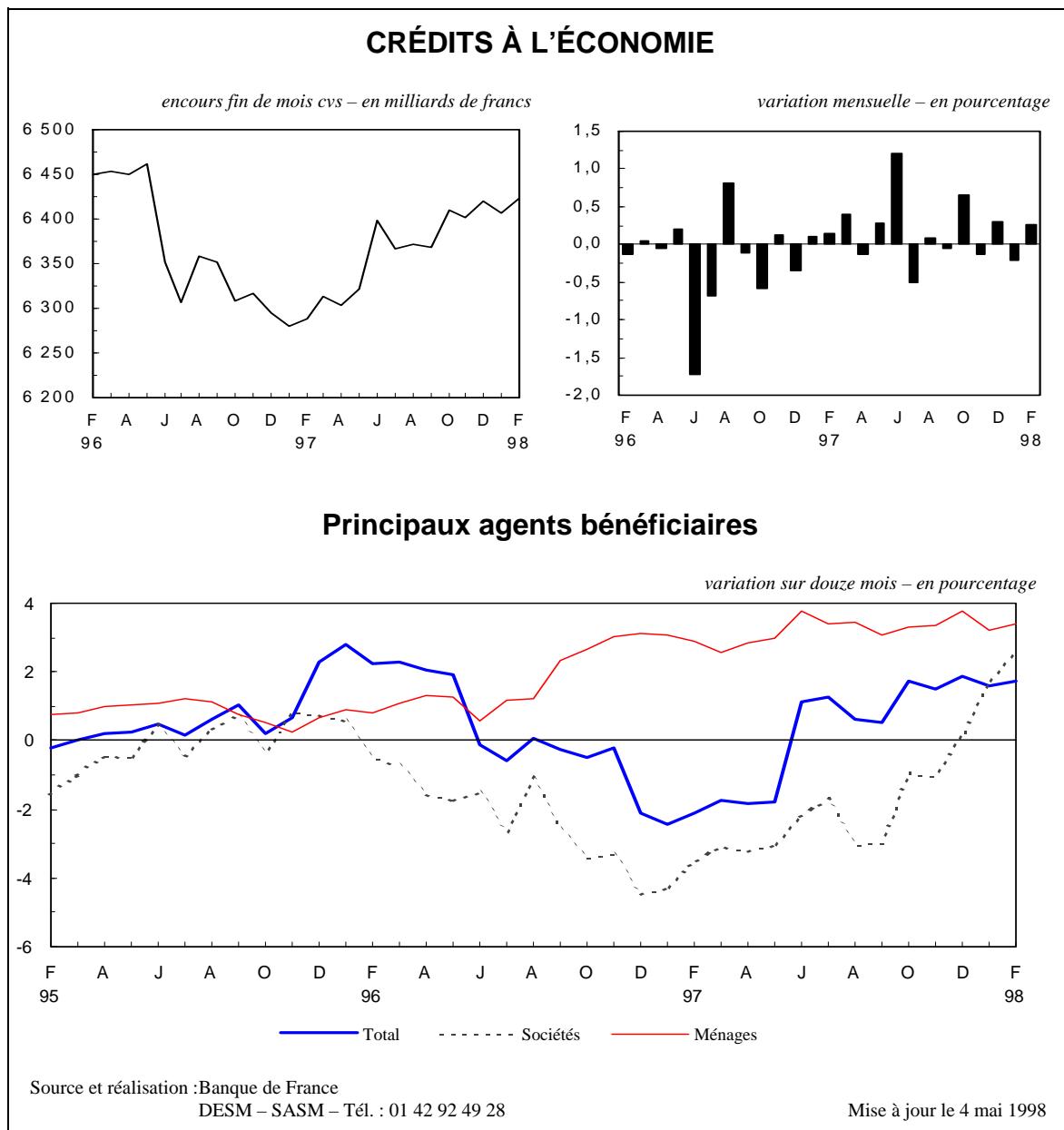


L'endettement intérieur total s'est accru de 0,4 % en février 1998, après avoir été stable le mois précédent. Son encours brut s'est établi à 11 318,3 milliards de francs.

Le glissement annuel de l'EIT a atteint + 4,3 %. Sur douze mois, l'endettement de l'Etat s'est accru de 8,3 %, celui des sociétés de 2,2 % et celui des ménages de 3,4 %.

Le glissement annuel des crédits à l'économie s'est légèrement renforcé (+ 2,2 %, après + 2,0 % en janvier), tandis que celui des financements obtenus sur les marchés internes s'est ralenti (+ 6,7 %, après + 7,4 % en janvier), notamment sur le marché monétaire (+ 9,2 %, après + 10,5 % en janvier).

### 3.2.2. Les crédits<sup>1</sup>



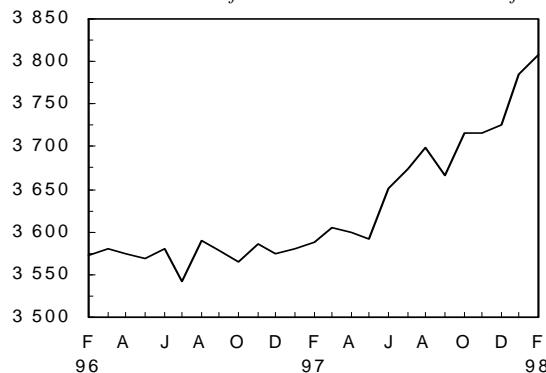
En février 1998, les crédits à l'économie ont atteint 6 404,9 milliards de francs (encours brut), progressant de 0,3 %, après une baisse de 0,2 % le mois précédent.

En glissement annuel, ils ont augmenté de 2,2 %. Hors concours à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (Acoss), la progression est de 2,4 %. Le glissement annuel des crédits aux ménages a atteint 3,4 % et celui des crédits aux sociétés s'est établi à 2,6 %.

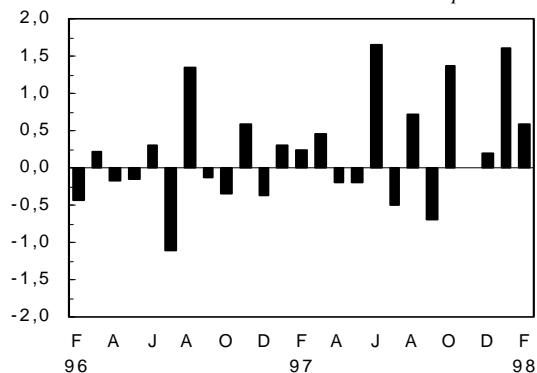
<sup>1</sup> On distingue les crédits à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents d'une part, les crédits bancaires distribués par l'ensemble des banques résidentes (hors sociétés financières, établissements financiers spécialisés et établissements de crédit non assujettis à la loi bancaire de 1984) d'autre part.

## CRÉDITS BANCAIRES

*encours fin de mois cvs – en milliards de francs*

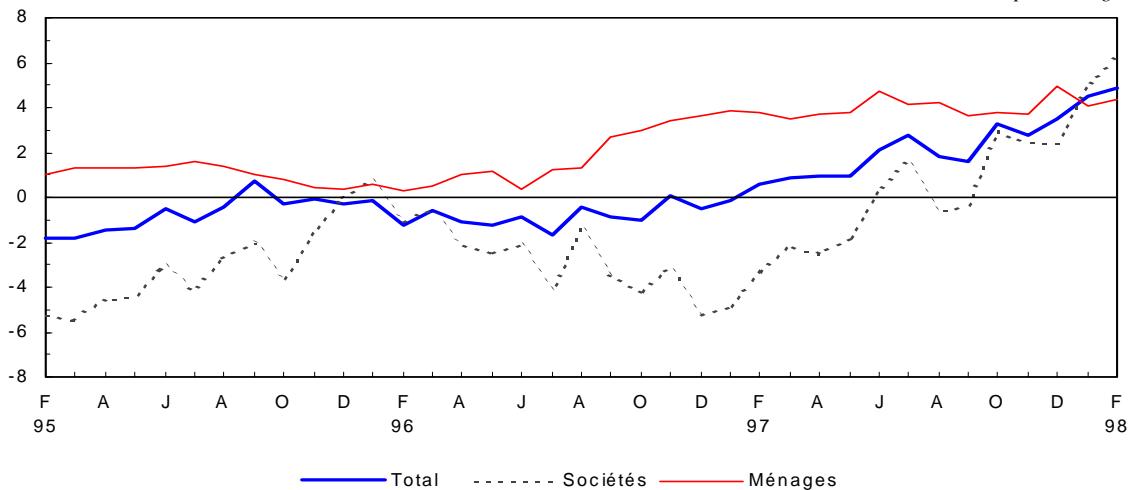


*variation mensuelle – en pourcentage*



## Principaux agents bénéficiaires

*variation sur douze mois – en pourcentage*



Source et réalisation :Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 28

Mise à jour le 4 mai 1998

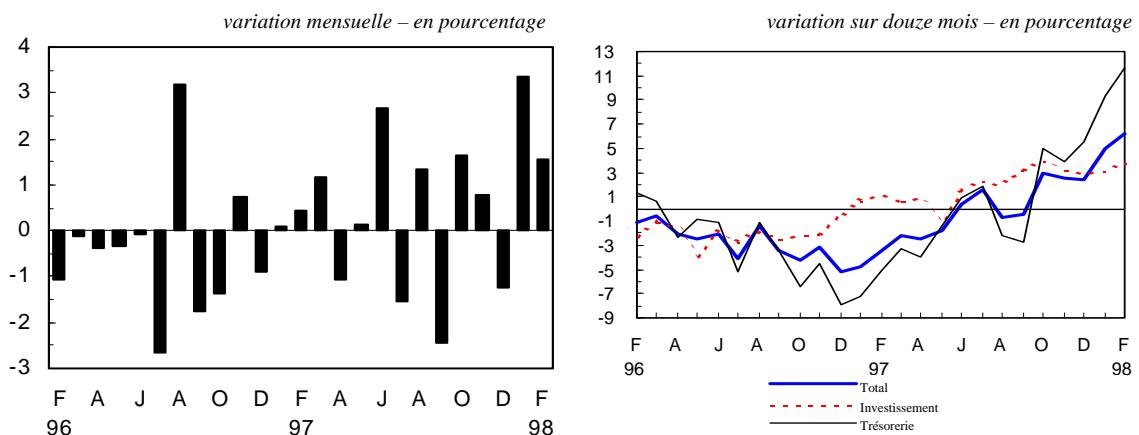
En février 1998, les crédits bancaires ont atteint 3 775,7 milliards de francs (encours brut), progressant de 0,6 %, après + 1,6 % en janvier.

Leur glissement annuel s'est établi à + 5,1 %<sup>1</sup>. Notamment, les crédits aux sociétés ont augmenté de 6,2 % et les crédits aux ménages se sont accrus de 4,3 % sur un an.

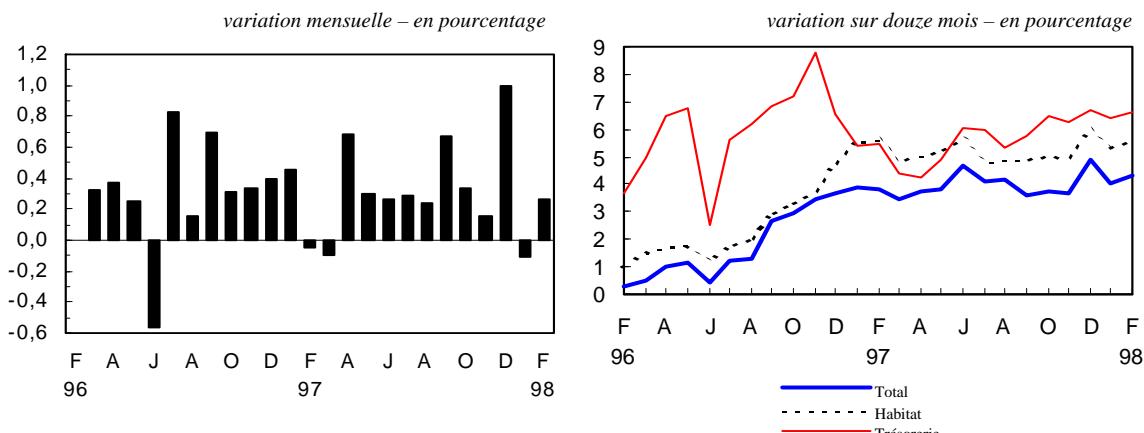
<sup>1</sup> Après correction de l'effet positif induit par la reprise des encours du Crédit national par la BFCE, devenue Natixis Banque

## CRÉDITS PAR AGENT ET PAR OBJET

### Sociétés



### Ménages



Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 28

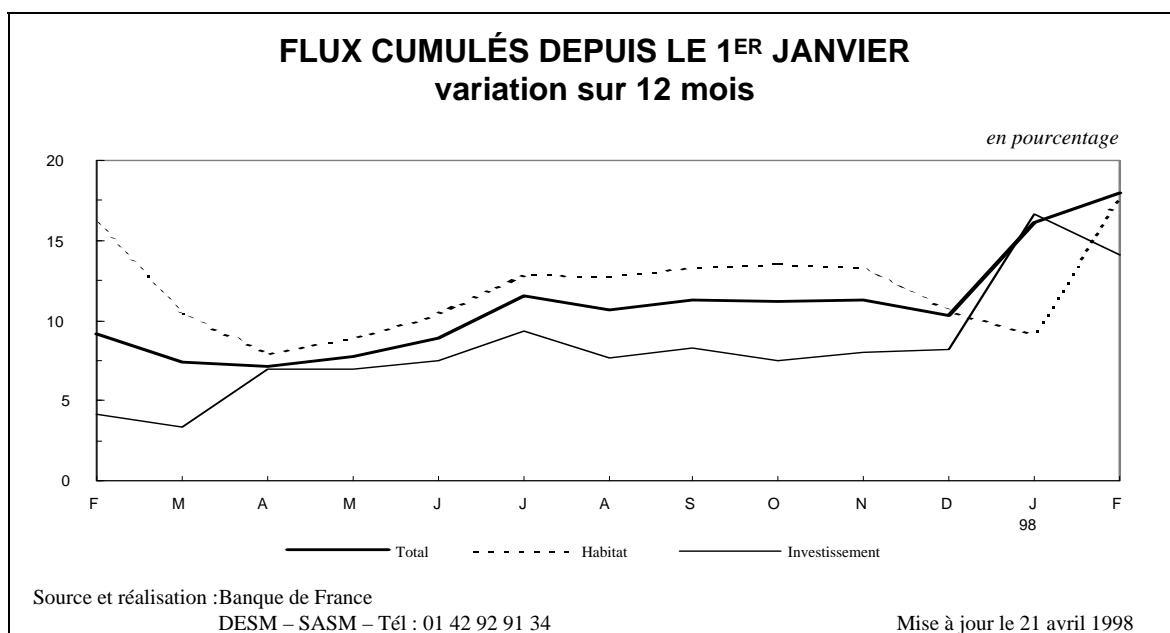
Mise à jour le 4 mai 1998

Les crédits bancaires aux sociétés ont augmenté de 1,5 % en février, après une hausse de 3,4 % en janvier. En glissement annuel, l'accélération de la croissance des crédits d'investissement et des crédits de trésorerie s'est poursuivie (respectivement + 3,8 % et + 11,6 %, après + 3,1 % et + 9,4 % à fin janvier).

Les crédits bancaires aux ménages ont augmenté de 0,3 %, après une baisse de 0,1 % en janvier. En glissement annuel, la hausse des concours aux particuliers s'est élevée à 6,0 %, tandis que les prêts aux entrepreneurs individuels ont augmenté de 0,3 %. Notamment, la croissance des crédits à l'habitat (+ 5,6 %) et des crédits de trésorerie des particuliers (+ 6,7 %) est restée soutenue.

### 3.2.3. Estimation des prêts nouveaux<sup>1</sup>

FLUX CUMULÉS DEPUIS LE 1 <sup>ER</sup> JANVIER			
variation sur 12 mois			
(en pourcentage)			
	Total	Habitat	Investissement
1997			
Février.....	9,2	16,0	4,1
Mars.....	7,4	10,5	3,4
Avril.....	7,1	7,9	7,0
Mai.....	7,7	8,9	6,9
Juin.....	8,9	10,3	7,5
Juillet.....	11,5	12,9	9,3
Août .....	10,7	12,8	7,6
Septembre .....	11,3	13,3	8,3
Octobre .....	11,2	13,6	7,5
Novembre .....	11,3	13,3	8,0
Décembre .....	10,3	10,6	8,2
1998			
Janvier.....	16,1	9,1	16,7
Février.....	18,0	17,6	14,1



Les prêts nouveaux décaissés en janvier-février 1998 se sont accrus de 18 % par rapport à la période correspondante de 1997.

Il s'est notamment produit un net regain d'activité en matière de distribution de nouveaux prêts à l'habitat (+ 17,6 %, au lieu de + 10,6 % en 1997), tandis que les prêts à l'investissement ont affiché une hausse de 14,1 %, marquant aussi un redressement par rapport à 1997.

<sup>1</sup> Les prêts nouveaux se limitent aux prêts amortissables. Les données sont collectées auprès d'un échantillon d'établissements de crédit (cf. notice méthodologique dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 41 – mai 1997).

# 4. LES MARCHÉS DE CHANGE ET DE L'OR

## 4.1. L'évolution des principales devises

Le fait majeur du mois d'avril a été l'évolution heurtée du yen qui a fluctué au gré des anticipations contrastées des opérateurs quant à l'attitude des autorités japonaises face à la tenue de leur monnaie. La livre sterling, qui avait atteint, le 31 mars, ses plus hauts niveaux depuis août 1989, s'est repliée face au deutschemark et au franc français, les anticipations d'une hausse des taux d'intérêt au Royaume-Uni s'estompant. Le recul du dollar, en particulier vis-à-vis du franc français et du deutschemark, constitue aussi un élément notable.

---

D'une fin de mois à l'autre, le **dollar** s'est replié face à la plupart des devises, perdant 3,18 % par rapport au deutschemark, 3,12 % vis-à-vis du franc français, 3,18 % face au franc suisse, 0,89 % à l'égard du yen et 0,19 % par rapport à la livre sterling. Plusieurs facteurs ont contribué au repli de la devise américaine :

- la publication de chiffres indiquant un léger ralentissement économique aux États-Unis, alors que les risques d'une résurgence de l'inflation demeurent faibles ;
  - les craintes que le sommet du G 7 des 15 et 16 avril ne décide d'interventions concertées, après les ventes massives de dollars opérées par la Banque du Japon le 9 avril ;
  - les anticipations de relèvement des taux en Allemagne, à la suite notamment du retrait de liquidités opéré par la Banque fédérale lors de l'un de ses refinancements hebdomadaires et après la progression plus forte qu'attendu de M3.
- 

Au terme d'une évolution contrastée, le **yen** s'est légèrement apprécié face au dollar.

Le 3 avril, la devise américaine a tout d'abord atteint 135,40 yens, ce qui correspond à son plus haut niveau depuis septembre 1991. La publication d'un indice de diffusion Tankan en nette dégradation par rapport au trimestre précédent explique partiellement la faiblesse de la devise nippone en début de période.

Le jeudi 9 avril, la confirmation par le Premier ministre, M. Hashimoto, de la mise en place d'un plan de relance de 76,3 milliards de dollars de dépenses nouvelles et d'un programme de baisse d'impôts de 30 milliards de dollars, n'a pas véritablement permis au yen de se reprendre. Les opérateurs ont, en effet, été déçus de l'étalement sur deux ans du programme de baisse des impôts.

Toutefois, dans la soirée de cette même journée du 9 avril, le yen s'est fortement apprécié, les opérateurs faisant état d'interventions de la Banque de Réserve fédérale de New York, pour le compte de la Banque du Japon, et de la Banque du Japon elle-même, sur la place de Tokyo. La chute du dollar/yen a été très nette et très rapide, l'étroitesse du marché à la veille des vacances de Pâques accentuant les mouvements de cours.

La devise japonaise n'a, toutefois, que temporairement bénéficié de ce regain, les marchés relevant l'absence de soutien explicite au yen dans le communiqué du G 7. La crainte de nouvelles interventions a, toutefois, contenu la baisse de la devise nippone.

---

Au cours du mois d'avril 1998, le **franc français** s'est apprécié face au dollar et est demeuré stable face aux principales devises du mécanisme de change européen.

Les indicateurs publiés pendant la période sous revue ont confirmé la bonne orientation de l'économie française. L'indice des prix à la consommation a augmenté de 0,2 % en mars, traduisant une hausse de 0,8 % sur un an. La balance des transactions courantes a enregistré un excédent de 18,1 milliards de francs en janvier, après 18,5 milliards en décembre. L'excédent commercial s'est établi à 14 milliards de francs en février (après 16,5 milliards en janvier). La production industrielle est ressortie plus forte qu'attendu, affichant une progression de 0,7 % en février (+ 6,9 % sur un an). Le nombre des demandeurs d'emploi a baissé de 37 000 en mars, le taux de chômage s'établissant à 12,0 %, contre 12,1 % le mois précédent.

Le déficit public a été confirmé à 3 % du PIB en 1997. À l'occasion de la présentation de l'avant-projet de budget pour 1999, le ministre de l'Économie a affirmé que le déficit public devrait se réduire de 0,7 point, pour s'établir à 2,3 % du PIB.

L'OCDE a fait état de ses prévisions pour la France. Il est envisagé un taux de croissance de 2,9 % en 1998, grâce à une reprise de la consommation privée (+ 2,5 %), compensant le ralentissement des exportations nettes (+ 0,2 %, après + 1,5 % en 1997) induit par la crise asiatique. La croissance économique devrait ainsi permettre d'obtenir un ratio de déficit public/PIB à 3 % et, surtout, un taux de chômage au niveau de 11,9 %.

---

Le **deutschmark** a enregistré de faibles variations face aux principales devises européennes.

Le 2 avril, la Cour constitutionnelle de Karlsruhe a déclaré irrecevable la requête d'inconstitutionnalité concernant la monnaie unique déposée par quatre professeurs d'université.

Différents chiffres ont confirmé la faiblesse des risques inflationnistes en Allemagne. L'indice des prix de détail a ainsi baissé en mars de 0,2 %, traduisant une progression de 1,1 % sur un an. Surtout, l'indice préliminaire des prix à la consommation pour avril (+ 0,2 %) a été peu affecté par la hausse du taux de la TVA.

Divers membres du Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne ont déclaré que celle-ci n'avait pas besoin, dans ces conditions, de modifier sa politique monétaire. M. Gaddum, vice-président de la Banque a ainsi affirmé que l'évolution de M3 en mars, qui est ressortie plus forte que prévu, restait à l'intérieur de la fourchette de 3 %-6 % et ne justifiait donc aucune hausse des taux à court terme.

---

Le **florin** s'est légèrement apprécié face au deutschmark, s'établissant même le 28 avril à 1,1240 DEM/NLG. Il a bénéficié de rumeurs de réévaluation au sein du mécanisme de change européen (son cours pivot contre deutschmark est de 1,126740), mais s'est ensuite replié à la suite des déclarations réaffirmant que les cours pivots seraient retenus comme cours de conversion lors du Conseil européen du 2 mai.

---

La **liре** s'est légèrement dépréciée face au deutschmark, se rapprochant peu à peu de son cours pivot de 990,002 DEM/ITL.

---

Le **franc belge** a subi quelques pressions, très ponctuelles, à la suite de la démission des ministres de l'Intérieur et de la Justice. Le maintien de M. Dehaene au poste de Premier ministre, à l'occasion d'un vote de confiance à l'Assemblée, a permis à la monnaie belge de se reprendre.

---

La **drachme** s'est dépréciée, en liaison avec des rumeurs de recomposition du panier de l'écu à l'occasion du Conseil européen du 2 mai. Certains opérateurs anticipaient, en effet, une éviction de la drachme du panier ou encore une nouvelle dévaluation de la monnaie grecque. Elle a ensuite retrouvé une orientation favorable, ces rumeurs s'étant avérées totalement infondées.

---

Après avoir atteint, le 31 mars, 3,1085 deutschemarks, soit son plus haut niveau face à la devise allemande depuis août 1989, la **livre sterling** s'est repliée. Les opérateurs ont, en effet, anticipé un maintien du *statu quo* de la politique monétaire britannique, à la suite, notamment, de la publication des chiffres de la production manufacturière en février, semblant indiquer un ralentissement de la croissance britannique. Jeudi 9 avril, le Conseil de la Banque d'Angleterre a confirmé cette attente, en laissant son taux directeur inchangé, à 7,25 %. La devise britannique s'est encore sensiblement dépréciée contre la monnaie allemande, passant sous la barre des 3 deutschemarks. Les propos du gouverneur de la Banque d'Angleterre, qui s'est déclaré « non persuadé » de la nécessité d'une nouvelle hausse des taux, ont contribué à la poursuite du mouvement de repli de la livre sterling.

---

Le **franc suisse** a reculé de 1,42 % face au deutschemark. Il s'est replié, notamment, après la résolution de la crise politique en Russie, perdant une partie de son attrait de monnaie refuge.

---

Les devises asiatiques se sont légèrement appréciées pendant le mois d'avril.

L'évolution la plus notable a été celle de la **roupie indonésienne**, qui s'est raffermie face au dollar, en liaison avec l'accord survenu entre le FMI et le gouvernement indonésien. Le FMI a, en effet, accepté de débourser des lignes de crédits chaque mois, à mesure que le gouvernement indonésien respecterait ses engagements. En fin de période, l'ajournement de l'adoption par le gouvernement d'une loi sur les faillites bancaires, pourtant souhaitée par le FMI pour assainir le système bancaire indonésien, a, toutefois, contribué à l'affaiblissement du cours de la roupie.

---

Le **won coréen** a bénéficié de l'amélioration de la notation de la dette coréenne à long terme par l'agence Duff & Phelps, des mesures de libéralisation des investissements étrangers annoncées par le gouvernement coréen et du succès du lancement de son émission obligataire de 4 milliards de dollars.

## COURS DE CHANGE À PARIS

(en francs)

Principales monnaies étrangères à Paris		31 mars 1998	30 avril 1998	Variation (en pourcentage)
États-Unis .....	1 USD	6,1845	6,02	- 2,66
Écu privé .....	1 XEU	6,664	6,629	- 0,53
Allemagne .....	100 DEM	335,06	335,285	0,07
Belgique .....	100 BEF	16,243	16,245	0,01
Pays-Bas .....	100 NLG	297,25	297,815	0,19
Danemark .....	100 DKK	87,91	87,91	0,00
Espagne .....	100 ESP	3,947	3,9485	0,04
Portugal .....	100 PTE	3,27	3,27	0,00
Irlande .....	1 IEP	8,4245	8,4435	0,23
Royaume-Uni .....	1 GBP	10,412	10,04	- 3,57
Italie .....	1 000 ITL	3,399	3,3955	- 0,10
Grèce .....	100 GRD	1,935	1,9075	- 1,42
Suède .....	100 SEK	77,59	77,73	0,18
Finlande .....	100 FIM	110,4	110,43	0,03
Autriche .....	100 ATS	47,624	47,649	0,05
Norvège .....	100 NOK	81,27	80,735	- 0,66
Suisse .....	100 CHF	406,61	401,735	- 1,20
Japon .....	100 JPY	4,6563	4,5561	- 2,15

Source et réalisation : Banque de France

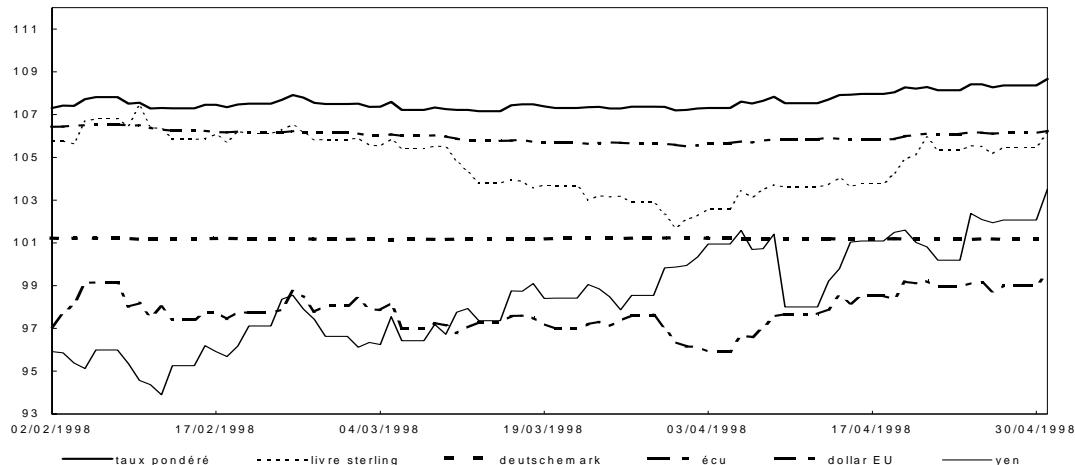
Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31

Mise à jour le 30 avril 1998

## TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS

Base 100 en 1988

données quotidiennes



Le graphique ci-dessus retrace l'évolution des indices des cours de change du franc contre différentes devises et vis-à-vis d'un panier de 19 monnaies, dans lequel le poids de chaque monnaie est pondéré par un coefficient représentatif de sa part dans le commerce international.

La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

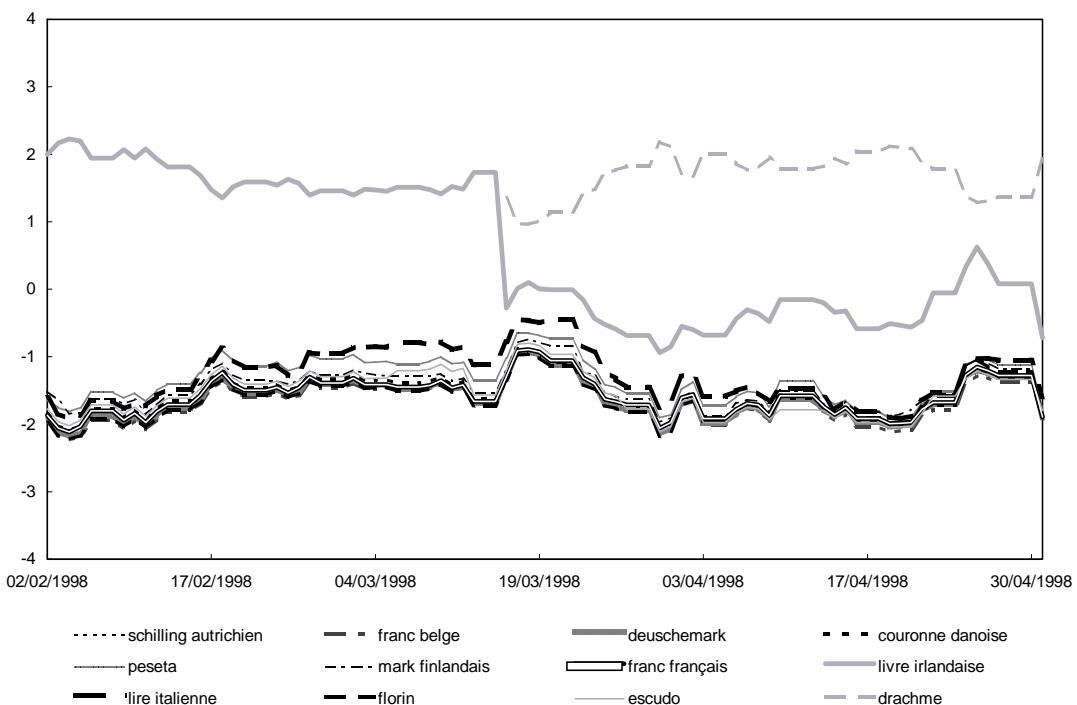
Source et réalisation : Banque de France

Direction des Changes – SAMI – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 5 mai 1998

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE

données quotidiennes



Ce graphique permet de représenter l'évolution des positions de quelques-unes des monnaies appartenant au Système monétaire européen. Au sein du mécanisme de change, la « prime » (ou décote) entre deux monnaies (déterminée par le rapport des cours de marché sur les cours pivots) ne peut excéder 15 % (à partir du 2 août 1993). Ainsi, lorsqu'une monnaie A s'apprécie par rapport à une monnaie B (symétriquement, la monnaie B se déprécie par rapport à A), cette marge de 15 % doit être répartie entre la prime qu'enregistre la monnaie A qui s'apprécie et la décote qu'enregistre la monnaie B qui se déprécie contre A. La médiane de la bande communautaire est alors définie comme la moitié de la prime (ou décote) maximale enregistrée à un moment donné entre les deux devises les plus opposées.

À partir de cette valeur sont alors déterminés les écarts à la médiane de chacune des monnaies participantes et leurs positions relatives : une augmentation de l'écart positif enregistré par une monnaie (ou la diminution de l'écart négatif qu'elle supporte) indique alors une amélioration de la position de la devise concernée.

Source et réalisation : Banque de France

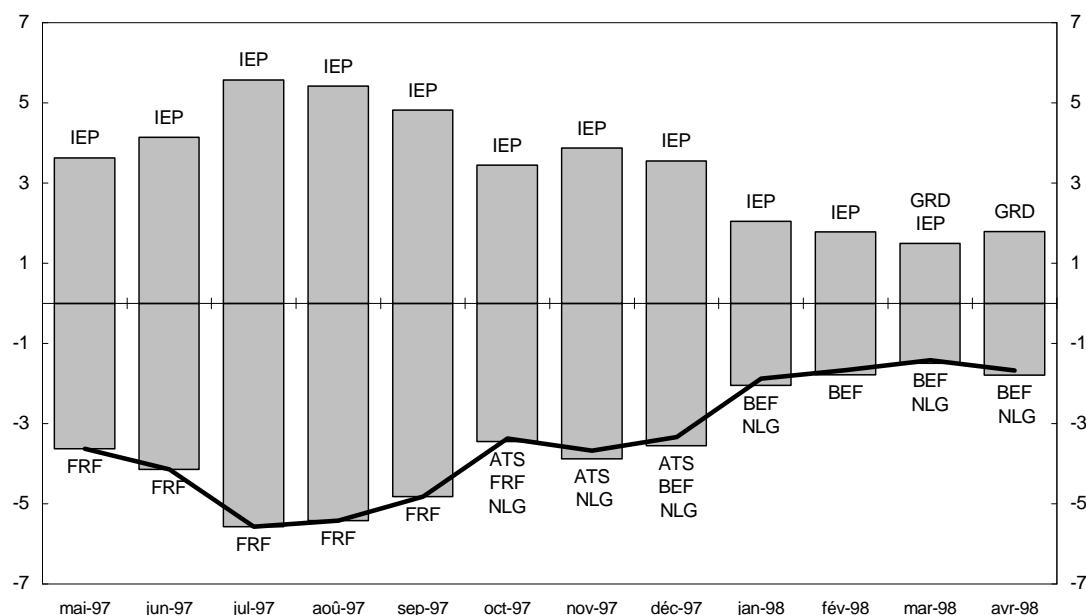
Direction des Changes – SAMI – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 5 mai 1998

La drachme continue, depuis son entrée dans le mécanisme de change européen, de se situer en tête du système, la livre irlandaise venant en deuxième position. De son côté, le franc français s'est maintenu pendant toute la période au-dessus du deutschemark.

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE

en pourcentage



Le graphique fait ressortir la moyenne mensuelle des écarts à la médiane des devises en opposition, pondérée par le nombre de jours pendant lesquels elles sont restées en position extrême au sein du SME. Les devises dont l'écart positif moyen est le plus important apparaissent dans la partie supérieure de la figure ; à l'inverse, celles dont l'écart négatif moyen est le plus important sont mentionnées dans la partie inférieure. Les devises sont représentées par leur code ISO, à savoir : ATS, schilling autrichien ; BEF, franc belge ; DEM, deutschemark ; DKK, couronne danoise ; ESP, peseta ; FRF, franc français ; IEP, livre irlandaise ; NLG, florin ; PTE, escudo.

La courbe en gras retrace l'évolution du franc français au cours de la période considérée.

Source et réalisation : Banque de France

Direction des Changes – SAMI – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 5 mai 1998

À l'intérieur de la bande communautaire, la drachme a enregistré en avril l'écart positif moyen le plus important. Cette monnaie est restée durant toute la période en opposition avec le franc belge et le florin néerlandais. Globalement, l'écart s'est légèrement accru.

## TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

(en pourcentage)

	1 mois		3 mois	
	31 mars 1998	30 avril 1998	31 mars 1998	30 avril 1998
Dollar .....	5,545	5,545	5,595	5,615
Livre sterling.....	7,4375	7,375	7,5	7,375
Deutschemark .....	3,49	3,52	3,53	3,59
Franc suisse.....	1,375	1,3125	1,4375	1,375
Franc français .....	3,46	3,47	3,51	3,55

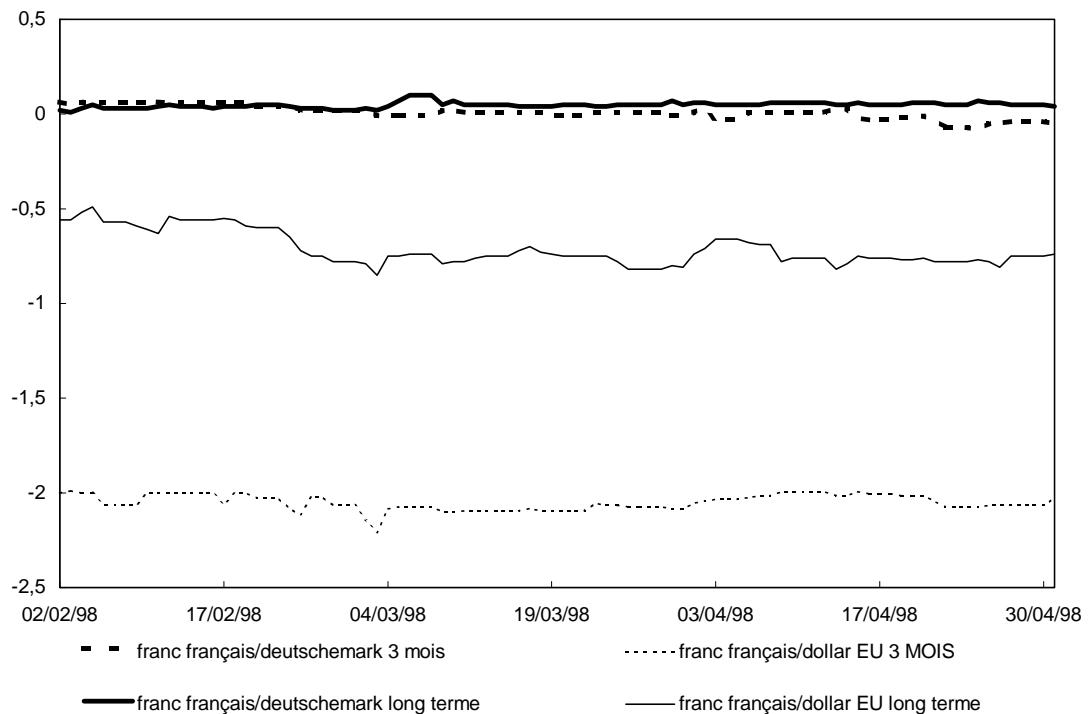
Source et réalisation : Banque de France

Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31

Mise à jour le 30 avril 1998

## ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME

données quotidiennes



Source et réalisation : Banque de France  
Direction des Changes – SAMI – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 5 mai 1998

En mars, l'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne est demeuré voisin de zéro, sous l'effet de la quasi-stabilité des taux dans les deux pays. De même, l'écart négatif entre taux français et américains a peu varié.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart de taux entre la France et l'Allemagne est resté quasiment nul. L'écart entre la France et les États-Unis est resté pratiquement stable d'une fin de période à l'autre au terme d'une évolution irrégulière.

## 4.2. Le marché de l'or

Le cours au comptant de l'**or** a globalement été bien orienté puisqu'il a évolué entre 299 dollars et 314,95 dollars l'once pendant le mois, avant de clôturer aux environs de 307 dollars. De plus en plus d'opérateurs estimant que la Banque centrale européenne détiendra un pourcentage important de ses réserves en or (le chiffre le plus fréquemment avancé est compris entre 10 % et 20 %), ces anticipations ont contribué à la progression du cours. De plus, M. Welteke, membre du Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne, a indiqué qu'il était hors de question pour l'Allemagne de se séparer de son or et que celui-ci constituait une partie du patrimoine économique national. Lorsque le cours au comptant a dépassé 314 dollars par once, toutefois, des ventes à terme de producteurs ont été signalées, ce qui a entraîné une légère baisse du cours au comptant de l'once en fin de mois.

Les taux de dépôts d'or à court terme se sont nettement détendus pendant la période sous revue, le taux à 1 mois passant de 1,20 % à 0,65 %. Ce repli s'explique essentiellement, selon les opérateurs, par une progression de l'offre de prêts d'or à court terme par les banques centrales. Au mois d'avril, la Banque nationale suisse a indiqué qu'elle avait prêté, en 1997, 99 tonnes d'or (soit environ 4 % de ses réserves d'or) pour une durée moyenne de 8 mois.

<b>COURS DE L'OR</b>			
	31 mars 1998	30 avril 1998	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	60 000,00	60 000,00	0,00
Lingot (le kg).....	60 350,00	60 850,00	0,83
<i>Pièces</i>			
Napoléon .....	345,00	345,00	0,00
Vreneli .....	348,00	349,00	0,29
Union latine .....	346,00	344,00	- 0,58
Souverain.....	463,00	467,00	- 0,86
20 dollars .....	3 000,00	2 740,00	- 8,67
Peso mexicain.....	2 255,00	2 245,00	- 0,44
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	301,00	310,70	3,22
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31			
			Mise à jour le 30 avril 1998

# 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

## 5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire

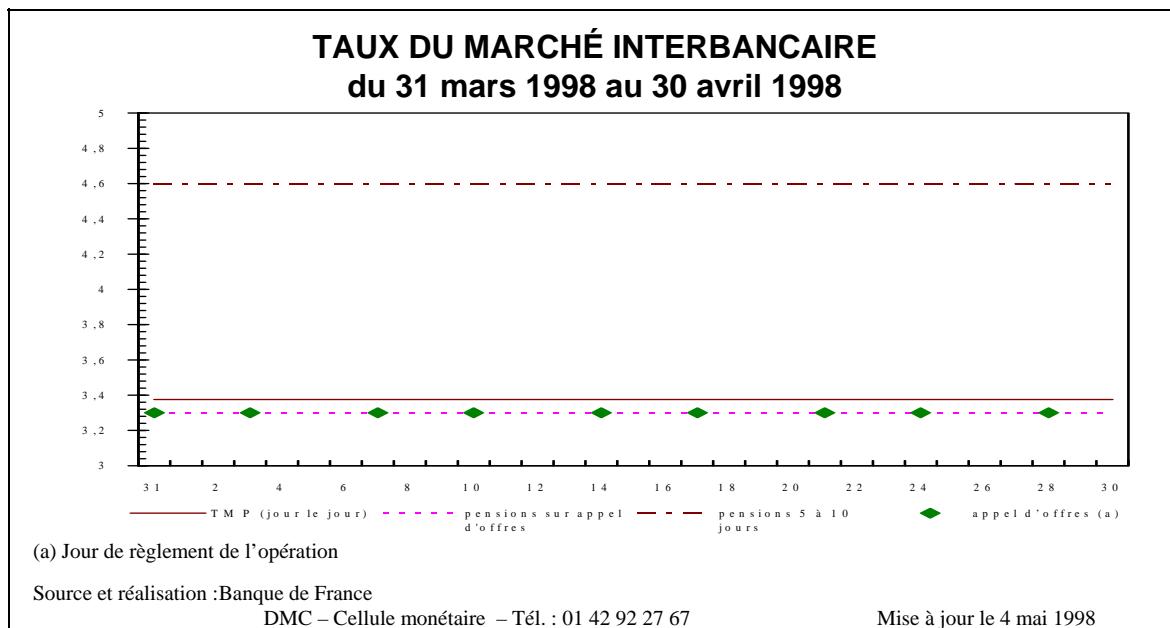
Au cours du mois d'avril, les taux français se sont quelque peu tendus. Cette évolution a toutefois été moins sensible sur les échéances inférieures à un an, ce qui s'est traduit par une légère accentuation de la pente de la courbe des rendements.

Sur le compartiment court, la hausse des taux a été liée à un certain regain des anticipations de resserrement des politiques monétaires en Europe continentale d'ici à la fin de l'année.

Sur le compartiment long, les taux se sont globalement tendus. Après avoir atteint son plus bas niveau historique, à 4,88 %, le 3 avril, le rendement de l'emprunt phare français à dix ans est, en effet, repassé légèrement au-dessus du seuil des 5 %, dans le sillage de la dégradation du marché obligataire américain. Celle-ci a surtout été sensible au cours de la seconde quinzaine du mois d'avril, en raison de la réapparition d'anticipations de resserrement de la politique monétaire aux États-Unis.

Sur les autres marchés européens, les évolutions ont été comparables à celles du marché français. Les écarts de taux entre la France d'une part, l'Espagne et l'Italie d'autre part, sont restés globalement stables. Au Royaume-Uni, les taux se sont légèrement détendus sur le compartiment long, en liaison avec l'apaisement des craintes de tensions inflationnistes.

### 5.1.1. La liquidité bancaire et le marché interbancaire au jour le jour



Le loyer au jour le jour est demeuré stable tout au long du mois dans une fourchette de 3 5/16 % et 3 7/16 %.

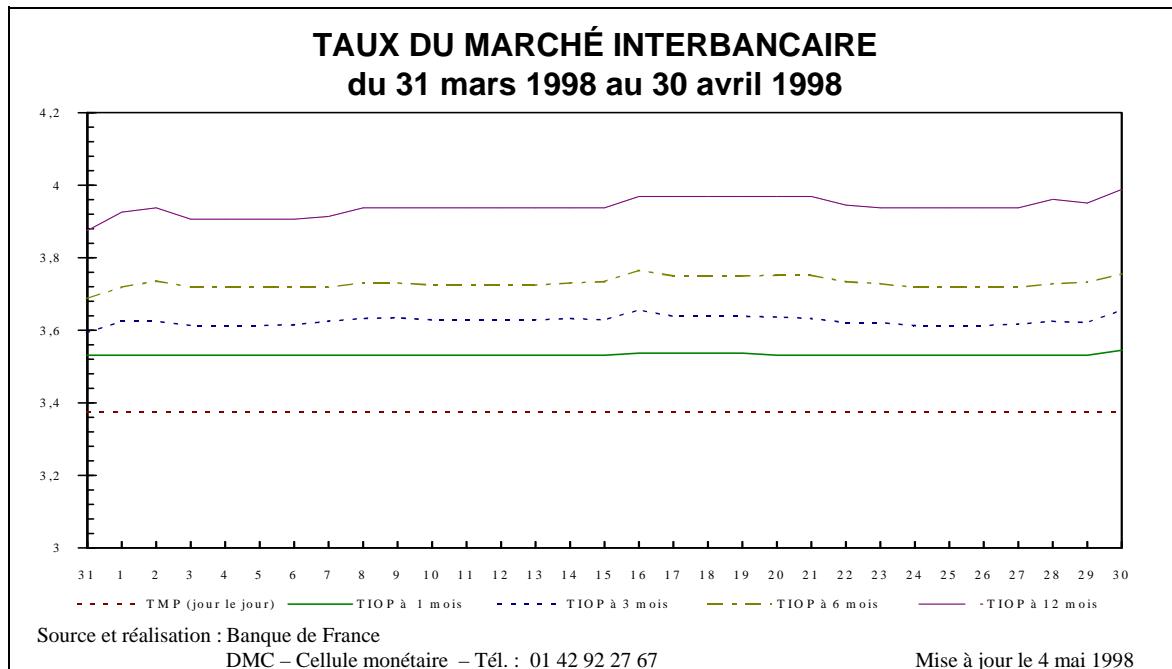
Les réserves obligatoires constituées au cours de la période allant du 16 mars au 15 avril se sont établies à 21,3 milliards de francs (dont 15,4 milliards sous forme d'encaisses en billets) pour une moyenne requise de 20,2 milliards.

**ÉVOLUTION EN MOYENNE MENSUELLE  
DES FACTEURS AGISSANT SUR LA LIQUIDITÉ DES BANQUES (a)**

*(en milliards de francs)*

	Mars 1998	Avril 1998	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	- 254,8	- 257,2	- 2,4
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b) .....	- 5,5	- 5,5	0,0
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	155,5	165,9	10,4
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	8,0	7,4	- 0,6
DIVERS .....	- 3,1	- 5,4	- 2,3
<b>TOTAL .....</b>	<b>- 99,9</b>	<b>- 94,8</b>	<b>5,1</b>
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres .....	70,9	62,2	- 8,7
– Autres pensions .....	14,0	17,9	3,9
– Bons du Trésor achetés ferme .....	18,5	18,9	0,4
– Opérations d'escompte net .....	0,0	0,0	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	- 3,5	- 4,2	- 0,7
<b>TOTAL .....</b>	<b>99,9</b>	<b>94,8</b>	<b>- 5,1</b>
(a) Les facteurs précédés du signe négatif agissent dans le sens d'une diminution de la liquidité.			
(b) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.			
Source et réalisation : Banque de France DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67			Mise à jour le 4 mai 1998

### 5.1.2. Le marché de terme interbancaire et le contrat « Pibor 3 mois » du Matif



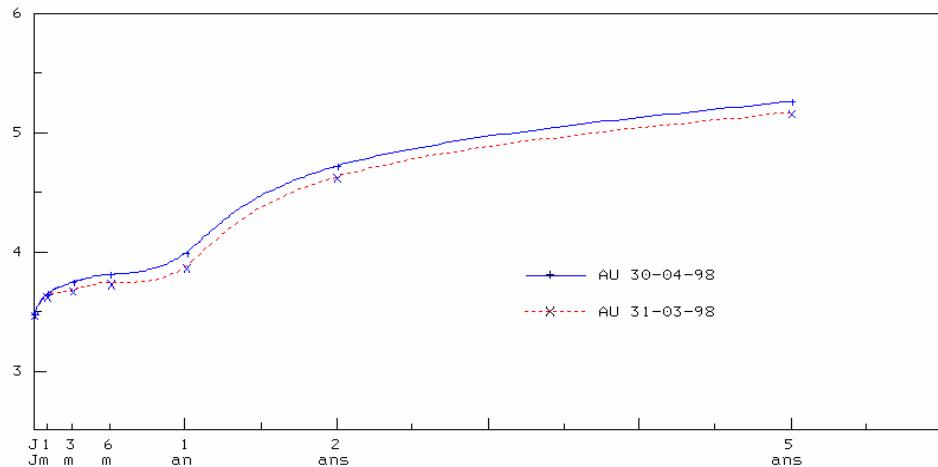
L'évolution des rendements courts durant le mois d'avril a été assez heurtée. Globalement, on a toutefois assisté à une légère accentuation de la pente de la courbe des taux.

Les taux courts ont d'abord progressé en franchissant des paliers successifs le 7 et le 16 du mois, du fait d'un regain d'anticipations de resserrement des politiques monétaires des pays de l'« ensemble central européen ». Ces craintes ont été étayées par la vigueur de la croissance européenne et par une progression de la masse monétaire (M3) en Allemagne plus forte qu'attendu, s'inscrivant au mois de mars à 5,1 % sur un an.

Toutefois, le marché s'est repris à partir du 22 avril, après que la Banque centrale d'Italie eut annoncé une baisse de ses deux taux directeurs de 50 points de base. En outre, plusieurs responsables allemands ont relativisé la progression de M3 en mars. La détente ayant été alors plus sensible sur les échéances inférieures à trois mois que sur les taux à un an, la pente de la courbe des rendements s'est légèrement accentuée. Dans les derniers jours d'avril, les taux à court terme se sont de nouveau tendus, du fait d'un regain d'incertitudes à l'approche de la réunion du Conseil de la politique monétaire.

<b>ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES</b>			
	31 mars 1998	30 avril 1998	Variation
TIOP à 1 mois .....	3,53125	3,54492	0,01367
TIOP à 3 mois .....	3,59375	3,65625	0,06250
TIOP à 6 mois .....	3,68750	3,75585	0,06835
TIOP à 1 an .....	3,87500	3,98828	0,11328
Taux à 2 ans .....	4,63000	4,72000	0,09000
Taux à 5 ans .....	5,17000	5,26000	0,09000

## STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels



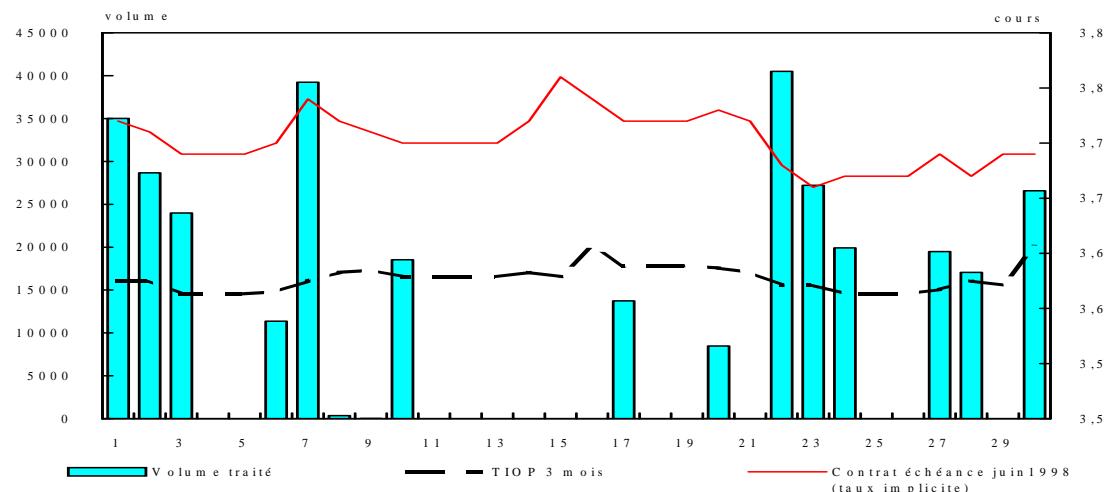
Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 4 mai 1998

Les taux implicites des contrats Pibor ont suivi une évolution sensiblement analogue à celle du taux à trois mois au comptant, avec toutefois une détente de plus grande amplitude sur l'ensemble des échéances dans la seconde partie du mois. Les anticipations de hausse de taux demeurent concentrées sur la seconde moitié de l'année, une progression de 37 points de base étant attendue sur le taux à trois mois entre juin (3,75 %) et décembre (4,12 %).

Sur le Matif, les volumes enregistrés ont été très irréguliers, la période ayant été marquée par la transition au système de cotation électronique.

## ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS du 31 mars 1998 au 30 avril 1998



Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 4 mai 1998

### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

#### Adjudications

Au cours du mois d'avril, le Trésor a procédé à l'adjudication de 154,4 milliards de francs de bons du Trésor (141,7 milliards de francs de BTF et 12,7 milliards de francs de BTAN).

L'encours total de bons du Trésor en circulation s'élevait au 30 avril à 1 265,8 milliards de francs, contre 1 182,7 milliards le mois précédent. Le montant des bons en écus est demeuré constant, à 8,4 milliards d'écus.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXE								
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis-sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuariel annuel moyen (f)
					(d)			
6 avril 1998	BTF	13 sem.	49 400	19 007	0	3,46	3,47	3,55
6 avril 1998	BTF	28 sem.	22 120	5 003	20	3,57	3,62	3,65
14 avril 1998	BTF	8 sem.	26 600	6 025	19	3,42	3,44	3,54
14 avril 1998	BTF	13 sem.	50 800	20 069	61	3,48	3,49	3,59
14 avril 1998	BTF	45 sem.	16 100	4 003	0	3,73	3,75	3,81
14 avril 1998	BTF	8 sem.	26 600	6 025	19	3,42	3,44	3,54
14 avril 1998	BTF	13 sem.	50 800	20 069	61	3,48	3,49	3,59
14 avril 1998	BTF	45 sem.	16 100	4 003	0	3,73	3,75	3,81
16 avril 1998	BTAN 4,0 %	2 ans	35 150	11 650	1 520	99,77	99,76	4,14
16 avril 1998	BTAN 4,5 %	5 ans	34 082	10 092	532	99,67	99,65	4,57
20 avril 1998	BTF	8 sem.	25 000	3 168	168	3,43	3,43	3,53
20 avril 1998	BTF	13 sem.	51 675	17 906	1 892	3,48	3,49	3,59
20 avril 1998	BTF	26 sem.	14 800	3 364	359	3,63	3,63	3,71
27 avril 1998	BTF	7 sem.	26 100	7 004	0	3,42	3,46	3,53
27 avril 1998	BTF	13 sem.	45 400	13 001	0	3,48	3,51	3,58
27 avril 1998	BTF	43 sem.	10 600	4 005	0	3,77	3,81	3,84

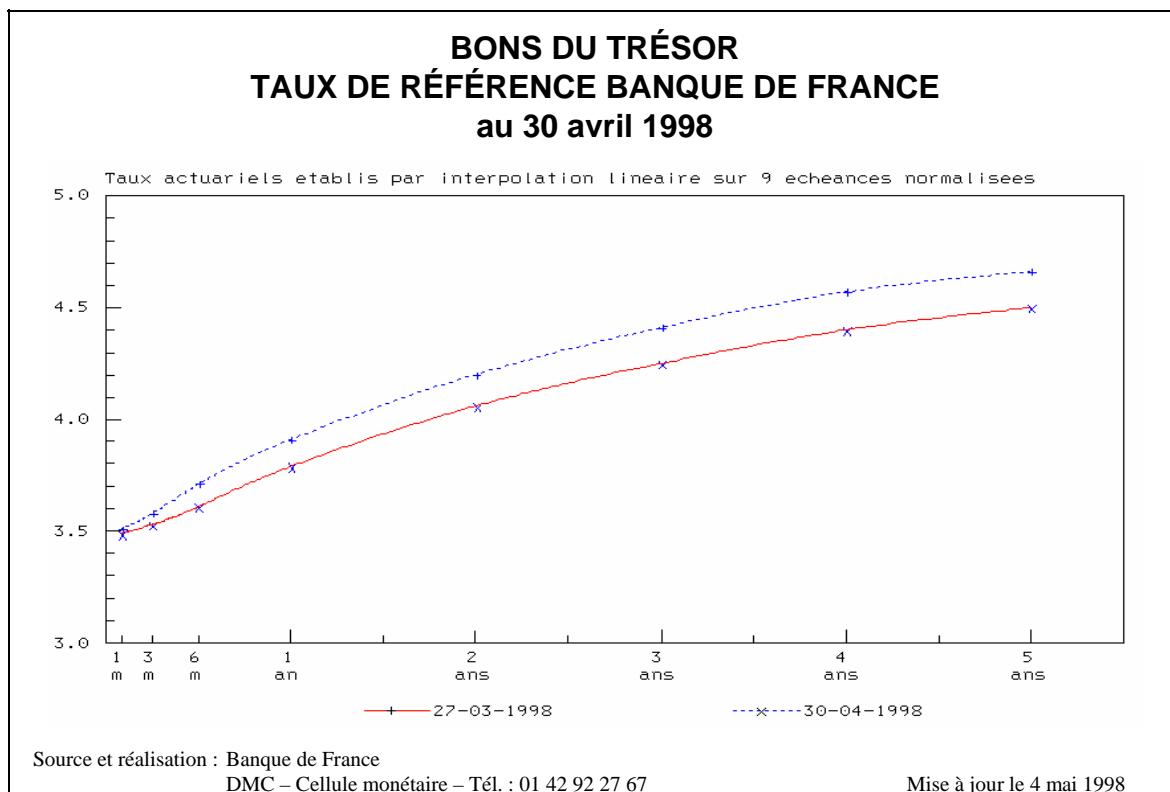
(a) Date d'adjudication  
(b) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés ; BTAN : Bons du Trésor à intérêts annuels  
(c) En millions de francs ou en millions d'écus pour les bons émis en écus  
(d) Montants additionnels au taux moyen réservé aux spécialistes en valeurs du Trésor (adjudications non compétitives)  
(e) Pour les BTF, les soumissions sont exprimées en taux de rendement postcompté.  
(f) Taux interbancaire calculé en termes actuariels pour des opérations de durée équivalente

Source : Banque de France  
DT – SATGTCN – Tél. : 01 42 92 55 99  
Réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 4 mai 1998

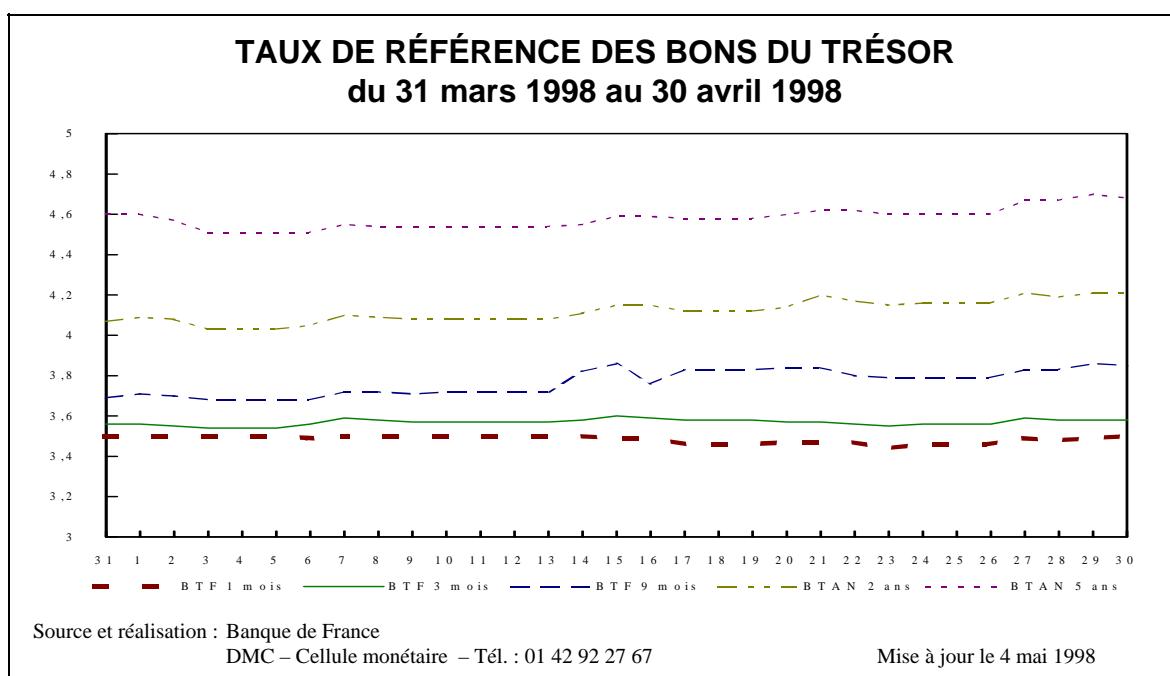
Entre les dernières adjudications des mois de mars et d'avril, les taux à l'émission se sont tendus de 13 points de base sur les BTF 28 semaines (de 3,52 % à 3,65 %). Le mouvement de hausse est moins marqué en ce qui concerne les BTAN 5 ans, puisqu'il reste limité à 8 points de base (de 4,49 % à 4,57 %).

## **Marché secondaire**

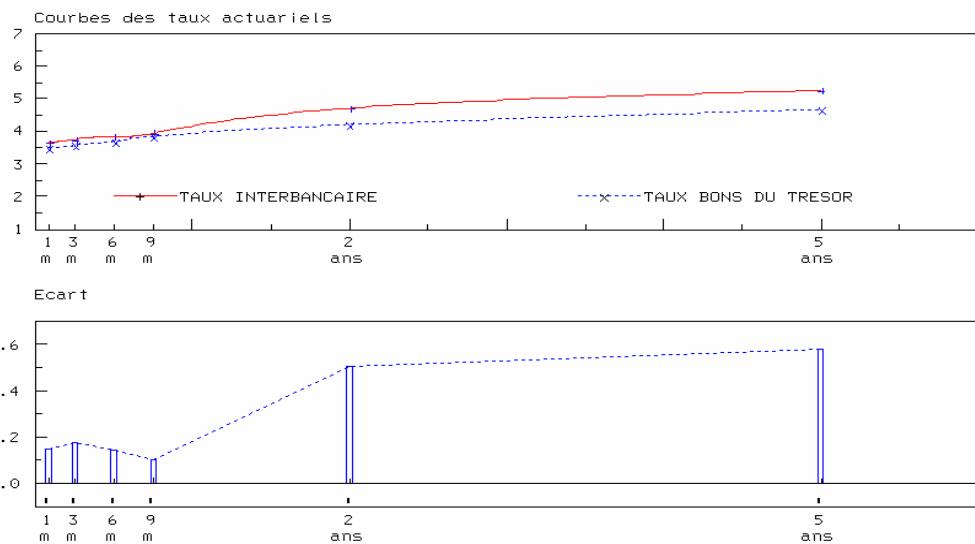


L'ensemble de la courbe des titres d'État a enregistré au cours du mois d'avril un mouvement de tensions, d'ampleur toutefois limitée.

La hausse des rendements a été alimentée essentiellement par le comportement prudent des opérateurs dans l'attente du résultat du Conseil européen de Bruxelles des 2 et 3 mai. Cette hausse s'est effectuée de manière continue tout au long du mois d'avril. Ce mouvement n'a pas provoqué de variations notables de l'écart entre les rendements des bons du Trésor et les taux du marché interbancaire.



**COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT  
MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR  
ET MARCHÉ INTERBANCAIRE  
au 30 avril 1998**



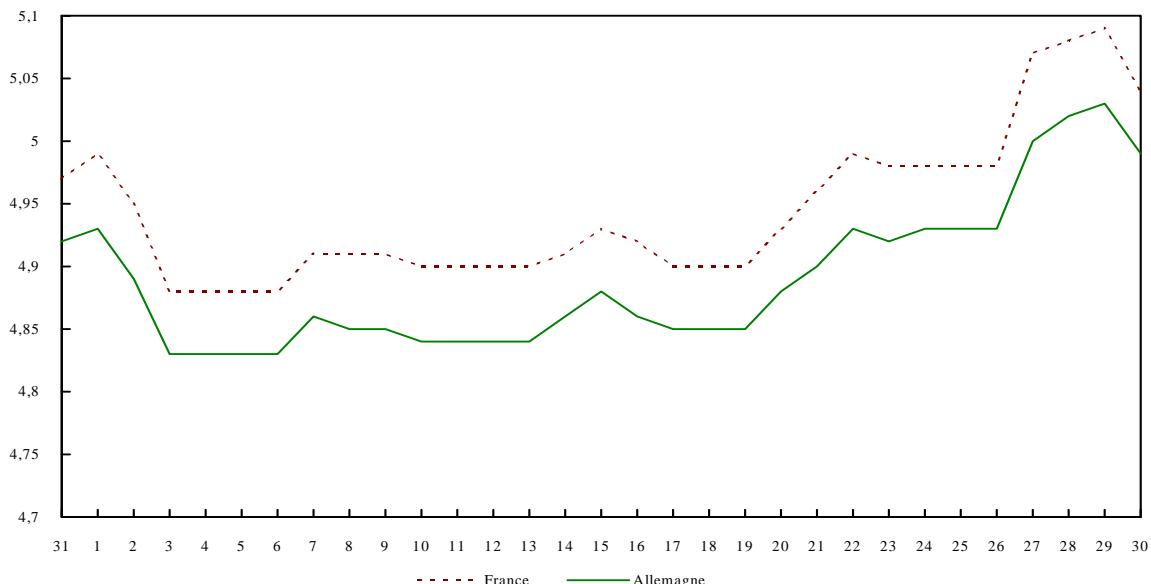
Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 4 mai 1998

#### 5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

Les rendements obligataires longs se sont tendus au cours de la période sous revue. Après avoir atteint son plus bas niveau historique, à 4,88 %, le 3 avril, le rendement de l'emprunt phare français à 10 ans est, en effet, repassé légèrement au-dessus du seuil des 5 %, dans le sillage de la dégradation du marché obligataire américain. Celle-ci a surtout été sensible au cours de la seconde quinzaine du mois, en raison de la réapparition d'anticipations de resserrement de la politique monétaire aux États-Unis. D'une fin de mois à l'autre, l'écart entre les taux à 10 ans français et américains est demeuré stable (80 points de base au 30 avril, contre 78 points de base au 31 mars).

## ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 31 mars 1998 au 30 avril 1998



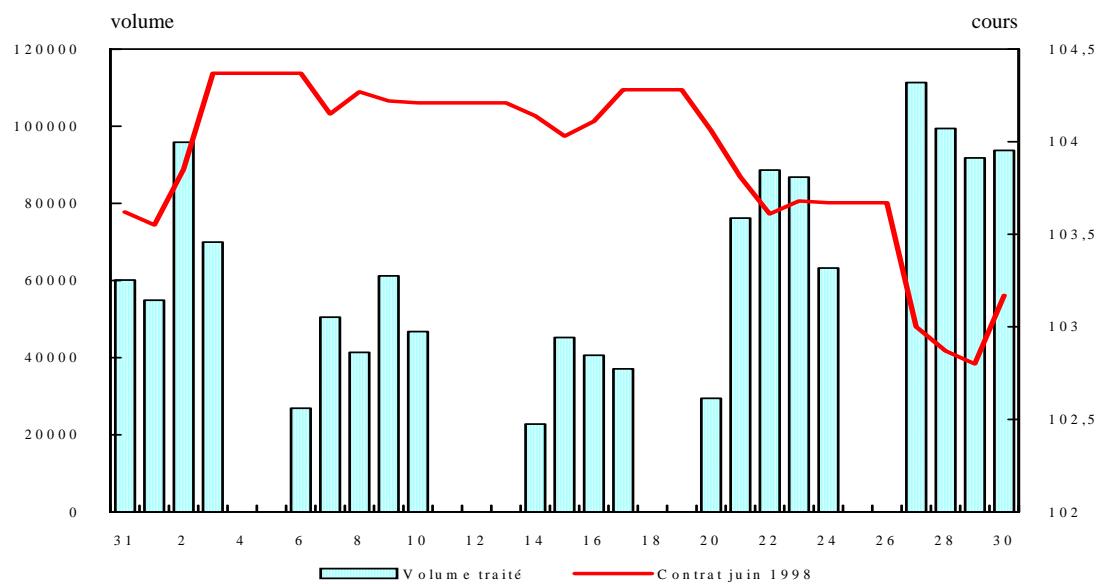
Taux de négociation sur le marché secondaire de la ligne d'emprunt d'État considérée comme la plus représentative

Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 4 mai 1998

## ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF du 31 mars 1998 au 30 avril 1998

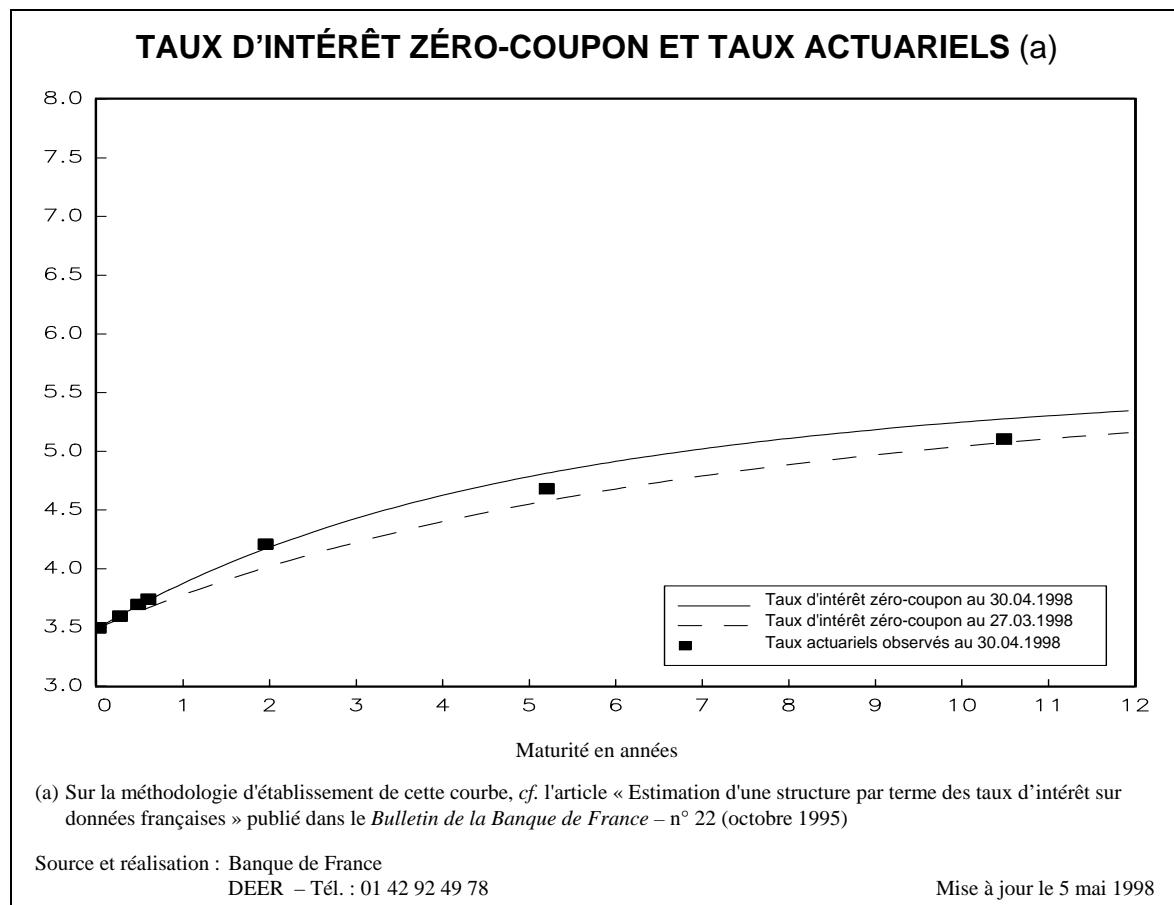


Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 4 mai 1998

Au cours du mois d'avril, le contrat notionnel échéance fin 1998 s'est inscrit en repli, revenant de 103,62 à 103,20. L'essentiel de ce mouvement est intervenu durant la seconde partie du mois, dans un contexte d'activité plus étouffé, le nombre de contrats échangés remontant en fin de période à un niveau proche du seuil des 100 000 lots quotidiens.



### 5.1.5. La tendance récente sur les marchés de taux d'intérêt

(arrêtée au 13 mai)

Les marchés de taux ont fait preuve d'une grande stabilité au début du mois de mai. Ni le sommet européen de Bruxelles des 2 et 3 mai, ni les mouvements de taux directeurs des Banques centrales espagnole (baisse de 25 points de base), portugaise (baisse de 20 points de base) et danoise (hausse de 50 points de base) n'ont eu d'impact durable sur les taux interbancaires français.

Les taux obligataires se sont détendus d'une dizaine de points de base au début du mois de mai dans le sillage du marché américain. Ils sont toutefois revenus à leurs niveaux initiaux à partir du 11 mai, en liaison avec une nouvelle dégradation du marché outre-Atlantique.

## 5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est élevé à 1 314,2 milliards de francs à la fin du mois d'avril, contre 1 372,3 milliards à fin mars. Cette baisse de 58,1 milliards de francs provient de la décrue conjointe de l'encours des certificats de dépôt, lequel perd 37,5 milliards, de celui des billets de trésorerie, en retrait de 18,1 milliards, ainsi que de celui des bons des institutions et sociétés financières, qui se rétracte de 5,6 milliards de francs. À l'inverse, l'encours des bons à moyen terme négociables se redresse de 3,1 milliards de francs.

Les taux de rendement à l'émission des titres d'une durée inférieure ou égale à un mois ont été stabilisés pendant tout le mois sous revue, alors que les rémunérations concernant les maturités comprises entre trois mois et un an se sont légèrement tendues, avec une accentuation un peu plus prononcée pour les certificats de dépôt à trois mois, avant de se stabiliser en fin de période. Cette tendance s'accompagne d'un allongement des maturités pour les certificats de dépôt et les bons des institutions et sociétés financières.

L'examen des taux des bons à moyen terme négociables fait apparaître une évolution plus heurtée, avec des tensions marquées sur les maturités intermédiaires de trois ans et cinq ans.

Dans un contexte caractérisé par une stabilité des taux d'intérêt à court terme et par une sensible remontée des taux à long terme, le montant des émissions obligataires réglées en avril a légèrement reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte essentiellement d'une diminution de la demande de capitaux sur le marché intérieur, malgré le retour de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades), pour 2,3 milliards de francs.

## 5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

### **Certificats de dépôt (CDN)**

L'encours des certificats de dépôt s'établissait, en données provisoires, à 617,7 milliards de francs le 24 avril, contre 655,2 milliards le 27 mars et 620,3 milliards le 27 février.

Les émissions réalisées au cours du mois d'avril ont atteint 322,4 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 372,6 milliards en mars et 342,9 milliards en février (respectivement 359,8 milliards, contre 338,1 milliards et 358,6 milliards, pour les tombées).

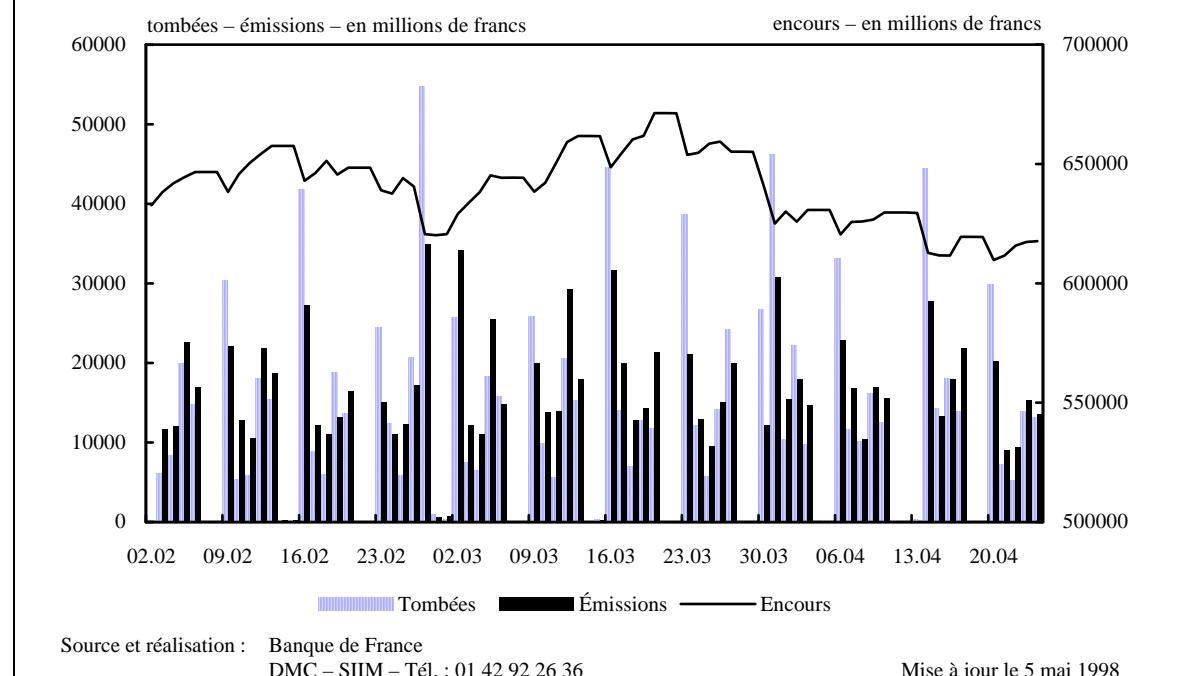
Dix émetteurs ont accru leur encours de 1 milliard de francs ou plus au cours du mois sous revue : ABN Amro Bank NV (4,1 milliards), Morgan Guaranty Trust (2,2 milliards), Commerzbank Aktiengesellschaft ainsi que ING Bank NV (1,9 milliard chacune), la Banque Paribas (1,7 milliard), Crédit agricole Indosuez (1,6 milliard), Rabobank Nederland (1,5 milliard), la Caisse des dépôts et consignations ainsi que la Caisse nationale de crédit agricole (1,3 milliard chacune) et la Caisse centrale de réescompte (1 milliard). Dans le même temps, l'encours de dix-sept autres établissements a diminué de plus de 1 milliard de francs, les plus fortes variations provenant de la Deutsche Bank (6,8 milliards), de l'Union de banque suisse (4,5 milliards), de Kredietbank (3,5 milliards), du Crédit lyonnais (3,4 milliards), de la Banque de Neuflize Schlumberger Mallet (3,3 milliards) et de la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (3,1 milliards).

La répartition des émissions du mois par types de *souscripteurs* est restée très proche de celle des deux mois précédents. Les établissements de crédit ont représenté 31,5 % du montant total d'émission, contre 31,2 % le mois précédent, devant les sociétés et entreprises individuelles (26,5 %, contre 27,1 %), les OPCVM (22,2 %, contre 22,1 %) et les assurances, caisses de retraite et mutuelles (14,3 %, contre 13,8 %).

La composition des plages de *durées à l'émission* a été caractérisée par un léger allongement des maturités par rapport au mois de mars. La part des émissions réalisées entre dix jours et un mois s'est établie à 23,8 % de la production, contre 32,6 % le mois précédent ; la plage comprise entre un mois et trois mois a recueilli 45,6 % du montant total d'émission, contre 40,5 % en mars, et les opérations d'une durée initiale supérieure à trois mois et inférieure à six mois ont représenté 28,9 % du total, contre 25,4 % le mois dernier.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	76,9	23,8
De 1 mois à moins de 3 mois.....	146,9	45,6
De 3 mois à moins de 6 mois.....	93,1	28,9
De 6 mois à 1 an .....	5,5	1,7
<b>Total .....</b>	<b>322,4</b>	<b>100,0</b>

## CERTIFICATS DE DÉPÔT NÉGOCIABLES



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 311 le 24 avril, contre 316 le 27 mars et 319 le 27 février.

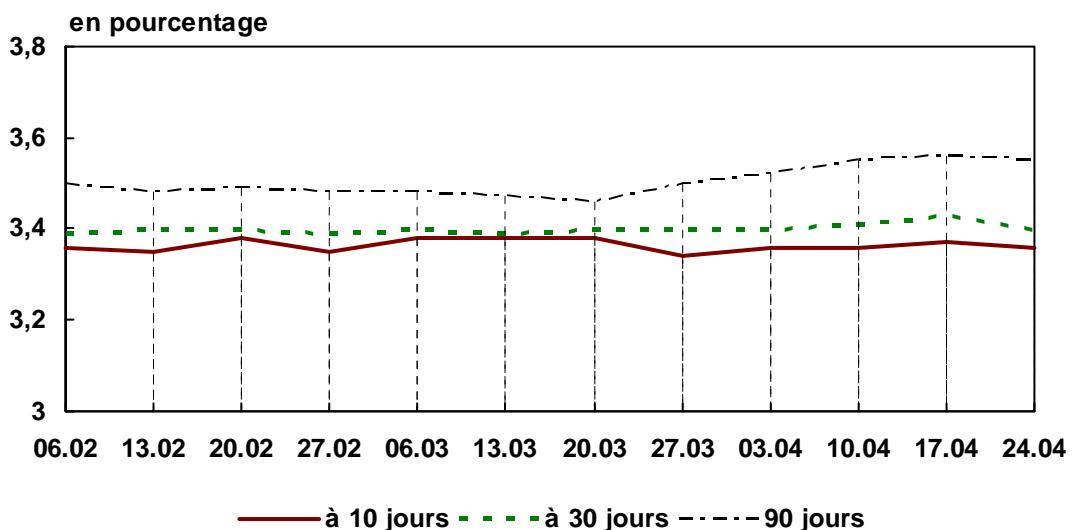
Les taux à l'émission sont restés sur des niveaux très proches de ceux du mois de mars pour les titres se rapportant aux maturités de dix jours et trente jours, les fluctuations se situant dans une fourchette comprise entre – 2 points de base et + 3 points de base. Les titres émis sur la durée de trois mois se sont, quant à eux, légèrement appréciés au cours de la période sous revue avec des écarts s'échelonnant entre 4 points de base et 10 points de base.

### TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN

(en pourcentage)

	30 mars au 3 avril	6 au 10 avril	13 au 17 avril	20 au 24 avril
Certificats à 10 jours (moyenne).....	3,36	3,36	3,37	3,36
Certificats à 30 jours (moyenne).....	3,40	3,41	3,43	3,40
Certificats à 90 jours (moyenne).....	3,52	3,55	3,56	3,55
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas) .....	3,00	3,07	3,07	3,07
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut) .....	3,45	3,45	3,45	3,46
TIOP à 1 mois (plus bas) .....	3,53	3,53	3,53	3,53
TIOP à 1 mois (plus haut) .....	3,53	3,53	3,54	3,53

## TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN (moyenne hebdomadaire pondérée)



Source et réalisation : Banque de France  
DMC – SIIM – Tél. : 01 42 92 26 36

Mise à jour le 7 mai 1998

### **Bons des institutions et sociétés financières (BISF)**

L'encours de ces bons se montait à 34,2 milliards de francs le 24 avril, contre 40,5 milliards le 27 mars et 39,8 milliards le 27 février. Au 24 avril, 92,8 % de l'encours global correspondait aux opérations de six établissements disposant d'un encours supérieur à 1 milliard de francs. Le Crédit local de France demeure le principal émetteur, avec un encours de 18,8 milliards de francs, en recul de 4,7 milliards par rapport au mois précédent.

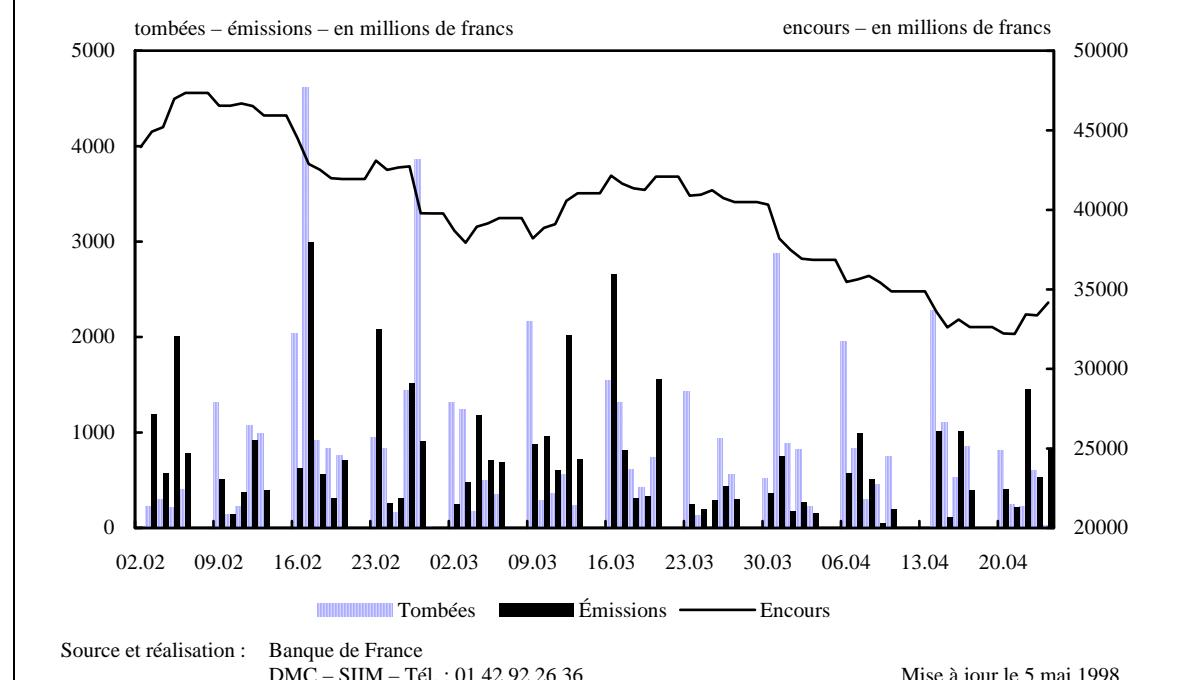
Les émissions réalisées au cours du mois d'avril, en baisse pour le troisième mois consécutif, ont atteint 9,9 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 15,6 milliards en mars et 19,2 milliards en février (respectivement 16,3 milliards, contre 14,9 milliards et 21,8 milliards, pour les tombées).

La part des établissements de crédit dans la *souscription* des BISF a diminué par rapport au mois de mars (52,7 % contre 69,7 %) ; les OPCVM ont contribué à hauteur de 37,7 %, contre 27,4 % le mois précédent, et les assurances, caisses de retraite et mutuelles ont souscrit 8,9 % de la production, contre 0,1 % le mois dernier.

L'examen des *durées à l'émission* fait ressortir un glissement des opérations effectuées entre dix jours et un mois (8,8 %, contre 14,6 % en mars) au profit de la plage se rapportant à la maturité de trois mois à six mois (45,0 %, contre 39,4 %).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	0,8	8,8
De 1 mois à moins de 3 mois.....	4,5	45,0
De 3 mois à moins de 6 mois.....	4,5	45,0
De 6 mois à 1 an .....	0,1	1,2
<b>Total .....</b>	<b>9,9</b>	<b>100,0</b>

## BONS DES INSTITUTIONS ET SOCIÉTÉS FINANCIÈRES



Calculés en moyenne hebdomadaire pondérée, les *taux de rendement à l'émission* se sont très légèrement tendus sur la maturité de trois mois, pour atteindre un maximum de trois points en milieu de période.

### Billets de trésorerie (BT)

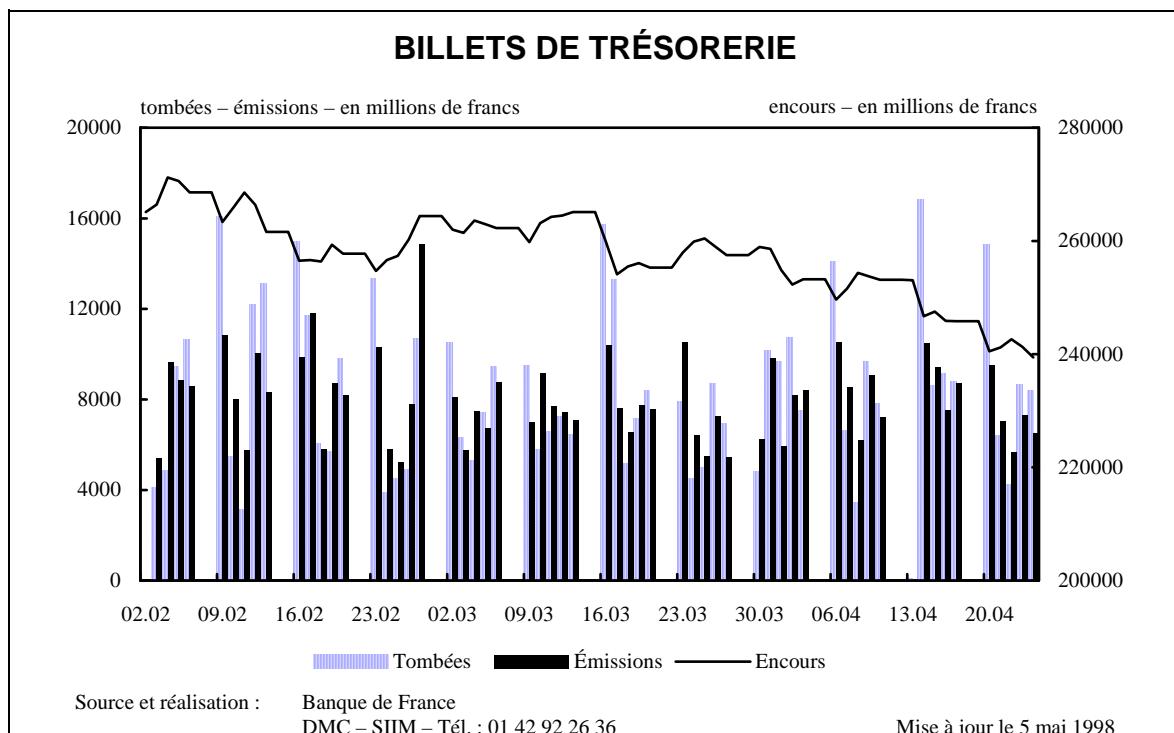
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 239,4 milliards de francs le 24 avril (dernier chiffre provisoire disponible), contre 257,5 milliards le 27 mars et 264,4 milliards le 27 février. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 152,5 milliards de francs, contre 150,4 milliards en mars et 172,7 milliards en février (respectivement 170,6 milliards, contre 157,3 milliards et 172,9 milliards, pour les tombées).

Le 24 avril, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 95, contre 96 à fin mars et 97 à fin février. Six émetteurs ont accru leur encours de 1 milliard de francs ou plus entre fin mars et fin avril. Les hausses les plus significatives proviennent de la SNCF (1,8 milliard de francs), Aérospatiale SNI (1,7 milliard), AGF Cash (1,6 milliard), Thomson SA et Usinor et Compagnie SNC (1,2 milliard chacun) et Lafarge (1 milliard). À l'opposé, sept autres émetteurs ont réduit leur encours dans des proportions similaires, il s'agit d'EDF (5,7 milliards de francs), la Cades (4,3 milliards), la Compagnie générale des eaux (4,2 milliards), Total CFP et le Réseau ferré de France (2,9 milliards chacun), LVMH (1,4 milliard) et Charbonnages de France (1,1 milliard).

Les établissements de crédit ont souscrit 78,1 % des titres émis, soit un pourcentage proche de celui du mois précédent (76,5 %) ; la part des OPCVM a représenté 12,1 % de la production, contre 13,6 % pour le mois de mars ; enfin, la contribution des sociétés et entreprises individuelles et celle des assurances, caisses de retraite et mutuelles, avec respectivement 4,6 % et 4,1 % du total, se sont, de même, situées sur des niveaux assez similaires à ceux du mois précédent.

La répartition mensuelle des émissions par durée ne révèle pas d'évolution significative par rapport au mois précédent. L'essentiel de la production s'est concentré sur les termes compris entre un mois et trois mois, avec 76,1 % du montant global (78,6 % en mars), alors que les opérations comprises entre dix jours et un mois ont représenté 15,4 % du total et celles de trois mois à six mois 8,1 %, contre 7,5 % pour le mois précédent.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	23,4	15,4
De 1 mois à moins de 3 mois.....	116,1	76,1
De 3 mois à moins de 6 mois.....	12,4	8,1
De 6 mois à 1 an.....	0,6	0,4
<b>Total .....</b>	<b>152,5</b>	<b>100,0</b>



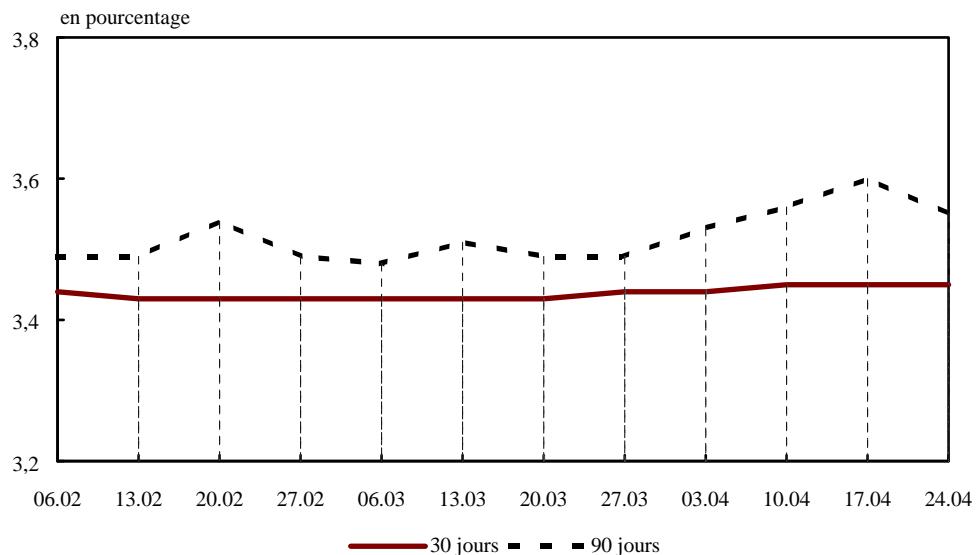
Les *taux de rendement à l'émission* sont restés très stables au cours du mois sous revue sur les maturités de dix jours et trente jours ; à l'inverse, les moyennes des rémunérations concernant les billets émis à quatre-vingt-dix jours se sont régulièrement appréciées (de 3 points de base à 4 points de base) au cours des trois premières semaines du mois, avant de se détendre de 5 points de base en fin de période.

## TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT

(en pourcentage)

	30 mars au 3 avril	6 au 10 avril	14 au 17 avril	20 au 24 avril
Billets à 10 jours (moyenne) .....	3,40	3,42	3,42	3,41
Billets à 30 jours (moyenne) .....	3,44	3,45	3,45	3,45
Billets à 90 jours (moyenne) .....	3,53	3,56	3,60	3,55
Billets de 20 à 40 jours (plus bas) .....	3,38	3,38	3,39	3,38
Billets de 20 à 40 jours (plus haut) .....	3,52	3,51	3,53	3,52
TIOP à 1 mois (plus bas) .....	3,53	3,53	3,53	3,53
TIOP à 1 mois (plus haut) .....	3,53	3,53	3,54	3,53

## TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT (moyenne hebdomadaire pondérée)



Source et réalisation : Banque de France  
DMC – SIIM – Tél. : 01 42 92 26 36

Mise à jour le 5 mai 1998

### **Bons à moyen terme négociables (BMTN)**

Les BMTN ont atteint un encours de 422,9 milliards de francs le 24 avril (dernier chiffre provisoire disponible), contre 419,8 milliards au 27 mars et 431,7 milliards au 27 février.

Les émissions réalisées au cours du mois d'avril se sont élevées à 11,5 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 10,7 milliards en mars et 12,8 milliards en février (respectivement 8,4 milliards, contre 22,6 milliards et 8,7 milliards, pour les tombées).

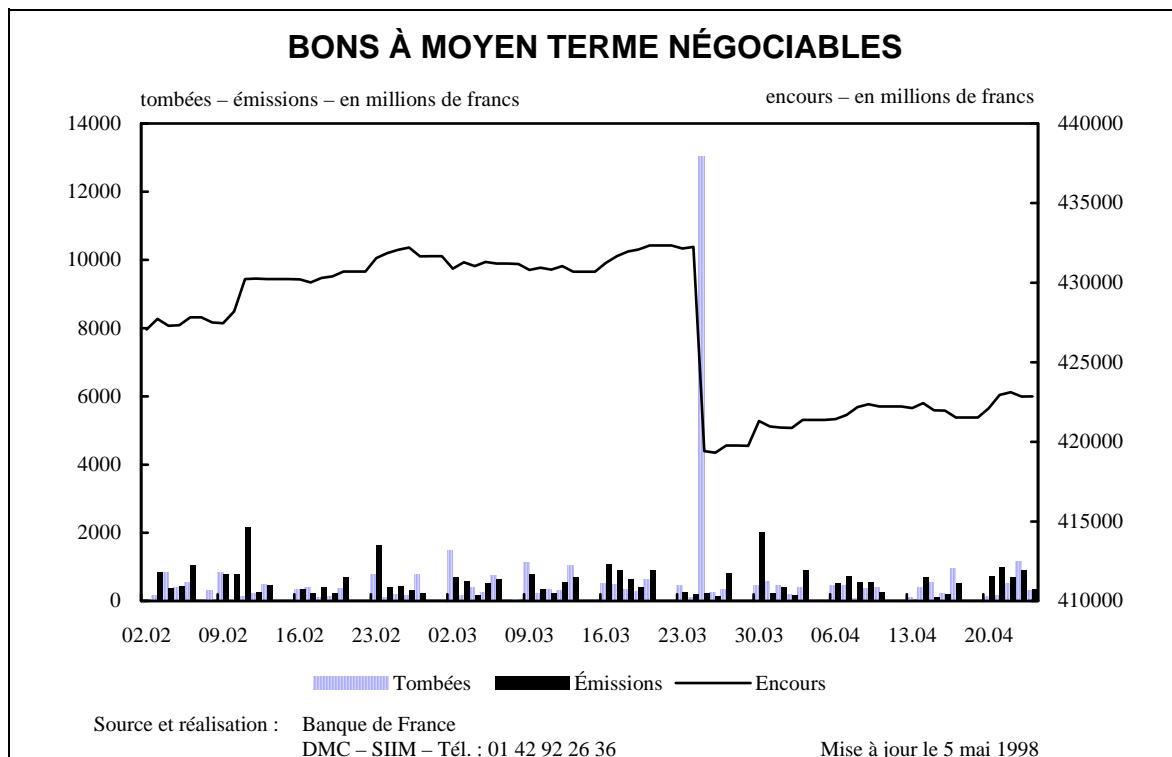
Le nombre d'émetteurs présents sur le marché au 24 avril s'est établi à 229, contre 230 à fin mars et 228 à fin février. Les hausses d'encours les plus significatives relevées au cours du mois d'avril proviennent de la Sovac (1,7 milliard de francs), la Banque fédérative du crédit mutuel (1,04 milliard), le Crédit commercial de France (580 millions) et le Crédit lyonnais (530 millions) ; la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne est le seul établissement dont l'encours se soit contracté de plus de 500 millions de francs, avec une baisse de 610 millions.

Au 24 avril, la Société générale demeurait le principal émetteur sur le marché des BMTN, avec 26,8 milliards de francs, devant le Crédit lyonnais (26,2 milliards) et la Caisse des dépôts et consignations (25,3 milliards).

La répartition mensuelle par catégories de *souscripteurs* fait apparaître un accroissement sensible de la part des assurances, caisses de retraite et mutuelles, à nouveau préteuses en début de trimestre, après les décaissements du mois précédent ; elles se sont portées acquéreurs de 14,5 % du montant global d'émission, contre 1,8 % pour le mois de mars. À l'opposé, la contribution des établissements de crédit et celle des OPCVM se sont amoindries ; elles n'atteignent respectivement que 55,8 % et 12,7 % du total, contre 73,9 % et 15,8 % pour le mois précédent.

La ventilation du montant global d'émission selon les termes traduit un allongement des maturités par rapport au mois précédent ; 33 % du volume d'opérations a porté sur des émissions ayant une durée initiale supérieure à cinq ans, contre 12,9 % pour le mois de mars. Les plages intermédiaires et notamment celle couvrant les durées comprises entre deux ans et trois ans ont été sensiblement moins sollicitées ; les émissions correspondantes ont représenté 22,8 % du total, contre 34,0 % en mars. À l'inverse, la part des émissions réalisées à moins de deux ans a peu varié ; elle a constitué 31,6 % de la production, contre 35,1 % pour la période précédente.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans .....	3,6	31,6
De 2 ans à moins de 3 ans.....	2,6	22,8
De 3 ans à moins de 5 ans.....	1,5	12,6
De 5 ans à moins de 7 ans.....	2,0	17,6
De 7 ans et plus .....	1,8	15,4
<b>Total .....</b>	<b>11,5</b>	<b>100,0</b>



L'examen des moyennes de *taux à l'émission* traduit globalement une appréciation des taux de rendement moyens hebdomadaires, surtout sensible sur les trois premières semaines du mois. Cette hausse, plus particulièrement concentrée sur les durées intermédiaires (trois ans et cinq ans), culmine avec un écart maximal de 14 points de base pour les taux des bons à trois ans relevés au cours de la semaine du 14 au 17 avril, avant de se stabiliser en fin de période.

<b>TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BMTN</b>				
	(en pourcentage)			
	30 mars au 3 avril	6 au 10 avril	14 au 17 avril	20 au 24 avril
Bons à 1 an 1 jour (moyenne) .....	3,90	3,89	3,95	3,94
Bons à 2 ans (moyenne) .....	4,31	4,32	4,30	4,32
Bons à 3 ans (moyenne) .....	4,41	4,52	4,66	—
Bons à 5 ans (moyenne) .....	4,78	4,82	—	4,84
Bons à 7 ans (moyenne) .....	—	—	—	5,00
Bons à 10 ans (moyenne) .....	—	—	5,25	—

## 5.2.2. Les OPCVM

<b>ENCOURS DE TITRES D'OPCVM (SICAV ET FCP)</b>					
	(données brutes en milliards de francs)				
	1997		1998		
	Avril	Décembre	Février	Mars	Avril
<b>SICAV</b> .....	<b>1 670,2</b>	<b>1 618,7</b>	<b>1 712,8</b>	<b>1 762,5</b>	<b>1 778,2</b>
— monétaires .....	834,3	745,6	787,5	786,0	800,9
— obligations et autres titres de créance .....	469,4	446,2	453,9	454,0	456,5
— actions .....	223,4	264,8	298,8	336,1	333,5
— diversifiées .....	139,9	159,2	169,6	183,4	184,3
— garanties .....	3,2	2,9	3,0	3,0	3,0
<b>FCP</b> .....	<b>1 258,5</b>	<b>1 360,0</b>	<b>1 461,6</b>	<b>1 525,4</b>	<b>1 548,7</b>
— monétaires .....	307,9	274,8	293,9	296,9	303,0
— obligations et autres titres de créance .....	364,5	361,6	368,0	369,8	370,5
— actions .....	118,3	152,5	179,3	202,6	205,2
— diversifiés .....	332,6	405,7	448,5	478,8	490,0
— garanties .....	135,2	165,4	171,9	177,3	180,0
<b>OPCVM</b> .....	<b>2 928,7</b>	<b>2 978,7</b>	<b>3 174,4</b>	<b>3 287,9</b>	<b>3 326,9</b>
— monétaires .....	1 142,2	1 020,4	1 081,4	1 082,9	1 103,9
— obligations et autres titres de créance .....	833,9	807,8	821,9	823,8	827,0
— actions .....	341,7	417,3	478,1	538,7	538,7
— diversifiés .....	472,5	564,9	618,1	662,2	674,3
— garanties .....	138,4	168,3	174,9	180,3	183,0

Source : Commission des opérations de bourse  
Réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14

Mise à jour le 7 avril 1998

En avril, l'encours de titres d'OPCVM monétaires a atteint 1 103,9 milliards de francs. En rythme annuel, le ralentissement de la baisse, amorcé en novembre 1997, s'est poursuivi (−3,4 %, après −5,0 % en mars et −9,9 % en décembre 1997).

L'encours de titres d'OPCVM « obligations » s'est situé à 827 milliards de francs. En glissement annuel, la baisse de cet encours s'est également ralentie (−0,8 %, après −1,7 % en mars et −3,0 % en février).

N'ayant pas bénéficié d'une valorisation boursière aussi importante que les mois précédents, l'encours des titres d'OPCVM actions a été stable (538,7 milliards de francs). Sur un an, sa progression est demeurée très élevée (+ 57,7 %, après + 56,9 % en mars).

L'encours de titres d'OPCVM « diversifiés » a atteint 674,3 milliards de francs (+ 42,7 % sur un an) et celui des OPCVM « garantis » 183 milliards (+ 32,2 % en glissement annuel).

Au total, l'encours des titres d'OPCVM s'élevait à fin avril à 3 326,9 milliards de francs. Son taux de croissance annuel a continué de s'accélérer, pour atteindre 13,6 %, après 12,9 % en mars et 8,8 % en février.

### **5.2.3. Le marché primaire obligataire en avril**

#### ***Les flux d'émissions en francs et en devises***

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte caractérisé par une stabilité des taux d'intérêt à court terme et par une sensible remontée des taux à long terme, le montant des émissions obligataires réglées en avril a légèrement reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte essentiellement d'une diminution de la demande de capitaux sur le marché intérieur, malgré le retour de la Cades, pour 2,3 milliards de francs.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 58,3 milliards de francs, après 64,3 milliards en mars et 98,8 milliards en février. Plus de 62 % des titres réglés en avril ont été émis en francs sur le marché intérieur. Le compartiment international a, pour sa part, enregistré près de 38 % des émissions, dont 13,1 % en euro-écus.

**ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES (a)**  
**ventilation par marché**

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Avril 1998	4 mois 1998	4 mois 1997	Année 1997		Avril 1998	4 mois 1998	4 mois 1997	Année 1997
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
26,8	120,9	119,4	336,0	État	- 34,8	40,9	116,6	145,2
3,6	21,8	23,6	75,6	Établissements de crédit et assimilés	- 10,9	- 47,3	- 19,2	- 75,2
3,1	21,4	11,0	46,2	Sociétés non financières	2,7	7,4	- 4,8	11,6
2,8	4,0	10,8	12,2	Autres émetteurs résidents	2,7	3,9	10,1	9,8
<b>36,2</b>	<b>168,2</b>	<b>164,7</b>	<b>470,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>- 40,2</b>	<b>4,9</b>	<b>102,8</b>	<b>91,4</b>
-	-	-	0,2	<b>Non-résidents</b>	-	- 1,0	- 1,3	- 5,2
<b>36,2</b>	<b>168,2</b>	<b>164,7</b>	<b>470,2</b>	<b>TOTAL</b>	<b>- 40,2</b>	<b>3,9</b>	<b>101,5</b>	<b>86,2</b>
-	12,1	16,5	34,5	dont émissions en écus	- 61,6	- 49,5	16,5	28,2
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
3,9	19,9	10,9	25,6	Établissements de crédit et assimilés	2,4	14,9	1,5	2,0
6,6	6,6	1,8	6,8	Sociétés non financières	5,9	5,9	- 2,6	- 6,1
-	11,9	-	-	Autres émetteurs résidents	-	11,9	-	- 0,3
<b>10,5</b>	<b>38,4</b>	<b>12,7</b>	<b>32,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>8,3</b>	<b>32,7</b>	<b>- 1,1</b>	<b>- 4,4</b>
<b>11,6</b>	<b>59,6</b>	<b>51,9</b>	<b>168,7</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>8,7</b>	<b>44,7</b>	<b>39,2</b>	<b>131,2</b>
<b>22,1</b>	<b>98,1</b>	<b>64,6</b>	<b>201,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>16,9</b>	<b>77,3</b>	<b>38,1</b>	<b>126,8</b>
7,6	12,6	3,8	4,7	dont émissions en écus	7,6	12,6	- 4,8	- 3,9
7,6	12,6	2,4	3,4	dont émissions en écus des résidents	7,6	12,6	- 4,8	- 3,9
-	4,2	-	8,8	dont émissions en devises	-	4,2	-	8,8
-	1,0	-	1,4	dont émissions en devises des résidents	-	1,0	-	1,4

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur les marchés intérieur et international  
Émissions cotées à la Bourse de Paris ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB

Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 7 mai 1998

La **collecte des résidents** est ressortie à 46,7 milliards de francs (52,1 milliards en mars), soit plus de 80 % des émissions réglées en avril.

## ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES (a) ventilation par devise

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Avril 1998	4 mois 1998	4 mois 1997	Année 1997		Avril 1998	4 mois 1998	4 mois 1997	Année 1997
<b>ÉMISSIONS en FRANCS</b>								
26,8	109,1	102,9	301,7	État	26,8	90,7	100,2	117,3
6,4	34,5	32,0	96,1	Établissements de crédit et assimilés	- 9,5	- 39,7	- 12,9	- 71,0
3,1	21,4	12,8	53,0	Sociétés non financières	2,0	6,7	- 7,4	5,5
2,8	15,9	10,8	12,2	Autres émetteurs résidents	2,7	15,8	10,1	9,5
<b>39,1</b>	<b>181,0</b>	<b>158,5</b>	<b>463,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>22,0</b>	<b>73,5</b>	<b>90,1</b>	<b>61,3</b>
<b>11,6</b>	<b>56,4</b>	<b>50,6</b>	<b>160,2</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>8,7</b>	<b>40,5</b>	<b>37,9</b>	<b>118,6</b>
<b>50,6</b>	<b>237,4</b>	<b>209,1</b>	<b>623,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>30,7</b>	<b>114,0</b>	<b>128,0</b>	<b>179,9</b>
36,2	156,1	148,3	435,6	dont émissions intérieures	21,4	53,5	85,0	58,0
36,2	156,1	148,3	435,4	dont émissions intérieures des résidents	21,4	54,5	86,3	63,2
<b>ÉMISSIONS en ÉCUS</b>								
-	11,8	16,5	34,3	État	- 61,6	- 49,8	16,5	27,9
1,0	6,2	2,4	3,7	Établissements de crédit et assimilés	1,0	6,2	- 4,8	- 3,6
6,6	6,6	-	-	Sociétés non financières	6,6	6,6	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
<b>7,6</b>	<b>24,7</b>	<b>18,9</b>	<b>38,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>- 53,9</b>	<b>- 36,9</b>	<b>11,6</b>	<b>24,3</b>
-	-	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>Non-résidents</b>	-	-	-	-
<b>7,6</b>	<b>24,7</b>	<b>20,3</b>	<b>39,3</b>	<b>TOTAL</b>	<b>- 53,9</b>	<b>- 36,9</b>	<b>11,6</b>	<b>24,3</b>
-	12,1	16,5	34,5	dont émissions intérieures	- 61,6	- 49,5	16,5	28,2
-	12,1	16,5	34,5	dont émissions intérieures des résidents	- 61,6	- 49,5	16,5	28,2
<b>ÉMISSIONS en DEVISES</b>								
-	1,0	-	1,4	Établissements de crédit et assimilés	-	1,0	-	1,4
-	3,2	-	7,4	Non-résidents	-	3,2	-	7,4
-	<b>4,2</b>	-	<b>8,8</b>	<b>TOTAL</b>	-	<b>4,2</b>	-	<b>8,8</b>
-	-	-	-	dont émissions intérieures	-	-	-	-

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur les marchés intérieur et international  
Émissions cotées à la Bourse de Paris ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB

Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 7 mai 1998

Les émissions brutes de l'**État** se sont élevées à 26,8 milliards de francs (29,8 milliards en mars). Les fonds ont été intégralement levés sur trois lignes en francs, l'OAT 5,25 % avril 2008<sup>1</sup>, l'OAT 6,50 % avril 2011 et l'OAT 5,50 % avril 2029. Lors de l'adjudication du 2 avril, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 20,1 milliards de francs, auxquels il faut ajouter 3,8 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 4,97 %, en baisse de 13 points de base par rapport à l'adjudication du mois dernier, compte tenu d'une légère détente sur les taux longs intervenue courant mars.

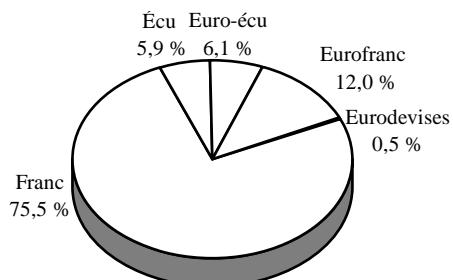
Hors État, la collecte des résidents est passée de 22,2 milliards de francs à 20 milliards d'un mois à l'autre. Les **établissements de crédit** et les **sociétés non financières** ont levé, respectivement, 7,5 milliards de francs et 9,7 milliards.

La collecte des **émetteurs non résidents**, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint 11,6 milliards de francs en avril, après 12,2 milliards en mars.

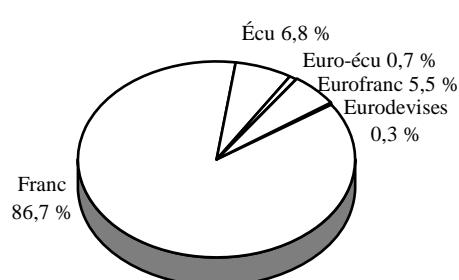
<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 2 au 24 avril) ont atteint 886 millions de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 4,72 %.

## ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

### 4 mois 1998

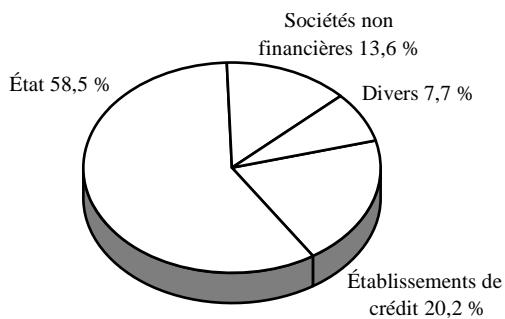


### Année 1997

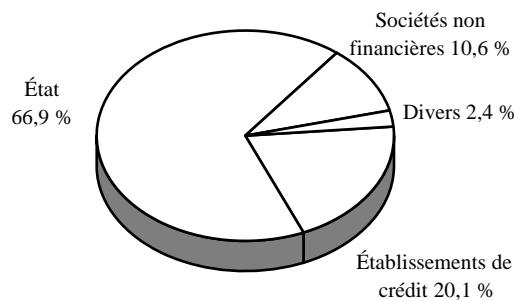


## ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

### 4 mois 1998



### Année 1997



Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 7 mai 1998

Au terme des quatre premiers mois de 1998, la collecte brute cumulée en francs et en devises des résidents s'est élevée à 206,6 milliards de francs, contre 177,4 milliards durant la période correspondante de 1997. Globalement, la proportion des émissions en francs a diminué, au profit des émissions libellées en écus. La part de l'État<sup>2</sup> a représenté près de 60 % de la collecte brute globale en francs et en devises effectuée en 1998 par les résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 67 % pour l'ensemble de l'année 1997.

### Autres événements intervenus sur le marché primaire au cours du mois d'avril

Le 10 avril, le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie a communiqué la liste des vingt spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), nommés pour trois ans. Deux nouveaux membres font leur apparition, Barclays Capital et HSBC James Capel Contrepartie, tandis que trois disparaissent, Louis Dreyfus Finance, la Banque Indosuez et l'Union des banques suisses. Le cercle des SVT comporte ainsi dix établissements français et dix établissements non résidents.

La direction du Trésor a procédé à une offre d'échange portant sur neuf lignes libellées en écus (8 OAT et 1 BTAN). Ces titres présentent la caractéristique de ne pas être assimilables à des lignes en francs lors de la conversion en euros de la dette publique. L'offre d'échange, ouverte le 31 mars, a été close le 9 avril pour les institutionnels, et le 15 avril pour les particuliers. L'opération, ayant pour but d'échanger des emprunts non fongibles contre des titres fongibles avec des lignes en francs aux caractéristiques identiques, a connu un réel succès, notamment auprès des institutionnels avec 10,335 milliards d'écus apportés à l'échange sur les 17,048 milliards échangeables.

<sup>2</sup> À fin avril, l'État avait réalisé 38 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 320 milliards de francs.

Par ailleurs, les émissions de la Frankfurter Hypothekenbank Centralboden AG (500 millions de francs), d'ING Bank NV (500 millions) et du Crédit local de France (300 millions) se caractérisent par un taux d'intérêt fixe suivi d'un taux révisable indexé sur le CNO-TEC 10.

Sur le marché international, deux nouveaux émetteurs sont apparus, l'assureur allemand Allianz Finance BV (4 milliards de francs) et la société Popular Finance Limited (1 milliard).

En outre, la Caisse centrale du crédit immobilier de France a procédé à deux émissions aux caractéristiques identiques (coupon et date d'échéance), l'une de 1,5 milliard de francs et l'autre de 150 millions d'écus. Ainsi, l'émetteur aura la possibilité de fusionner ces deux lignes en un seul titre libellé en euros lors du passage à la monnaie unique.

Concernant le marché primaire des actions, la société Lexibook a émis pour 50 millions de francs d'obligations convertibles en actions à tout moment à partir de janvier 1999.

#### 5.2.4. Le marché primaire des actions en mars

	ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT				
	Février 1998	Mars 1998	3 mois 1998	3 mois 1997	Année 1997
<b>TOTAL ÉMIS (a).....</b>	<b>18,2</b>	<b>31,0</b>	<b>108,8</b>	<b>85,8</b>	<b>292,9</b>
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES .....	18,2	30,5	106,9	75,9	267,5
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT .....	–	–	0,9	0,6	7,2
COMPAGNIES D'ASSURANCE .....	–	0,5	1,0	9,3	18,2
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	3,4	10,4	18,1	5,9	52,2
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	2,6	10,2	14,3	6,0	46,0

(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  
 (c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB

Sources : Société des bourses françaises – Banque de France  
 Réalisation : Banque de France  
 DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 7 mai 1998

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 31 milliards de francs en mars, après 18,2 milliards en février. Au terme du premier trimestre 1998, leur montant (108,8 milliards de francs) apparaît en progression d'environ 27 % d'une année à l'autre<sup>1</sup>.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont passées de 5,9 milliards de francs à 18,1 milliards. À fin mars 1998, elles représentaient 17 % du montant total des émissions d'actions, contre 18 % pour l'ensemble de l'année 1997.

Pour leur part, les émissions réalisées avec appel public à l'épargne sont en forte hausse d'une année à l'autre.

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

## 5.3. Le marché secondaire des actions

La Bourse de Paris a fortement progressé au début du mois d'avril, l'indice CAC 40 battant un nouveau record historique le 6 avril, à 3 986 points. Le marché a ensuite connu une phase de consolidation, avant de repartir à la hausse dans les derniers jours du mois. L'évolution a été similaire sur les autres grandes places boursières, à l'exception notable du Japon où les cours ont enregistré un nouveau repli.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

La Bourse de Paris a battu un nouveau record historique le 6 avril, le CAC 40 atteignant 3 986 points, avant de consolider par la suite pour revenir au plus bas, à 3 730 points le 28 avril 1998. Cette consolidation s'explique à la fois par l'évolution de la Bourse de New York et par des facteurs propres à l'Europe.

En ce qui concerne la Bourse américaine, l'indice Dow Jones a franchi en début de mois, pour la première fois et à plusieurs reprises, la barre des 9 000 points, mais s'est par la suite fortement replié du fait :

– de la résurgence d'anticipations d'un resserrement de la politique monétaire aux États-Unis, fondées notamment sur l'apparition de tensions dans certains secteurs (coûts salariaux dans les services, par exemple) et sur le repli du dollar, susceptible d'affecter le prix des produits importés ;

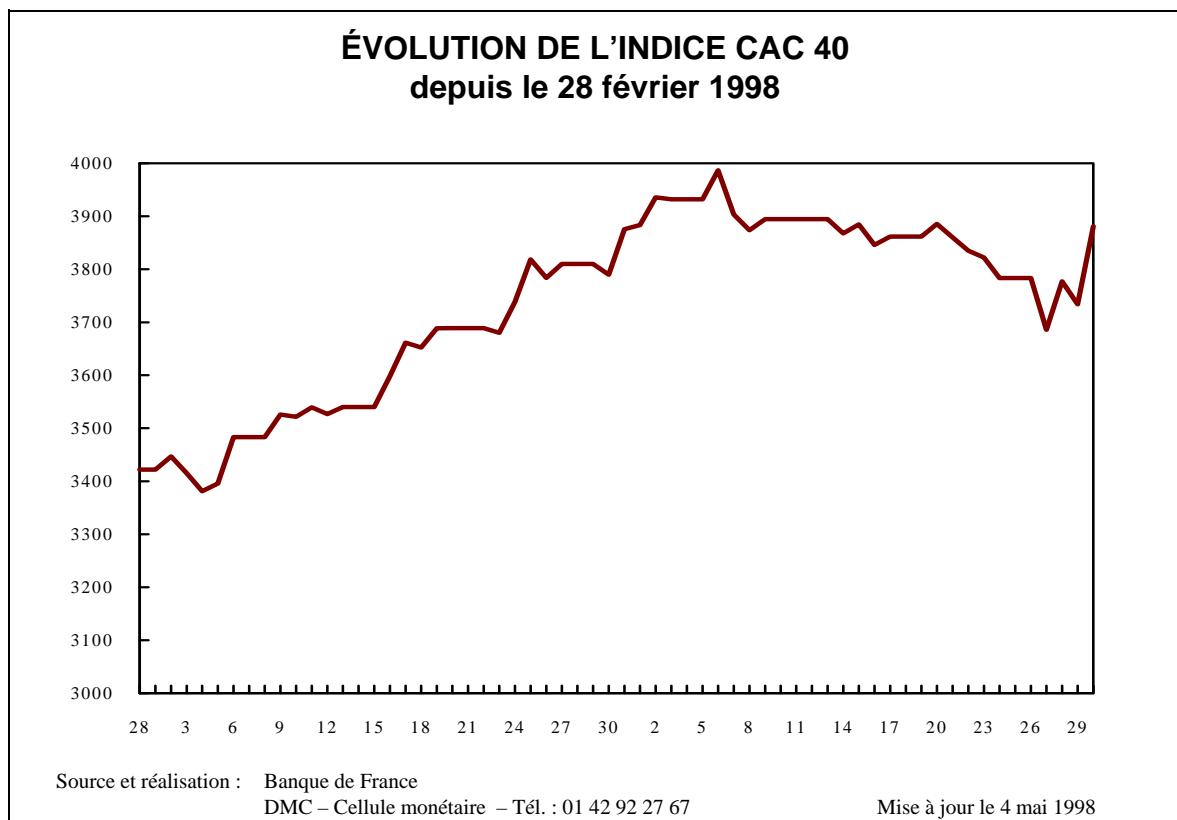
– d'un consensus croissant autour de l'idée d'un « atterrissage en douceur » de l'économie américaine qui serait piloté par le Système de réserve fédérale, soucieux d'éviter la constitution d'une bulle spéculative. Cette attention portée par les autorités américaines aux marchés d'actions est motivée, notamment, par le fait qu'aux États-Unis une part importante des investissements en actions est financée par endettement.

En ce qui concerne les places européennes, deux facteurs principaux ont été à l'œuvre. D'une part, la hausse des taux longs a provoqué une révision à la baisse des taux de croissance anticipés de résultats des entreprises ; d'autre part, la progression exceptionnelle des cours pendant ces derniers mois a incité les opérateurs à des prises de bénéfices. Depuis le début de l'année, la progression de l'indice CAC 40 reste néanmoins forte, avec un gain de plus de 29 %.

<b>INDICES BOURSIERS</b>				
	31 mars 1998	30 avril 1998	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1998
New York (Dow Jones) .....	8 799,81	9 082,30	3,21	14,85
Londres (FT 100) .....	5 932,20	5 935,10	0,05	15,57
Tokyo (Nikkei) .....	16 527,17	15 641,26	- 5,36	2,51
Paris (CAC 40) .....	3 875,81	3 880,92	0,13	29,41
Francfort (DAX) .....	5 102,35	5 107,44	0,10	20,18

Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 4 mai 1998



### 5.3.2. La tendance au début du mois de mai

(arrêtée au 13 mai)

Au début du mois de mai, les grandes places boursières occidentales ont toutes repris leur ascension après la phase de consolidation de la quinzaine précédente. Cette hausse a été particulièrement forte à Paris, où l'indice CAC 40 a battu le 11 mai son trentième record depuis le début de l'année, à 4 017 points.

Cette progression s'explique en partie par la hausse de la Bourse américaine, soutenue par des annonces de fusion de sociétés, par la baisse du dollar et par une nouvelle défiance des opérateurs à l'égard des marchés asiatiques. Des facteurs propres à l'Europe ont accentué le mouvement, en particulier l'adoption de l'euro, ainsi que les mouvements de restructuration à l'œuvre, notamment en France.

# CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

## Le gouvernement et la politique générale

### *Les privatisations*

- 2 avril** L'État cède sa participation résiduelle de 9,5 % dans le capital de Péchiney, pour environ FRF 2,3 milliards.
- 14 avril** Le ministre de l'Économie, sur avis conforme de la Commission de privatisation, annonce la cession de 67 % du capital du CIC à la Banque fédérative du Crédit mutuel. Le groupe mutualiste, qui s'est engagé à maintenir l'emploi jusqu'en 2003, paiera FRF 13,38 milliards auxquels s'ajouteront 2,6 milliards supplémentaires pour renforcer les fonds propres du CIC d'ici à la fin de l'année. Le gouvernement annonce que la part de l'État dans le capital de Thomson-CSF est ramenée de 58,0 % à 42,94 %. Alcatel Alsthom, Dassault Industries et Aérospatiale en détiendront, respectivement, 16,36 %, 6,0 % et 4,0 %.
- 21 avril** Le gouvernement lance la procédure de privatisation de gré à gré, sans cahier des charges, de la Société marseillaise de crédit.
- 23 avril** Quatre candidats ont postulé pour la reprise du Crédit foncier de France : General Motors, associé au groupe texan Bass, et General Electric Capital, tous deux pour une participation majoritaire, La Poste, associée à l'assureur Azur-GMF, pour 40 % du capital, et les caisses d'épargne pour 34 %.
- 27 avril** La Commission de privatisation est rebaptisée Commission des participations et des transferts.

### *La loi relative aux statuts de la Banque de France*

- 8 avril** L'Assemblée nationale adopte en première lecture, par 117 voix, contre 28, le projet de réforme des statuts de la Banque de France, destiné à les rendre compatibles avec son intégration dans le SEBC, en y incluant des amendements précisant les missions d'intérêt général et le rôle des succursales de l'Institut d'émission.
- 22 avril** Le Sénat adopte ce projet de réforme par 277 voix, contre 35.
- 23 avril** La Commission mixte paritaire propose un compromis sur ce texte entre l'Assemblée nationale et le Sénat, reprenant la quasi-totalité des amendements votés par les députés.
- 28 avril** L'Assemblée nationale adopte définitivement le projet de loi modifiant le statut de la Banque de France.
- 29 avril** Le Sénat approuve à son tour cette réforme qui est ainsi définitivement adoptée.

## ***La réforme des caisses d'épargne***

**8 avril** Le rapport du député Raymond Douyère, relatif à la réforme des caisses d'épargne, recommande l'adoption d'un statut coopératif et la vente de FRF 15 milliards à 20 milliards de parts sociales aux clients et au personnel. Il propose également de fusionner le Cencep et la Caisse centrale et de réviser certaines règles sociales.

## ***Les finances publiques***

**9 avril** Le ministre de l'Économie et des Finances annonce que les déficits publics seront limités à 2,3 % du PIB en 1999 et à 2,0 % en l'an 2000. Le budget de l'État fournira l'effort principal, son déficit revenant de 3,1 % à 2,7 % du PIB, soit de FRF 258 milliards cette année à moins de 240 milliards l'an prochain. Les dépenses de l'État augmenteront de 1 % en volume en 1999.

**15 avril** Fin février, le déficit budgétaire s'établissait à FRF 62,7 milliards, en amélioration de 9,7 milliards par rapport au niveau atteint un an auparavant.

## ***Les prestations sociales***

**9 avril** Le Parlement adopte la proposition de loi instituant une allocation spécifique pour les chômeurs de moins de 60 ans justifiant de 40 annuités de cotisation à l'assurance-vieillesse.

## ***Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)***

**10 avril** Le ministre de l'Économie et des Finances publie la liste des vingt SVT, nommés pour trois ans.

## ***Les actions en faveur de l'emploi***

**15 avril** La ministre de l'Emploi et de la Solidarité présente en Conseil des ministres le plan national d'action pour l'emploi qui sera soumis au Conseil européen de Cardiff, les 15 et 16 juin prochains.

**21 avril** Selon le ministère de l'Emploi, 49 200 emplois jeunes ont été créés au 31 mars, dont 37 200 au sein de l'Éducation nationale.

## ***La création d'un Conseil de politique économique***

**20 avril** Cette instance réunira les directeurs du Trésor, du Budget, de la Prévision et de l'INSEE, et aidera le ministre de l'Économie à préparer les réunions mensuelles du Conseil de l'euro.

## ***La Nouvelle-Calédonie***

**21 avril** Signature d'un accord entre le gouvernement français et les deux principales forces politiques néo-calédoniennes sur le futur statut de l'Île.

## ***La préparation de l'euro***

**22 avril** L'Assemblée nationale adopte la proposition de passage à la monnaie unique par 334 voix, contre 49.

**23 avril** Le Sénat adopte cette résolution par 291 voix, contre 31.

É T U D E E S

# LES RÉUNIONS EUROPÉENNES DE BRUXELLES

Durant le week-end du 1<sup>er</sup> au 3 mai 1998, des décisions majeures ont été prises en vue de la création, le 1<sup>er</sup> janvier 1999, de l'Union monétaire et de l'euro. Réunis à Bruxelles pour un Conseil extraordinaire, et conformément à une procédure très précise, les chefs d'État et de gouvernement des 15 pays de l'Union européenne, s'appuyant sur les travaux de leurs ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales, ont en effet arrêté la liste des pays admis en Union monétaire. D'autres décisions importantes pour le fonctionnement de l'Union monétaire ont également été prises à cette occasion.

*Direction des Relations avec l'étranger  
Service des Relations européennes*

## 1. Rappel de la procédure

### 1.1. *Les dispositions du Traité*

La mise en place, le 1<sup>er</sup> janvier 1999, de l'Union monétaire et de l'euro suit une procédure très précise. L'article 109j du Traité sur l'Union européenne prévoit notamment les étapes suivantes, dont certaines ont fait l'objet des réunions du 1<sup>er</sup> au 3 mai derniers :

– l'élaboration, par l'Institut monétaire européen (IME) et la Commission européenne, de rapports sur les progrès enregistrés par les États membres en matière de convergence économique et de convergence juridique (adaptation des statuts des banques centrales en termes d'indépendance et d'intégration dans le Système européen de banques centrales — SEBC —, conformément aux articles 107 et 108 du Traité) ; le rapport de la Commission est assorti de recommandations sur le choix des pays adressées au Conseil des ministres des Finances de l'Union européenne (Conseil Ecofin) ;

– l'élaboration, par le Conseil Ecofin, à la majorité qualifiée, de recommandations adressées aux chefs d'État et de gouvernement, après avis du Parlement européen. Ces recommandations examinent si chaque État membre remplit les critères de convergence économique et juridique ;

– le choix, par le Conseil des chefs d’État et de gouvernement de l’Union européenne, à la majorité qualifiée, des pays admis en Union monétaire dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999.

### **1.2. *Les rapports de l’Institut monétaire européen et de la Commission européenne***

Le 25 mars dernier, l’Institut monétaire européen et la Commission européenne ont chacun publié leur rapport sur les progrès enregistrés par les États membres en matière de convergence économique et juridique.

Le rapport de la Commission européenne est assorti, conformément au Traité, de recommandations adressées au Conseil des ministres des Finances de l’Union européenne. La Commission a ainsi recommandé de retenir 11 États membres pour la mise en place de l’Union monétaire : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal.

Le rapport, approuvé par le Conseil de l’IME, a été élaboré en étroite coopération avec les 15 banques centrales nationales. Il souligne les progrès enregistrés par les États membres vis-à-vis de l’ensemble des critères. L’IME met l’accent sur la nécessité de poursuivre les efforts afin de garantir le respect durable des critères, notamment en matière de finances publiques. En ce domaine, les efforts devront être maintenus, voire accentués, en particulier dans les pays où le ratio de dette publique dépasse 100 % du PIB afin de ramener ce ratio vers la valeur de référence de 60 %, dans un délai raisonnable.

La Banque de France souscrit pleinement aux conclusions du rapport de l’IME. Dans un avis rendu le 27 mars, le Conseil de la politique monétaire s’est félicité des progrès en matière de convergence et a insisté sur la nécessité de poursuivre l’assainissement des finances publiques et de mener des réformes structurelles afin de favoriser une croissance durable et créatrice d’emplois.

## **2. Les décisions relatives au choix des pays admis en Union monétaire**

### **2.1. *Déclaration générale du Conseil « Ecofin »***

Un premier *Conseil Ecofin* s’est réuni le vendredi 1<sup>er</sup> mai et a publié une *déclaration* dans laquelle les ministres des Finances se félicitent des progrès remarquables qui ont été accomplis dans tous les États membres en termes de convergence. Ils ont également insisté sur les avantages procurés par la monnaie unique, qui renforce les conditions d’une croissance forte, durable et non inflationniste, génératrice d’emplois et propice à la progression du niveau de vie. Dans ce contexte, les ministres ont fait part de leur résolution à prendre les mesures nécessaires pour concrétiser tous les avantages de l’Union économique et monétaire et du Marché unique, notamment par le biais d’une coopération plus étroite des politiques économiques et d’un renforcement de la surveillance des positions budgétaires. Le pacte de stabilité et de croissance fournit les moyens d’atteindre ces objectifs. Le Conseil Ecofin a réaffirmé que la responsabilité de l’assainissement des finances publiques continuait d’incomber aux États membres et qu’il devait être complété par une intensification des mesures structurelles visant à rendre la croissance plus génératrice d’emplois.

### **2.2. *Abrogation des procédures de déficit excessif relatives à 9 pays***

Le 2 mai, le Conseil Ecofin a *abrogé les décisions sur l’existence de déficits publics excessifs* en Belgique, en Allemagne, en Espagne, en France, en Italie, en Autriche, au Portugal, en Suède et au Royaume-Uni, suivant la recommandation de la Commission européenne. Ainsi, le nombre des pays qui ne se trouvent plus en situation de déficit excessif, et respectent le critère de finances publiques, est passé à 14, les décisions de déficit excessif ayant été abrogées en 1996 pour le Danemark, en 1997 pour la Finlande et les Pays-Bas, tandis que l’Irlande et le Luxembourg n’ont pas connu de déficit excessif depuis la mise en place de la procédure en 1994.

Le Conseil Ecofin a également adopté une *recommandation sur la liste des États membres remplissant les critères nécessaires à l'adoption de la monnaie unique au 1<sup>er</sup> janvier 1999*. Il a recommandé la même liste de pays que la Commission.

### **2.3. Approbation des recommandations sur les 11 pays remplissant les conditions nécessaires pour l'adoption de l'euro**

Sur la base de cette recommandation du Conseil Ecofin et de l'avis du Parlement européen, un *Conseil extraordinaire* des chefs d'État et de gouvernement de l'Union européenne a arrêté, le 3 mai, en présence des ministres des Finances et des Affaires étrangères, la *liste des pays remplissant les critères de convergence économique et juridique, et donc admis en Union monétaire dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999*. Ils ont pris leur décision à l'unanimité. Les 11 pays recommandés par le Conseil Ecofin ont été retenus.

Le Conseil a indiqué que la Grèce et la Suède ne remplissaient pas à ce stade les conditions nécessaires à l'adoption de la monnaie unique au 1<sup>er</sup> janvier 1999. Il n'a, en revanche, pas étudié le respect des conditions nécessaires par le Danemark et le Royaume-Uni dans la mesure où le Royaume-Uni avait fait part au Conseil de son intention de ne pas entrer en phase III au 1<sup>er</sup> janvier 1999, et où le Danemark avait fait part au Conseil de son intention de ne pas participer à la phase III.

### **2.4. Préannonce des parités bilatérales**

Le 3 mai, le *Conseil Ecofin*, élargi aux gouverneurs des banques centrales nationales, à l'Institut monétaire européen et à la Commission européenne, a annoncé que les taux de conversion bilatéraux entre les monnaies des pays entrant en Union monétaire, qui seront irrévocablement fixés le 1<sup>er</sup> janvier 1999, seront les cours centraux bilatéraux actuels du mécanisme de change européen (MCE). En effet, ces cours sont conformes aux données économiques fondamentales et compatibles avec une convergence durable entre les États membres qui participeront à la zone euro. Les banques centrales des États membres adoptant l'euro comme monnaie unique ont indiqué qu'elles s'assureront, en mettant en œuvre des techniques de marché appropriées, que le 31 décembre 1998 les taux de change de marché seront identiques aux cours pivots bilatéraux du MCE.

Les parties prenantes au communiqué commun sont également convenues de la méthode à appliquer, le 31 décembre 1998, pour fixer les taux de conversion irrévocables de l'euro contre les monnaies des pays participants à la date de l'entrée en vigueur de la phase III. Il s'agira de la procédure habituelle de concertation utilisée pour le calcul des taux de change journaliers de l'écu officiel.

## **3. Autres décisions sur le fonctionnement de l'Union monétaire**

### **3.1. Nomination des membres du directoire de la Banque centrale européenne (BCE)**

Sur la base d'un commun accord entre les chefs d'État et de gouvernement, le Conseil Ecofin a adopté la recommandation sur la nomination du président, du vice-président et des autres membres du directoire de la Banque centrale européenne.

Ont ainsi été recommandés :

– M. Wim Duisenberg (ancien gouverneur de la Banque centrale des Pays-Bas et actuel président de l'IME), président de la BCE pour un mandat de huit ans (M. Duisenberg a annoncé qu'il quitterait ses fonctions avant la fin de son mandat, mais resterait au moins jusqu'à l'introduction des billets et des pièces ; le Conseil de l'Union européenne a pris note d'un accord entre les chefs d'État et de gouvernement pour que le successeur de M. Duisenberg soit un Français, nommé pour huit ans ; dans ce contexte, le président Chirac a informé le Conseil que le candidat français sera M. Jean-Claude Trichet) ;

- M. Christian Noyer (ancien directeur du Trésor français), vice-président de la BCE pour un mandat de quatre ans ;
- M. Otmar Issing (membre du directoire de la Banque fédérale d'Allemagne), membre du directoire pour un mandat de huit ans ;
- M. Tommaso Padoa Schioppa (président de la Commission des opérations de bourse italienne), membre du directoire pour un mandat de sept ans ;
- M. Eugenio Domingo Solans (membre du directoire de la Banque d'Espagne), membre du directoire pour un mandat de six ans ;
- M<sup>me</sup> Sirkka Hamalainen (gouverneur de la Banque de Finlande), membre du directoire pour un mandat de cinq ans.

Les personnalités proposées ont été auditionnées les 7 et 8 mai par le Parlement européen et, sur avis de ce dernier et de l'IME (rendus respectivement le 13 mai et le 5 mai), elles devaient être officiellement nommées d'un commun accord par les chefs d'État et de gouvernement. Ces nominations prennent effet le 1<sup>er</sup> juin, ce qui marque la date de la création de la BCE et du SEBC.

### ***3.2. Aspects pratiques de l'introduction de l'euro***

Le Conseil Ecofin a validé les recommandations de la Commission concernant la question des frais bancaires de conversion, le double affichage des prix et l'information du public. Les ministres des Finances y voient un complément utile aux mesures que peuvent être amenés à prendre les États membres dans leur préparation. Le Conseil Ecofin approuve notamment le principe de codes de bonne conduite signés entre professionnels sur une base volontaire.

La Commission recommande une gratuité assez étendue des conversions ainsi qu'un double affichage, clair, lisible et dont l'introduction dans le commerce de détail se ferait progressivement, favorisant une information la plus précise possible pour le consommateur.

### ***3.3. Règlement sur l'introduction de l'euro***

Le Conseil Ecofin a adopté formellement le règlement sur l'introduction de l'euro qui entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1999. Ce règlement et celui qui a été adopté le 17 juin 1997 (qui concerne la continuité des contrats, le remplacement des références à l'écu par des références à l'euro dans les instruments juridiques, et les règles d'arrondis) forment le cadre juridique de l'utilisation de l'euro.

Le règlement adopté le 2 mai détermine les conditions de remplacement, aux taux de conversion irrévocables, des monnaies des États participant à l'Union monétaire par l'euro à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1999. Un euro sera divisé en cent cents. Durant la période de transition (1<sup>er</sup> janvier 1999-31 décembre 2001), les unités monétaires nationales des États participants seront des subdivisions non décimales de l'euro.

Le règlement traite aussi des mesures que les États devront prendre pendant la période de transition, en matière de conversion de la dette publique notamment. Il confirme que les billets et les pièces en euros seront mis en circulation le 1<sup>er</sup> janvier 2002 et que les signes monétaires nationaux conserveront le cours légal pendant six mois au plus, chaque État déterminant les conditions de leur retrait.

### ***3.4. Harmonisation technique des pièces en euros***

Enfin, le Conseil Ecofin a adopté le règlement sur les valeurs faciales et sur les spécifications techniques des pièces en euros (dimension, forme, couleur, alliage).

# BILAN ET PERSPECTIVES DE LA CONVERGENCE EN EUROPE : LA FRANCE<sup>1</sup>

La France respecte la totalité des critères de convergence pour l'entrée en Union monétaire.

La France, qui enregistre une tendance continue au ralentissement de l'inflation depuis le début des années quatre-vingt-dix, affiche, en janvier 1998, une hausse de l'indice harmonisé des prix à la consommation limitée à 1,2 % en moyenne glissante sur douze mois. Elle se positionne parmi les trois économies où l'inflation est la plus faible, constituant donc la référence pour les autres économies, conformément au traité de Maastricht.

La modération des anticipations d'inflation, reflétant notamment la crédibilité de l'engagement de la France en matière de stabilité des prix, a créé un contexte favorable à la détente des *taux longs*. En moyenne sur les douze derniers mois, les taux longs harmonisés s'établissent à près de 5,5 % en février 1998, ce qui constitue le plus bas niveau observé au sein de l'Union européenne.

Cette crédibilité, ainsi que les bons fondamentaux de l'économie française, ont garanti la stabilité du *taux de change du franc* au sein du groupe des devises les plus crédibles du mécanisme de change européen.

Le *déficit public* s'établit finalement à 3,0 % du PIB pour l'année 1997, après avoir atteint un maximum de 5,8 % du PIB en 1993. L'effort de consolidation a donc permis de réduire le déficit de 2,8 points de PIB en quatre ans, soit en moyenne environ 0,7 point de PIB chaque année.

<sup>1</sup> Extrait du rapport « Bilan et perspectives de la convergence en Europe » établi par le Conseil de la politique monétaire

Enfin, bien qu'en augmentation, le *ratio dette publique/PIB* reste contenu sous la barre des 60 % et atteint, à la fin de l'année 1997, un niveau proche de 58 %.

À côté de ces critères, on peut également faire valoir la bonne tenue des comptes extérieurs, tant en ce qui concerne le solde commercial que celui des transactions courantes. Néanmoins, il reste encore à la France àachever la mise en conformité des statuts de sa Banque centrale au traité de Maastricht.

Au total, le caractère soutenable de la participation de la France à l'Union monétaire européenne paraît bien établi.

---

*Conseil de la politique monétaire*

## **1. La politique monétaire, orientée vers la stabilité des prix, fait durablement bénéficier l'économie française d'une inflation très modérée**

### **1.1. L'amélioration sensible des conditions de financement de l'économie française a été favorisée par la maîtrise des tensions inflationnistes**

La stabilité externe du franc, dont le cours pivot au sein du mécanisme de change européen n'a pas été modifié depuis 1987, a favorisé le processus de désinflation et créé les conditions de la stabilité monétaire interne.

La continuité de la politique monétaire a permis de renforcer le processus de désinflation entamé depuis le milieu des années quatre-vingt. Cette continuité de l'action de la Banque centrale a finalement permis à cette dernière de baisser graduellement les taux d'intérêt à mesure que s'opéraient une consolidation des performances en matière d'inflation et un redressement des comptes publics.

Cette maîtrise des prix intérieurs a permis de préserver dans de bonnes conditions le pouvoir d'achat. Les bons résultats en matière d'inflation ont été facilités par l'évolution des prix des matières premières importées ou de l'énergie, ainsi que par l'acuité de la concurrence internationale, qui ont très largement contenu les prix d'importation.

Par ailleurs, la progression des coûts salariaux unitaires, dont le taux de croissance annuel moyen avoisine 2,2 % depuis 1990 en termes nominaux pour l'ensemble de l'économie, a été sensiblement ralenti grâce au renforcement de la productivité du travail lors des phases de reprise : le taux de croissance annuel moyen du coût salarial nominal, calculé depuis 1994, s'est abaissé aux environs de 1 %. Les entreprises ont donc connu, depuis le début des années quatre-vingt-dix, une orientation favorable de leurs marges. Elles ont ainsi pu conquérir de nouvelles parts de marché, tant en France qu'à l'étranger, dégager depuis 1992 un excédent structurel du commerce extérieur et des transactions courantes, et apporter une contribution substantielle à la croissance au cours des années récentes.

## ***1.2. La France doit continuer à bénéficier d'un environnement monétaire stable, propice à la maîtrise de l'inflation***

La modération des coûts salariaux et les efforts de productivité consentis par les entreprises pour maintenir ou accroître leur position concurrentielle entretiennent une situation de faible inflation.

### **1.2.1. La nature structurelle de ces évolutions devrait permettre de préserver la « stabilité des prix »**

Si l'on se concentre sur une mesure de l'inflation destinée à corriger la volatilité de l'indice des prix à la consommation, on constate que, après être restée stable sur un palier voisin de 1,5 % en glissement annuel depuis 1995, l'inflation « sous-jacente »<sup>1</sup> s'est progressivement orientée, depuis janvier 1997, vers une nouvelle tendance proche de 1 %. Toutefois, la phase actuelle de reprise de l'activité comporte le risque d'une accélération de l'inflation conjoncturelle, risque qui sera apprécié et surveillé par les autorités monétaires européennes, afin que soit assuré l'objectif final de la politique monétaire : la stabilité des prix.

Ainsi, ces développements favorables en termes d'évolution des prix, associés à l'effort de redressement des comptes publics, conduisent à une révision à la baisse des anticipations de taux d'intérêt sur les échéances longues.

### **1.2.2. En Union monétaire, il sera nécessaire d'éviter que des mesures internes ne viennent relancer la hausse des coûts et des prix**

En effet, une fois créée l'Union monétaire, toute tension inflationniste d'origine interne débouchera nécessairement sur une dégradation de la compétitivité des entreprises, dommageable à la croissance et à l'emploi. Ces tensions internes seraient aussi susceptibles de se transmettre aux principaux partenaires commerciaux de l'Union, créant ainsi un déséquilibre préjudiciable à l'ensemble de la zone. Aussi convient-il de veiller à préserver des coûts unitaires de production compétitifs.

La vigilance des autorités nationales demeure donc nécessaire pour maintenir un contexte et des conditions de financement favorables à une croissance durable et non inflationniste. La pérennisation de ces résultats ainsi que le bon fonctionnement de l'Union monétaire supposent également une consolidation durable des finances publiques.

## **2. En Union monétaire, la poursuite de la consolidation budgétaire permettra de mieux préparer l'avenir de l'économie française**

### ***2.1. Les autorités françaises ont été conduites à procéder à un ajustement budgétaire important afin de ramener les déficits publics vers la norme de référence***

La dégradation sensible de la situation financière des administrations publiques depuis le début des années quatre-vingt-dix a conduit les pouvoirs publics à procéder à une consolidation budgétaire visant à converger vers le critère de déficit du traité de Maastricht.

Le redressement effectué au cours des années récentes en France a été effectué moyennant une hausse des prélèvements obligatoires. De 1990 à 1997, le taux des prélèvements obligatoires est ainsi passé de 43,7 % à environ 46,0 %. À ces mesures discrétionnaires, se sont ajoutés les effets favorables sur les recettes de l'accélération de croissance de 1994 et de la phase actuelle de reprise.

<sup>1</sup> Mesure des tensions inflationnistes résultant des tendances de fond de l'économie

Comme l'indique le tableau ci-dessous, les recettes ont progressé sur l'ensemble de la période (+ 1,9 point de PIB), mais gagnent environ 1 point sur les deux seules dernières années. Elles constituent le facteur principal du redressement des comptes publics. Mais les prélevements obligatoires ayant atteint un niveau sans précédent, la poursuite de la consolidation budgétaire devrait, à l'avenir, passer par la réduction de la dépense publique.

Or, depuis le début des années quatre-vingt-dix, les dépenses ont augmenté continûment : leur progression est marquée (+ 3,4 points de PIB) au regard de celles des recettes courantes. L'ensemble des postes participent à ce mouvement, hormis l'investissement public dont la part décroît légèrement.

Notons enfin que les administrations publiques (APU) ont bénéficié de la forte baisse des taux d'intérêt entamée depuis octobre 1995. Exprimée en points de PIB, la charge d'intérêts diminue légèrement en 1997 pour la première fois depuis 1988. Ce mouvement, dû à la baisse des taux, a atteint ses limites. La charge d'intérêts ne pourra, par la suite, être contenue — voire diminuée — que par une réduction de l'endettement public.

## QUELQUES ÉLÉMENTS DU COMPTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

	(en pourcentage de PIB)		
	1990	1997	Variations
Consommation des administrations.....	18,0	19,4	1,4
Dépenses nettes en capital.....	4,0	2,6	- 1,4
Transferts courants.....	25,6	28,4	2,8
Charge d'intérêts.....	2,9	3,6	0,7
Dépenses totales.....	50,6	54,0	3,4
Recettes courantes.....	49,0	50,9	1,9
Solde des APU au sens de Maastricht.....	- 1,6	- 3,0	- 1,4
Dette des APU au sens de Maastricht.....	35,5	58,0	22,5

Source : Commission européenne (Rapport, printemps 1998)

### 2.2. *La poursuite de cet effort de consolidation budgétaire est nécessaire à l'établissement d'un contexte financier favorable à l'activité productive*

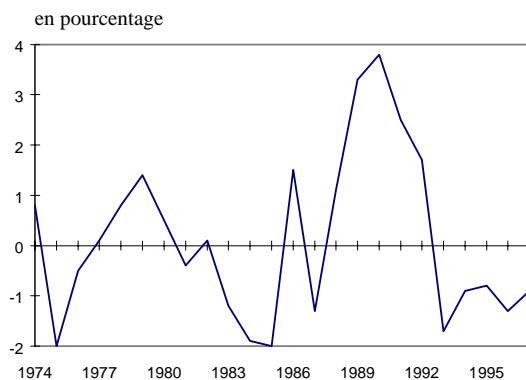
Il convient de confirmer l'objectif à moyen terme de finances publiques proches de l'équilibre ou en excédent. C'est l'objectif que se sont assignés non seulement la France mais tous les pays européens dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance.

Il convient de profiter de l'accélération de la croissance en cours pour dégager, en phase haute de cycle, des marges de manœuvre budgétaire potentiellement mobilisables lors d'un éventuel retournement ultérieur de conjoncture, tout en restant dans le cadre dessiné par le pacte de stabilité et de croissance. Ceci implique de rechercher un solde budgétaire équilibré à échéance rapprochée. Or, compte tenu du poids des prélevements obligatoires et des décalages dans la perception de certaines recettes, une accélération de 1 point de l'activité permettrait un gain d'au plus 0,4 point de PIB pour les recettes. Un effort important de maîtrise des dépenses doit donc être poursuivi pour pouvoir dégager de telles marges de manœuvre.

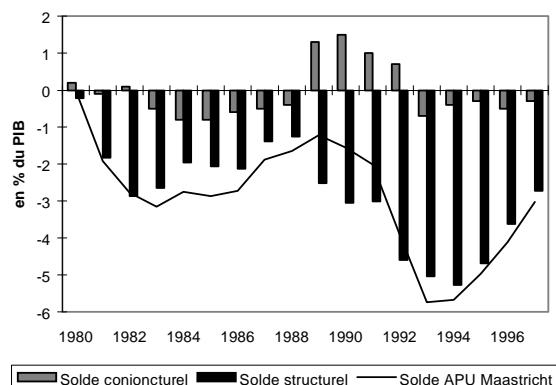
Enfin, même si la France bénéficie d'une épargne interne importante, comme en témoigne notamment l'accumulation d'excédents courants depuis le début des années quatre-vingt-dix, elle reste confrontée, à l'instar de ses partenaires européens, à d'autres problèmes structurels comme ceux du chômage et du vieillissement de sa population. La France, comme les autres pays européens, continue d'accumuler, au titre des régimes de pension, une dette implicite élevée.

## FRANCE : COMPLÉMENTS GRAPHIQUES

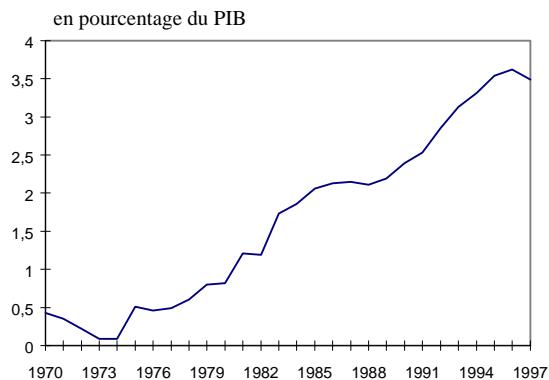
## ÉCART DE PIB TENDANCIEL



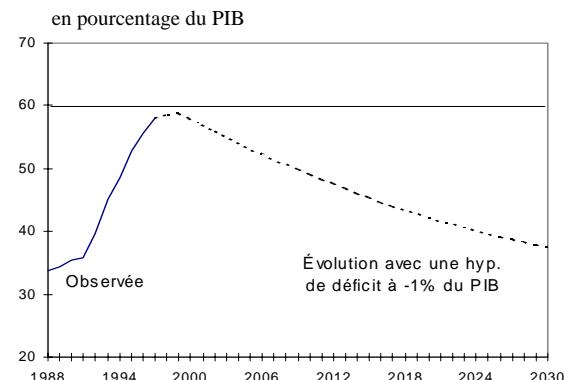
## COMPOSANTES STRUCTURELLES ET CONJONCTURELLE DU SOLDE BUDGÉTAIRE



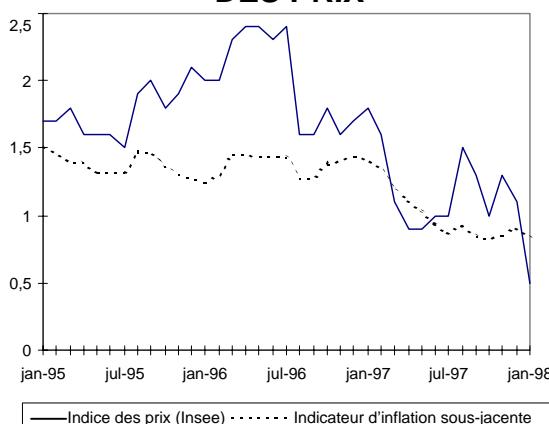
## CHARGES NETTES DES INTÉRÊTS PUBLICS



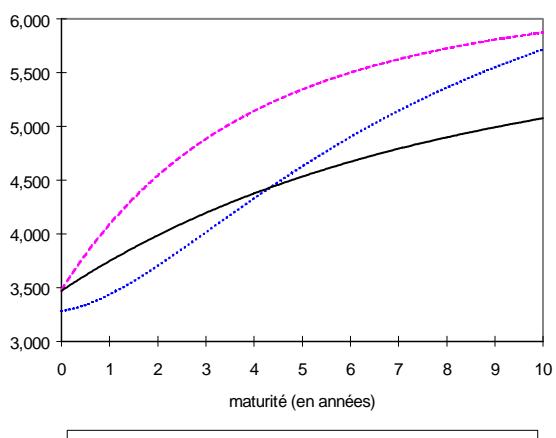
## DYNAMIQUE DE LA DETTE PUBLIQUE



## GLISSEMENT ANNUEL DE L'INDICE DES PRIX



## TAUX ZÉRO-COUPOON



# PRIX D'ACTIFS, RELATIONS AVEC LES FACTEURS DE LA DEMANDE ET LE CRÉDIT : QUELQUES IMPLICATIONS POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

---

PIERRE JAILLET  
*Direction des Études et Statistiques monétaires*  
PIERRE SICSIC  
*Direction des Études économiques et de la Recherche*

■ Le milieu de la dernière décennie a été marqué, en France, par la déréglementation financière, et on a ensuite observé à la fois une forte hausse des prix immobiliers (jusqu'en 1990) et du cours des actions, une forte baisse du taux d'épargne des ménages et une accélération de l'investissement des entreprises. Cette décomposition chronologique suggère l'existence d'effets de richesse, et d'un lien entre déréglementation financière et hausse du prix des actifs, probablement par expansion des crédits aux acheteurs de ces actifs.

■ Cet article confronte des hypothèses aux données disponibles, qui ne semblent pas valider l'hypothèse d'effet de richesse. Ainsi, sur la période allant de 1974 à 1995, il n'apparaît pas de relation statistique significative entre consommation des ménages et cours des actions, dont la détention est, il est vrai, particulièrement concentrée en France. Cette observation, qui suggère que l'activité est, en France, peu affectée par une hausse ou une baisse de la bourse, devra naturellement être confirmée sur la base de données plus récentes.

■ On peut imaginer qu'après une dégradation de leur situation patrimoniale liée au retournement du prix des actifs, les banques répercutent moins les baisses de taux de marché, modifiant ainsi les canaux de transmission de la politique monétaire. Contrairement à cette hypothèse, on observe que l'ajustement des taux débiteurs au taux de marché a été de plus en plus réactif ces dernières années.

■ On formule enfin quelques observations sur la possibilité d'intégrer des préoccupations liées à l'évolution des prix d'actifs dans la formulation et la conduite de la politique monétaire. Il en ressort que, si l'intégration explicite des prix d'actifs dans la formulation des politiques d'objectifs est peu envisageable, les banques centrales ne peuvent pas davantage adopter une attitude de « *benign neglect* » à leur égard<sup>1</sup>.

## 1. Richesse boursière des ménages<sup>2</sup>

La capitalisation boursière en France était de 3 073 milliards de francs en décembre 1996, soit 39 % du PIB. Elle était de 2 415 milliards de francs à la fin de 1994, soit 33 % du PIB. Cette capitalisation est plus faible qu'aux États-Unis, où elle était de 6 234 milliards de dollars à la fin de 1994 (90 % du PIB) et de 10 215 milliards à la fin de 1996 (133 % du PIB). De plus, la part de la capitalisation détenue par les ménages est bien moins élevée en France : alors que 64 % des actions cotées étaient, en 1994, contrôlées par des ménages aux États-Unis (en incorporant les actions à l'actif des fonds de pension), cette part était au plus de 30 % en France (en incorporant les actions à l'actif des OPCVM détenus par les ménages)<sup>3</sup>.

Le patrimoine en actions des ménages français n'est pas très bien connu. À la fin de 1994, le montant des actions cotées (et OPCVM actions) françaises détenues par les ménages était, d'après l'enquête-titres de la Banque de France, de 443,4 milliards de francs (dont 128,7 milliards de francs d'OPCVM actions). Comme le taux de couverture d'ensemble de cette enquête était de 61,4 % de la capitalisation boursière, le capital des ménages en actions cotées peut être évalué à un peu plus de 700 milliards de francs, soit environ 30 % de la capitalisation boursière<sup>4</sup>. À la fin de 1996, le patrimoine des ménages français en actions cotées peut être évalué à 800 milliards de francs<sup>5</sup>. La richesse globale des ménages français en actions est donc bien plus faible que celle des ménages américains.

À propos de la concentration de détention d'actions, aux États-Unis, en 1992, les 10 % des ménages ayant les patrimoines actions les plus élevés possédaient 90 % du total du patrimoine actions des ménages ; les 12 % de ménages américains aux revenus les plus élevés détenaient 58 % du total du patrimoine actions, qui comprend les fonds de pension (Poterba et Samwick, 1995, tableaux 9 et 10). En France, d'après l'enquête « Actifs financiers » de l'INSEE de 1992, les 10 % des ménages les plus riches (au sens du patrimoine financier, qui va des actions aux comptes chèques) possédaient 86 % du

<sup>1</sup> Une version de cet article en anglais a été publiée par la Banque des règlements internationaux en mars 1998 dans *The Role of Asset Prices in the Formulation of Monetary Policy*, Conference Papers Vol. 5.

<sup>2</sup> Les auteurs de cette étude ont bénéficié de l'aide de Gunther Capelle-Blancard pour la rédaction de cette partie.

<sup>3</sup> Les données sur les États-Unis proviennent de Poterba et Samwick [1995, p. 323].

<sup>4</sup> Divisant 443,4 par 0,614, on obtient 722,1 milliards de francs. Ces informations proviennent de Chocron et Marchand [1995, p. 161 et 165]. Cette estimation de la richesse boursière des ménages est une surestimation, puisque la couverture de l'enquête-titres, menée auprès des établissements bancaires gestionnaires de comptes-titres, est probablement plus élevée pour les ménages que pour les autres agents. D'après les tableaux d'opérations financières trimestriels, les ménages détenaient, à la fin de 1994, 779 milliards de francs d'actions françaises cotées (hors OPCVM actions). Arrondel et alii [1996, p. 158] présentent les différentes estimations de la richesse boursière des ménages français, et préfèrent le patrimoine calculé à partir des réponses à l'enquête-titres de la Banque de France, proche de celui calculé à partir des réponses à l'enquête « Actifs financiers » menée par l'INSEE auprès des ménages.

<sup>5</sup> D'après l'enquête de décembre 1996, les ménages détenaient 466 milliards de francs, pour un taux de couverture global de 57 % (Chocron et alii. 1997, pp. 212 et 217).

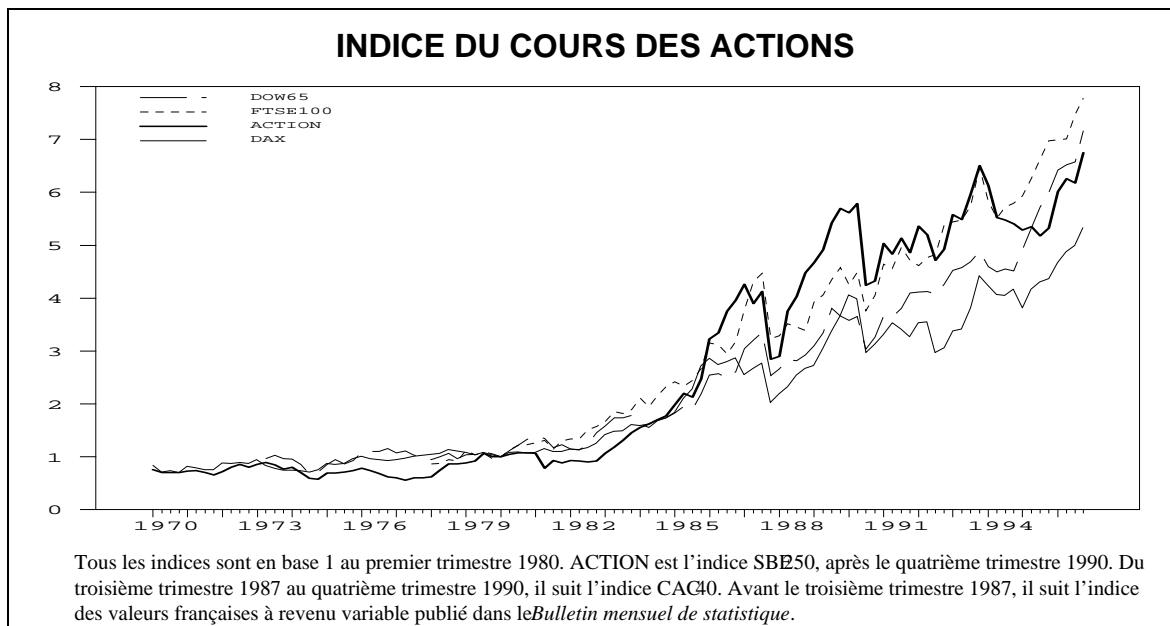
montant total des valeurs mobilières détenues par les ménages français (Arrondel, 1996, tableau 9C, p. 54). Il est vraisemblable que la concentration soit encore plus forte pour les seules actions. Assimilant revenu et patrimoine financier comme critère de classification des ménages pour une comparaison internationale, il apparaît que la concentration de détention d'actions est plus forte en France qu'aux États-Unis.

Compte tenu de la concentration de détention des actions, un effet de richesse de la hausse du cours des actions devrait se traduire par un accroissement relatif de la consommation de produits achetés par les ménages les plus fortunés. Une telle corrélation ne ressort pas clairement aux États-Unis. Poterba et Samwick [1995, p. 297], ne trouvent donc pas d'effet de richesse du cours des actions vers la consommation des ménages aux États-Unis et concluent que la corrélation positive entre cours et ensemble de la consommation provient du caractère d'indicateur avancé des mouvements de cours. La question de la corrélation entre cours des actions et consommation des ménages en France est abordée dans la partie suivante.

## 2. Cours des actions et consommation des ménages

La hausse du cours des actions à la Bourse de Paris a été particulièrement forte de 1985 à 1990. On remarque sur le graphique 1 que la progression des cours boursiers a été plus rapide à Paris qu'à New York, Londres ou Francfort sur cette période. Or le taux d'épargne des ménages français a fortement diminué à cette époque, ce qui suggère qu'il y a une relation statistique entre le cours des actions et la consommation des ménages.

Graphique 1



Le premier essai de vérification d'influence du cours des actions sur la consommation des ménages consiste à régresser le taux de croissance trimestrielle de la consommation en volume sur les taux de croissance retardés de l'indice boursier (divisé par l'indice de prix de la consommation). Les résultats de ces régressions sont présentés dans le tableau 1.

La conclusion qui ressort de ces estimations est que le caractère prédictif de la progression du cours des actions disparaît avec la neutralisation du dernier trimestre de 1974, par l'introduction d'une variable muette pour ce trimestre<sup>1</sup>.

Des spécifications un peu plus élaborées de la consommation des ménages faisant intervenir le revenu des ménages et l'inflation ne modifient pas cette conclusion. Si l'on ajoute aux déterminants de la consommation retenus dans Sicsic et Villetelle [1995] la progression de l'indice boursier, l'influence de celui-ci n'apparaît pas significative<sup>2</sup>. L'estimation de l'équation Ea3, qui comporte une variable muette valant 1 de 1986 à 1990, montre que le taux d'épargne a été, au regard du revenu et de l'inflation, anormalement bas durant cette période. Cet épisode n'est pas lié au cours des actions (le coefficient de la progression de l'indice réel des actions est très loin de la significativité dans l'équation Eac sans cette variable muette), mais est lié au développement des crédits de trésorerie aux particuliers, qui a constitué un des aspects de la libéralisation financière de cette période.

Tableau 1

RÉGRESSIONS DU TAUX DE CROISSANCE DE LA CONSOMMATION SUR LES TAUX DE CROISSANCE DE L'INDICE BOURSIER (échantillon premier trimestre 1974-quatrième trimestre 1995)						
	E0		E1		E2	
	Coefficient	t-stat.	Coefficient.	t-stat.	Coefficient.	t-stat.
a <sub>0</sub> .....	0,0057	7,3	0,0056	7,2	0,0058	7,6
w <sub>0</sub> .....	- 0,0068	- 0,9				
w <sub>1</sub> .....	0,0083	1,1				
w <sub>2</sub> .....	0,0150	2,0	0,0139	1,9	0,0110	1,5
w <sub>3</sub> .....	- 0,0048	- 0,6				
w <sub>4</sub> .....	- 0,0083	- 1,1				
k .....					- 0,015	- 2,1
DW .....	2,1		2,1		2,1	
SER (en pourcentage)....	0,73		0,73		0,71	
R <sup>2</sup> .....	0,42		0,40		0,43	

E0 est  $\Delta \log C = a_0 + w_0 \Delta \log Icact + w_1 \Delta \log Icact_{-1} + w_2 \Delta \log Icact_{-2} + w_3 \Delta \log Icact_{-3} + w_4 \Delta \log Icact_{-4}$

C est la consommation des ménages en volume et Icact est l'indice boursier divisé par l'indice de prix de la consommation.

E1 est l'équation E0 après suppression des termes non significatifs, et E2 est l'équation E1 augmentée d'une variable muette au quatrième trimestre 1974.

<sup>1</sup> Il est habituel d'introduire une telle variable dans l'économétrie de la consommation en France, les grèves ayant alors perturbé la consommation.

<sup>2</sup> L'équation incorporant l'indice boursier ne modélise pas le niveau de la consommation en fonction du montant de la richesse boursière car l'indice boursier en niveau ne figure pas dans le terme de rappel. L'influence de court terme de l'indice boursier sur la consommation est rejetée ; l'influence de long terme n'est pas examinée.

Tableau 2

ESTIMATIONS DE FONCTIONS DE CONSOMMATION (échantillon premier trimestre 1974-quatrième trimestre 1995)								
	Ea		Ead		Ea2		Ea3	
	Coefficient	t-stat	Coefficient	t-stat	Coefficient	t-stat	Coefficient	t-stat
a .....	- 0,11	- 4,7	- 0,11	- 5,5	- 0,15	- 12,3	- 0,15	- 16,1
b .....	- 8,58	- 2,8	- 8,10	- 3,1	- 5,81	- 4,3	- 4,64	- 4,7
c .....	- 0,09	- 2,8	- 0,10	- 3,2	- 0,15	- 4,6	- 0,17	- 5,0
d .....	- 2,55	- 3,3	- 2,41	- 3,5	- 2,21	- 5,0	- 1,81	- 4,7
w <sub>2</sub> .....	0,0134	1,9	0,0106	1,5	0,0066	1,0	0,0041	0,6
-w <sub>2</sub> /c .....	0,15		0,11		0,04		0,02	
e .....					3,55	3,7	1,46	1,7
100 u .....							3,34	2,7
k .....				- 0,016	- 2,3			- 0,017
DW .....	2,26		2,27		2,40		2,48	
SER (en pourcentage)....	0,67		0,65		0,63		0,60	
R <sup>2</sup> .....	0,50		0,53		0,56		0,62	

Équation de consommation fonction du revenu et de l'inflation, augmentée du taux de croissance de l'indice du cours des actions

$$Ea : \Delta \log C = -ac + (1-cb)\Delta \log R + c \log \frac{C_{-1}}{R_{-1}} - dc\Delta \log p + w_2\Delta \log Iact_{-2}$$

*R* est le revenu disponible brut des ménages divisé par le prix de la consommation des ménages noté *p*.

Équation Ea augmentée des crédits de trésorerie, notés *CRT*, Ea2 :

$$\Delta \log C = -ac + (1-cb)\Delta \log R + c \log \frac{C_{-1}}{R_{-1}} - dc\Delta \log p + w_2\Delta \log Iact_{-2} + e(1-cb)\frac{\Delta CRT}{pR} + e(-1+cb-c)\left(\frac{\Delta CRT_{-1}}{pR_{-1}}\right)$$

Équation Ea augmentée des crédits de trésorerie, de la variable muette premier trimestre 1986-quatrième trimestre 1990 et d'une variable muette au quatrième trimestre 1974, Ea3 :

$$\Delta \log C = -ac + (1-cb)\Delta \log R + c \log \frac{C_{-1}}{R_{-1}} - dc\Delta \log p + w_2\Delta \log Iact_{-2} + e(1-cb)\frac{\Delta CRT}{pR} + e(-1+cb-c)\left(\frac{\Delta CRT_{-1}}{pR_{-1}}\right) - cuD_{86-90} - ckD_{74:4}$$

### 3. Crédits et prix de l'immobilier

Les prix de l'immobilier, tant résidentiel que de bureaux, à Paris, ont fortement augmenté à la fin des années quatre-vingt. Le prix moyen au m<sup>2</sup>, d'après la Chambre des notaires de Paris, a doublé de 1985 à 1990 en termes réels (après prise en compte de la hausse des prix de la consommation). Par la suite, il a diminué, pour atteindre en 1996 un niveau supérieur de 20 % à celui de 1985. Cependant, le prix de l'immobilier résidentiel en général en France a suivi le rythme de l'inflation, d'après la série de Mouillart [1997]<sup>1</sup>.

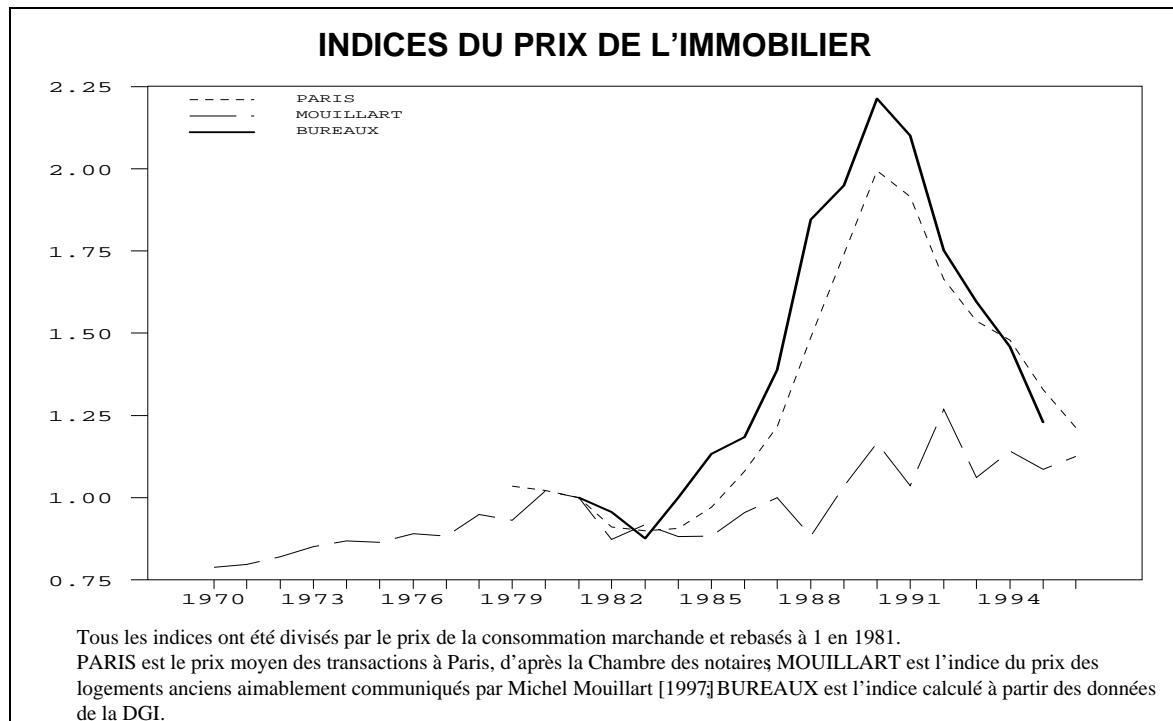
Les prix de l'immobilier de bureaux ont été calculés à partir de données fournies par la direction générale des Impôts (DGI) sur les valeurs vénale moyenne par arrondissement de Paris et pour quelques autres villes<sup>2</sup>. Pour chaque localisation, deux types de valeurs vénale sont disponibles, celles des bureaux de « *standing* » et celles des bureaux « *courants* ». Quatre séries ont été calculées en croisant la localisation (Paris-province) et le type de bureaux (pondération par le nombre de mutations), puis une simple moyenne de ces quatre séries (divisées par le prix de la consommation et rebasées à 1 en 1981) représente la valeur réelle de l'immobilier de bureaux en France.

<sup>1</sup> Cette série sera reprise dans la prochaine base de comptes nationaux patrimoniaux (Moreau, 1997).

<sup>2</sup> Données non publiées provenant de la direction générale des Impôts et utilisées dans Grunspan [1997]

La progression modérée et régulière de l'indice du prix réel de l'immobilier résidentiel pour la France entière (accroissement de 13 % de 1981 à 1996, graphique 2) montre qu'il n'y a pas d'effets de richesse à rechercher de ce côté. Le pic observé sur le prix de l'immobilier de bureaux (multiplication par trois à Paris) de 1985 à 1990, au moment même de la déréglementation financière, conduit à se demander s'il n'y aurait pas une relation entre expansion du crédit et hausse du prix des actifs<sup>1</sup>.

Graphique 2



Le taux de croissance nominal des crédits a été vif de 1985 à 1991 (9,8 %, après 12,6 % de 1978 à 1985, et une inflation moyenne de 2,5 %, après 8,9 %). Les crédits promoteurs augmentent en moyenne de presque 50 % par an de 1985 à 1991, l'essentiel de la progression se situant entre 1988 et 1991. Le montant de ces crédits promoteurs a toujours été limité (175 milliards de francs en 1991, alors que les autres crédits habitat étaient de 1 996 milliards). Il importe de souligner que les crédits finançant les transactions sur l'immobilier résidentiel ou de bureaux réalisées, par exemple, par des administrateurs de biens sont classés, au sens des statistiques monétaires, dans les crédits à l'investissement des sociétés. Ces crédits augmentent, en termes réels, plus rapidement de 1985 à 1991 (7 %) que de 1978 à 1985 (6 %).

<sup>1</sup> C'est l'idée de base soutenue, en particulier, dans le cas de la France par Borio, Kennedy et Prowse [1994].

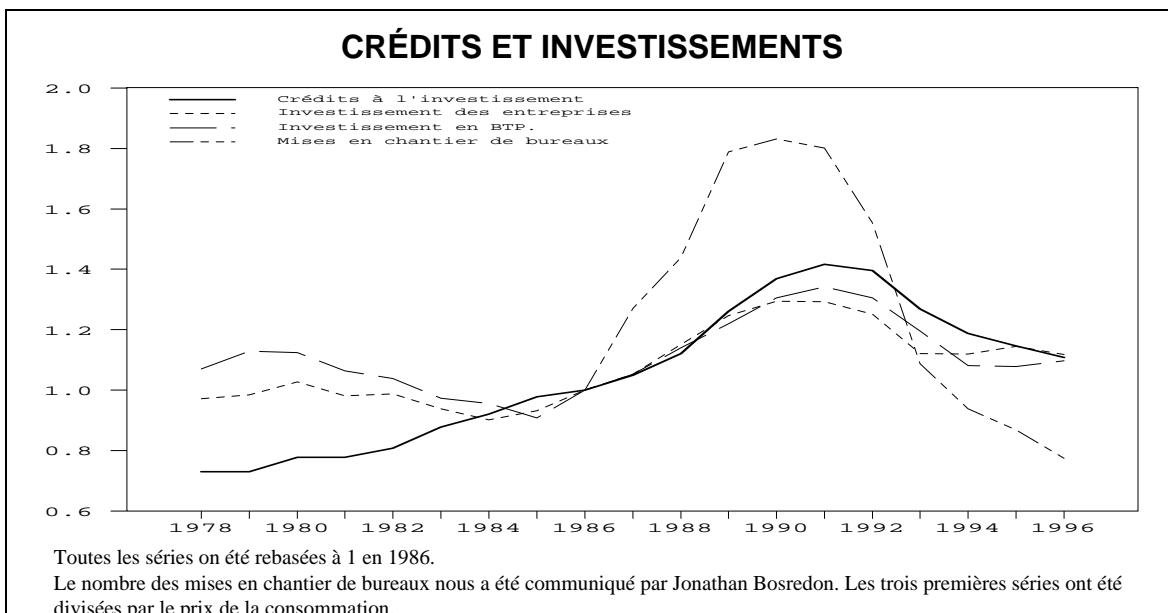
Tableau 3

	TAUX DE CROISSANCE ANNUELS MOYENS ET CONTRIBUTIONS A LA CROISSANCE DE L'ENSEMBLE DES CRÉDITS					
	1978 à 1985		1985 à 1991		1991 à 1996	
	Taux de croissance	Contributions	Taux de croissance	Contributions	Taux de croissance	Contributions
Trésorerie entreprises.....	10,18	1,64	10,45	1,46	- 0,68	- 0,09
Exportation.....	5,15	0,26	- 15,89	- 0,24	- 12,31	- 0,05
Investissement des sociétés.....	14,87	2,67	9,53	1,86	- 2,90	- 0,52
Investissement des autres agents.....	11,40	2,00	6,79	1,12	1,62	0,23
Trésorerie particuliers.....	17,59	0,54	18,37	0,94	4,63	0,29
Habitat-investisseurs.....	13,71	4,94	7,02	2,50	2,06	0,66
Habitat-promoteurs.....	- 2,51	- 0,01	49,58	0,52	- 18,99	- 0,36
Autres crédits.....	7,79	0,23	22,45	0,98	- 12,39	- 0,55
Créances douteuses.....	32,78	0,37	24,92	0,64	12,67	0,64
<b>Total .....</b>	<b>12,61</b>		<b>9,75</b>		<b>0,22</b>	

Sur le graphique 3, on observe que les crédits à l'investissement des statistiques monétaires augmentent plus que la formation brute de capital fixe (FBCF) des SQS-EI (tous deux divisés par le déflateur de la consommation). Comme le taux d'autofinancement allait s'améliorant, le montant de la FBCF à financer par fonds extérieurs a décliné depuis 1982. La montée des crédits « investissements » a manifestement permis d'autres types de transactions que la FBCF. On peut également noter que le nombre des mises en chantier de bâtiments de bureaux a suivi l'évolution du prix des transactions de bureaux.

L'orientation de la politique monétaire n'était pas accommodante au milieu des années quatre-vingt, si l'on en juge par le niveau des taux d'intérêt réels. Devant les taux de rendement attendus de la détention d'actifs, en phase de forte hausse de leur prix, la demande de crédits est peu sensible aux taux d'intérêt qui ne peuvent qu'être bien inférieurs à ces taux de rendement. L'exemple historique le plus célèbre est celui du boum boursier aux États-Unis de 1926-1929, dont White [1990, p. 159-164] explique qu'il s'est développé sous une politique monétaire restrictive et qu'il a attiré des fonds par réallocation du crédit sur les marchés de capitaux.

Graphique 3



#### 4. Transmission des taux courts de marché aux taux débiteurs<sup>1</sup>

Un mécanisme potentiellement dangereux de l'inflation des prix d'actifs, et de leur dégonflement postérieur, provient de la dégradation des bilans bancaires, qui se traduirait par une rigidification des mécanismes de transmission de la politique monétaire, c'est-à-dire par une plus grande inertie des taux débiteurs appliqués par les banques aux emprunteurs relativement au taux de marché.

Pour tester cette idée, les données individuelles des enquêtes auprès des guichets bancaires menées par la Banque de France pour la mesure du coût du crédit aux entreprises ont été utilisées. On dispose du taux du crédit consenti ainsi que de son montant. Une équation économétrique par type de crédit, contrôlant l'effet-taille du crédit et les effets fixes (type de banque et secteur d'activité), a été estimée jusqu'en 1994 pour prendre en compte une première période de baisse des taux de marché, et projetée depuis lors.

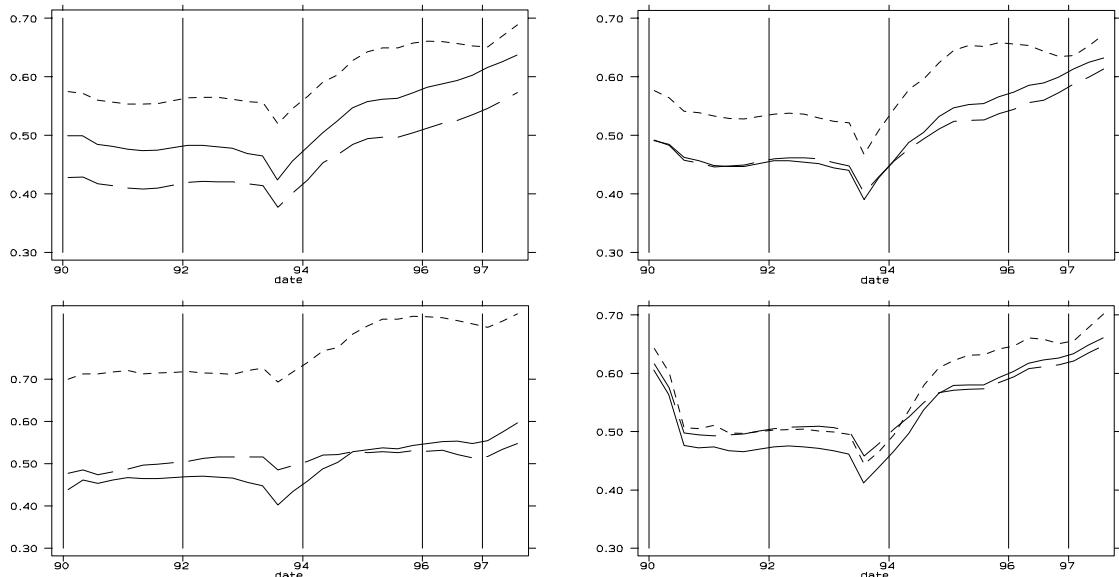
L'équation estimée est :

$$r_{k,t} = \mu_0 + \sum_{i=1}^3 \alpha_i tdir_t^i + \mu_1 C_k^1 + \mu_2 C_k^2 + \gamma_1 (tdir_t^1 - \bar{tdir}) C_k^1 + \gamma_2 (tdir_t^1 - \bar{tdir}) C_k^2 + \sum \kappa_j I_k^j + u_{k,t}$$

où  $r_{k,t}$  est le taux effectif global pour l'observation  $k$  du mois  $t$  (les enquêtes sont réalisées en janvier, avril, juillet et octobre).  $tdir_t^i$  est le taux Pibor 3 mois en  $t-i$ .  $C_k^1$  et  $C_k^2$  sont des variables indicatrices de montant de prêts, et les  $I_k^j$  sont des variables indicatrices de secteurs d'entreprises et de type de banques. Les taux débiteurs simulés sont dans l'ensemble supérieurs aux taux débiteurs observés, ce qui indique que la transmission de la baisse des taux de marché aux taux débiteurs n'a pas été freinée.

Graphique 4

#### ESTIMATEURS RÉCURSIFS DE L'INFLUENCE DU TAUX DE MARCHÉ SUR LES TAUX DÉBITEURS



Pour une date donnée, un point de ces graphiques représente l'estimateur obtenu lorsque l'échantillon s'arrête à cette date. Les graphiques du haut correspondent aux estimations sur les taux pour les escomptes (gauche) et les découvertes (droit) ; les graphiques du bas correspondent aux estimations pour les crédits de court terme (gauche) et de long terme (droit). Tirets espacés pour les prêts de montants les plus élevés, tirets rapprochés pour ceux de montants les plus faibles.

<sup>1</sup> Renaud Lacroix a contribué à cette partie, en réalisant les estimations économétriques, en reprenant le modèle proposé par Rosenwald [1998].

Une autre façon de décrire ce phénomène consiste à représenter les coefficients des taux de marché obtenus dans les régressions expliquant les taux débiteurs lorsque l'échantillon d'estimation s'allonge<sup>1</sup>. On pourrait s'attendre à ce que ce coefficient se réduise quand l'échantillon incorpore des périodes de faible taux de marché, puisqu'alors les taux débiteurs se rapprochent du « point mort » des banques, résultant des coûts fixes. Conformément à l'intuition, les coefficients sont plus élevés pour les montants les plus importants. Le résultat marquant est cependant que les coefficients reliant les taux débiteurs aux taux de marché se sont récemment accrus (graphique 4), alors que les coefficients constants (du type  $\mu_1 + \mu_2 + \mu_3$ , coefficients non représentés) ont diminué. Les taux débiteurs n'ont donc pas été particulièrement inertes face à la décrue des taux de marché de 1995 à 1997.

## 5. Les autorités monétaires confrontées à l'évolution du prix des actifs

La plupart des banques centrales se fixent aujourd'hui un objectif final de *stabilité des prix*, défini sur la base des indicateurs courants d'inflation (indices des prix à la consommation ou déflateurs du revenu national). La déconnexion observée dans beaucoup de pays au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt entre les indicateurs usuels de prix et le prix des actifs (financiers ou immobiliers), aussi nette qu'elle ait pu être, n'a, à cet égard, rien changé fondamentalement, en dépit du fait que, dans leur communication avec les marchés et l'opinion publique, les autorités monétaires apparaissent aujourd'hui plus attentives à l'évolution des marchés d'actifs (*cf.* les déclarations de M. Greenspan sur « l'exubérance irrationnelle » de la bourse, les références à la courbe des taux dans la présentation des objectifs monétaires en France ou en Allemagne...).

Cette apparente indifférence des autorités monétaires à l'évolution parfois erratique du prix des actifs peut se justifier en théorie : sous l'hypothèse de marchés efficents, les indices du prix des biens et services, à condition d'être correctement pondérés et de refléter l'ensemble de la gamme des prix des biens et services, doivent résumer toute l'information disponible sur l'évolution future des prix d'actifs. Inversement, ces derniers doivent anticiper de manière fiable le prix des services liés : une variation des prix de l'immobilier, par exemple, doit refléter fidèlement la chronique actualisée du prix des loyers anticipés sur l'ensemble de la durée de vie de l'actif. Il n'y a dès lors aucun motif pour mettre en doute la validité de l'indice courant d'inflation, et partant de l'ancrage nominal des banques centrales.

Le problème réside dans ce que la déconnexion des indicateurs du prix des biens et services et du prix des actifs peut transitoirement revêtir une amplitude telle qu'elle conduise à rejeter l'hypothèse d'efficience des marchés et d'homogénéité des indicateurs de prix ; il faut alors admettre que la formation de « bulles spéculatives » sur certains marchés d'actifs traduit une dynamique propre de ces marchés, dont les dérèglements peuvent fausser l'allocation des ressources, amplifier le cycle réel *via* le canal de l'endettement et gripper en fin de compte les mécanismes de transmission de la politique monétaire au point de réduire dangereusement son efficacité. Confrontée à un tel cas de figure, une banque centrale ne peut naturellement maintenir une attitude de « *benign neglect* » et doit répondre à trois séries de questions.

<sup>1</sup> Il s'agit des coefficients  $\sum_i \alpha_i + \gamma_1 + \gamma_2$  pour les prêts de taille 2.

– *Quels sont les indicateurs disponibles et fiables sur l'évolution du prix des actifs et en quoi peuvent-ils apporter un éclairage nouveau sur la demande, l'activité et le maintien de la stabilité des prix ?* Une première constatation est que l'information statistique est généralement de mauvaise qualité, en particulier pour ce qui concerne les actifs immobiliers ; elle a donc un caractère partiel qui se prête mal à l'élaboration d'indicateurs synthétiques<sup>1</sup>. Cela peut expliquer, au moins en partie, la pénurie de travaux empiriques sur le sujet, leur caractère assez hétérogène, le caractère peu assuré ou conclusif de leurs résultats et peut-être plus encore la difficulté d'effectuer des comparaisons internationales. Dans leur mission principale de maintien de la stabilité des prix, les banques centrales doivent donc améliorer cette information statistique aujourd'hui déficiente. Il reste, de toute façon, difficile d'identifier une *inflation* des prix d'actif. Une banque centrale n'est pas nécessairement la mieux placée pour distinguer, par exemple, ce qui dans l'évolution du prix des actions relève des anticipations de profits liés à des gains de productivité ou bien à l'essor de bulles spéculatives ; il est sans doute impossible d'évaluer le niveau « optimal » du prix d'un actif.

– *En quoi la politique monétaire peut-elle être tenue pour responsable des dérèglements transitoires observés sur les marchés d'actifs ?* Borio et *alii* [1994] font, par exemple, ressortir une contribution significative du crédit à la forte progression du prix des actifs à partir du milieu des années quatre-vingt dans plusieurs pays dont la France. Dans ce dernier pays, le phénomène correspond à la mise en place d'un nouveau régime de contrôle monétaire (abandon de l'encadrement du crédit et adoption d'une régulation indirecte par les taux d'intérêt), sans que l'on puisse pour autant en inférer un lien de causalité : des tests économétriques ne permettraient probablement pas de valider une relation globale crédits-prix d'actifs, puisque le montant des encours de crédit a stagné depuis 1991, alors que le cours des actions a continué de progresser. Certains graphiques suggèrent cependant une relation entre certaines catégories de crédit et l'essor des prix sur des marchés spécifiques d'actifs. Ces observations illustrent le fait que, dans le cadre d'une politique monétaire de régulation indirecte par les taux, les banques centrales sont naturellement démunies d'instruments pour contrer un dérèglement se produisant sur un marché spécifique, comme par exemple l'immobilier de bureaux. Le problème est que ce dérèglement, s'il aboutit à détériorer gravement la situation patrimoniale des intermédiaires financiers, les rend *a priori* moins réactifs aux impulsions de la politique monétaire. Dans le cas de la France, les résultats des tests économétriques (*cf. supra*) ne semblent pas valider cette intuition, le comportement de fixation du taux débiteur par les établissements de crédit ne paraissant pas avoir été, dans l'ensemble, affecté de façon significative. Même s'il est difficile à identifier, le cas du Japon apparaît un peu comme un cas d'école où la constitution d'une bulle financière et immobilière a tout de même été favorisée par une politique monétaire extrêmement accommodante.

Pour conclure sur ce point, il est clair que l'on se trouve ici à l'intersection des politiques monétaire et prudentielle. Les autorités de contrôle prudentiel paraissent aujourd'hui mieux à même de prévenir la dérive des risques sectoriels ; à cet égard, les liens étroits qu'elles peuvent entretenir avec les banques centrales et une communauté de vue avec ces dernières ne peuvent que favoriser la convergence de ces préoccupations microéconomiques et de l'objectif de stabilité monétaire à long terme.

– *Quels enseignements les banques centrales peuvent-elles en tirer pour la formulation de leurs politiques d'objectif ?* Si, comme on l'a vu, une attitude de pur « *benign neglect* » des banques centrales vis-à-vis de l'évolution des prix d'actifs n'est pas envisageable, leur prise en compte explicite dans la formulation et la conduite des politiques monétaires soulève plusieurs réserves et ce même dans l'hypothèse où l'impact des prix d'actifs sur l'inflation et l'activité est avéré :

<sup>1</sup> La Banque de France travaille à l'élaboration d'un indice synthétique du prix des actifs afin de tester la validité d'un canal spécifique des mécanismes de transmission de la politique monétaire (Grunspan, 1997).

– en premier lieu, la politique monétaire n'apparaît pas être l'instrument adéquat pour traiter un déséquilibre apparaissant sur un marché spécifique et, plus généralement, n'est pas *efficace pour contrer un dérèglement des prix relatifs* ;

– l'usage de la politique monétaire risque ensuite de conduire à des *incohérences temporelles*, en raison des décalages d'évolution entre prix d'actifs et prix des biens et services. Dans ces conditions, les banques centrales seraient susceptibles d'intervenir à contre-temps et d'amplifier les cycles réels ;

– il peut y avoir un *coût en termes de transparence*, l'inclusion d'un objectif subsidiaire de prix d'actifs pouvant occasionner une opacité de la stratégie monétaire susceptible de la pénaliser par l'émergence d'une prime de risque. À cet égard, il serait, par exemple, difficile pour une banque centrale, dans sa communication avec le marché et le public, de durcir sa politique de taux en réaction à une hausse des prix d'actifs, alors même que les indicateurs usuels d'inflation convergeraient dans le sens de la désinflation ;

– il y aurait enfin à gérer un éventuel *problème d'asymétrie*. En admettant qu'une banque centrale durcisse sa politique monétaire pour contrer une hausse des prix d'actifs, faudrait-il qu'elle la relâche si ces derniers diminuent (et en fonction de quelle référence optimale ?).

Ainsi, tout en maintenant la formulation habituelle des politiques d'objectif monétaire, il semble utile d'approfondir notre connaissance des liens entre les prix d'actifs et les indicateurs financiers suivis par les banques centrales, dans le souci de renforcer encore le caractère préventif des politiques monétaires.

## BIBLIOGRAPHIE

- Arrondel, Luc (1996), « Patrimoine des ménages ; toujours le logement, mais aussi les actifs de précaution », *Économie et Statistique*, n° 296-297, p. 33-62.
- Arrondel, Luc, François Guillaumat-Taillet et Daniel Verger (1996), « Montants du patrimoine et des actifs : qualité et représentativité des déclarations des ménages », *Économie et Statistique*, n° 296-297, p. 145-164.
- Borio, C.E.V., N. Kennedy et S.D. Prowse (1994), « Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations across Countries, Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications », *BIS Economic Papers*, n° 40.
- Chocron, Monique et Lydie Marchand (1995), « La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres, enquête annuelle nationale à fin décembre 1994 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 21, septembre, p. 159-185.
- Chocron, Monique, Hervé Grandjean et Lydie Marchand (1997), « La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres en France au quatrième trimestre 1996 et sur l'ensemble de l'année 1996 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 40, avril, p. 209-242.
- Moreau, Gérard (1997), *Valorisation des comptes de patrimoine et de variations de patrimoine en logements par secteur institutionnel*, mimeo INSEE n° 023/G413.
- Grunspan, Thierry (1997), *Indice du prix des actifs et effets de richesse*, Banque de France, mimeo, octobre.
- Mouillart, Michel (1997), *À propos des séries de prix dans l'ancien*, mimeo juillet.
- Poterba, James M. et Andrew A. Samwick (1995), « Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption », *Brookings Paper on Economic Activity*, 1995-2, p. 295-372.
- Rosenwald, Fabienne (1998), « Coût du crédit et montant des prêts : une interprétation en termes de canal large du crédit », *Revue Économique*, à paraître.
- Sicsic, Pierre et Jean-Pierre Villetelle (1995), « Du nouveau sur le taux d'épargne des ménages ? », *Économie et Prévision*, n° 121/1995-5, p. 59-64.
- White, Eugene (1990), « When the Ticker Ran Late: The Boom and Crash of 1929 », dans *Crashes and Panics, the Lessons from History*, White (ed.).

# BILAN SUCCINCT DE L'ÉLABORATION DU MESSAGE EDIFACT « GESMES-CB »

L’Institut monétaire européen et la Banque des règlements internationaux (BRI), en coordination avec Eurostat, l’Office statistique des Communautés européennes, et en liaison étroite avec les banques centrales nationales de plusieurs États de l’Union européenne (dont la Banque de France), ont mis en œuvre un message destiné à la diffusion de séries statistiques.

Ce message permet l’acheminement de séries produites par les banques centrales nationales ou par les instituts statistiques nationaux des pays de l’Union européenne ou membres du G 10 à destination des principaux organismes internationaux. Il est aussi conçu pour pouvoir diffuser en retour des séries statistiques agrégées. Ce message constitue aujourd’hui une expérience concrète des possibilités offertes par le langage Edifact multisectoriel et international.

---

JEAN-MARC ISRAËL  
FABRICE GAUDUFFE  
*Direction de la Balance des paiements*

Le message « *GEneral Statistics MESSage* » (Gesmes) a vu le jour en 1993 à l’initiative du Groupe d’experts EEG6 (domaine statistique) de l’*European Board for Edifact Standards* (EBES). L’EBES travaille sous l’égide des Nations Unies et du Comité européen de normalisation.

Universel dans son concept et du fait de son modèle de données, le message Gesmes, développé sous l’égide d’Eurostat, l’Office statistique des Communautés européennes, avec notamment l’appui de l’INSEE, est également délicat et complexe à utiliser. L’Institut monétaire européen (IME), pour le projet E9 d’échange de données statistiques, la Banque des règlements internationaux (BRI), dans le cadre du projet CBIS de système d’information des banques centrales, et plusieurs banques centrales nationales ont cependant choisi d’avoir recours à ce message dans le contexte qui sera d’abord rappelé ci-dessous, avant d’évoquer les évolutions en cours.

## 1. Contexte initial

La BRI utilise avec succès, depuis le milieu des années soixante-dix, le format « EOB » pour les échanges de statistiques automatisés avec les banques centrales du G 10 et d'autres pays adhérents, dans les deux sens (réception et rediffusion de données nationales). Le constat a cependant été fait que ce format de fichier « propriétaire », d'une part ne permettait pas de satisfaire des fonctionnalités nouvelles telles que l'envoi de textes et d'autre part ne passait pas l'an 2000. Une solution devait donc être trouvée.

Dans le même temps, l'IME cherchait une solution efficace et souple pour échanger des données statistiques avec les banques centrales de l'Union européenne, notamment celles de la zone monétaire euro. Du fait de la coopération étroite déjà instaurée avec la BRI dans le domaine des bases de données statistiques, il était considéré comme très souhaitable que la solution adoptée puisse également convenir aux deux Institutions. En outre, la BRI était en mesure d'offrir à l'IME un recours en cas de nécessité, par exemple si le projet E9 avait pris du retard.

Le caractère de norme internationale des messages Edifact présentait un avantage certain, qui avait été mis en avant clairement par plusieurs banques centrales nationales (dont la Banque de France). Cependant, la réputation de complexité du langage et le nombre restreint de systèmes en fonctionnement rendaient l'opération fortement aléatoire, en particulier du fait de l'exigence de délai. Le calendrier prévoyait une durée, très courte, d'une année entre le lancement (début 1997) et le démarrage effectif (en mars 1998).

La principale réalisation qui pouvait servir de référence était le message Edifact « *Balance Of Payments STAtistics* » (Bopsta) utilisé depuis 1994 par les banques centrales de l'Europe continentale, ainsi que l'*Office for Nominal Statistics* (ONS) britannique et le *Central Statistical Office* (CSO) irlandais, pour transmettre les données trimestrielles et annuelles à Eurostat.

## 2. Projets E9 de l'IME et CBIS de la BRI

Certes, le message Bopsta était opérationnel, mais il restait circonscrit à la balance des paiements. L'IME et la BRI souhaitaient pouvoir échanger des données statistiques dans d'autres domaines, en particulier macroéconomiques (indice de prix, produit intérieur brut, etc.) ou monétaires et financiers. Ces deux Institutions se sont interrogées quant à l'opportunité d'utiliser le langage Edifact, en particulier lors des réunions des experts de la banque de données BRI en 1994 et 1995.

Des moyens humains et budgétaires ayant été dégagés par l'IME, la décision a été prise, début 1997, de lancer le projet E9 avec un chef de projet et un spécialiste Edifact à temps partiel, ainsi qu'un comité de coordination réunissant, outre ces deux acteurs, des représentants des banques centrales nationales et de la BRI. Le plus souvent spécialistes des questions générales relatives aux statistiques ou à l'informatique dédiée, ces délégués présentaient des profils diversifiés et des expériences complémentaires qui ont facilité la prise en compte de tous les éléments importants. Deux sous-groupes du comité de coordination ont travaillé en parallèle pendant cinq mois, l'un consacré à la modélisation des données, l'autre à l'élaboration du message avec l'appui d'un consultant d'Eurostat. Parmi les représentants des banques centrales nationales, ceux de Belgique, de France et d'Italie ont été plus particulièrement actifs.

Les représentants de la BRI ont fait bénéficier le projet de leur expertise dans le domaine très spécifique de l'alimentation d'une banque de données macroéconomiques et financières avec des contraintes fortes d'intégrité, de performance et de confidentialité. Dans le cadre de leur projet CBIS, ils ont aussi incité à l'utilisation du même message pour échanger avec les banques centrales nationales les données agrégées dont elles ont besoin, rejoignant ainsi les souhaits de certaines d'entre elles.

Ce travail de concertation a permis de mettre au point un sous-ensemble du message Gesmes bien adapté aux besoins, non seulement de l'IME, mais également de la BRI et d'Eurostat. Ce message a été désigné sous le sigle « Gesmes-CB », ce qui signifie à la fois qu'il respecte strictement la forme du message générique, mais aussi que certaines restrictions d'usage et des choix particuliers ont été faits pour faciliter les échanges entre banques centrales (*Central banks* en anglais, d'où l'abréviation « CB »)).

Au sein de la Banque de France, il a été confié au service de la Banque des séries monétaires et économiques (BSME) la mission officielle d'assurer l'interface entre les unités productrices de statistiques<sup>1</sup>, et l'IME. Cette unité à vocation transversale assume ce rôle vis-à-vis de la BRI depuis plus de quinze ans. À ce titre, elle organise, en interne, la collecte, le stockage, voire l'enrichissement de données demandées par l'IME, puis les télétransmet après mise au format Gesmes-CB. Réciproquement, le service de la BSME intégrera dans sa banque de données le contenu des messages Gesmes-CB en provenance de la BCE. À cette fin, elle a écrit un programme de traduction.

En ce qui concerne les données de balance des paiements, des tests ont été réalisés de novembre 1997 à janvier 1998. La Banque de France a envoyé le premier fichier mensuel de la campagne 1998 à l'IME à la date prévue, le 13 mars 1998 (soit M + 41 jours), et selon le format demandé, les « *key items* » ou principales lignes de balance vis-à-vis du *Reste du monde* (intra + extra Union monétaire).

Les données concernant les statistiques monétaires seront acheminées à la BCE selon les mêmes procédures et ce, à partir de début septembre 1998.

En matière de bilan, les projets E9 et CBIS ont mobilisé six experts (deux au sein de l'IME, trois au sein de la BRI et le consultant d'Eurostat) pendant un semestre à temps très partiel (environ 1/3) et une douzaine de spécialistes pour une dizaine de réunions de deux jours chacune. L'infrastructure technique pour les échanges numérisés de voix et de données n'a pas été traitée dans ce cadre, car elle est mise en commun entre plusieurs projets au sein du Système européen de banques centrales.

### 3. Évolutions en cours

La BRI est prête à utiliser Gesmes-CB. Toutefois, elle continuera jusqu'à fin 1999 d'accepter en parallèle le format EOB pour permettre aux banques centrales nationales concernées, dont une partie seulement est européenne, de basculer selon un calendrier non contraignant. Le volet relatif à la diffusion d'informations statistiques agrégées sera mis en œuvre de manière également progressive.

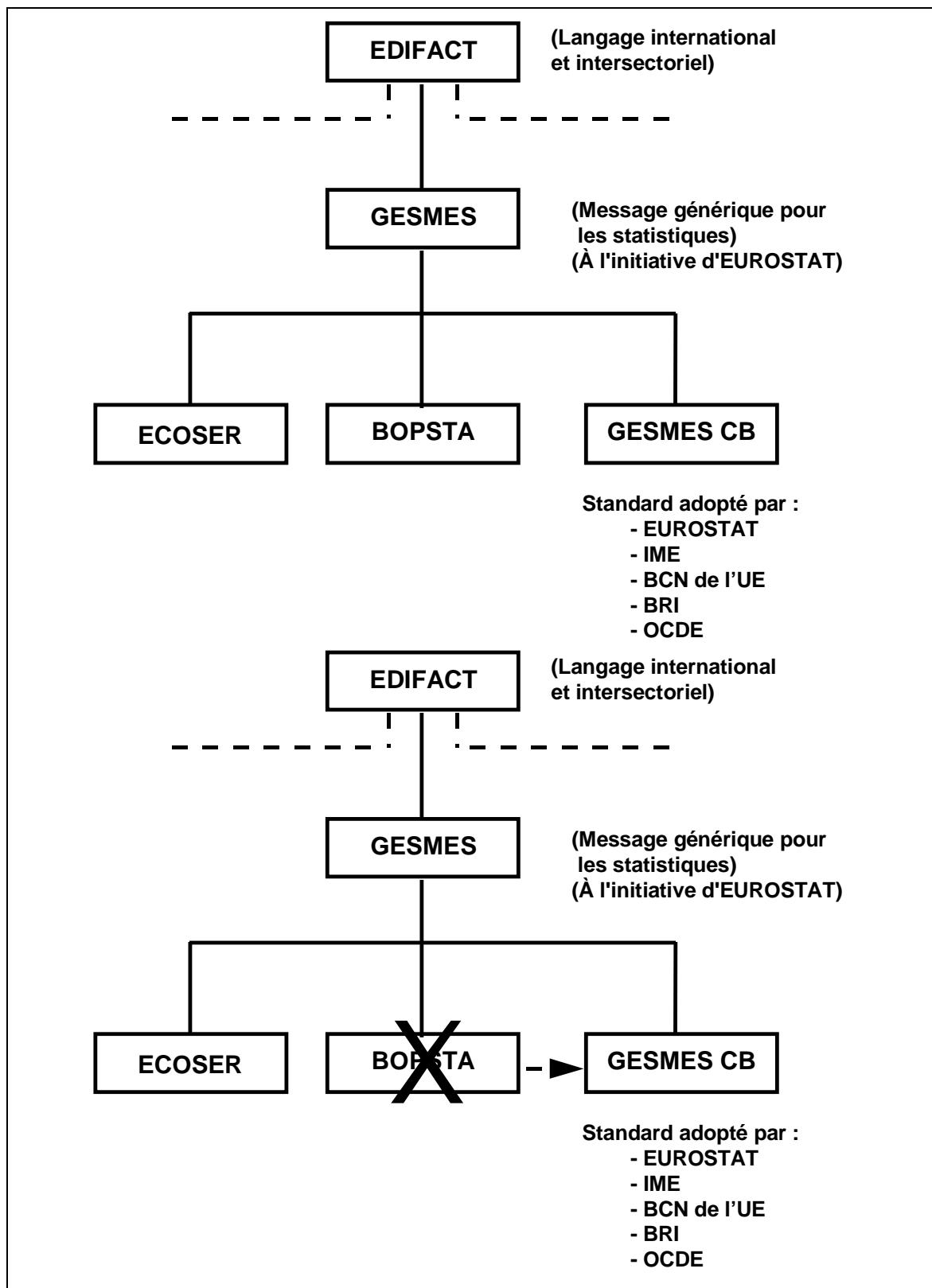
Les évolutions prévues portent sur deux aspects : le message lui-même et son utilisation.

Sur le premier point, le message a été prévu pour l'envoi non seulement de données statistiques, mais également de « métadonnées », c'est-à-dire d'informations codées ou textuelles qui précisent la méthodologie employée (par exemple changement de concepts par rapport à l'envoi précédent), le statut des données (estimations ou données réelles, niveau de confidentialité...), les sources, etc. Il convient de noter que l'emploi de certaines métadonnées a été mise en œuvre d'entrée de jeu et est déjà opérationnel.

Sur le second point, le message Gesmes-CB pourrait être mis en œuvre par les statisticiens (des banques centrales et, très vraisemblablement, des instituts statistiques nationaux) dans leurs relations avec d'autres organisations internationales telles que le FMI (qui a déjà donné son accord) et l'OCDE, voire, de manière complémentaire, entre les organisations elles-mêmes, prouvant ainsi la véritable universalité du format Edifact.

<sup>1</sup> Principalement la direction des Études et Statistiques monétaires et la direction de la Balance des paiements

## ANNEXE



# ACCÈS AUX MARCHÉS FINANCIERS ET PERFORMANCES DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES<sup>1</sup>

Les performances économiques et financières des entreprises peuvent être appréciées selon les modes d'accès aux sources de financement, en particulier de marché. Deux approches sont alors possibles. La première, qui n'est pas développée dans cet article, analyse l'organisation de cet accès au travers des relations que l'entreprise noue avec les fournisseurs de ressources et de services financiers, ce qui permet de définir son territoire financier. La seconde approche, non exclusive de la précédente et testée sur les dernières années, compare les firmes selon le degré d'accès aux marchés financiers, ce qui peut être appréhendé par le fait, pour une entreprise, d'être ou non cotée en bourse.

---

BERNARD BELLETANTE  
*École de Management de Lyon*  
BERNARD PARANQUE  
*Direction des entreprises*  
*Observatoire des entreprises*

---

<sup>1</sup> Article retenu pour être présenté lors de la 43<sup>e</sup> conférence mondiale de l'*International Council of Small Business* et publié dans les actes de cette manifestation

La comparaison PME-grandes entreprises met en lumière une différence de comportement. Les PME de l'industrie réalisent un effort d'accumulation plus important, une rentabilité économique plus élevée que les grandes entreprises, mais leur taux d'endettement est supérieur (Paranque 1994, 1997 ; Jullien, Paranque 1995).

La question qui nous préoccupe est celle du financement des besoins liés à l'activité. De ce point de vue, on peut opposer les entreprises selon les modes d'accès aux sources de financement, en particulier de marché. Deux approches peuvent être envisagées. La première analyse l'*organisation* de cet accès au travers des relations que l'entreprise noue avec les fournisseurs de ressources et de services financiers, ce qui permet de définir son territoire financier<sup>1</sup>. La seconde, non exclusive de la première, compare les firmes selon le *degré* d'accès aux marchés financiers, qui peut être appréhendé par le fait, pour une entreprise, d'être ou non cotée en bourse. Ces deux approches ont été testées sur les dernières années (Belletante et *alii*, 1994, 1995, 1996). Les travaux de l'Observatoire financier des entreprises moyennes (Ofem) ont mis en évidence les relations et les politiques financières de 104 sociétés caractérisées par leur petite ou moyenne capitalisation boursière (capitalisation boursière inférieure à 2 millions de francs).

Des travaux antérieurs avaient en outre montré (Belletante, Desroches, 1993) que la cotation se traduit par la mise en place de structures *holdings* accueillant les participations des dirigeants et de leur famille (92 % des *holdings* de l'échantillon Ofem), la détention en direct de titres devenant exceptionnelle. De même, ces études ont signalé que si les dirigeants des PME cotées françaises ne refusent pas de diffuser un volume élevé de titres dans le public, ils ne se limitent pas au seuil légal d'inscription sur un marché (10 % par exemple sur le Second marché français) : ce comportement traduit la volonté des dirigeants des PME cotées d'élargir leur actionnariat.

Quelles sont alors les caractéristiques économiques et financières des firmes ayant accès aux marchés financiers par rapport aux autres ? Autrement dit, quelles sont les contraintes qui pèsent sur les PMI dans leur effort d'adaptation au comportement qu'en attendent ces marchés ?

Des éléments de réponses à ces questions sont apportés à partir des renseignements comptables disponibles pour les entreprises manufacturières adhérant à la Centrale de bilans de la Banque de France. L'information « cotée – non cotée » est obtenue en croisant plusieurs sources : le Fichier bancaire des entreprises de la Banque de France, la Dafsa, l'annuaire des Sociétés de bourse Midiac 1995, le Guide des entreprises du Second marché 1995-1996 et le fichier constitué par l'Ofem dans lequel sont identifiées à la fois l'entreprise cotée proprement dite et, le cas échéant, les sociétés industrielles comprises dans le périmètre direct de consolidation de la société cotée. L'échantillon étudié en 1996 rassemble 12 044 entreprises dont l'exercice de douze mois s'est déroulé entre le 1<sup>er</sup> juillet 1995 et le 30 juin 1997.

Les données utilisées confirment le lien entre la taille et la cotation en bourse. La proportion de PMI cotées est de 1 %, contre 12 % pour les grandes entreprises, pour une proportion de 1,5 % dans l'ensemble de l'échantillon. Si on ne s'intéresse qu'aux seules entreprises cotées étudiées dans le cadre des études Ofem, on retrouve le même phénomène : pour les 0,4 % de sociétés présentées dans notre échantillon et étudiées simultanément par B. Belletante, la proportion est de 0,3 % pour les PMI, contre 3,4 % pour les grandes entreprises<sup>2</sup>.

Sera examiné, dans cet article, sur l'année 1996, le comportement des entreprises cotées par rapport aux firmes non cotées, en termes de croissance, de besoins de financement et de performance d'une part, et de structure financière d'autre part.

<sup>1</sup> Il s'agit ainsi d'analyser le comportement des PME-PMI « au sein d'un espace financier, concept vecteur de l'offre globale en finance (offre de capitaux, de services, d'infrastructures). L'appropriation à un instant « *t* » que la PME fera de cette offre définira pour cet instant « *t* » son territoire financier » (Belletante, 1991).

<sup>2</sup> L'Observatoire financier des entreprises moyennes est une structure d'études du comportement financier des entreprises moyennes cotées en bourse, développée par l'École de Management de Lyon.

## 1. Croissance, besoins de financement et performances

En 1996, les entreprises, quelle que soit leur taille, ne créent pas plus d'emplois quand elles sont cotées que quand elles ne le sont pas, le taux de variation des effectifs s'élevant à environ 1,8 % d'une catégorie à l'autre. L'absence de différence se retrouve sur le taux de croissance du chiffre d'affaires (+ 1,8 %) ou de la valeur ajoutée (+ 2,4 %). Cette caractéristique apparaît pour toutes les entreprises cotées et non cotées, présentes de manière continue de 1989 à 1996 (4 618 entreprises par an). Elle permet de mettre clairement en évidence que la présence sur le marché financier français ne se fait ni au détriment, ni en faveur de l'emploi et combat en cela l'idée que les entreprises cotées arbitreraient plus fréquemment en faveur du facteur « capital » contre le facteur « travail ». À l'inverse, elle invalide l'argument d'un effet positif sur l'emploi du renforcement des fonds propres par la cotation en bourse<sup>1</sup>.

Ce constat avait déjà été effectué sur l'année 1995 au sujet des PME cotées en France (Belletante et alii, 1996). À partir du concept de responsabilité sociale qui mesure l'évolution des effectifs gérés par une entreprise, il a été constaté que 64 % des PME cotées ont accru leur responsabilité sociale entre 1990 et 1994, les effectifs du panel de l'Ofem ayant augmenté, en médiane, de 50 personnes (en moyenne de 98). Il est donc significatif de constater que la présence en bourse n'a pas altéré l'emploi, et que l'accroissement du nombre d'emplois gérés n'a conduit à aucune détérioration des performances économiques et boursières.

EMPLOIS ET ACCUMULATION EN 1996			
	Ensemble des entreprises		(en pourcentage)
	non cotées	cotées	Ensemble
Taux de variation des effectifs.....	1,6	1,1	1,5
Taux de variation du chiffre d'affaires.....	1,8	2,7	1,8
Taux de variation de la valeur ajoutée.....	2,4	1,1	2,4
Taux d'accumulation .....	<b>11,9</b>	<b>9,0</b>	11,9
Taux de déclassement .....	4,1	4,2	4,1
Délais de rotation des besoins en fonds de roulement d'exploitation (en jours).....	<b>69,2</b>	<b>92,2</b>	69,5
Test d'inégalité de moyenne contrôlé par un test non paramétrique sur la médiane au seuil de 5%			
En gras : différence statistiquement significative au seuil de 5%			
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. 01 42 92 56 58	Mise à jour le 25 novembre 1997		

	PMI		Grandes entreprises	
	non cotées	cotées	non cotées	cotées
Taux de variation des effectifs.....	1,6	2,1	- 0,1	- 0,6
Taux de variation du chiffre d'affaires.....	1,8	3,1	1,2	2,0
Taux d'accumulation .....	<b>12,0</b>	<b>9,2</b>	9,5	8,6
Taux de déclassement .....	4,1	4,6	3,7	3,6
Délais de rotation des besoins en fonds de roulement d'exploitation (en jours).....	<b>69,4</b>	<b>98,9</b>	<b>64,0</b>	<b>81,4</b>
En gras, différence statistiquement significative au seuil de 5% au sein d'une taille entre cotées et non cotées				
En italique, différence statistiquement significative au seuil de 5% d'une catégorie de firmes à l'autre				
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58	Mise à jour le 23 décembre 1997			

<sup>1</sup> L'appartenance sectorielle a moins d'effet que la taille. Si entre PMI des différences existent selon le secteur, ces écarts sont moins importants que ceux observés d'une taille de sociétés à l'autre, exprimés en effectifs salariés.

Le taux d'accumulation<sup>1</sup>, exprimant l'effort de renforcement du potentiel productif, est supérieur dans les entreprises non cotées (11,9 %) à celui des sociétés cotées (9,0 %). Toutefois le taux de déclassement<sup>2</sup> est positif et similaire d'une catégorie à l'autre. Il semble donc que la politique d'investissement soit plutôt de renouvellement et/ou de productivité plutôt que d'accroissement des capacités de production, que l'entreprise soit cotée ou non.

Au total, l'origine des besoins de financement apparaît différente d'une population à l'autre, d'autant que les délais de rotation des besoins en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) sont plus longs dans les firmes cotées (92,2 jours) que dans les autres (69,2 jours). Il est à noter que les délais de rotation des BFRE s'accroissent pour une PME après sa cotation (Belletante et Desroches, 1993). Cet allongement des délais de rotation des BFRE a déjà été signalé (Mordrel, 1987) parmi les inconvénients de l'accès au marché financier pour des PME. Les clients qui profitent de plus d'informations sur la firme cotée exercent une plus forte pression.

Les PMI cotées n'apparaissent pas clairement comme des entreprises de croissance ; leur comportement d'accumulation les rapproche, en outre, plus des grandes entreprises que des autres sociétés de moins de 500 salariés.

Les études de l'Ofem confirment que les sociétés qui ont fait le choix des marchés financiers ont un effort d'investissement moindre que celui des PME non cotées. Les entretiens menés auprès des dirigeants des PME cotées mettent en évidence deux principales causes au ralentissement potentiel de l'investissement. La première est l'existence d'une volonté de désendettement (mouvement constaté sur toutes les PME cotées françaises), jugée nécessaire aux yeux des dirigeants parce que demandée par le marché financier. La seconde tient à une prudence comportementale des dirigeants qui ne sont pas sûrs de la réelle rentabilité des projets d'investissements supplémentaires, soit pour des raisons intrinsèques

<sup>1</sup> Taux d'accumulation : investissement productif/immobilisations corporelles, crédit-bail inclus

<sup>2</sup> Taux de déclassement : taux d'accumulation – taux de croissance des immobilisations corporelles. Les investissements de rationalisation et de productivité sont considérés comme privilégiés quand le ratio est positif ; les investissements de capacité ont été favorisés quand le ratio est négatif.

$$\text{Le taux de déclassement} = D = \frac{I_n}{K_n} - \frac{K_n - K_{n-1}}{K_{n-1}}$$

avec :

$I_n$  : investissement de l'année n

$K_n$  : équipements productifs de l'année n

$K_{n-1}$  : équipements productifs de l'année n-1,  $K_n$  et  $K_{n-1}$  sont en valeur brute inscrite au bilan

$$\begin{aligned} D &= \frac{I_n}{K_n} - \frac{(K_{n-1} + I_n - C_n) - K_{n-1}}{K_{n-1}} \\ &= \frac{I_n}{K_n} - \frac{K_{n-1} - C_n}{K_{n-1} + I_n - C_n} \end{aligned}$$

avec :

$C_n$  : cessions d'équipement productif de l'année n

En développant cette expression, on obtient :

$$D = \frac{-I_n^2 + 2C_n I_n - C_n^2 + C_n K_{n-1}}{(K_{n-1})(K_{n-1} + I_n - C_n)}$$

Par hypothèse, le dénominateur est strictement supérieur à zéro sans quoi, économiquement, l'entreprise n'aurait pas d'équipements productifs, ces derniers étant au moins égaux à  $I_n$ . Par conséquent, le taux de déclassement va dépendre de l'importance de l'investissement relativement aux cessions, compte tenu des équipements déjà installés.

Pour que l'entreprise réalise des investissements de capacité, il faut que le taux de déclassement soit négatif, soit :  $D < 0 \Leftrightarrow -I_n^2 + 2C_n I_n - C_n^2 + C_n K_{n-1} < 0$ .

On peut alors écrire :

$$I_n^2 - 2C_n I_n + C_n^2 - C_n K_{n-1} > 0 \Leftrightarrow (I_n - C_n)^2 - C_n K_{n-1} > 0 [1]$$

D'où, pour que  $D < 0$  et qu'il y ait effectivement accroissement net des capacités de production :

$$\frac{(I_n - C_n)^2}{C_n} > K_{n-1}$$

au projet, soit pour des incertitudes liées à l'évolution de la conjoncture. Ces deux explications illustrent le poids qu'exerce la présence en bourse sur des dirigeants de PME, qui commencent à intégrer la logique de valorisation des fonds propres.

RENTABILITÉS EN 1996			
(en pourcentage)			
	Ensemble des entreprises		Ensemble
	non cotées	cotées	
Rentabilité économique brute.....	<b>12,4</b>	<b>9,5</b>	12,4
Solde global.....	<b>4,6</b>	<b>- 1,2</b>	4,5
Rentabilité financière brute avant distribution.....	<b>11,6</b>	<b>8,3</b>	11,5
Rentabilité financière brute après distribution.....	<b>8,6</b>	<b>6,0</b>	8,6
Rentabilité financière nette avant distribution.....	- 3,3	2,9	- 3,2
Dividendes/capitaux propres .....	4,6	4,2	4,6
	<b>(49,7) (a)</b>	<b>(67,3)</b>	
Dividendes/autofinancement.....	<b>25,2</b>	<b>37,2</b>	25,4
Autofinancement/capital engagé.....	<b>6,5</b>	<b>4,9</b>	6,6

En gras, écart statistiquement significatif au seuil de 5%

(a) Entre parenthèses, la fréquence significative au seuil de : % (proportion d'entreprises dont le ratio est supérieur à la médiane d l'ensemble de l'échantillon)

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58

Mise à jour le 25 novembre 1997

La rentabilité économique<sup>1</sup> de l'ensemble des sociétés cotées est moindre ainsi que le solde global (différence entre la rentabilité économique et le taux d'accumulation élargie). Ce handicap se retrouve sur la rentabilité financière brute, que l'on raisonne avant ou après distribution de dividendes. En revanche, en net, après prise en compte des dotations aux amortissements et aux provisions, l'écart disparaît.

La différence de profil économique et financier, selon l'accès aux marchés financiers et la taille, est susceptible de confirmer l'existence d'une rupture comportementale selon les modes de financement accessibles. On a pu relever qu'une PMI cotée privilégie la productivité à l'accroissement du potentiel productif, se rapprochant en cela d'un comportement « grande entreprise ».

	PMI		Grandes entreprises	
	non cotées	cotées	non cotées	cotées
Valeur ajoutée/capital engagé.....	<b>66,5</b>	<b>40,5</b>	<b>48,0</b>	<b>34,1</b>
Excédent brut global/valeur ajoutée.....	<i>21,9</i>	<i>21,4</i>	<i>23,5</i>	<i>32,0</i>
Rentabilité économique brute.....	<i>12,5</i>	<i>9,1</i>	<i>10,3</i>	<i>11,2</i>
Rentabilité financière brute .....	<i>11,7</i>	<i>7,6</i>	<i>9,7</i>	<i>9,5</i>
Endettement capital engagé .....	<i>22,6</i>	<i>18,4</i>	<i>12,6</i>	<i>14,1</i>

En gras, écart statistiquement significatif au seuil de 5% au sein d'une taille entre cotées et non cotées

En italique, différence statistiquement significative au seuil de 3% d'une catégorie de firmes à l'autre

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. 01 42 92 56 58

Mise à jour le 25 novembre 1997

<sup>1</sup> Rentabilité économique : excédent brut d'exploitation + produits et charges exceptionnels/capital engagé  
Rentabilité financière = capacité d'autofinancement/financement propre  
Solde global = rentabilité économique – taux d'accumulation élargie  
(investissement total + variation des besoins en fonds de roulement/capital engagé)

L'opposition est assez nette entre les PMI non cotées et les autres sociétés. En particulier, les premières créent plus de richesses par unité de capital engagé qu'une grande entreprise ou qu'une entreprise cotée. Sur les autres indicateurs de rentabilité et de rémunération des actionnaires, les différences ne sont pas significatives.

Les travaux de l'Ofem (1993 à 1996) ont permis de mettre en évidence les remarquables capacités d'adaptation à la crise dont ont fait preuve les trois quarts des PME cotées. Les années 1992-1993 ont été difficiles (chute médiane du chiffre d'affaires de 1,7 % et des investissements de 18,0 %). Les dirigeants ont été surpris par la faible croissance et une détérioration des marges en a résulté. Mais la reprise en main a été effective dès 1994. Depuis lors, on constate une croissance du chiffre d'affaires (taux médian de 5,9 %) et une reprise des investissements (taux médian de 7,1 %) essentiellement orientés vers la productivité. Cela se traduit par une amélioration de la rentabilité économique de 16,6 % en médiane. Cependant, la rentabilité financière ne suit pas la même progression : son augmentation médiane sur l'échantillon Ofem est de 10,1 %, malgré un moindre endettement et une politique d'accumulation moins soutenue. Il apparaît ainsi que les PME cotées privilégiennent de manière moins prononcée la rentabilité de leurs fonds propres que ne le font les grandes entreprises cotées. Ce phénomène peut s'expliquer par le fait que leur actionnariat reste plus concentré, directement ou non, sur les actionnaires dirigeants, qui se sentent moins concernés par une valorisation à court terme.

La part des distributions dans l'autofinancement est plus importante dans les entreprises cotées que dans les autres sociétés. Si, en moyenne, le taux de rémunération des capitaux propres ne diffère pas d'une catégorie d'entreprises à l'autre, en revanche on relève qu'il est plus fréquemment différent de zéro dans les entreprises cotées : 67,3 % de celles-ci affichant un ratio non nul, contre 49,7 % pour les autres ; une entreprise cotée sur deux a un taux supérieur à 2 %, alors que, pour la même proportion, il est de 0 % dans les entreprises non cotées. Ce phénomène est encore plus vrai pour les grandes entreprises cotées que pour les petites. Pour ces dernières, il n'y a pas de véritable politique de dividendes : la distribution est essentiellement fonction du niveau nominal du dividende de l'année précédente. Les dirigeants des PME cotées préfèrent la constitution de réserves à une politique active de distribution, même s'ils admettent tous la nécessité de distribuer quand une firme est cotée (Belletante et *alii*, 1994, 1995 et 1996).

## 2. Structure du capital

De manière logique, la part du financement propre<sup>1</sup>, comme celle des capitaux propres dans le capital engagé<sup>2</sup>, sont plus importantes dans les entreprises cotées que dans les autres (78,9 %, contre 73,0 % et 40,0 %, contre 31,5 %), et ce, quelle que soit la taille des entreprises cotées. Il apparaît donc que la cotation sur un marché financier est un facteur d'amélioration de la part du financement propre. En revanche, ce n'est qu'au seuil de significativité de 10 % qu'un écart est discernable concernant l'augmentation nette de capital rapportée au capital engagé, même si cette occurrence est plus fréquente dans le cas de sociétés cotées que dans les entreprises non cotées (57,7 % des cas, contre 49,9 %). Les études de l'Ofem ont, par ailleurs, montré que la part du financement propre a tendance à s'accroître avec la durée de la présence en bourse, ce qui est plutôt dû à la mise en réserve des résultats qu'à des appels au marché. Les dirigeants des PME cotées expriment en effet une réelle réticence à pratiquer des augmentations de capital, ce qui traduit une hiérarchie dans leur préférence de financement ou « *pecking order approach* » (Myers, 1984). Les travaux conduits montrent que l'appel aux fonds propres est la dernière solution envisagée par les dirigeants de PME cotées (même s'ils y recourent plus facilement que les dirigeants de PME non cotées), bien qu'ils croient que cette ressource soit moins chère que la dette.

<sup>1</sup> Financement propre : capital social + réserves d'autofinancement (amortissements et provisions)

<sup>2</sup> Capital engagé = financement propre + dettes financières (y compris crédit-bail)

Ce comportement ambigu des dirigeants de PME cotées s'explique par les raisons suivantes :

- les coûts de transaction et le sentiment de difficulté technique à lever des fonds propres sur le marché sont les éléments prioritairement perçus ;
- les dividendes versés sont considérés comme l'unique rémunération des fonds propres ;
- la référence à la rémunération offerte par l'actif sans risque du marché financier n'est pas prise en compte ;
- enfin, la crainte de la dilution du pouvoir supplante toute référence objective.

	MODES DE FINANCEMENT EN 1996		
	(en pourcentage)		
	non cotées	cotées	Ensemble
Financement propre/capital engagé.....	<b>73,0</b>	<b>79,0</b>	73,1
Capitaux propres/capital engagé .....	<b>31,5</b>	<b>40,0</b>	31,6
Augmentation nette du capital/capital engagé.....	0,4	0,8	0,4
	(49,9) (a)	(57,7)	
Prêts accordés par les groupes et associés/capital engagé .....	4,9	4,3	4,9
Part des emprunts bancaires/capital engagé .....	<b>10,9</b>	<b>7,4</b>	10,9
Participation/capital engagé.....	<b>2,4</b>	<b>15,1</b>	2,6
Immobilisations corporelles/capital engagé .....	<b>55,2</b>	<b>43,2</b>	55,0
Valeurs mobilières de placement et disponibilités/capital engagé .....	13,9	14,6	14,0
Endettement – crédit-bail/capital engagé .....	<b>18,2</b>	<b>15,2</b>	18,1
Obligations et titres participatifs/endettement.....	<b>0,5</b>	<b>5,7</b>	0,5
Emprunts participatifs/endettement .....	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	0,4
Autres emprunts/endettement.....	<b>10,9</b>	<b>17,9</b>	11,0
Emprunts bancaires/endettement .....	<b>52,2</b>	<b>39,3</b>	52,0
Concours bancaires courants/endettement .....	32,9	34,1	32,9
Billets de trésorerie/endettement.....	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	0,1
Crédit-bail/endettement.....	<b>16,9</b>	<b>8,2</b>	16,8
Escompte/endettement .....	<b>13,5</b>	<b>8,5</b>	13,4
Endettement/capital engagé .....	<b>22,2</b>	<b>16,7</b>	22,1

En gras, écart statistiquement significatif au seuil de 5%  
 (a) Significatif au seuil de 10 % et, entre parenthèses, la fréquence significative au seuil de : %  
 (proportion d'entreprises dont le ratio est supérieur à la médiane de l'ensemble de l'échantillon)

Source et réalisation : Banque de France  
 Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58

Mise à jour le 25 novembre 1997

La structure de l'actif est assez nettement différenciée. Ainsi, le montant des participations rapporté au capital engagé est plus important et la part des équipements productifs est plus faible dans le cas d'une entreprise cotée. En revanche, il n'apparaît pas de différence significative quant à l'importance des valeurs mobilières de placement et des disponibilités.

	PMI		Grandes entreprises	
	non cotées	cotées	non cotées	cotées
Financement propre/capital engagé .....	<b>72,7</b>	<b>77,3</b>	80,4	81,6
Participation/capital engagé .....	<b>2,1</b>	<b>10,6</b>	<b>8,5</b>	<b>22,4</b>
Besoins en fonds de roulement/capital engagé .....	27,8	29,3	22,7	20,3
Emprunts bancaires/capital engagé .....	<b>11,2</b>	<b>8,5</b>	4,6	5,6
Augmentation nette de capital/capital engagé .....	0,35	0,14	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>
	<b>(50,0)</b>	<b>(53,3)</b>		
En gras, écart statistiquement significatif au seuil de 5%				
Source et réalisation :	Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58			
	Mise à jour le 25 novembre 1997			

Si la cotation ne se fait pas au détriment de l'emploi, en revanche, il se pourrait qu'elle détermine la nature de la politique d'investissement en faveur de la croissance financière et ce, d'autant plus que l'entreprise est de grande taille.

Pour les entreprises présentes de manière continue depuis 1989, l'endettement<sup>1</sup> n'est supérieur dans les non-cotées à ce qu'il est dans les cotées qu'à partir de 1994. En 1996, la structure de la dette financière diffère d'une catégorie de firmes à l'autre. Ainsi, la part des obligations et des titres participatifs est plus élevée quand l'entreprise est cotée (5,7 % de l'endettement, contre 0,5 %), comme celle des emprunts participatifs (0,9 %, contre 0,4 %) et des autres emprunts (17,9 %, contre 10,9 %), alors que l'importance relative des emprunts bancaires est plus faible (39,3 %, contre 52,2 %). En fait, l'appel au marché financier permet de réduire l'intermédiation, même si la part de concours bancaires est similaire d'une catégorie de sociétés à l'autre. De même, le recours à d'autres modes de financement comme le crédit-bail et l'escompte est plus important dans les entreprises non cotées que dans les sociétés cotées (respectivement, 13,5 % et 16,9 % de l'endettement, contre 8,5 % et 8,2 %). Cependant, les prêts consentis par les groupe et associés sont voisins d'un type d'entreprises à l'autre.

Cette différence entre sociétés cotées et non cotées est enrichie par une analyse selon les tailles. Les PME cotées ne font que très rarement appel au marché financier pour s'endetter à moyen et long terme (obligations), et quasiment jamais pour le court terme (billetts de trésorerie). Ce faible recours à l'endettement de marché ne s'explique pas seulement par le mouvement de désendettement qu'elles ont connu depuis 1992 (taux médian d'endettement 1992 : 68,5 % et taux médian d'endettement 1996 : 49,0 %). Les autres raisons sont liées à l'inadaptation des structures techniques et légales d'émissions d'emprunts obligataires pour les PME : les organisations et les coûts fixes liés à ces opérations sont trop élevés pour les besoins des entreprises de taille et de capitalisation petites ou moyennes. L'expérience française de cotation de PME montre la nécessité d'adapter les structures et les conditions de fonctionnement des marchés aux réalités économiques des PME. Par ailleurs, le très faible usage de l'endettement direct par le marché (moins d'une PME cotée sur dix pour l'échantillon Ofem) s'explique par une méconnaissance importante des dirigeants concernés du fonctionnement de ce type de marché. Il y a un manque de savoir-faire évident et ces personnes reprochent souvent à leurs banquiers ou sociétés de bourse de les accompagner efficacement pour l'introduction en bourse mais de les délaisser par la suite. Il nous apparaît nécessaire de conclure sur le fait qu'il ne suffit pas pour les PME de leur faciliter l'accès au marché financier pour qu'elles puissent en bénéficier et qu'elles aient des structures financières identiques aux grandes sociétés cotées. Le « *knowledge gap* » (Tamari, 1980 ; Belletante et Levratto, 1995) demeure et les autorités boursières et les partenaires financiers des PME doivent travailler à le réduire.

<sup>1</sup> Y compris crédit-bail

L'opposition selon la taille ne recoupe pas totalement celle selon la cotation ou non en bourse. Ainsi, quand elles sont non cotées, PMI et grandes entreprises présentent des caractérisques différentes des firmes cotées. En particulier, le taux d'accumulation est plus fort et la croissance externe moindre, alors que le taux d'endettement y est plus élevé ainsi que les rentabilités économique et financière brutes, ce qui traduit des logiques économiques et financières spécifiques. Sur l'ensemble de la population des entreprises, cotées et non cotées, ces mêmes caractéristiques opposent les entreprises de moins de 500 salariés à celles employant plus de 500 personnes. Au total, les PME cotées occupent une position intermédiaire. Bien que présentes sur le marché financier, elles n'en réalisent pas un usage optimal :

- méconnaissance de la logistique des opérations de marché, perception de coûts et de contraintes techniques jugés trop élevés ;
- absence d'une valorisation optimale des fonds propres par absence de jeu sur l'effet de levier et par une politique de dividende mécaniste.

Ces différents points renforcent la portée du constat de l'existence de logique particulière selon la taille et la nature des liens avec les marchés financiers correspondant à des modes de développement, et donc de gestion, spécifiques. L'accès aux marchés financiers impose une modification du comportement qui doit s'effectuer en cohérence avec la stratégie de l'entreprise et les besoins de financement qui lui sont liés. Le recours à l'endettement ou l'appel direct au marché financier révèlent alors des choix de croissance non hiérarchisables. L'entreprise, et la PME en particulier, doit être capable d'identifier ses facteurs de cohérence et donc les risques de rupture liés au changement de contraintes à gérer.

## BIBLIOGRAPHIE

Belletante (1991) : « Pour une approche des spécificités financières de la PME au travers du concept de territoire financier », *Revue Internationale PME*, vol. 4, n° 1.

Belletante, Desroches (1993) : *L'opinion des chefs d'entreprise du Second marché sur leur présence en bourse*, Groupe ESC Lyon, février.

Belletante, Levratto (1995) : « Finance et PME : quels champs pour quels enjeux ? », *Revue Internationale PME*, vol. 8, n° 3-4, 1<sup>er</sup> trimestre.

Belletante et alii (1994, 1995, 1996) : *Performances et politiques financières des entreprises moyennes cotées*, Observatoire financier des entreprises moyennes, Groupe ESC Lyon, SBF-Bourse de Paris, Crédit agricole.

Jullien, Paranque (1995) : « Financement des entreprises et évolution du système financier », *Revue Internationale PME*, vol. 8, n° 3-4.

Mordrel (1987) : *Performances et structures des entreprises industrielles admises au Second marché*, Banque de France, direction des Entreprises, B 87/27.

Myers (1984) : « The Capital Structure Puzzle », *Journal of Finance*, vol. 39, n° 3.

Paranque (1994) : « Fonds propres, rentabilité et efficacité chez les PMI. Méthodes d'analyse et appréciation des structures financières », *Revue d'économie industrielle*, n° 67, 1<sup>er</sup> trimestre.

Paranque (1995) : *Equity and Rate of Return: Are Small Manufacturing Firms Handicapped by their Own Success?*, SSRN, WPS95-884A, ICSB, 40th World Conference, Sydney, juin.

Paranque (1997) : « Financial Constraints and Economic Behaviour: A Study of the Specific Features of Small and Medium Sized Manufacturing Firms from 1985 to 1995 » SSRN-FEN, *Journal of Financial Abstracts*, WPS, vol. 4, n° 3A, février.

Tamari (1980) : « The Financial Structure of the Small Firm – An International Comparison of Corporate Accounts in the USA, France, UK, Israel and Japan », *American Journal of Small Business*, avril-juin.

A

N

A

L

Y

S

E

S

# LES FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS DE LA FRANCE AVEC L'ÉTRANGER EN 1997<sup>1</sup>

Depuis 1985, excepté en 1995, la France a été constamment « exportatrice » nette de capitaux au titre des investissements directs.

Selon des statistiques nationales encore provisoires, la France, avec 181,2 milliards de francs (+ 16,5 % par rapport à 1996) s'est classée au quatrième rang des pays investisseurs appartenant à la zone OCDE, après les États-Unis (509,6 milliards au cours des trois premiers trimestres, seule période disponible auprès du Département du commerce américain), le Royaume-Uni (342,5 milliards) et juste derrière l'Allemagne (193,5 milliards). Simultanément, avec des investissements directs de l'étranger atteignant 122,5 milliards de francs (+ 9,1 % par rapport à 1996), la France a figuré au troisième rang des pays d'accueil au sein de cette même zone, après les États-Unis (453,3 milliards au cours des trois premiers trimestres), le Royaume-Uni (213,4 milliards) et largement devant l'Allemagne (désinvestissement net de 1,1 milliard).

---

ALAIN DREYFUS

*Direction de la Balance des paiements*

*Service des Investissements et des Placements extérieurs (SIPEX)*

<sup>1</sup> Les résultats définitifs sur les flux d'investissements directs entre la France et l'étranger, ainsi que les comparaisons internationales, seront diffusés en août 1998 dans le *Rapport annuel sur la balance des paiements et la position extérieure de la France en 1997*, publié sous le double timbre de la Banque de France et du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Rappelons en outre que les stocks d'investissements directs français à l'étranger à fin 1996 ont été publiés dans le n° 51 du *Bulletin de la Banque de France* (mars 1998) et que les stocks d'investissements directs étrangers en France à fin 1996 ont été publiés dans le n° 52 (avril 1998).

**NOTE MÉTHODOLOGIQUE****1. Définition de l'investissement direct**

*Selon la définition retenue par les instances internationales (FMI, OCDE) et européennes, l'investissement direct désigne l'opération effectuée par un investisseur résident d'une économie afin d'acquérir ou d'accroître un intérêt durable dans une entité résidente d'une autre économie et de détenir une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle.*

*L'investissement direct met en relation des entreprises apparentées, c'est-à-dire :*

- une entreprise « investisseur direct » (maison mère) et une entreprise d'investissement direct (entreprise « investie », qu'il s'agisse d'une filiale ou d'une succursale) ;
- des entreprises détenant des participations croisées ou encore des entreprises affiliées à une même maison mère (sociétés sœurs).

*Par convention, une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'un investisseur acquiert au moins 10 % du capital social de l'entreprise investie. En deçà de ce seuil, les acquisitions ou cessions de titres sont classées dans les investissements de portefeuille. Dès que le seuil de 10 % est atteint, toutes les opérations de prêts et tous les flux de trésorerie entre les entreprises apparentées entrent dans le champ des investissements directs.*

**2. Contenu du poste investissements directs**

*Le poste investissements directs en balance des paiements est composé des opérations en capital social, des bénéfices réinvestis et de l'ensemble des autres opérations entre entreprises apparentées. À l'exception des bénéfices réinvestis, qui par définition n'entraînent pas de transferts de fonds entre la France et l'étranger, tous les autres flux d'investissements sont recensés au moment où ils donnent lieu à un règlement effectif entre un résident français et un non-résident (et non pas, par exemple, lors de la signature du contrat d'acquisition d'une entreprise).*

**2.1. Capital social**

*Les opérations retracées sous la rubrique capital social englobent :*

- la création d'entreprises, l'acquisition ou l'extension d'une entreprise existante. Elles peuvent concerner des titres (actions, parts...) ou des actifs productifs (exploitations agricoles, vignobles, forêts) ;
- l'acquisition d'obligations convertibles en actions, à partir du moment où l'opération atteint au moins 10 % du capital de la société « investie » ;
- les investissements immobiliers (à usage professionnel ou privé) ;
- les subventions d'équilibre et le financement des déficits d'exploitation des entreprises d'investissements directs ;
- les consolidations de prêts, les prêts subordonnés et les prêts participatifs du secteur bancaire (les prêts participatifs des autres secteurs étant recensés sous la rubrique des autres opérations) ;
- la liquidation de ces investissements.

**2.2. Bénéfices réinvestis**

*Depuis la publication des résultats de l'exercice 1996, les bénéfices réinvestis sont inclus dans les flux d'investissements directs, avec rétropolation jusqu'en 1989 (cf. l'étude concernant « L'intégration des statistiques de bénéfices réinvestis dans les flux de balance des paiements » publiée dans le Bulletin de la Banque de France – n° 40, avril 1997).*

*Conformément aux règles internationales, les bénéfices réinvestis correspondent aux résultats dégagés par les entreprises d'investissements directs au cours d'un exercice comptable, diminués des dividendes qu'elles ont versés au cours de ce même exercice à leur maison mère.*

*Les statistiques définitives de bénéfices réinvestis sont élaborées à partir des données sur les résultats et les dividendes des entreprises apparentées, collectées lors des enquêtes annuelles sur les stocks d'investissements français à l'étranger et étrangers en France. Toutefois, en raison des délais de disponibilité et de traitement de l'information, les chiffres définitifs ne sont disponibles que plus d'un an après la date d'arrêté de l'exercice (quatorze mois pour le stock des investissements étrangers en France et quinze mois pour le stock des investissements français à l'étranger). Cette contrainte implique la mise en œuvre de méthodes d'estimation (dès que des informations sur les dividendes sont disponibles) et de prévision (pour les périodes les plus récentes), afin d'alimenter cette rubrique dès la publication des premiers résultats mensuels de balance des paiements, soit deux mois après le mois de référence.*

*Les exemples d'autres pays utilisant les mêmes méthodes montrent que la révision progressive des bénéfices réinvestis peut être à l'origine de corrections substantielles des chiffres publiés.*

**2.3. Autres opérations**

*Les autres opérations recouvrent, en octrois et en remboursements, toutes les opérations de prêts, d'avances et de dépôts entre affiliés (qu'elles soient à long ou à court terme), à l'exclusion des crédits commerciaux. Les opérations à court terme entre affiliés, auparavant incluses dans le poste « autres investissements », sont recensées depuis la publication des résultats de l'année 1996 sous la rubrique des autres opérations du poste investissements directs, avec rétropolation jusqu'en 1989.*

## 1. La France, investisseur net à l'étranger

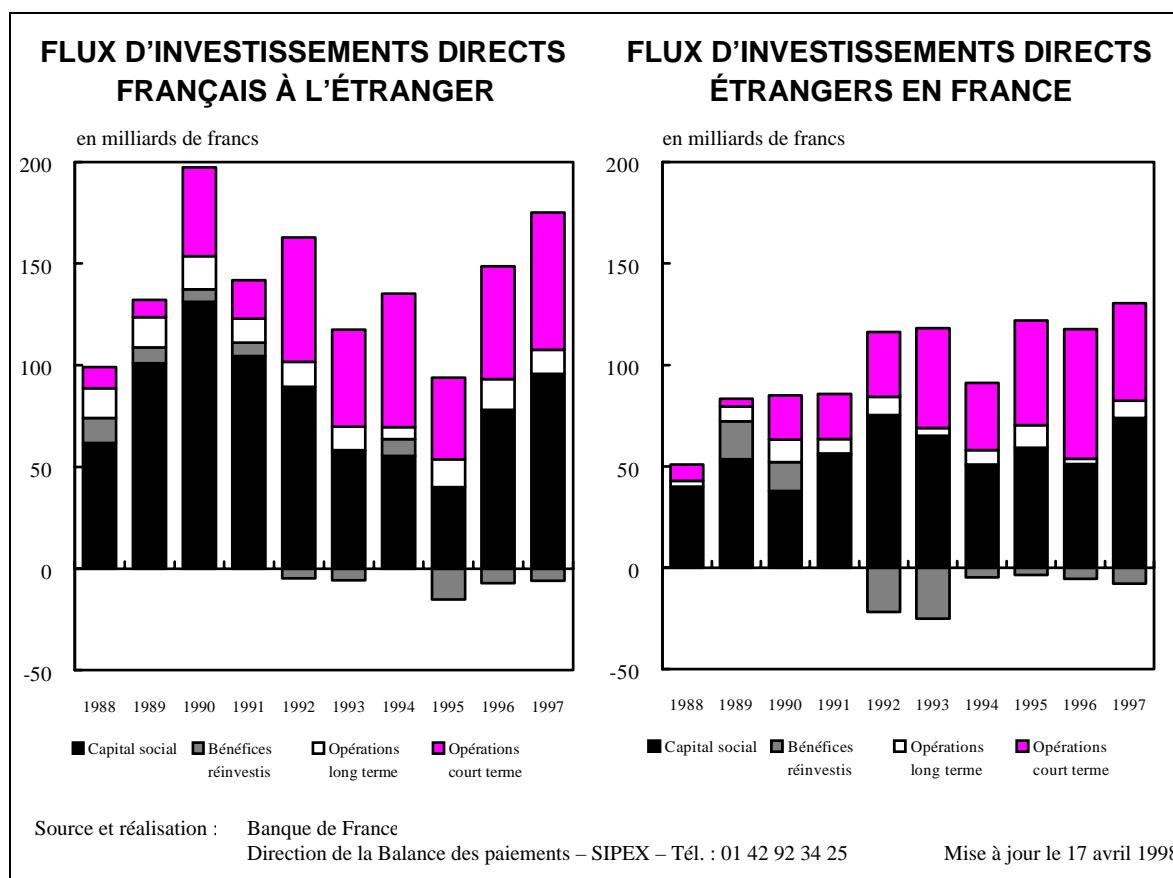
Depuis 1985, à l'exception de l'année 1995, la France a été constamment exportatrice nette de capitaux d'investissements directs vers le reste du monde, avec des investissements à l'étranger supérieurs aux investissements de l'étranger sur son sol. Sur l'ensemble des dix dernières années, le cumul des soldes nets d'investissements directs aboutit à une exportation de capitaux français s'élevant à 462 milliards de francs.

Dynamisés par la mise en place du marché unique européen et la libéralisation des mouvements de capitaux, les *investissements directs français à l'étranger* ont connu un développement sans précédent entre 1985 et 1990, année où ils ont culminé à 197,3 milliards de francs. Connaissant par la suite une évolution heurtée et se repliant même jusqu'à 78,6 milliards de francs en 1995, ils se sont redressés au cours des deux exercices suivants. En 1997, le montant net des investissements directs à l'étranger a constitué le deuxième meilleur résultat jamais atteint (181,2 milliards de francs selon des données provisoires).

FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS DE LA FRANCE AVEC L'ÉTRANGER de 1988 à 1997 (a)										
	(en milliards de francs)									
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Flux d'investissements directs français à l'étranger .....</b>	<b>- 99,2</b>	<b>- 132,1</b>	<b>- 197,3</b>	<b>141,8</b>	<b>- 161,0</b>	<b>- 111,8</b>	<b>- 135,3</b>	<b>- 78,6</b>	<b>- 155,6</b>	<b>- 181,2</b>
Capital social.....	- 61,8	- 100,9	- 131,1	- 104,6	- 89,4	- 58,2	- 55,5	- 40,0	- 78,0	- 95,9
Bénéfices réinvestis.....	- 12,2	- 7,9	- 6,2	- 6,6	4,8	5,8	- 8,1	15,3	- 7,0	- 6,0
Autres opérations.....	- 25,2	- 23,3	- 60,0	- 30,6	- 76,4	- 59,4	- 71,7	- 53,9	- 70,6	- 79,3
<i>Long terme</i> .....	- 14,7	- 14,9	- 16,3	- 11,8	- 12,3	- 11,6	- 5,9	- 13,9	- 15,2	- 11,8
<i>Court terme</i> .....	- 10,5	- 8,4	- 43,7	- 18,8	- 64,1	- 47,8	- 65,8	- 40,0	- 55,4	- 67,5
<b>Flux d'investissements directs français en pourcentage du PIB.....</b>	<b>1,73</b>	<b>2,14</b>	<b>3,03</b>	<b>2,09</b>	<b>2,30</b>	<b>1,58</b>	<b>1,83</b>	<b>1,02</b>	<b>2,03</b>	<b>2,23</b>
<b>Flux d'investissements directs étrangers en France .....</b>	<b>50,8</b>	<b>83,3</b>	<b>85,0</b>	<b>85,6</b>	<b>94,5</b>	<b>93,1</b>	<b>86,5</b>	<b>118,2</b>	<b>112,3</b>	<b>122,5</b>
Capital social.....	40,1	53,5	38,0	55,4	75,4	65,1	51,0	59,1	51,1	73,9
Bénéfices réinvestis.....	nd	18,6	14,1	1,0	- 21,7	- 25,1	- 4,6	- 3,6	- 5,4	- 7,9
Autres opérations.....	10,7	11,2	32,9	29,2	40,8	53,1	40,1	62,7	66,6	56,6
<i>Long terme</i> .....	2,8	7,4	11,2	7,1	8,9	3,7	7,1	11,2	2,7	8,5
<i>Court terme</i> .....	7,9	3,8	21,7	22,1	31,9	49,4	33,0	51,5	63,9	48,1
<b>Flux d'investissements directs étrangers en pourcentage du PIB.....</b>	<b>0,89</b>	<b>1,35</b>	<b>1,31</b>	<b>1,26</b>	<b>1,35</b>	<b>1,32</b>	<b>1,17</b>	<b>1,54</b>	<b>1,43</b>	<b>1,51</b>
<b>Solde net des investissements directs .....</b>	<b>- 48,4</b>	<b>- 48,8</b>	<b>- 112,3</b>	<b>- 56,2</b>	<b>- 66,5</b>	<b>- 18,7</b>	<b>- 48,8</b>	<b>39,6</b>	<b>- 43,3</b>	<b>- 58,7</b>
Signe négatif : Investissements nets des entreprises résidentes à l'étranger ou désinvestissements nets des non-résidents en France										
Sans signe : Investissements nets des entreprises non résidentes en France ou désinvestissements nets français à l'étranger										
(a) Chiffres provisoires pour 1997										
nd : non disponible										
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25										
Mise à jour le 17 avril 1998										

Les *investissements directs étrangers en France* ont enregistré un montant record en 1997 (122,5 milliards de francs). Représentant moins de 20 milliards de francs en 1985, les investissements étrangers en France ont connu un vif essor, sous l'effet conjugué de la construction du marché unique et de la politique d'ouverture progressive de la France aux capitaux étrangers, traduite notamment par l'assouplissement des procédures de déclaration préalable auprès du ministre chargé de l'Économie. Aujourd'hui, seuls les investissements dans des secteurs réputés sensibles — sécurité et santé publique, par exemple — restent soumis à ces procédures.

Conformément à la méthodologie internationale, les statistiques d'investissements directs intègrent les opérations de prêts à court terme et de dépôts entre affiliés. Pratiquement inexistantes à la fin des années quatre-vingt (4 milliards de francs en moyenne par an entre 1985 et 1989), ces opérations se sont fortement développées à partir de 1990, tant pour les *investissements français à l'étranger* (50 milliards de francs en moyenne par an de sorties nettes entre 1990 et 1997), que pour les *investissements étrangers en France* (40 milliards de francs en moyenne d'entrées nettes au cours de la même période). Les deux histogrammes qui suivent font apparaître cette évolution.



La progression des flux à court terme entre affiliés procède de divers facteurs :

– tout d'abord, l'internationalisation des entreprises et le développement sans précédent, dès la fin des années quatre-vingt, des opérations de fusion/acquisition et d'implantation à l'étranger d'unités de production. Tout en stimulant les échanges de biens et services, l'acquisition ou la création de filiales à l'étranger suscite généralement des mouvements financiers avec la maison mère ;

– ensuite, la délocalisation des sièges de *holdings* dans des pays offrant des fiscalités avantageuses comme la Belgique, le Luxembourg ou les Pays-Bas. Dans de nombreuses structures de multinationales, les *holdings* délocalisés détiennent des participations majoritaires dans des sociétés du groupe, afin que les profits réalisés par les filiales et rapatriés vers le *holding* bénéficient globalement du taux

d'imposition le plus avantageux (compte tenu des conventions fiscales permettant d'éviter une double imposition des dividendes versés par les filiales aux maisons mères) ;

– enfin, la centralisation de la trésorerie du groupe au sein d'entités financières chargées d'organiser les transferts de flux avec les filiales et de procéder à leur compensation pour le compte de la maison mère, en comblant les déficits ou en rapatriant les excédents. Selon la stratégie retenue, les excédents sont réinvestis, prêtés aux filiales ou placés auprès du secteur bancaire.

## 2. Les investissements directs français à l'étranger en 1997

### 2.1. Vue d'ensemble

La vigoureuse reprise des investissements français à l'étranger enregistrée en 1996 est confirmée en 1997 (181,2 milliards de francs, après 155,6 milliards en 1996 et, seulement, 78,6 milliards en 1995). Ce mouvement a surtout concerné les apports en fonds propres (+ 22,9 % d'une année à l'autre) et, dans une moindre mesure, les *autres opérations* (+ 12,3 %).

FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER PAR NATURE D'OPÉRATION						
	Année 1996 (a)	1 <sup>er</sup> trimestre 1997 (b)	2 <sup>e</sup> trimestre 1997 (b)	3 <sup>e</sup> trimestre 1997 (b)	4 <sup>e</sup> trimestre 1997 (c)	Année 1997 (c)
<b>Capital social</b> (et investissements immobiliers).....	<b>- 78 012</b>	<b>- 9 308</b>	<b>- 33 837</b>	<b>- 14 455</b>	<b>- 38 261</b>	<b>- 95 861</b>
Secteur bancaire (capital social).....	- 4 606	- 419	- 1 349	- 5 913	- 4 975	- 12 656
<i>Constitutions</i> .....	- 7 270	- 1 642	- 2 238	- 6 595	- 5 890	- 16 365
<i>Liquidations</i> .....	2 664	1 223	889	682	915	3 709
Autres secteurs (capital social).....	- 72 115	- 8 252	- 32 254	- 8 452	- 32 988	- 81 946
<i>Constitutions</i> .....	- 102 100	- 17 143	- 36 440	- 20 696	- 46 568	- 120 847
<i>Liquidations</i> .....	29 985	8 891	4 186	12 244	13 580	38 901
Investissements immobiliers.....	- 1 291	- 637	- 234	- 90	- 298	- 1 259
<i>Constitutions</i> .....	- 2 825	- 991	- 711	- 759	- 913	- 3 374
<i>Liquidations</i> .....	1 534	354	477	669	615	2 115
<b>Bénéfices réinvestis</b> .....	<b>- 6 998 (c)</b>	<b>- 1 500 (c)</b>	<b>- 1 500 (c)</b>	<b>- 1 500 (c)</b>	<b>- 1 500</b>	<b>- 6 000</b>
<b>Autres opérations (autres secteurs)</b> .....	<b>- 70 605</b>	<b>- 11 755</b>	<b>- 19 677</b>	<b>- 17 351</b>	<b>- 30 511</b>	<b>- 79 294</b>
Prêts à long terme (plus de 1 an d'échéance initiale).....	- 15 248	1 035	- 2 845	- 4 229	- 5 777	- 11 816
<i>Octrois</i> .....	- 26 904	- 5 632	- 7 396	- 9 749	- 10 398	- 33 175
<i>Remboursements</i> .....	11 656	6 667	4 551	5 520	4 621	21 359
Prêts à court terme (moins de 1 an d'échéance initiale) et flux de trésorerie	- 55 357	- 12 790	- 16 832	- 13 122	- 24 734	- 67 478
<i>Octrois</i> .....	- 420 359	- 133 869	- 125 654	- 117 675	- 117 998	- 495 196
<i>Remboursements</i> .....	365 002	121 079	108 822	104 553	93 264	427 718
<b>TOTAL</b> .....	<b>- 155 615</b>	<b>- 22 563</b>	<b>- 55 014</b>	<b>- 33 306</b>	<b>- 70 272</b>	<b>- 181 155</b>

(a) Chiffres définitifs  
(b) Chiffres semi-définitifs  
(c) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 17 avril 1998

### 2.1.1. Capital social

Le montant global des apports en fonds propres s'établit à 95,9 milliards de francs en 1997, contre 78 milliards en 1996, surtout sous l'influence des prises de participation réalisées par les *entreprises non bancaires* (81,9 milliards de francs, après 72,1 milliards). Les groupes français ont poursuivi leur offensive de 1996, concluant d'importantes opérations, notamment dans les secteurs de la chimie (Rhône-Poulenc) et des *holdings* (Louis Vuitton – Moët Hennessy).

Après le fléchissement enregistré en 1996, le *secteur bancaire* a fortement accru ses investissements à l'étranger (12,7 milliards de francs, au lieu de 4,6 milliards), les constitutions ayant plus que doublé (16,4 milliards de francs, au lieu de 7,3 milliards).

### 2.1.2. Bénéfices réinvestis

Selon de premières estimations, les résultats nets des filiales à l'étranger diminués des dividendes rapatriés par les maisons mères résidentes seraient à l'origine de 6 milliards de francs de bénéfices réinvestis et, donc, d'un accroissement à due concurrence des investissements directs à l'étranger.

### 2.1.3. Autres opérations

Les prêts à long terme des entreprises résidentes à leurs affiliés non résidents fléchissent de 22,5 % d'une année à l'autre (11,8 milliards de francs, après 15,2 milliards en 1996).

Le solde net des prêts à court terme et flux de trésorerie entre affiliés connaît, en revanche, une progression (67,5 milliards de francs, contre 55,4 milliards en 1996). Les mises en place de prêts à court terme et constitutions de dépôts auprès des non-résidents affiliés se sont, en effet, élevées à 495,2 milliards de francs en 1997, contre 420,4 milliards l'année précédente, tandis que les remboursements et liquidations ont atteint 427,7 milliards de francs, après 365 milliards en 1996. Cette évolution est le signe d'une intensification des transactions financières intragroupes.

## 2.2. Répartition par pays ou zone géographique<sup>1</sup>

(hors bénéfices réinvestis)

On rappellera que la répartition géographique des flux d'investissements directs français à l'étranger est effectuée en fonction du pays « immédiat » de destination des flux.

<b>PRINCIPAUX PAYS D'ACCUEIL DES FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER (hors bénéfices réinvestis)</b>				
	1996 (a)		1997 (b)	
	Montant	Part	Montant	Part
États-Unis .....	- 29,7	20,0	- 44,7	25,5
Royaume-Uni.....	- 8,5	5,7	- 26,4	15,1
Allemagne.....	- 13,4	9,0	- 21,6	12,3
Italie.....	- 11,3	7,6	- 10,9	6,2
Luxembourg.....	- 2,4	1,6	- 10,9	6,2
Suisse.....	- 2,8	1,9	- 10,8	6,1
Espagne.....	- 5,3	3,6	- 9,8	5,6
Belgique.....	- 16,9	11,4	- 8,7	5,0
Brésil.....	- 5,3	3,6	- 6,9	3,9
Pays-Bas .....	- 11,9	8,0	- 1,8	1,0
Autres pays .....	- 41,1	27,7	- 22,7	13,0
<b>Total.....</b>	<b>- 148,6</b>	<b>100,0</b>	<b>- 175,2</b>	<b>100,0</b>
<i>Pour mémoire :</i>				
<i>Bénéfices réinvestis, non ventilés géographiquement (c) .....</i>	<i>- 7,0</i>	<i>—</i>	<i>- 6,0</i>	<i>—</i>
(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres provisoires (c) Chiffres estimés				
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25				
Mise à jour le 17 avril 1998				

Les entreprises résidentes ont encore renforcé la concentration de leurs opérations sur un nombre limité de pays d'accueil : en 1997, les dix premiers pays hôtes ont reçu 87 % des flux, contre 72 % en 1996.

Comme le montre le tableau ci-dessus, les États-Unis renforcent en 1997 leur situation de premier pays de destination des flux d'investissements directs français à l'étranger. Les flux vers ce pays ont progressé de 50 % et la part des États-Unis dans le total s'est accrue de plus de 5 points, passant de 20,0 % à 25,5 %.

Viennent ensuite sept pays européens (Royaume-Uni et Allemagne en premier lieu), qui accueillent ensemble 56,5 % des flux, les investissements au Royaume-Uni étant notamment multipliés par trois. Comme le montre le tableau de l'annexe 4, l'Union européenne est majoritairement la destination de flux financiers à court terme (53,7 % des flux) initiés par des entreprises qui ont pris pied, voici déjà quelques années, sur les marchés des pays voisins.

<sup>1</sup> Cf. annexe 4

Le Brésil, premier pays en développement « investi » par la France, demeure au huitième rang des pays d'accueil, avec des flux d'investissements français en progression de 30 % d'une année à l'autre.

Les autres destinations demeurent marginales. Les flux vers les *économies européennes en transition* ont fortement progressé (+ 36 %), mais leur part dans le total des flux reste modique (de l'ordre de 3 %). S'agissant des *pays d'Asie à développement rapide*, on a observé globalement un fléchissement des flux nets, le montant des investissements vers la Corée du Sud et Singapour s'étant toutefois accru.

### 2.3. Répartition par secteurs (hors bénéfices réinvestis)

Les principales entreprises résidentes à l'origine des investissements français à l'étranger appartenaient en majorité au secteur tertiaire, notamment aux secteurs des *holdings* (40,3 %) et du commerce (14,8 % des flux nets). Les industries manufacturières ont suscité, pour leur part, 27,6 % des flux nets d'investissements directs à l'étranger.

## 3. Les investissements directs étrangers en France en 1997

### 3.1. Vue d'ensemble

Les flux d'investissements directs étrangers en France ont atteint le chiffre record de 122,5 milliards de francs en 1997, contre 112,3 milliards en 1996. Cette hausse (+ 9,1 %) résulte entièrement de la forte progression des apport nets en capital social (+ 44,6 %). Les flux nets de prêts et de dépôts des maisons mères étrangères vers leurs affiliés résidents ont diminué de 15 % par rapport à 1996. Enfin, les bénéfices réinvestis font apparaître en 1997 un solde négatif de 7,9 milliards de francs.

Il convient de rappeler que la France mène depuis plusieurs années une politique d'accueil très favorable aux investissements étrangers. Des structures chargées de prospection à l'étranger des investisseurs potentiels et, le cas échéant, de les accompagner dans les différentes phases de leur projet en France, ont été mises en place en 1992 à l'initiative de la Datar. En outre, la mise en place, début 1997, de nouvelles dispositions fiscales a eu pour ambition de créer un cadre incitatif à l'établissement en France des sièges administratifs et des centres de logistique des entreprises ayant une dimension internationale.

## FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE PAR NATURE D'OPÉRATION

(en millions de francs)

	Année 1996 (a)	1 <sup>er</sup> trimestre 1997 (b)	2 <sup>e</sup> trimestre 1997 (b)	3 <sup>e</sup> trimestre 1997 (b)	4 <sup>e</sup> trimestre 1997 (c)	Année 1997 (c)
<b>Capital social (et investissements immobiliers).....</b>	<b>51 144</b>	<b>7 269</b>	<b>21 579</b>	<b>27 618</b>	<b>17 412</b>	<b>73 878</b>
Secteur bancaire (capital social).....	7 611	993	24	1 640	482	3 139
<i>Constitutions</i> .....	7 796	1 001	128	1 664	549	3 342
<i>Liquidations</i> .....	- 185	- 8	- 104	- 24	- 67	- 203
Autres secteurs (capital social).....	36 013	4 707	19 821	23 640	14 131	62 299
<i>Constitutions</i> .....	51 838	6 634	20 869	27 575	16 467	71 545
<i>Liquidations</i> .....	- 15 825	- 1 927	- 1 048	- 3 935	- 2 336	- 9 246
Investissements immobiliers.....	7 520	1 569	1 734	2 338	2 799	8 440
<i>Constitutions</i> .....	9 941	2 091	2 294	2 918	3 443	10 746
<i>Liquidations</i> .....	- 2 421	- 522	- 560	- 580	- 644	- 2 306
<b>Bénéfices réinvestis.....</b>	<b>- 5 398 (c)</b>	<b>- 1 983 (c)</b>	<b>- 1 983 (c)</b>	<b>- 1 983 (c)</b>	<b>- 1 987</b>	<b>- 7 936</b>
<b>Autres opérations (autres secteurs)</b>	<b>66 594</b>	<b>14 748</b>	<b>10 427</b>	<b>14 225</b>	<b>17 206</b>	<b>56 606</b>
Prêts à long terme (plus de 1 an d'échéance initiale).....	2 742	3 711	5 122	- 862	481	8 452
<i>Octrois</i> .....	19 021	6 738	9 653	5 001	7 214	28 606
<i>Remboursements</i> .....	- 16 279	- 3 027	- 4 531	- 5 863	- 6 733	- 20 154
Prêts à court terme (moins de 1 an d'échéance initiale) et flux de trésorerie	63 852	11 037	5 305	15 087	16 725	48 154
<i>Octrois</i> .....	356 527	116 025	88 051	185 365	164 896	554 337
<i>Remboursements</i> .....	- 292 675	- 104 988	- 82 746	- 170 278	- 148 171	- 506 183
<b>TOTAL .....</b>	<b>112 340</b>	<b>20 034</b>	<b>30 023</b>	<b>39 860</b>	<b>32 631</b>	<b>122 548</b>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 17 avril 1998

### 3.1.1. Capital social

En 1997, la progression des apports en fonds propres par des non-résidents (73,9 milliards de francs, contre 51,1 milliards en 1996) a concerné les *entreprises non bancaires* (62,3 milliards de francs, contre 36 milliards), sous l'effet conjugué d'une augmentation de 38 % des constitutions et d'une diminution des liquidations dans les mêmes proportions.

Dans le *secteur bancaire résident*, les apports en fonds propres, qui avaient régulièrement progressé entre 1988 et 1995 — année marquée par d'importantes opérations de fusion-acquisition —, tendent, depuis, à se ralentir (3,1 milliards de francs, contre 7,6 milliards en 1996 et 10,4 milliards en 1995).

Enfin, les investissements étrangers nets dans l'immobilier augmentent de 12,2 % (8,4 milliards de francs, contre 7,5 milliards en 1996).

### 3.1.2. Bénéfices réinvestis

Selon de premières estimations de la Banque de France, les résultats dégagés par les filiales résidentes diminués des dividendes encaissés par les maisons mères étrangères se traduisent par des bénéfices réinvestis négatifs de 7,9 milliards de francs, ce qui équivaut à des désinvestissements de la part des investisseurs non résidents.

### 3.1.3. Autres opérations

Les flux nets des autres opérations se sont inscrits en légère baisse (56,6 milliards de francs, au lieu de 66,6 milliards l'année précédente), sous l'influence d'évolutions contrastées :

- l'augmentation du solde des prêts à long terme entre maisons mères et filiales (8,5 milliards de francs, au lieu de 2,7 milliards) ;
- la diminution de 25 % du solde des mouvements financiers à court terme entre affiliés (48,1 milliards de francs, au lieu de 63,9 milliards).

## 3.2. Répartition par pays ou zones géographiques<sup>1</sup>

(hors bénéfices réinvestis)

La répartition géographique des investissements étrangers en France est effectuée en fonction du pays « immédiat » de provenance des capitaux.

La répartition géographique des flux d'investissements directs étrangers en France reste largement concentrée sur l'Union européenne et les pays industrialisés non européens, à l'origine de 86 % des flux entrants en 1997, après 81 % l'année précédente. Les investissements en provenance des pays industrialisés non européens ont néanmoins diminué, leur part passant de 15,3 % à 14,1 % entre 1996 et 1997.

Parmi les quatre principaux pays à l'origine des investissements nets en France, les deux premiers, Royaume-Uni et Allemagne, accroissent fortement leur part dans le montant total des flux (respectivement de 18,4 % à 27,4 %, et de 5,9 % à 12,8 %), essentiellement sous forme de capital social.

Les deux pays suivants, États-Unis et Pays-Bas, perdent au contraire quelques points dans la répartition du total des flux (leurs parts passent, respectivement, de 14,5 % à 11,7 % et de 16,8 % à 10,0 %). On observe, en particulier, une diminution sensible d'un exercice à l'autre du solde des prêts à court terme et des flux de trésorerie entre affiliés avec les Pays-Bas.

Enfin, le repli des flux en provenance de la Belgique d'une année à l'autre s'explique dans une large mesure par la réalisation en 1996 d'un important investissement dans le secteur bancaire.

<sup>1</sup> Cf. annexe 5

**PRINCIPAUX PAYS DE PROVENANCE  
DES FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE  
(hors bénéfices réinvestis)**

(montant en millions de francs – part en pourcentage)

	1996 (a)		1997 (b)	
	Montant	Part	Montant	Part
Royaume-Uni.....	21,6	18,4	35,8	27,4
Allemagne.....	7,0	5,9	16,8	12,8
États-Unis .....	17,1	14,5	15,3	11,7
Pays-Bas .....	19,8	16,8	13,0	10,0
Suisse.....	9,8	8,3	12,2	9,4
Belgique.....	19,8	16,8	8,7	6,7
Italie.....	4,6	3,9	5,6	4,3
Irlande.....	3,8	3,2	4,8	3,7
Luxembourg.....	0,2	0,2	4,1	3,2
Espagne.....	1,6	1,4	2,7	2,0
Autres pays .....	12,4	10,5	11,5	8,8
<b>Total (hors bénéfices réinvestis) .....</b>	<b>117,7</b>	<b>100,0</b>	<b>130,5</b>	<b>100,0</b>
<i>Pour mémoire :</i> <i>Bénéfices réinvestis, non ventilés géographiquement (c) .....</i>	<i>- 5,4</i>	<i>–</i>	<i>- 7,9</i>	<i>–</i>
(a) Chiffres définitifs				
(b) Chiffres provisoires				
(c) Chiffres estimés				
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25				Mise à jour le 17 avril 1998

### 3.3. Répartition par secteurs

(hors bénéfices réinvestis)

Les entreprises étrangères se sont principalement portées vers le secteur tertiaire, plus précisément vers les secteurs de l'intermédiation financière (21,4 % des flux nets) et des *holdings* (29,7 %). Les industries manufacturières ont recueilli, pour leur part, 20,5 % des flux nets d'investissements directs<sup>1</sup>.

Au total, les flux d'investissements directs enregistrés en balance des paiements en 1997 confirment une intensification du rôle tenu par la France dans le mouvement d'internationalisation des économies des pays industrialisés, avec un renforcement particulier des opérations en capital, « noyau dur » de l'investissement direct.

<sup>1</sup> Cf. annexe 7

## ANNEXE 1

FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS de 1988 à 1997								
Années	Investissements directs						Soldes des investissements directs	
	Français à l'étranger			Étrangers en France				
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde		
1988.....	43 303	142 454	-99 151	81 903	31 132	50 771	- 48 380	
1989.....	88 658	220 749	- 132 091	150 104	66 771	83 333	- 48 758	
1990.....	120 301	317 595	- 197 294	185 307	100 281	85 026	- 112 268	
1991.....	201 743	343 541	- 141 798	210 668	125 091	85 577	- 56 221	
1992.....	189 059	350 020	- 160 961	345 076	250 588	94 488	- 66 473	
1993.....	215 583	327 334	- 111 751	320 860	227 757	93 103	- 18 648	
1994.....	217 542	352 859	- 135 317	355 075	268 603	86 472	- 48 845	
1995.....	264 690	343 335	- 78 645	435 788	317 616	118 172	39 527	
1996.....	410 841	566 456	- 155 615	445 123	332 783	112 340	- 43 275	
1997.....	493 802	674 957	- 181 155	668 576	546 028	122 548	- 58 607	

Chiffres provisoires pour 1997, y compris bénéfices réinvestis et opérations à court terme entre affiliés

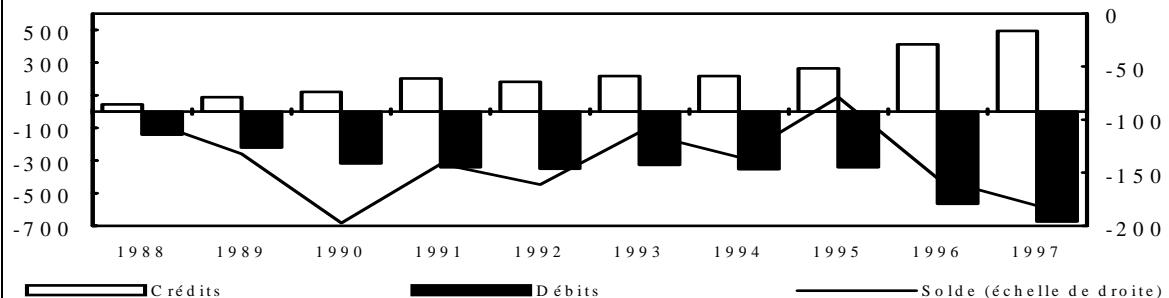
Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 17 avril 1998

## ANNEXE 2

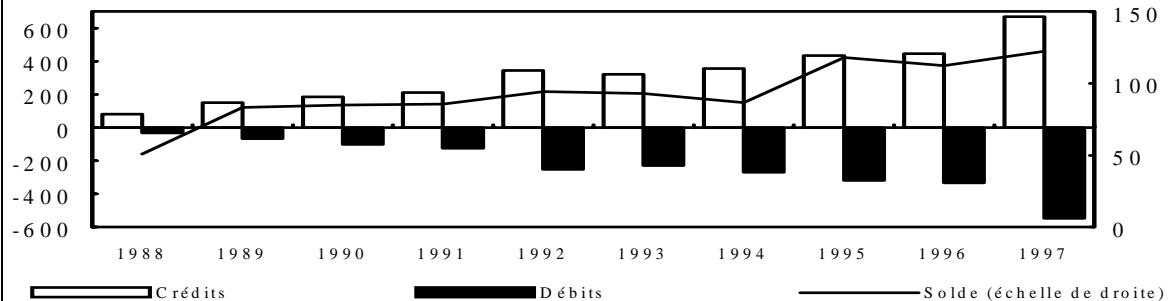
### FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER

en milliards de francs



### FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE

en milliards de francs



### SOLDE NET DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ENTRE LA FRANCE ET L'ÉTRANGER

en milliards de francs



Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél.: 01 42 92 34 25

Mise à jour le 17 avril 1998

## ANALYSES

## Les flux d'investissements directs de la France avec l'étranger en 1997

## ANNEXE 3

**FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER EN 1997 (a)**  
**VENTILATION PAR TRANCHES DE MONTANT**  
**(apports en fonds propres uniquement)**

(montant en millions de francs – part en pourcentage)

Opérations par tranches de montant	Constitutions			Liquidations			Soldes	
	Nombre	Montant	Part	Nombre	Montant	Part	Montant	Part
Inférieur à 1 million.....	7 152	2 189	1,6	2 931	977	2,2	1 212	1,3
De 1 à 50 millions.....	3 232	19 691	14,0	1 053	6 212	13,9	13 479	14,0
De 50 à 200 millions.....	198	19 808	14,1	52	5 110	11,4	14 698	15,3
De 200 à 500 millions.....	49	15 499	11,0	20	6 843	15,3	8 656	9,0
De 500 millions à 1 milliard.....	23	16 770	11,9	8	5 019	11,2	11 751	12,3
Supérieur à 1 milliard.....	19	66 629	47,4	8	20 564	46,0	46 065	48,1
<b>Total.....</b>	<b>10 673</b>	<b>140 586</b>	<b>100,0</b>	<b>4 072</b>	<b>44 725</b>	<b>100,0</b>	<b>95 861</b>	<b>100,0</b>

(a) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 17 avril 1998

**FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE EN 1997 (a)**  
**VENTILATION PAR TRANCHES DE MONTANT**  
**(apports en fonds propres uniquement)**

(montant en millions de francs – part en pourcentage)

Opérations par tranches de montant	Constitutions			Liquidations			Soldes nets	
	Nombre	Montant	Part	Nombre	Montant	Part	Montant	Part
Inférieur à 1 million.....	12 417	4 399	5,1	2 663	960	8,2	3 439	4,7
De 1 à 50 millions.....	4 249	18 337	21,4	1 127	3 857	32,8	14 480	19,6
De 50 à 200 millions.....	108	9 526	11,1	23	2 253	19,2	7 273	9,8
De 200 à 500 millions.....	40	12 522	14,6	2	440	3,7	12 082	16,4
De 500 millions à 1 milliard.....	17	11 985	14,0	3	2 121	18,0	9 864	13,4
Supérieur à 1 milliard.....	12	28 864	33,7	1	2 124	18,1	26 740	36,2
<b>Total.....</b>	<b>16 843</b>	<b>85 633</b>	<b>100,0</b>	<b>3 819</b>	<b>11 755</b>	<b>100,0</b>	<b>73 878</b>	<b>100,0</b>

(a) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 17 avril 1998

## ANNEXE 4

RÉPARTITION GÉOÉCONOMIQUE DES FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER								
(montant en millions de francs)								
	Année 1996 (a)	Année 1997 (b)						
		Capital social		Autres opérations des autres secteurs			Total	Total
		Secteur bancaire	Autres secteurs	Total	Prêts à long terme	Prêts à court terme		
<b>Union européenne.....</b>	<b>- 75 912</b>	<b>- 4 940</b>	<b>- 28 300</b>	<b>- 33 240</b>	<b>- 5 641</b>	<b>- 45 050</b>	<b>- 50 691</b>	<b>- 83 931</b>
<i>Union monétaire à onze .....</i>	<b>- 64 946</b>	<b>- 4 360</b>	<b>- 14 959</b>	<b>- 19 319</b>	<b>- 6 826</b>	<b>- 30 438</b>	<b>- 37 264</b>	<b>- 56 583</b>
Pays-Bas .....	- 11 939	236	1 273	1 509	1 268	- 4 596	- 3 328	- 1 819
Allemagne.....	- 13 422	150	- 7 597	- 7 447	- 5 558	- 8 625	- 14 183	- 21 630
Italie .....	- 11 312	- 3 406	- 6 585	- 9 991	- 139	- 763	- 902	- 10 893
Irlande .....	- 1 516	108	2 439	2 547	468	3 429	3 897	6 444
Portugal.....	- 1 254	9	98	107	- 101	- 401	- 502	- 395
Espagne.....	- 5 311	- 1 027	- 6 838	- 7 865	- 960	- 947	- 1 907	- 9 772
Belgique.....	- 16 892	340	2 948	3 288	- 50	- 11 940	- 11 990	- 8 702
Luxembourg.....	- 2 372	- 769	- 612	- 1 381	- 1 736	- 7 771	- 9 507	- 10 888
Finlande.....	- 199	0	- 32	- 32	- 1	1 330	1 329	1 297
Autriche.....	- 651	- 1	- 53	- 54	- 17	- 154	- 171	- 225
<i>Autres pays .....</i>	<b>- 10 966</b>	<b>- 580</b>	<b>- 13 341</b>	<b>- 13 921</b>	<b>1 185</b>	<b>- 14 612</b>	<b>- 13 427</b>	<b>- 27 348</b>
Royaume-Uni.....	- 8 469	- 591	- 13 109	- 13 700	1 222	- 13 948	- 12 726	- 26 426
Danemark.....	695	- 19	- 176	- 195	3	- 106	- 103	- 298
Grèce.....	- 354	- 33	- 190	- 223	- 7	- 147	- 154	- 377
Suède.....	- 2 838	63	134	197	- 33	- 411	- 444	- 247
<b>Autres pays industrialisés européens .....</b>	<b>- 4 651</b>	<b>439</b>	<b>- 2 934</b>	<b>- 2 495</b>	<b>- 398</b>	<b>- 8 325</b>	<b>- 8 723</b>	<b>- 11 218</b>
dont : Norvège.....	- 1 437	43	- 300	- 257	398	37	435	178
Suisse .....	- 2 670	407	- 2 153	- 1 746	- 793	- 8 227	- 9 020	- 10 766
Turquie.....	- 420	- 11	- 441	- 452	- 3	- 122	- 125	- 577
<b>Pays industrialisés non européens.....</b>	<b>- 39 681</b>	<b>- 6 221</b>	<b>- 32 533</b>	<b>- 38 754</b>	<b>- 973</b>	<b>- 7 492</b>	<b>- 8 465</b>	<b>- 47 219</b>
dont : États-Unis.....	- 29 664	- 5 924	- 31 899	- 37 823	- 280	- 6 586	- 6 866	- 44 689
Canada .....	- 2 438	- 210	361	151	- 675	- 586	- 1 261	- 1 110
Mexique .....	- 1 188	0	- 200	- 200	5	- 197	- 192	- 392
Japon .....	- 968	- 8	- 361	- 369	- 7	51	44	- 325
Australie.....	- 5 268	0	- 429	- 429	- 12	- 156	- 168	- 597
<b>Économies en transition .....</b>	<b>- 3 939</b>	<b>- 261</b>	<b>- 3 620</b>	<b>- 3 881</b>	<b>- 598</b>	<b>- 839</b>	<b>- 1 437</b>	<b>- 5 318</b>
dont : Pologne.....	- 2 152	- 116	- 1 164	- 1 280	- 10	- 270	- 280	- 1 560
Roumanie .....	- 701	- 24	- 1 250	- 1 274	- 9	- 32	- 41	- 1 315
République tchèque.....	- 396	- 6	- 775	- 781	- 137	- 159	- 296	- 1 077
<b>Pays de la Zone franc .....</b>	<b>- 2 148</b>	<b>- 82</b>	<b>- 2 187</b>	<b>- 2 269</b>	<b>- 62</b>	<b>- 127</b>	<b>- 189</b>	<b>- 2 458</b>
dont : Côte-d'Ivoire.....	- 1 260	0	- 1 167	- 1 167	7	156	163	- 1 004
Sénégal.....	- 256	0	- 752	- 752	0	- 2	- 2	- 754
<b>Pays d'Asie à développement rapide .....</b>	<b>- 6 461</b>	<b>298</b>	<b>- 4 354</b>	<b>- 4 056</b>	<b>240</b>	<b>- 1 709</b>	<b>- 1 469</b>	<b>- 5 525</b>
dont : Taïwan .....	- 1 484	0	- 136	- 136	- 2	- 305	- 307	- 443
Malaisie.....	- 75	733	9	742	- 9	- 8	- 17	725
Corée du Sud.....	- 1 486	- 42	- 1 670	- 1 712	- 1	- 51	- 52	- 1 764
Singapour .....	- 1 353	- 184	- 922	- 1 106	- 38	- 567	- 605	- 1 711
Chine .....	- 1 280	- 90	- 1 033	- 1 123	- 40	- 93	- 133	- 1 256
<b>Reste du monde .....</b>	<b>- 15 989</b>	<b>- 1 889</b>	<b>- 9 277</b>	<b>- 11 166</b>	<b>- 4 384</b>	<b>- 3 936</b>	<b>- 8 320</b>	<b>- 19 486</b>
dont : Brésil.....	- 5 289	- 987	- 6 060	- 7 047	304	- 116	188	- 6 859
<b>Total .....</b>	<b>- 148 617</b>	<b>- 12 656</b>	<b>- 83 205</b>	<b>- 95 861</b>	<b>- 11 816</b>	<b>- 67 478</b>	<b>- 79 294</b>	<b>- 175 155</b>
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Bénéfices réinvestis, non ventilés géographiquement .....</i>	- 6 998	-	-	-	-	-	-	- 6 000

Sans signe : désinvestissement

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 17 avril 1998

## ANNEXE 5

**RÉPARTITION GÉOÉCONOMIQUE  
DES FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE**

(montant en millions de francs)

	Année 1996 (a)	Année 1997 (b)						
		Capital social			Autres opérations des autres secteurs			Total
		Secteur bancaire	Autres secteurs	Total	Prêts à long terme	Prêts à court terme	Flux de trésorerie	
<b>Union européenne.....</b>	<b>85 165</b>	<b>2 796</b>	<b>54 606</b>	<b>57 402</b>	<b>4 789</b>	<b>30 937</b>	<b>35 726</b>	<b>93 128</b>
<i>Union monétaire à onze.....</i>	<b>57 270</b>	<b>2 026</b>	<b>24 385</b>	<b>26 411</b>	<b>5 699</b>	<b>24 166</b>	<b>29 865</b>	<b>56 276</b>
Pays-Bas.....	19 747	68	8 147	8 215	3 686	1 145	4 831	13 046
Allemagne.....	6 945	95	10 719	10 814	161	5 779	5 940	16 754
Italie.....	4 594	1 709	3 021	4 730	- 25	916	891	5 621
Irlande.....	3 804	- 13	158	145	554	4 072	4 626	4 771
Portugal.....	410	0	88	88	15	506	521	609
Espagne.....	1 564	161	191	352	58	2 264	2 322	2 674
Belgique.....	19 811	7	617	624	943	7 111	8 054	8 678
Luxembourg.....	240	- 1	1 264	1 263	581	2 288	2 869	4 132
Finlande.....	122	0	95	95	- 262	- 301	- 563	- 468
Autriche.....	33	0	85	85	- 12	386	374	459
<i>Autres pays.....</i>	<b>27 895</b>	<b>770</b>	<b>30 221</b>	<b>30 991</b>	<b>- 910</b>	<b>6 771</b>	<b>5 861</b>	<b>36 852</b>
Royaume-Uni.....	21 624	769	29 196	29 965	- 646	6 461	5 815	35 780
Danemark.....	317	1	572	573	- 180	132	- 48	525
Grèce.....	- 519	0	- 1	- 1	0	148	148	147
Suède.....	6 473	0	454	454	- 84	30	- 54	400
<b>Autres pays industrialisés européens</b>	<b>10 130</b>	<b>266</b>	<b>6 787</b>	<b>7 053</b>	<b>1 136</b>	<b>4 239</b>	<b>5 375</b>	<b>12 428</b>
<i>dont : Norvège.....</i>	131	0	60	60	37	- 81	- 44	16
<i>  Suisse.....</i>	9 739	251	6 626	6 877	1 093	4 258	5 351	12 228
<i>  Turquie.....</i>	217	0	36	36	0	28	28	64
<b>Pays industrialisés non européens.....</b>	<b>19 949</b>	<b>39</b>	<b>7 274</b>	<b>7 313</b>	<b>1 683</b>	<b>9 432</b>	<b>11 115</b>	<b>18 428</b>
<i>dont : États-Unis.....</i>	17 112	37	4 677	4 714	1 028	9511	10 539	15 253
<i>  Canada.....</i>	2 125	2	225	227	48	309	357	584
<i>  Mexique.....</i>	2	0	- 2	- 2	0	1	1	- 1
<i>  Japon.....</i>	525	0	2 137	2 137	- 2	- 719	- 721	1 416
<i>  Australie.....</i>	173	0	237	237	210	298	508	745
<b>Économies en transition.....</b>	<b>144</b>	<b>0</b>	<b>71</b>	<b>71</b>	<b>358</b>	<b>- 43</b>	<b>315</b>	<b>386</b>
<i>dont : Pologne.....</i>	89	0	40	40	334	17	351	391
<i>  République tchèque.....</i>	37	0	2	2	0	- 82	- 82	- 80
<b>Pays de la Zone franc.....</b>	<b>431</b>	<b>- 1</b>	<b>135</b>	<b>134</b>	<b>1</b>	<b>207</b>	<b>208</b>	<b>342</b>
<i>dont : Côte-d'Ivoire.....</i>	188	0	33	33	0	120	120	153
<i>  Gabon.....</i>	82	0	48	48	1	36	37	85
<b>Pays d'Asie à développement rapide</b>	<b>545</b>	<b>10</b>	<b>271</b>	<b>281</b>	<b>148</b>	<b>- 131</b>	<b>17</b>	<b>298</b>
<i>dont : Corée du Sud.....</i>	480	6	85	91	118	179	297	388
<i>  Singapour.....</i>	- 228	2	57	59	- 1	- 201	- 202	- 143
<i>  Indonésie.....</i>	109	0	26	26	0	11	11	37
<b>Reste du monde.....</b>	<b>1 374</b>	<b>29</b>	<b>1 595</b>	<b>1 624</b>	<b>337</b>	<b>3 513</b>	<b>3 850</b>	<b>5 474</b>
<i>dont : Bermudes.....</i>	592	0	124	124	313	972	1 285	1 409
<i>  Émirats arabes unis.....</i>	- 578	0	156	156	0	699	699	855
<b>Total.....</b>	<b>117 738</b>	<b>3 139</b>	<b>70 739</b>	<b>73 878</b>	<b>8 452</b>	<b>48 154</b>	<b>56 606</b>	<b>130 484</b>
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Bénéfices réinvestis, non ventilés géographiquement.....</i>	- 5 398	-	-	-	-	-	-	- 7 936

Signe négatif : désinvestissement

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 17 avril 1998

## ANNEXE 6

**RÉPARTITION SECTORIELLE (a)  
DES FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANCAIS À L'ÉTRANGER  
(hors bénéfices réinvestis)**  
**Année 1997 (b)**

(montant en millions de francs – part en pourcentage)

Secteurs d'activité résidents	Crédits	Débits	Soldes (c)	Répartition
<b>Agriculture et pêche</b> .....	<b>35</b>	<b>125</b>	<b>- 90</b>	<b>0,1</b>
<b>Industries extractives</b> .....	<b>136</b>	<b>494</b>	<b>- 358</b>	<b>0,2</b>
dont : Extraction de pétrole et de gaz.....	124	344	- 220	0,1
<b>Industries manufacturières</b> .....	<b>146 989</b>	<b>195 393</b>	<b>- 48 404</b>	<b>27,6</b>
dont : Industries agricoles et alimentaires.....	8 999	16 156	- 7 157	4,1
Industries du textile et habillement.....	2 877	3 561	- 684	0,4
Industries du bois, édition et imprimerie.....	5 298	6 258	- 960	0,5
Raffinage de pétrole et autres traitements.....	5 254	9 418	- 4 164	2,4
Industrie chimique.....	60 875	75 288	- 14 413	8,2
Industries du caoutchouc et des plastiques.....	305	1 243	- 938	0,5
Industrie métallurgique et travail des métaux.....	2 484	4 043	- 1 559	0,9
Industrie mécanique.....	4 425	9 146	- 4 721	2,7
Matériel de bureau et informatique.....	20 900	17 393	3 507	- 2,0
Équipements radio, TV et communication.....	1 085	1 607	- 522	0,3
Véhicules automobiles.....	2 922	4 324	- 1 402	0,8
Autres matériels de transport.....	4 240	2 933	1 307	- 0,7
Électricité, gaz et eau.....	<b>5 043</b>	<b>5 729</b>	<b>- 686</b>	<b>0,4</b>
<b>Construction</b> .....	<b>1 271</b>	<b>6 222</b>	<b>- 4 951</b>	<b>2,8</b>
<b>Commerce et réparations</b> .....	<b>39 876</b>	<b>65 743</b>	<b>- 25 867</b>	<b>14,8</b>
<b>Hôtels et restaurants</b> .....	<b>229</b>	<b>1 667</b>	<b>- 1 438</b>	<b>0,8</b>
<b>Transports et communications</b> .....	<b>2 904</b>	<b>6 213</b>	<b>- 3 309</b>	<b>1,9</b>
dont : Transports terrestres.....	103	921	- 818	0,5
Transports maritimes et côtiers.....	338	421	- 83	0,0
Transports aériens.....	612	211	401	- 0,2
Télécommunications.....	360	2 597	- 2 237	1,3
<b>Intermédiation financière</b> .....	<b>99 002</b>	<b>104 521</b>	<b>- 5 519</b>	<b>3,2</b>
dont : Intermédiation monétaire.....	3 887	15 606	- 11 719	6,7
Assurances et activités auxiliaires des assurances.....	1 191	1 308	- 117	0,1
Autre Intermédiation financière.....	84 846	76 049	8 797	- 5,0
dont : Holdings financiers.....	84 545	75 173	9 372	- 5,4
<b>Immobilier et services entreprises</b> .....	<b>197 098</b>	<b>272 358</b>	<b>- 75 260</b>	<b>43,0</b>
dont : Immobilier.....	8 204	7 648	556	- 0,3
Informatique.....	817	2 649	- 1 832	1,0
Recherche-développement.....	394	768	- 374	0,2
Publicité.....	1 498	1 802	- 304	0,2
Autres actions de services aux entreprises.....	165 787	241 520	- 75 733	43,2
dont : Actions juridiques, de conseil et de management	161 419	233 576	- 72 157	41,2
dont : Management deholdings .....	160 815	231 359	- 70 544	40,3
<b>Autres services</b> .....	<b>1 219</b>	<b>10 492</b>	<b>- 9 273</b>	<b>5,3</b>
<b>Total</b> .....	<b>493 802</b>	<b>668 957</b>	<b>- 175 155</b>	<b>100,0</b>
<i>Pour mémoire :</i>				
<i>Bénéfices réinvestis,</i>				
<i>non ventilés par secteur</i> .....	—	6 000	- 6 000	—

(a) Nomenclature d'activités française de l'INSEE («NAF»)

(b) Chiffres provisoires

(c) Sans signe : désinvestissement

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 17 avril 1998

## ANNEXE 7

**RÉPARTITION SECTORIELLE (a)**  
**DES FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE**  
**(hors bénéfices réinvestis)**  
**Année 1997 (b)**

(montant en millions de francs – part en pourcentage)

Secteurs d'activité résidents	Crédits	Débits	Soldes (c)	Répartition
<b>Agriculture et pêche</b> .....	<b>479</b>	<b>374</b>	<b>105</b>	<b>0,1</b>
<b>Industries extractives</b> .....	<b>517</b>	<b>423</b>	<b>94</b>	<b>0,1</b>
dont : Extraction de pétrole et de gaz .....	463	404	59	0,0
<b>Industries manufacturières</b> .....	<b>96 603</b>	<b>69 891</b>	<b>26 712</b>	<b>20,5</b>
dont : Industries agricoles et alimentaires .....	4 785	2 519	2 266	1,7
Industries du textile et habillement .....	1 677	574	1 103	0,8
Industries du bois, édition et imprimerie .....	10 545	10 657	- 112	- 0,1
Raffinage de pétrole et autres traitements .....	6 491	7 146	- 655	- 0,5
Industrie chimique .....	23 731	16 763	6 968	5,3
Industries du caoutchouc et des plastiques .....	3 102	960	2 142	1,6
Industrie métallurgique et travail des métaux .....	7 897	5 910	1 987	1,5
Industrie mécanique .....	7 094	3 216	3 878	3,0
Matériel de bureau et informatique .....	3 494	5 094	- 1 600	- 1,2
Équipements radio, TV et communication .....	987	229	758	0,6
Véhicules automobiles .....	13 946	12 090	1 856	1,4
Autres matériels de transport .....	273	469	- 196	- 0,2
<b>Électricité, gaz et eau</b> .....	<b>172</b>	<b>5 364</b>	<b>- 5 192</b>	<b>- 4,0</b>
<b>Construction</b> .....	<b>4 945</b>	<b>578</b>	<b>4 367</b>	<b>3,3</b>
<b>Commerce et réparations</b> .....	<b>277 791</b>	<b>265 947</b>	<b>11 844</b>	<b>9,1</b>
<b>Hôtels et restaurants</b> .....	<b>2 852</b>	<b>1 049</b>	<b>1 803</b>	<b>1,4</b>
<b>Transports et communications</b> .....	<b>5 063</b>	<b>1 328</b>	<b>3 735</b>	<b>2,9</b>
dont : Transports terrestres .....	125	46	79	0,1
Transports maritimes et côtiers .....	126	195	- 69	- 0,1
Transports aériens .....	312	0	312	0,2
Télécommunications .....	3 338	598	2 740	2,1
<b>Intermédiation financière</b> .....	<b>37 198</b>	<b>9 226</b>	<b>27 972</b>	<b>21,4</b>
dont : Intermédiation monétaire .....	2 108	20	2 088	1,6
Assurances et activités auxiliaires des assurances .....	6 708	78	6 630	5,1
Autre Intermédiation financière .....	20 868	5 591	15 277	11,7
dont : Holdings financiers .....	15 033	2 155	12 878	9,9
<b>Immobilier et services entreprises</b> .....	<b>242 022</b>	<b>183 626</b>	<b>58 396</b>	<b>44,8</b>
dont : Immobilier .....	56 556	52 769	3 787	2,9
Informatique .....	8 250	7 703	547	0,4
Recherche-développement .....	479	16	463	0,4
Publicité .....	470	15	455	0,3
Autres actions de services aux entreprises .....	165 923	118 788	47 135	36,1
dont : Actions juridiques, de conseil et de management .....	156 449	113 379	43 070	33,0
dont : Management deholdings .....	149 950	111 251	38 699	29,7
<b>Autres services</b> .....	<b>934</b>	<b>286</b>	<b>648</b>	<b>0,5</b>
<b>Total</b> .....	<b>668 576</b>	<b>538 092</b>	<b>130 484</b>	<b>100,0</b>
<i>Pour mémoire :</i> <i>Bénéfices réinvestis,</i> <i>non ventilés par secteur</i> .....	—	7 936	- 7 936	—

(a) Nomenclature d'activités française de l'INSEE («NAF»)

(b) Chiffres provisoires

(c) Signe négatif : désinvestissement

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 17 avril 1998

## ANNEXE 8

**DERNIÈRES PUBLICATIONS  
SUR LES INVESTISSEMENTS DIRECTS****Études sur les stocks d'investissements directs**

« Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1996 »

*Bulletin de la Banque de France* – n° 51 (mars 1998)

« Stock des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 1996 »

*Bulletin de la Banque de France* – n° 52 (avril 1998)

**Données mensuelles sur les flux d'investissements directs**

Résultats de la balance des paiements du mois de ....

*Bulletin de la Banque de France* du 3<sup>e</sup> mois suivant le mois commenté

**Données annuelles sur les flux et les encours d'investissements directs**

*Rapport annuel sur la balance des paiements et la position extérieure de la France en 1996*,  
publié sous le double timbre de la *Banque de France* et du *Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie* (août 1997)

## ANNEXE 9

## AUTRES PUBLICATIONS SUR LES INVESTISSEMENTS DIRECTS

D'autres organismes publics diffusent également des données d'investissements directs internationaux, mais dans une autre optique que la quantification des flux et des stocks d'investissements directs.

### Investissements directs français à l'étranger

La *direction des Relations économiques extérieures du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (DREE)* effectue, par l'intermédiaire de ses 170 postes d'expansion économique, une enquête annuelle axée sur l'activité des filiales d'entreprises françaises implantées à l'étranger (effectif employé, chiffre d'affaires, secteur d'activité, notamment).

### Investissements directs étrangers en France

La *Délégation à l'aménagement du territoire et à l'action régionale (Datar)* met l'accent sur les nouvelles implantations et sur les emplois bruts créés ou maintenus par l'investissement étranger. En fait, les investissements étrangers productifs recensés par la Datar ne concernent que les capitaux étrangers contribuant à l'accroissement de la production et ne représentent qu'une partie de ceux comptabilisés par la Banque de France. Ne sont, par exemple, pas pris en compte par la Datar les opérations qui se traduisent par un simple transfert de propriété.

### Investissement direct international

– La *Conférence des Nations unies pour le commerce et le développement (Cnuced)* publie, chaque année, un rapport sur l'investissement mondial, qui analyse, entre autres, les liens entre le commerce et l'investissement direct étranger et comporte des séries statistiques sur les flux et les stocks d'investissements directs par pays et par zones géographiques. Toutefois, les encours 1996 présentés dans l'édition 1997 sont estimés à l'aide d'un cumul de flux, depuis plusieurs années dans le cas de certains pays.

– Le *service des Statistiques industrielles du secrétariat d'État à l'Industrie (Sessi)* mène, quant à lui, une enquête sur les entreprises industrielles investies par l'étranger. En outre, il a lancé, en 1994, la première enquête « mondialisation » auprès de 6 800 entreprises industrielles et commerciales, françaises ou sous contrôle étranger, ayant au moins une implantation en France, afin de mesurer les échanges intragroupes et la production de l'industrie française à l'étranger.

– La *Délégation aux investissements internationaux*, avec la collaboration du cabinet conseil *Arthur Andersen*, a mis en place une enquête intitulée « l'investissement international à l'horizon 2001 ». Cette enquête prospective, réalisée auprès de 320 dirigeants de firmes multinationales et experts internationaux, a pour objectif d'appréhender la stratégie des décideurs en termes d'investissement international.

– Enfin, une étude, publiée en janvier de cette année, a été réalisée par *KPMG Corporate Finance* sur l'évolution des fusions-acquisitions transfrontière.

# MARCHÉ OBLIGATAIRE DE L'EUROFRANC AU PREMIER TRIMESTRE 1998

Alors que la crise asiatique s'était traduite au quatrième trimestre 1997 par un ralentissement des émissions, le marché de l'eurofranc a été marqué au premier trimestre 1998 par une nette reprise de l'activité. Les émissions ont ainsi atteint 56,3 milliards de francs sur l'ensemble du trimestre, après déduction des remboursements effectués sur la même période, soit une hausse de 45 % par rapport au premier trimestre 1997. Cette évolution s'explique, notamment, par le report de nombreux emprunts initialement prévus pour la fin 1997 et par la forte baisse des taux d'intérêt à long terme en francs comme dans les principales autres devises internationales. Le marché a également bénéficié d'une demande élevée de titres de la part des compagnies d'assurance françaises.

Après le raccourcissement des émissions de la fin 1997, dont une part importante était rémunérée par un taux variable, un retour sur les obligations à long ou très long terme, généralement assorties d'un taux fixe, a été observé ce trimestre. Les émissions subordonnées, plus risquées que les emprunts obligataires classiques, se sont également accélérées. En revanche, certains investisseurs ont privilégié les titres les plus liquides, favorisant le lancement de quelques opérations de très grande ampleur.

La préparation à l'Union monétaire s'est par ailleurs poursuivie, avec en particulier plusieurs émissions « eurofongibles », c'est-à-dire libellées dans plusieurs devises européennes et destinées à se fondre en une souche unique en euros, de montant extrêmement élevé. Le marché obligataire de l'écu s'est également beaucoup développé au cours de la période sous revue, venant concurrencer

les principaux marchés européens. Les mois à venir permettront de mieux juger si la progression de ce segment se confirme ou si les devises des pays participant à l'UEM dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999 restent les meilleurs précurseurs du marché obligataire international de l'euro.

PIERRE SOLA  
*Direction de la Balance des paiements  
Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)*

### 1. Forte reprise des émissions, après le ralentissement enregistré au quatrième trimestre 1997

Les émissions, nettes des remboursements, libellées en eurofrancs ont enregistré une vive reprise au cours du premier trimestre. Elles ont atteint 56,3 milliards de francs, soit 43 % du total des émissions nettes réglées sur l'ensemble de l'année 1997.

	<b>ÉMISSIONS OBLIGATAIRES EN FRANCS DE 1990 À 1998</b> (en date de règlement)												(en milliards de francs)	
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997	2 <sup>e</sup> trim. 1997	3 <sup>e</sup> trim. 1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	Cumul 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998	
Émissions nettes en eurofrancs ..... (A – B)	40,4	89,3	112,2	187,7	116,4	10,4	136,4	38,7	28,1	45,7	19,8	132,3	56,3	
Émissions brutes en eurofrancs ..... (A)	40,7	91,6	126,9	207,9	135,3	48,7	191,9	45,4	46,1	59,2	49,1	199,8	71,9	
Remboursements ..... (B)	0,3	2,3	14,7	20,2	18,9	38,3	55,5	6,7	18,0	13,5	29,3	67,5	15,6	
Émissions nettes sur le marché intérieur.....	179,5	179,6	185,7	315,2	197,2	186,4	249,5	57,9	36,1	- 16,2	- 19,2	58,6	31,1	
Émissions totales nettes.....	<b>219,9</b>	<b>268,9</b>	<b>297,9</b>	<b>502,9</b>	<b>313,6</b>	<b>196,8</b>	<b>385,9</b>	<b>96,6</b>	<b>64,2</b>	<b>29,5</b>	<b>0,6</b>	<b>190,9</b>	<b>87,4</b>	
Émissions cotées (principalement à Paris et au Luxembourg)														
Sources :	International Financing Review Banque de France DESM – SEVAM													
Réalisation :	Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX													

Une part importante de ces emprunts a été lancée en janvier, alors même que les primes de signature, en hausse sensible depuis le mois de novembre, restaient nettement supérieures au niveau qui était le leur avant la crise asiatique.

**VOLUME MENSUEL D'ÉMISSIONS OBLIGATAIRES EN EUROFRANCS  
EN FONCTION DE LEUR DATE DE LANCEMENT**

(en milliards de francs)

	1997	1998
Janvier.....	16,3	38,0
Février.....	16,6	21,0
Mars .....	24,6	19,5
Avril.....	10,8	nd
Mai.....	16,8	nd
Juin.....	21,2	nd

nd : non disponible

Sources : *International Financing Review*

Banque de France

DESM – SEVAM

Réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX

Ce rebond correspond partiellement à un phénomène saisonnier, lié au début d'une nouvelle année comptable pour la plupart des émetteurs.

Il s'est toutefois fortement amplifié cette année, en liaison avec :

– le report de nombreuses émissions initialement prévues pour le quatrième trimestre 1997, du fait de la crise financière asiatique ;

– la forte baisse des taux d'intérêt, entamée dès le mois de décembre et qui s'est amplifiée à partir de janvier. Cette évolution, enregistrée également sur le marché de l'euro-deutschmark, sur lequel un niveau record d'émissions a été atteint ce trimestre, a poussé les investisseurs vers les produits « à spread », et rendu les taux d'émission attractifs pour les emprunteurs en dépit de la hausse des primes de signatures ;

**TAUX D'INTÉRÊT MOYEN MENSUEL À 10 ANS**

	Décembre 1994	Décembre 1995	Décembre 1996	Mars 1997	Juin 1997	Novembre 1997	Décembre 1997	Janvier 1998	Février 1998	Mars 1998
France.....	8,00	6,74	5,75	5,66	5,65	5,57	5,32	5,11	5,03	4,95
Allemagne.....	7,44	6,07	5,81	5,77	5,75	5,55	5,31	5,12	5,00	4,90
États-Unis.....	7,96	5,78	6,38	6,80	6,60	5,96	5,88	5,63	5,64	5,72

Source : Banque de France

DDPE – BSME

Réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX

– les achats importants réalisés par les compagnies d'assurance françaises, en particulier au mois de janvier. Ces institutions auraient bénéficié d'une collecte particulièrement élevée en fin d'année 1997, du fait de la diminution des avantages fiscaux offerts aux placements en assurance-vie, qui a pris effet début 1998 ;

– la poursuite d'émissions liées à la préparation à l'Union monétaire : plusieurs emprunteurs ont cherché à se faire connaître des investisseurs français en vue de l'Union monétaire, qui devrait accroître la concurrence entre les émetteurs européens ;

– le niveau relativement limité des émissions nettes domestiques par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Si les emprunts nets de l'État se sont accrus (64,4 milliards de francs au cours du premier trimestre 1998, soit 53,9 % du total de l'année 1997, qui s'était établi à 119,5 milliards), les établissements de crédit résidents ont effectué des remboursements nets à hauteur de 36,4 milliards au cours de ce même trimestre, soit 48,3 % du total de l'année 1997 qui s'était établi à 75,3 milliards. Les émissions nettes globales se sont ainsi limitées à 31,1 milliards de francs sur le compartiment domestique, contre 57,9 milliards au premier trimestre de 1997, ce qui a favorisé l'activité sur le marché international.

## 2. Émetteurs et investisseurs

### 2.1. Émetteurs

La part des émetteurs résidents a sensiblement progressé ce trimestre, pour atteindre 30 % des émissions. Les emprunts « eurofongibles » de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) (8 milliards de francs à 10 ans, puis 4 milliards à 15 ans) et de la Caisse centrale de crédit immobilier de France représentent les deux tiers de ces opérations.

RÉPARTITION ENTRE ÉMETTEURS RÉSIDENTS ET NON RÉSIDENTS									
	(en pourcentage des émissions brutes)								
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998
Émetteurs résidents .....	63	65	62	42	23	16	14	14	30
Émetteurs non résidents .....	37	35	38	58	77	84	86	86	70
<b>Total</b> .....	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Sources : Banque de France  
 DESM – Direction de la Balance des paiements  
 Réalisation : Banque de France  
 Direction de la Balance des paiements – SEMEX

### 2.2. Investisseurs

Les premiers éléments disponibles font apparaître une hausse sensible de la part des non-résidents parmi les acheteurs d'obligations en eurofrancs sur le marché primaire au cours du dernier trimestre 1997. Cette évolution pourrait être liée à une réallocation de portefeuille de certains gestionnaires internationaux vers les devises les plus liquides, en liaison avec la crise asiatique. Les estimations préliminaires pour le mois de janvier<sup>1</sup> laissent penser que ce phénomène pourrait n'avoir été que de courte durée.

<sup>1</sup> Qui portent toutefois sur des montants faibles, les émissions réglées en janvier n'ayant atteint que 4,3 milliards de francs.

## RÉPARTITION ENTRE INVESTISSEURS RÉSIDENTS ET NON RÉSIDENTS SUR LE MARCHÉ PRIMAIRE

(en pourcentage des émissions brutes)

	1994	1995	1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997	2 <sup>e</sup> trim. 1997	3 <sup>e</sup> trim. 1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997 (a)	Janvier 1998 (a)
Investisseurs résidents.....	59	75	84	83	73	79	54	90
Investisseurs non résidents.....	41	25	16	17	27	21	46	10
<b>Total.....</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
(a) Chiffres provisoires								
Source :	Banque de France							
	Direction de la Balance des paiements – SIPEX							
Réalisation :	Banque de France							
	Direction de la Balance des paiements – SEMEX							

### 3. Les investisseurs ont de nouveau privilégié des titres offrant un profil de rentabilité et de risque plus élevés

Après s'être porté majoritairement sur les produits obligataires les moins risqués au cours du quatrième trimestre 1997, dans le contexte de la hausse de la volatilité et des primes de signature qui a accompagné la crise financière asiatique, les investisseurs ont à nouveau privilégié, au premier trimestre 1998, des produits au profil de rentabilité et de risque plus élevés : titres à taux fixe et à longue échéance, dont la sensibilité au risque de taux est forte, ou obligations subordonnées, notamment. La progression des émissions à taux fixe et à long terme traduit, toutefois, également l'importante demande des compagnies d'assurance au cours de cette période, qui cherchent en général à adosser leurs ressources à taux fixe et à longue échéance sur des emplois de caractéristiques semblables.

Par ailleurs, l'expérience de la crise asiatique semble avoir poussé certains investisseurs à se porter de préférence vers les titres les plus liquides, dont le détenteur puisse se dessaisir facilement en cas de besoin.

#### 3.1. Retour des investisseurs sur les titres à très long terme

Au cours des premiers trimestres de l'année 1997, la part des émissions libellées en francs à plus de 10 ans avait sensiblement progressé, pour atteindre 51 % au troisième trimestre. Après un net raccourcissement de la durée des titres émis au cours du quatrième trimestre, dans le contexte de la crise asiatique, le premier trimestre a été marqué, sur le marché primaire, par un retour des investisseurs vers des titres à plus de 10 ans, qui ont représenté 52 % des émissions.

## RÉPARTITION DES ÉMISSIONS EN FONCTION DE LEUR DURÉE INITIALE de 1994 à 1997

(en pourcentage des émissions brutes)

	1994	1995	1996	1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998
< 5 ans .....	29	45	12	10	10	6
5 à 7 ans.....	11	15	27	25	44	10
8 à 10 ans.....	51	35	40	30	16	32
> 10 ans.....	9	5	21	30	18	51
Perpétuel.....	0	0	0	5	12	1
<b>Total.....</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Chiffres 1997 révisés

Source : *International Financing Review*

Réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX

### 3.2. Reprise des émissions à taux fixe

Les émissions à taux fixe n'avaient représenté que 62,7 % des émissions au quatrième trimestre 1997. Au cours de la période sous revue, elles ont retrouvé un niveau élevé, supérieur à 80 %.

## RÉPARTITION DES ÉMISSIONS EN FONCTION DE LEUR COUPON DEPUIS 1994

(en pourcentage des émissions brutes)

	1994	1995	1996	1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998
Taux fixe.....	88,7	82,0	86,5	69,6	62,7	80,2
Taux variable indexé sur						
<i>Indice court terme</i> .....	1,4	7,9	4,7	16,3	22,5	3,2
<i>Indice long terme</i> .....	0,4	0,0	3,8	1,9	4,1	4,2
Divers (a) .....	5,4	6,4	4,2	11,5	10,3	11,4
Zéro-coupon.....	4,1	3,7	0,8	0,7	0,4	1,0
<b>Total.....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Chiffres 1997 révisés

(a) Émissions « structurées », pour l'essentiel

Source : *International Financing Review*

Réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX

### 3.3. Nouvelles émissions subordonnées

Les titres subordonnés sont plus risqués que les obligations classiques car, en cas de faillite de l'émetteur, ils sont remboursés après les détenteurs de ces dernières. Ils sont en conséquence mieux rémunérés.

Cette catégorie d'émissions, peu fréquente auparavant, a dépassé 15 milliards de francs en 1997. Elle a de nouveau progressé ce trimestre, à partir de fin février, pour atteindre un total de 6 milliards de francs (en 7 émissions).

Émetteur	Date de lancement	Montant (en millions de francs)	Durée
Caisse centrale Desjardins du Québec.....	21 février	500	15 ans
Barclays Bank.....	4 mars	1 000	10 ans
Royal Bank of Scotland.....	7 mars	1 000	titre perpétuel
Crédit commercial de France.....	6 mars	1 000	10 ans
BGB Finance Ireland PLC.....	27 mars	1 000	11 ans
Bayerische Hypotheken und Wechselbank AG.....	25 mars	1 000	11 ans
Chase Manhattan Corp.....	24 mars	500	10 ans et 6 mois
<b>Total .....</b>		<b>6 000</b>	

Source : *International Financing Review*  
 Réalisation : Banque de France  
 Direction de la Balance des paiements – SEMEX

### 3.4. Émissions plus liquides

La préférence plus marquée des investisseurs pour les titres les plus liquides, apparue surtout sur les compartiments du dollar et du deutschemark, s'est partiellement fait ressentir sur l'eurofranc, en particulier avec l'émission de 8 milliards de francs lancée par la Cades. La liquidité de ce titre sera, en outre, assurée sur le marché secondaire grâce à l'engagement pris par plusieurs établissements d'assurer un rôle de « teneur de marché ».

## 4. Préparation à l'Union monétaire

De nouvelles émissions « eurofongibles », c'est-à-dire libellées en plusieurs devises européennes et destinées à se fondre en une souche unique en euros, ont été lancées, pour des montants souvent très élevés, à l'initiative d'emprunteurs souverains, parapublics ou supranationaux, mais aussi privés. On citera notamment :

- République du Portugal : 4 milliards de francs et 1 milliard de deutschemarks à 10 ans ;
- Cades : 8 milliards de francs, 3 milliards de deutschemarks et 2 milliards de florins à 10 ans ;
- Banque européenne d'investissement : 3 milliards de francs et 1,5 milliard de deutschemarks à 5 ans ;
- Allianz Finance BV : 4 milliards de francs et 2 milliards de deutschemarks à 10 ans.

Le développement des *Pfandbriefe*<sup>1</sup> libellés en francs s'est également poursuivi. Ce produit, introduit sur le marché de l'eurofranc l'an passé, paraît désormais relativement courant puisque trois émissions de ce type ont été lancées ce trimestre, pour un montant global, il est vrai, limité, de 1,25 milliard de francs, après six opérations en 1997.

Des *Pfandbriefe* ont également été émis, pour la première fois, en lires italiennes, par la Rheinische Hypothekenbank Aktiengesellschaft pour 250 milliards de lires à cinq ans, et même en écu/euro (les titres étant libellés en euros, mais le règlement initial étant effectué en écus), par l'Allgemeine Hypothekenbank, pour 1 milliard d'écus à six ans.

Un aspect nouveau de la préparation à l'UEM a, en effet, consisté pour les émetteurs à se lancer sur le compartiment de l'écu/euro. Ce choix a été celui de nombreux émetteurs souverains ou supranationaux européens, pour des montants parfois très élevés, mais aussi d'autres États ou d'entreprises, de sorte que les euro-émissions brutes (c'est-à-dire compte non tenu des remboursements) en écus ont dépassé 18,6 milliards d'écus ce trimestre, contre 8,7 milliards sur l'ensemble de l'année 1997.

**EXEMPLES D'ÉMISSIONS À TAUX FIXE LANCÉES EN ÉCU/EURO  
AU PREMIER TRIMESTRE 1998**

Émetteur	Montant (en millions d'écus)	Date de lancement	Durée	Prime de signature à l'émission (écart avec l'OAT de même échéance) (en points de base)
République d'Italie.....	4 000	14 février	10 ans	17
Royaume d'Espagne.....	1 000	21 février	31 ans	15
République de Grèce.....	1 500	21 mars	10 ans	94
République d'Argentine.....	400	24 janvier	5 ans	395
Banque européenne d'investissement.....	2 000	7 mars	10 ans	5
Merrill Lynch International.....	300	23 février	7 ans	40
Cellular Communications International.....	235	11 mars	7 ans	475
Réseau ferré de France.....	1 000	28 mars	12 ans	20

Source : *International Financing Review*

Réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des Paiements – SEMEX

L'écu a ainsi concurrencé non seulement l'eurofranc, mais aussi le marché international du deutschemark. Certains analystes ont, toutefois, contesté l'intérêt économique de ces opérations, dont la justification résiderait principalement dans la « publicité » dont elles font l'objet, mais qui ne conviendraient qu'imparfaitement aux besoins des investisseurs.

Les taux versés par les émetteurs se sont pourtant sensiblement rapprochés des taux à long terme en deutschemarks ou en francs. Les primes de signature ont également atteint des niveaux très proches de ceux des principales monnaies européennes.

<sup>1</sup> Titres garantis par des créances hypothécaires ou des avoirs sur des administrations publiques et émis par des institutions spécialisées allemandes

**ÉCART DE TAUX À 10 ANS  
ENTRE LES MARCHÉS DU FRANC ET DE L'ÉCU  
(moyennes mensuelles)**

	Décembre 1994	Décembre 1995	Décembre 1996	Septembre 1997	Décembre 1997	Janvier 1998	Février 1998	Mars 1998
OAT en francs..... (A)	8,00	6,74	5,75	5,52	5,32	5,11	5,03	4,95
OAT en écus..... (B)	8,46	7,05	6,11	5,81	5,44	5,22	5,10	4,99
Écart..... (B - A)	0,46	0,31	0,36	0,29	0,12	0,11	0,07	0,04
Source : Banque de France DDPE – BSME Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX								

# LES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES AU PREMIER TRIMESTRE 1998

Au cours du premier trimestre, les *marchés mondiaux de matières premières* ont, dans l'ensemble, reculé.

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

Parmi les *produits agricoles à usage industriel*, les cours de la laine ont sensiblement baissé, tandis que ceux du caoutchouc et du coton augmentaient. Les cours de la pâte à papier, quant à eux, se sont fortement réduits.

Les cours des *produits minéraux* se sont repliés, notamment ceux du nickel, de l'aluminium et du zinc. Seuls les cours du plomb et des métaux précieux se sont accrus.

Sur le trimestre, l'*indice Moody*, exprimé en dollars et l'*indice Reuter*, libellé en livres sterling, se sont réduits de, respectivement, 4,39 % et 5,14 %.

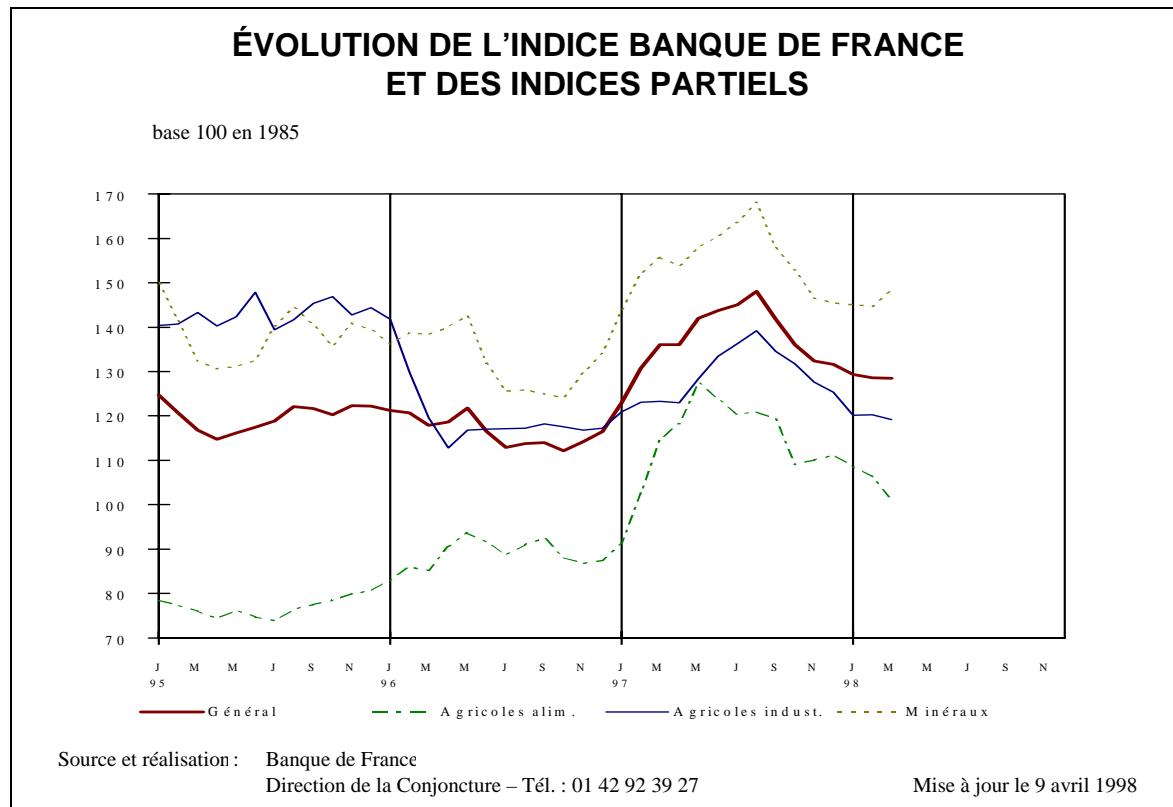
L'*indice Banque de France*, qui reflète le coût en francs des matières premières importées, hors énergie, a fléchi de 2,39 % au premier trimestre 1998, le dollar s'appréciant de 2,86 % sur la même période. Les indices partiels relatifs aux coûts des produits agricoles à usage industriel et des produits alimentaires sont en baisse de, respectivement, 4,92 % et 9,0 %. Le sous-indice relatant les produits minéraux s'est accru de 1,92 %.

S'agissant des cours du *pétrole*, l'offre mondiale soutenue a contribué à faire baisser fortement les prix. Le cours du baril de pétrole brut de Mer du Nord (*Brent*) a reculé de 23,35 %, passant de 17,17 dollars, en moyenne, en décembre 1997 à 13,16 dollars en mars 1998.

---

ÉVELYNE FAM  
Direction de la Conjoncture  
Service des Synthèses conjoncturelles

## 1. Matières premières hors énergie<sup>1</sup>



### 1.1. Produits alimentaires

Les prix des produits alimentaires ont fléchi de 9 % au cours du premier trimestre, selon l'indice Banque de France, en raison notamment du repli du soja (− 21,71 % pour les tourteaux, − 5,6 % pour les graines) et du café (− 2,42 % pour la qualité Robusta, − 12,27 % pour la qualité Arabica).

**Céréales** (blé : − 1,93 % ; maïs : + 0,17 % en cents/boisseau)

Au cours du premier trimestre, les cours du *blé* ont fléchi de 1,93 %, tandis que ceux du *maïs* se sont légèrement accrus (+ 0,17 %).

– Pour la campagne 1998-1999, la *production* mondiale de blé pourrait s'établir à 591 millions de tonnes, en baisse de 17 millions de tonnes sur un an, en raison d'une réduction des surfaces cultivées et des rendements en Amérique du Nord, en Chine et en Inde.

En revanche, la *demande* continue de croître et s'établirait à 590 millions de tonnes.

Les *stocks* sont estimés à 128 millions de tonnes en cette fin d'année céréalière 1997-1998, en hausse de 15,3 %.

<sup>1</sup> Cette étude retrace la tendance des marchés, telle qu'elle résulte des cours exprimés le plus souvent en dollars et livres sterling, plus rarement en francs. Les produits suivis ne sont pas tous retenus dans les indices Moody, Reuter, INSEE et Banque de France qui, du reste, ont des systèmes de pondération différents. Aussi, les commentaires ci-après ne permettent-ils pas d'expliquer les variations des indices généraux de matières premières, ni surtout celles de l'indice Banque de France, qui représentent l'évolution du coût en francs — donc après prise en compte des fluctuations de change — des seuls produits dont notre pays est importateur net.

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

– S’agissant du maïs, les cours ont légèrement progressé.

Les *stocks* se sont réduits, notamment aux États-Unis.

La prochaine récolte est estimée à 572 millions de tonnes, en recul par rapport à la saison précédente, en raison notamment de mauvaises conditions climatiques en Chine (deuxième producteur mondial).

Parallèlement, la consommation mondiale serait en repli.

**Soja** (tourteaux : – 21,71 % en dollars/tonne ; graines : – 5,6 % en cents/boisseau)

Au cours du premier trimestre 1998, les cours du soja ont fortement baissé, en raison d’une *offre* surabondante. Ils ont reculé de 21,71 % pour les tourteaux et de 5,6 % pour les graines.

Les productions argentines et brésiliennes atteindraient, pour la saison 1998-1999, des niveaux record estimés respectivement à 15,1 millions de tonnes et 30,7 millions, contre 11,2 millions et 27 millions la saison précédente.

Par ailleurs, la *récolte* américaine devrait progresser, à 75 millions de tonnes, en raison de l’augmentation des surfaces cultivées.

Les *stocks* ont baissé et se situent à leur plus bas niveau depuis vingt-et-un ans.

**Café** (Robusta : – 2,42 % en dollars/tonne ; Arabica : – 12,27 % en cents/livre britannique)

Au cours de la période sous revue, les prix du *café* ont baissé de 2,42 % pour le Robusta et de 12,27 % pour l’Arabica, en raison principalement d’un repli de la *demande*.

La crise en Asie affecte la consommation mondiale de café, qui tomberait à 99,3 millions de sacs pour l’année caférière 1997-1998.

S’agissant de l’*offre*, le Brésil attend une récolte record, tandis que l’Afrique orientale connaîtrait un recul de sa production.

Les *stocks* mondiaux, qui se situaient à un niveau très bas, se reconstituent.

Au total, l’année caférière 1997-1998 se solderait, pour la première fois depuis 1991-1992, par un excédent d’environ 3,4 millions de sacs (soit 264 000 tonnes).

**Cacao** (+ 0,85 % en livres sterling/tonne)

Les cours du *cacao* ont légèrement augmenté au premier trimestre 1998 (+ 0,85 %), le marché se situant dans un contexte de progression simultanée de l’*offre* et de la *demande*.

La consommation mondiale devrait s’accroître de 3 % cette année.

Parallèlement, une récolte record est attendue en Côte d’Ivoire, premier producteur mondial de cacao, à 1,2 million de tonnes. De même, la récolte au Ghana devrait être en hausse de 30 000 tonnes.

Au total, l’offre mondiale serait de 2,8 millions de tonnes environ pour cette campagne.

**Sucre** (– 12,65 % en dollars/tonne)

Au cours du premier trimestre, les prix du *sucre* ont poursuivi leur repli, affectés par la réduction de la demande asiatique et des perspectives de production en hausse. Ils ont ainsi enregistré un recul de 12,65 % et se situent à leur plus bas niveau depuis 1993.

Le niveau des *stocks*, élevé, en particulier en Europe et au Brésil, pèse également sur les cours.

Au total, la *production* mondiale 1997-1998 devrait s’établir à 123,5 millions de tonnes, contre une consommation de 122 millions.

## 1.2. *Produits agricoles à usage industriel*

Après avoir enregistré un recul de 6,8 % au quatrième trimestre 1997, les cours des produits agricoles à usage industriel retenus dans l'indice Banque de France ont de nouveau baissé, de 4,92 %, pendant la période sous revue.

### **Caoutchouc (+ 11,19 % en cents/kilogramme)**

Les cours du *caoutchouc*, en repli depuis le début de l'année 1996, en raison d'une surabondance de l'offre, enregistrent une hausse de 11,19 % au premier trimestre 1998.

La *demande* mondiale est soutenue, notamment en Europe centrale, en Chine et en Amérique du Nord, et pourrait croître de 2 % à 3 % cette année.

Le marché reste toutefois attentif à la consommation en Asie, qui représentait 49,2 % de la demande mondiale en 1997.

Parallèlement, des incertitudes relatives à un resserrement de l'*offre* pourraient influer sur les cours.

La production dans le Sud-Est asiatique devrait être affectée par les nombreux incendies qui ont dévasté certaines régions ainsi que par les conséquences du phénomène climatique « *El Niño* ».

Par ailleurs, la Thaïlande et la Malaisie pourraient augmenter le nombre de plantations de palmiers à huile au détriment de l'hévéa, la chute des devises asiatiques rendant moins profitable la culture de ce dernier.

La Thaïlande souhaite un réajustement à la hausse des seuils d'intervention du stock régulateur de l'accord international du caoutchouc (actuellement, le stock peut acheter de la gomme naturelle à partir de 182 cents malais et doit acquérir les excédents de caoutchouc lorsque les prix sont inférieurs à 176 cents).

### **Textiles (coton : + 1,78 % en cents/livre britannique ; laine : - 13,07 % en cents australiens/kilogramme)**

Au cours du premier trimestre, les prix du *coton*, soutenus par l'annonce d'une réduction généralisée des surfaces cultivées dans le monde, enregistrent une progression de 1,78 %.

Ainsi, aux États-Unis, les surfaces plantées seraient en baisse de 4 % cette année, ce qui limiterait la production américaine à 16,1 millions de balles (soit 3,5 millions de tonnes).

Au total, la *production* mondiale pourrait baisser de 3 % au cours de la prochaine campagne, à 19,3 millions de tonnes.

Les *stocks* mondiaux de fin de campagne, quant à eux, reculeraient de 2 millions de balles à 2,5 millions environ (soit 434 000 tonnes à 545 000 tonnes).

Toutefois, les effets de la crise en Asie pèsent de plus en plus sur le marché.

Ainsi, en ce début d'année, les importations coréennes s'inscrivent en recul, de près de 30 % par rapport à l'année précédente.

Pour leur part, les cours de la *laine*, affectés par la crise asiatique, ont poursuivi leur repli, enregistrant une baisse de 13,07 % pendant la période sous revue.

Si la consommation continue de se réduire en Asie, la *demande* reste soutenue en Inde, en Turquie et en Europe de l'Est.

En regard, la *production* australienne devrait tomber à 630 millions de kilogrammes, soit son plus bas niveau depuis vingt ans.

**Pâte à papier** (– 14,75 % en dollars/tonne)

Les cours de la *pâte à papier*, stables au quatrième trimestre, ont enregistré au premier trimestre 1998 une forte diminution en raison de perspectives peu favorables.

La *demande* asiatique devrait se situer en baisse de 5 % en 1998.

Par ailleurs, les *stocks* de pâte Norscan (Amérique du Nord et Scandinavie) ont progressé par rapport au trimestre précédent et s'établissent à plus de 1,9 million de tonnes.

Au total, l'excédent mondial de l'*offre* sur la demande devrait atteindre 4,5 millions de tonnes.

**1.3. Produits minéraux**

Les prix des produits minéraux retenus dans l'indice Banque de France se sont accrus de 1,92 % au premier trimestre 1998.

**Aluminium** (– 5,97 % en dollars/tonne)

Les cours de l'*aluminium*, fortement affectés par la crise asiatique, ont fléchi de 5,97 % au cours de la période sous revue.

Les *stocks* détenus par le *London Metal Exchange* (LME) ont baissé régulièrement depuis le début de l'année et se situent aux environs de 550 000 tonnes.

La *demande* est soutenue en Europe et aux États-Unis.

Parallèlement, l'*offre* mondiale est croissante. La bonne tenue des cours l'an dernier avait, en effet, incité de grands producteurs d'aluminium à remettre en service d'anciennes usines dont la production avait été fortement ralentie, afin de faciliter l'absorption des exportations massives de l'ex-URSS, dans le cadre de l'accord de 1995.

En outre, de nombreuses usines ont été, depuis lors, mises en chantier en Allemagne (la production de l'usine d'Essen passera de 95 000 tonnes à 150 000 tonnes), en Afrique du Sud, au Moyen-Orient, au Nigeria et en Chine.

Au total, le marché risque de revivre la situation excédentaire du début des années quatre-vingt-dix. En effet, selon les experts, le déficit, initialement estimé à 280 000 tonnes pour 1998, pourrait faire place à un surplus de 70 000 tonnes.

**Cuivre** (– 0,72 % en dollars/tonne)

Poursuivant leur mouvement de recul entamé depuis le troisième trimestre 1997, les cours du *cuivre* ont baissé de 0,72 % et se situent à leur plus bas niveau depuis cinq ans.

La chute des prix reflète actuellement une surabondance de l'*offre* ; la *production* mondiale est en hausse du fait, principalement, de la mise en fonctionnement de nouvelles exploitations.

Le Chili, premier producteur mondial, devrait augmenter sa production de 12,9 % cette année.

Les *stocks* gérés au LME, en hausse ces derniers mois, s'établissent à 340 000 tonnes.

Parallèlement, la *demande* devrait progresser en Europe, en Amérique du Nord et en Chine. En Asie du Sud-Est et en Corée, en revanche, elle manque de dynamisme.

Au total, même si la *consommation* mondiale pourrait progresser en 1998 de 2,1 %, la production mondiale devrait s'accroître de 3 %, à 11,7 millions de tonnes, amplifiant ainsi le déséquilibre entre l'*offre* et la *demande*.

**Étain** (- 0,52 % en dollars/tonne)

Les cours de l'*étain* se sont réduits de 0,52 % au premier trimestre 1998, malgré une forte baisse des *stocks* entreposés au LME depuis le début de l'année ; ils ne représentent plus, en effet, que 7 400 tonnes, contre 13 000 tonnes au quatrième trimestre 1997.

La *demande*, plutôt terne, s'est ralentie en Asie et en Corée.

Un excédent de l'*offre* pourrait peser sur les cours.

**Nickel** (- 9,19 % en dollars/tonne)

Au cours du premier trimestre, les prix du *nickel* ont poursuivi leur recul et se sont contractés de 9,19 % pour se situer à leur plus bas niveau depuis cinq ans.

Bien que la faiblesse actuelle du prix du nickel conduise certaines exploitations à coût de production élevé à réduire leur activité, le marché mondial s'attend à un accroissement de l'*offre*. En effet, si certains groupes comme le canadien Cominco ont d'ores et déjà annoncé des fermetures, d'autres, en revanche, ouvrent des sites géants comme celui de Voisey's Bay au Canada qui deviendra, en l'an 2000, l'exploitation la plus importante du monde.

La *demande* de l'industrie des aciers inoxydables, qui absorbe les deux tiers de la production de nickel, est jugée bonne. Cependant, une diminution de la consommation asiatique (qui représente 39 % de la consommation mondiale) est attendue.

Les *stocks* gérés par le LME sont restés stables au premier trimestre et s'établissent à environ 64 500 tonnes.

**Plomb** (+ 6,22 % en dollars/tonne)

Soutenus par des perspectives plus favorables qu'auparavant, les cours du *plomb*, après s'être situés à leur plus bas niveau depuis plus de trois ans, ont progressé de 6,22 % au cours du premier trimestre 1998.

La *demande* est vigoureuse en cette période de l'année (70 % de la production de plomb est destinée à la fabrication de batteries automobiles).

Parallèlement, l'*offre* de plomb est abondante malgré la fermeture de plusieurs mines l'an dernier.

Au LME, les *stocks*, stabilisés depuis plusieurs mois, ont légèrement reculé au mois de mars et ne représentent plus que 95 500 tonnes.

**Zinc** (- 4,88 % en dollars/tonne)

Les cours du *zinc* ont poursuivi leur repli, de façon toutefois moins accentuée qu'au trimestre précédent ; la baisse atteint 4,88 % au premier trimestre 1998 (contre - 32,91 % au trimestre précédent).

Les *stocks* entreposés au LME sont restés relativement stables et atteignent 470 000 tonnes.

En Europe et aux États-Unis, la *demande* en acier galvanisé est vigoureuse. En revanche, la consommation de zinc fléchit en Asie et notamment au Japon.

En regard, l'*offre* devrait progresser et une forte hausse du niveau des extractions est prévue en 1999. Toutefois, le marché reste attentif au comportement de la Chine, qui devrait réduire ses exportations de 25 % cette année.

**Métaux précieux** (or : + 2,47 % en dollars/once ; argent : + 6,81 % en dollars/once ; platine : + 8,83 % en dollars/once)

– En dépit d'une *consommation* toujours supérieure à la *production*, les cours de l'*or* se sont contractés de plus de 26 % sur un an et se situent à leur plus bas niveau depuis douze ans.

Ils enregistrent, cependant, une hausse de 2,47 % au premier trimestre 1998, en raison d'une légère remontée des cours en février et mars.

Les cessions effectuées par les banques centrales, particulièrement par la Belgique, récemment, mais aussi les inquiétudes suscitées par la crise asiatique continuent de peser sur les cours.

Dans ce contexte, l'industrie minière s'est engagée dans un vaste plan de restructuration tant en Amérique qu'en Afrique du Sud.

– Les prix de l'*argent* enregistrent une progression de 6,81 % au cours de la période sous revue.

En 1998, la consommation devrait continuer de croître (+ 2,4 %).

La *demande* dans le secteur de la joaillerie devrait augmenter de 7,7 %, tandis que la consommation en argent progresserait de 4,9 % pour la photographie, et de 8,6 % pour l'électronique.

L'*offre* serait déficitaire pour la huitième année consécutive et les *stocks*, mis à contribution, ne représenteraient plus que 305 millions d'onces (contre 1,6 milliard d'onces en 1990).

– Les cours du *platine* ont augmenté de 8,83 % durant ce trimestre, en raison d'une *demande* soutenue.

## 2. Le pétrole

Le marché du pétrole, jusqu'alors très proche de l'équilibre entre offre et demande, enregistre une baisse des cours depuis plusieurs mois : ainsi, les prix du *Brent*, le brut de référence de la Mer du Nord, se sont repliés de 23,35 % par rapport à décembre 1997 pour se situer, en moyenne, à 13,16 dollars en mars 1998 (soit une baisse de 31,17 % sur un an).

Les cours du *Dubai* et du *WTI* ont reculé de, respectivement, 29,8 % et 17,72 % au cours du premier trimestre 1998.

Ces évolutions s'expliquent à la fois par l'abondance de l'*offre* et par la faiblesse de la *demande*.

La *demande* est peu soutenue en raison de :

- la crise asiatique ;
- l'hiver relativement doux dans l'hémisphère nord et notamment aux États-Unis ;
- l'importance du niveau des stocks. Les stocks américains atteindraient 318,1 millions de barils en raison du rapatriement du pétrole qui n'a pas trouvé preneur en Asie.

En regard, la *production* mondiale, qui a connu une forte progression en 1997 tant chez les pays membres de l'OPEP que chez les pays non OPEP, est actuellement surabondante.

- La production de l'OPEP a atteint son plus haut niveau depuis 18 ans et s'est établie à 28,710 millions de barils/jour en février.

L'OPEP a ainsi dépassé de plus de 1 million de barils/jour son plafond de production qui, par ailleurs, a été relevé, pour la première fois depuis quatre ans, de 25,03 millions de barils à 27,5 millions de barils/jour le 1<sup>er</sup> janvier 1998.

Alors que les membres de l'OPEP n'arrivaient pas à trouver un accord sur le respect des quotas, l'ONU a permis à l'Irak, à compter du 23 février, d'exporter du pétrole contre de la nourriture à hauteur de 5,256 milliards de dollars par semestre (contre 2 milliards précédemment), augmentant ainsi le déséquilibre structurel du marché.

- Malgré les évolutions contrastées entre les différents pays, les « non-OPEP » ont augmenté leur production d'environ 2,5 % en 1997.
  - S'agissant de la *Mer du Nord*, la production atteindrait 6,6 millions de barils/jour grâce à la mise en exploitation de 22 nouveaux champs pétroliers.

La Norvège, premier producteur européen, a enregistré une augmentation de 10,8 % de sa production, qui s'établit à 3,3 millions de barils/jour.

À l'inverse, le Royaume-Uni, autre grand producteur de la Mer du Nord, a vu sa production flétrir de 1,5 %, à 2,53 millions de barils/jour.

- Le *Mexique* a enregistré une progression de 4,17 % de sa production, à 3,42 millions de barils/jour.
- En *Afrique*, les petits producteurs du Golfe de Guinée ont accru leur production d'environ 1 %, à l'exception du Cameroun dont la production a progressé de 5,3 %.
- Les *pays de l'ex-URSS* ont augmenté leur offre grâce à la réhabilitation de nombreuses installations. Ainsi, la production du Kazakhstan s'est accrue de 12,4 %.

Afin de stabiliser les cours, le Venezuela, l'Arabie saoudite et le Mexique (non membre de l'OPEP) se sont entendus, au terme d'une rencontre surprise, pour diminuer l'offre mondiale de pétrole, dès le 1<sup>er</sup> avril, de 1,6 millions de barils à 2 millions de barils/jour.

L'ensemble des pays membres du cartel, à l'exception toutefois de l'Irak, autorisé à accroître sa production, ont pris des engagements de réductions.

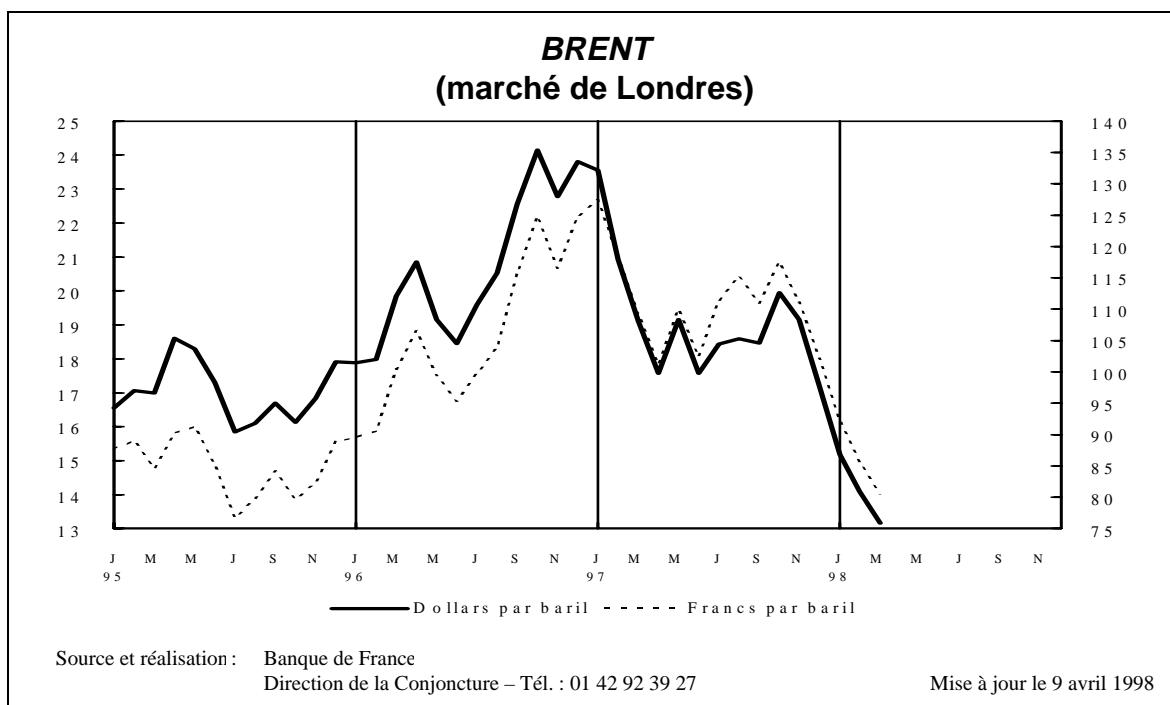
Ainsi, l'Arabie saoudite devrait diminuer ses pompages de 300 000 barils/jour et le Venezuela de 200 000 barils/jour.

S'agissant des producteurs non OPEP, le Mexique et la Norvège devraient amputer leur production de 100 000 barils/jour chacun.

À la suite de l'annonce d'une redéfinition des niveaux de production, les experts semblent juger cette réduction insuffisante et anticipent des difficultés internes au sein de l'OPEP, qui a de plus en plus de mal à faire respecter les quotas par ses propres membres.

De plus, selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), la consommation mondiale, qui s'élevait à 76,1 millions de barils/jour au premier trimestre, devrait reculer au deuxième trimestre, pour s'établir à 73,5 millions de barils/jour.

Enfin, l'impact de la crise asiatique n'a pas été pris en compte totalement. L'effet de la situation économique de cette région sur la demande pétrolière pourrait apparaître de manière plus significative dans les mois à venir.



## ANALYSES

## Les marchés de matières premières au premier trimestre 1998

**INDICES GÉNÉRAUX DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES***(moyenne annuelle)*

Années	Banque de France (en francs) Base 100 en 1985	INSEE (en francs) Base 100 en 1990	Moody (en dollars) Base 100 en 1931	Reuter (en livres sterling) Base 100 en 1931
1992 .....	103,45	92,75	1 026,71	1 682,69
1993 .....	91,24	82,56	987,11	1 596,14
1994 .....	90,41	81,24	1 056,55	1 668,91
1995 .....	108,93	96,89	1 287,78	1 978,22
1996 .....	119,84	102,72	1 471,83	2 229,50
1997 .....	116,68	94,59	1 491,01	2 013,29

**INDICES DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES  
(hors énergie)***(moyenne mensuelle – variation en pourcentage)*

Indices	Décembre 1997	Janvier 1998	Février 1998	Mars 1998	Variation Décembre 1997/ Mars 1998
Banque de France (en francs) (Base 100 en 1995).....	131,62	129,36	128,64	128,48	- 2,39
– Produits alimentaires (23,43 %).....	111,18	108,63	106,33	101,17	- 9,00
– Produits agricoles à usage industriel (25,21 %).....	125,37	120,12	120,27	119,20	- 4,92
– Produits minéraux (51,35 %).....	145,46	145,03	144,72	148,26	1,92
Moody (en dollars) (Base 100 le 31.12.1931).....	1 477,01	1 432,58	1 440,49	1 412,10	- 4,39
Reuter (en livres sterling) (Base 100 le 18.09.1931).....	1 774,16	1 743,28	1 727,48	1 682,97	- 5,14
Cours du dollar à Paris (en francs) .....	5,95	6,08	6,08	6,12	2,86
Cours de la livre sterling à Paris (en francs) .....	9,88	9,95	9,97	10,17	2,94

**ÉVOLUTION DES COURS DES PRINCIPAUX PRODUITS  
SUR LEUR PLACE DE COTATION**

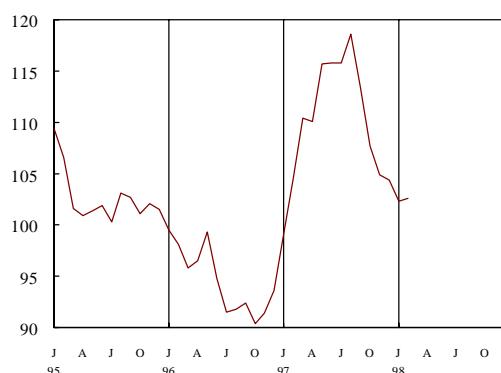
*(moyenne mensuelle – variation en pourcentage)*

Produits (pondération dans l'indice Banque de France)	Place de cotation	Unités	Décembre 1997	Janvier 1998	Février 1998	Mars 1998	Variation Décembre 1997/ Mars 1998
<b>PRODUITS ALIMENTAIRES</b>							
Blé.....	CHICAGO	cents/boisseau	335,10	331,51	330,44	328,63	- 1,93
Maïs .....	CHICAGO	cents/boisseau	265,90	271,11	268,86	266,34	0,17
Café Robusta (1,99 %).....	LONDRES	dollars/tonne	1 740,27	1 781,90	1 751,65	1 698,09	- 2,42
Café Arabica (3,42 %).....	NEW YORK	cents/livre britannique	171,21	169,56	172,77	150,21	- 12,27
Soja – tourteaux (9,61 %) ..	CHICAGO	dollars/tonne	218,99	197,31	187,99	171,45	- 21,71
Soja – graines (1,46 %)....	CHICAGO	cents/boisseau	692,38	669,76	674,11	653,58	- 5,60
Sucre .....	PARIS	dollars/tonne	307,69	299,40	281,12	268,77	- 12,65
Cacao (3,53 %) .....	LONDRES	livres sterling/tonne	1 048,55	1 042,62	1 011,00	1 057,45	0,85
<b>PRODUITS AGRICOLES INDUSTRIELS</b>							
Pâte à papier (11,51 %)....	PARIS	dollars/tonne	610,00	560,00	540,00	520,00	- 14,75
Caoutchouc (2,17 %).....	KUALA LUMPUR	cents/kg	64,18	65,02	75,70	71,36	11,19
Coton (2,55 %).....	NEW YORK	cents/livre britannique	67,46	66,21	65,57	68,66	1,78
Laine (3,37 %).....	SYDNEY	cents australiens/kg	814,41	744,29	697,20	708,00	- 13,07
<b>PRODUITS MINÉRAUX</b>							
Aluminium (13,07 %).....	LONDRES	dollars/tonne	1 528,92	1 488,13	1 465,56	1 437,70	- 5,97
Cuivre (12,94 %) .....	LONDRES	dollars/tonne	1 760,36	1 689,93	1 664,63	1 747,73	- 0,72
Étain (0,62 %).....	LONDRES	dollars/tonne	5 501,16	5 212,26	5 239,50	5 472,73	- 0,52
Nickel (4,33 %).....	LONDRES	dollars/tonne	5 941,82	5 520,12	5 386,88	5 395,80	- 9,19
Plomb (0,22 %).....	LONDRES	dollars/tonne	526,65	532,40	516,00	559,39	6,22
Zinc (1,48 %).....	LONDRES	dollars/tonne	1 100,91	1 096,40	1 043,60	1 047,18	- 4,88
Or .....	NEW YORK	dollars/once	289,24	289,99	298,31	296,38	2,47
Argent (1,73 %).....	NEW YORK	dollars/once	579,31	581,12	673,02	618,77	6,81
Platine (1,33 %).....	NEW YORK	dollars/once	366,34	377,82	385,67	398,67	8,83
<b>PÉTROLE</b> Prix spot depuis le 01.01.1990							
BRENT.....	LONDRES	dollars/baril	17,17	15,18	14,09	13,16	- 23,35
DUBAÏ.....	LONDRES	dollars/baril	16,41	13,52	12,48	11,52	- 29,80
WTI.....	LONDRES	dollars/baril	18,40	16,78	16,19	15,14	- 17,72

## INDICES GÉNÉRAUX

### INSEE EN FRANCS

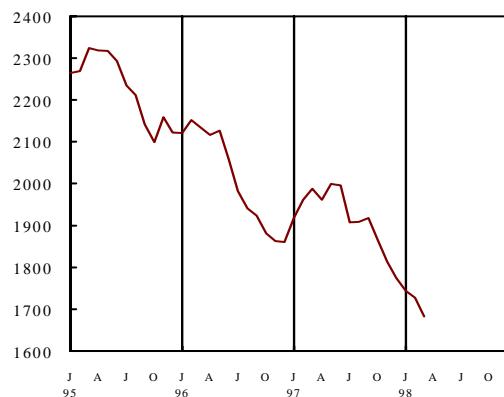
base 100 en 1990



Importations françaises

### REUTER EN LIVRES STERLING

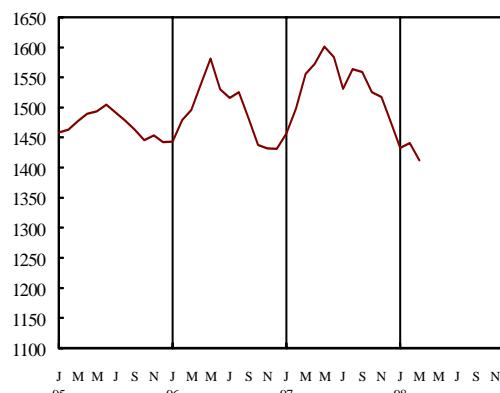
base 100 en 1931



Commerce britannique

### MOODY EN DOLLARS

base 100 en 1931



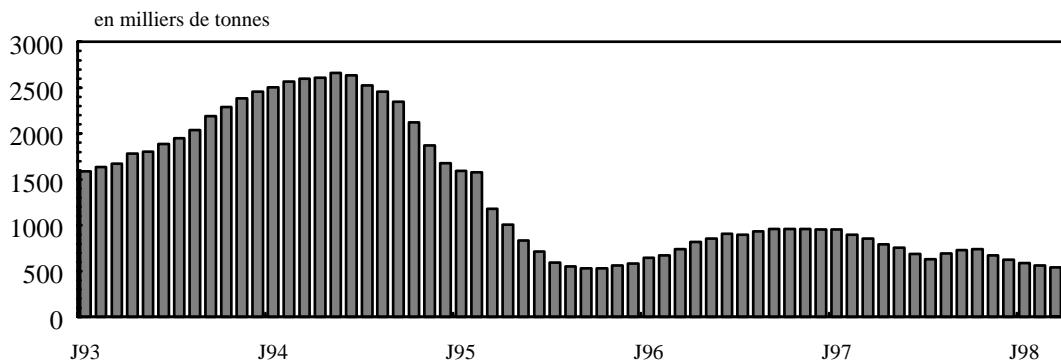
Commerce américain

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

## MÉTAUX NON FERREUX

### Évolution des stocks

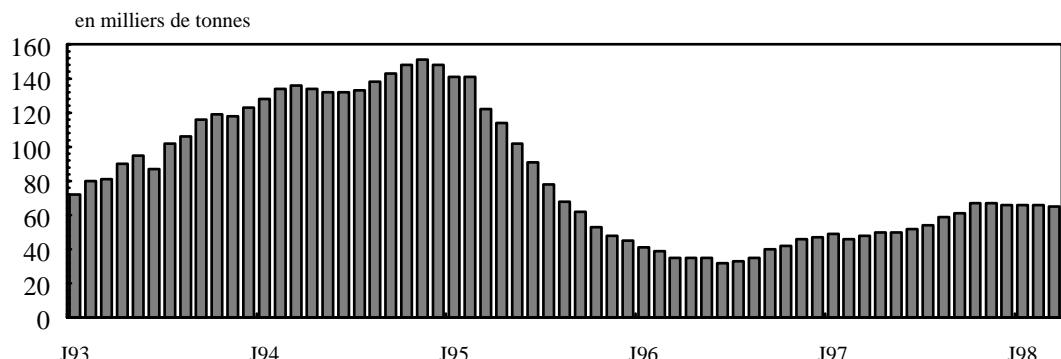
#### ALUMINIUM



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 9 avril 1998

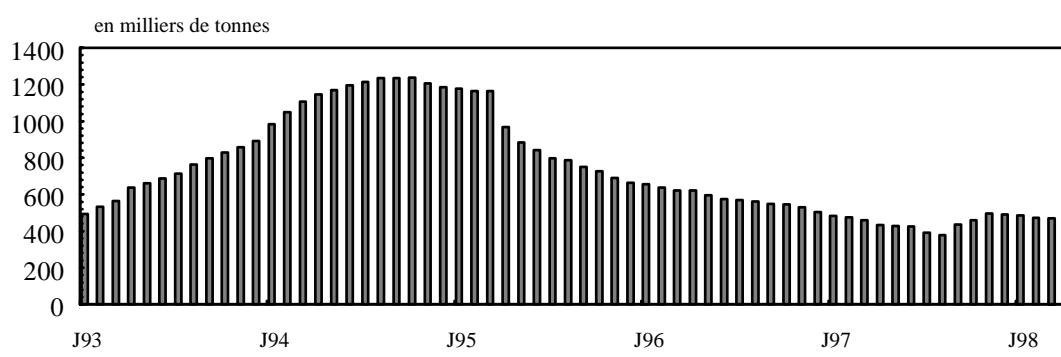
#### NICKEL



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 9 avril 1998

#### ZINC



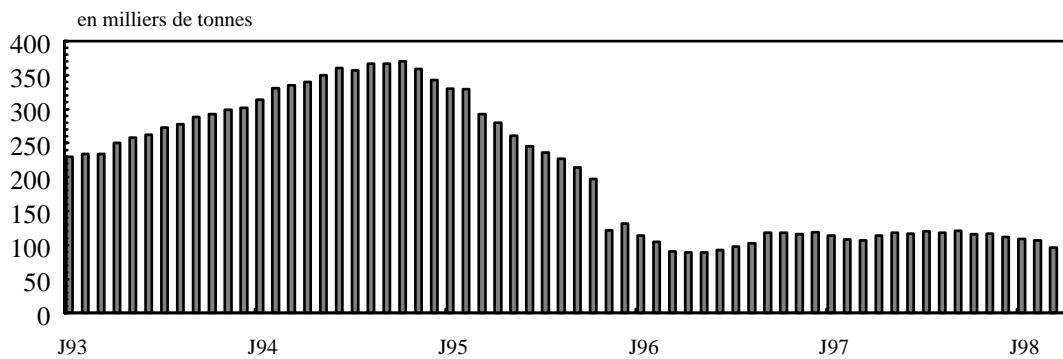
Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 9 avril 1998

ANALYSES

Les marchés de matières premières au premier trimestre 1998

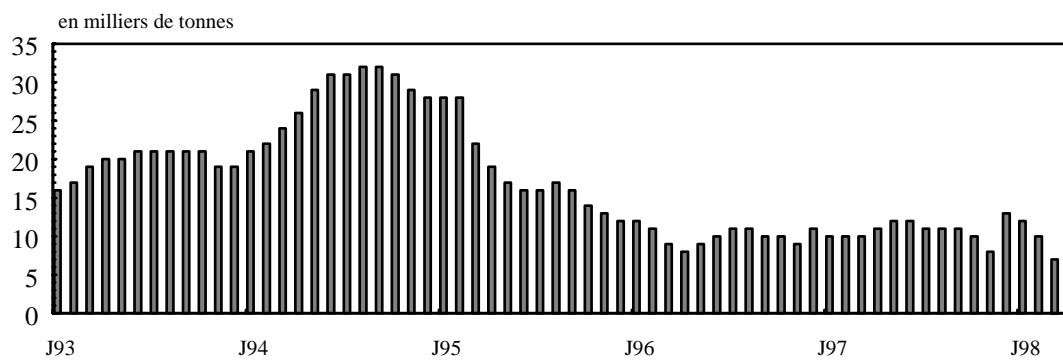
**PLOMB**



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 9 avril 1998

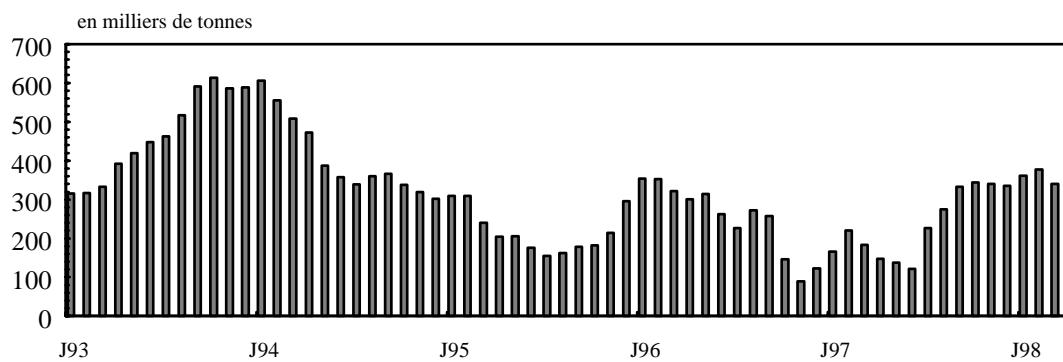
**ÉTAIN**



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 9 avril 1998

**CUIVRE**



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 9 avril 1998

E

N

Q

U

Ê

T

E

S

# ENQUÊTE SUR LES TAUX DES CRÉDITS AU LOGEMENT – ANNÉE 1997

Le mouvement de baisse des taux d'intérêt des crédits au logement s'est poursuivi au cours de l'année écoulée, ce mouvement étant plus accentué au premier semestre.

Dans un contexte de vive concurrence entre établissements de crédit, les conditions débitrices ont été relativement proches d'un réseau à l'autre. L'éventail des taux effectivement pratiqués s'explique essentiellement par les caractéristiques des dossiers présentés (apport personnel, capacités de remboursement et garanties).

De même, les différences de taux en fonction des types de crédits (prêts conventionnés, prêts du secteur libre, crédits promoteurs) ont été faibles.

Après avoir connu un développement important en 1996, les formules à taux révisable ont enregistré une évolution différenciée : si leur part dans l'ensemble des concours a continué à croître pour les prêts libres, elle a, en revanche, diminué pour les prêts conventionnés.

Comme l'année précédente, cette nouvelle détente du coût du crédit immobilier a suscité une vague de renégociations portant notamment sur des prêts libres contractés dans l'immobilier ancien.

---

ISABELLE DESAN  
*Direction de la Conjoncture  
Pôle logement*

## 1. Vue d'ensemble des résultats de l'enquête <sup>1</sup>

Dans un contexte de banalisation de la distribution des crédits aidés (prêts à taux zéro), la concurrence entre les établissements de crédit est demeurée très vive afin d'obtenir ou de garder une clientèle de plus en plus avertie et exigeante. Le mouvement de baisse du coût des crédits immobiliers, amorcé en 1995, s'est poursuivi au cours de l'année écoulée. Son rythme a toutefois été moins rapide qu'en 1996, année qui s'était caractérisée par une forte détente des taux de marché.

Dans le domaine des crédits à l'habitat, la baisse des taux fixes s'est effectuée pour les deux tiers dans le courant du premier semestre. La baisse moyenne, tous types de crédits confondus, a atteint 63 points de base. Les écarts de taux selon les types de prêts ont été très réduits : en décembre 1997, pour les échéances inférieures à 15 ans, on ne comptait que 14 points de base de différence entre les prêts conventionnés et les prêts non éligibles au marché hypothécaire, et 12 points de base pour les échéances supérieures à 15 ans. L'écart moyen entre les différents types de crédits aux ménages, tous réseaux confondus, s'établissait, fin décembre 1997, à 50 points de base. Les prêts libres étaient distribués selon des conditions voisines de celles des prêts conventionnés.

La baisse des conditions appliquées aux prêts à taux révisable, également réalisée pour les deux tiers au premier semestre, s'est établie à 56 points de base, soit une diminution légèrement plus faible que celle observée sur les prêts à taux fixe. Cette évolution est en opposition avec la tendance constatée en 1996, où les taux variables avaient diminué de façon beaucoup plus marquée. L'écart moyen entre l'ensemble des conditions pratiquées, tous réseaux confondus, s'est élevé à 27 points de base. La part des prêts à taux révisable dans l'ensemble des concours au logement a régressé pour les prêts conventionnés, revenant de 48 % en 1996 à 40 % en 1997 ; en revanche, elle a augmenté pour les prêts libres, puisqu'elle est passée de 25 % à 35 % sur la même période. La durée moyenne des prêts est restée stable (14,3 ans, contre 14,2 ans précédemment).

## 2. Taux des crédits promoteurs

TAUX MOYENS	
Date	Taux
Fin décembre 1996.....	7,46
Fin juin 1997.....	6,77
Fin décembre 1997.....	6,77

Après la forte baisse enregistrée en 1996 (– 123 points de base), les taux des crédits promoteurs ont continué à diminuer sensiblement au premier semestre (– 69 points de base) avant de se stabiliser au second.

Fin décembre 1997, les taux moyens par réseaux s'échelonnaient entre 6,53 % et 7,44 %, au lieu de 7,35 % et 7,82 % un an auparavant.

Dans la distribution de concours aux professionnels de la promotion immobilière, les établissements de crédit ont continué à se montrer très sélectifs. Ils sont restés vigilants sur la qualité des programmes financés et le choix de leur localisation et leurs engagements ont été assortis de conditions très strictes, notamment en matière de taux de précommercialisation et d'apports en fonds propres.

<sup>1</sup> La méthodologie de cette enquête est exposée en annexe.

### 3. Taux des prêts conventionnés

#### 3.1. Prêts conventionnés ordinaires

TAUX MOYENS			
Date	Taux fixe		Taux révisable
	10 ans – 15 ans	16 ans – 20 ans	
Fin décembre 1996.....	7,57	7,86	6,62
Fin juin 1997 .....	7,10	7,40	6,24
Fin décembre 1997.....	6,87	7,17	6,08

Les taux des prêts conventionnés ont enregistré un repli légèrement plus prononcé sur les taux fixes que sur les taux révisables, contrairement à l'année précédente. Le taux de référence du Crédit foncier de France, qui sert à leur détermination, a fluctué au cours de l'année écoulée, passant de 6,25 % au 1<sup>er</sup> décembre 1996 à 5,90 % au 1<sup>er</sup> février 1997, puis à 5,65 % au 1<sup>er</sup> mai, à 5,80 % au 1<sup>er</sup> août et à 5,60 % au 1<sup>er</sup> octobre, soit au total une baisse de 65 points de base sur la période considérée.

D'une fin d'année à l'autre, les crédits à taux fixe ont vu leurs conditions débitrices se réduire, en moyenne, de 70 points de base pour les échéances inférieures à 15 ans et de 69 points de base pour celles comprises entre 16 ans et 20 ans. À fin décembre 1997, les barèmes des réseaux se situaient dans une fourchette allant de 6,65 % à 7,07 % pour les prêts d'une durée de 10 ans à 15 ans et de 6,88 % à 7,44 % pour ceux d'une durée de 16 ans à 20 ans.

Les prêts à taux révisable appliqués par les différents réseaux ont, en moyenne, enregistré une baisse de 54 points de base. Leurs conditions moyennes s'étagaient entre 5,53 % et 6,23 %. Leur part dans l'ensemble des prêts conventionnés ordinaires, qui avait fortement progressé en 1996 (48 %, au lieu de 18 % en 1995), s'est quelque peu repliée puisqu'elle ne représentait plus que 40 % à fin décembre 1997. Leur durée moyenne a légèrement augmenté (14,9 ans, après 14,6 ans en 1996).

Les conditions débitrices appliquées à l'ensemble des prêts conventionnés ordinaires sont restées inférieures aux *maxima* autorisés, soit 2,75 points de marge au-dessus du taux de référence.

#### 3.2. Prêts à l'accession sociale (PAS)

TAUX MOYENS		
Date	Taux fixe	Taux révisable
Fin décembre 1996.....	7,40	6,44
Fin juin 1997 .....	6,96	6,14
Fin décembre 1997.....	6,76	5,96

Créés en 1993 et garantis par la Société de gestion du fonds de garantie de l'accession sociale à la propriété (SGFGAS), les prêts à l'accession sociale (PAS) sont une catégorie de prêts conventionnés dont la marge maximale ajoutée au taux de référence du Crédit foncier de France est minorée de 0,6 point par rapport à la norme retenue pour les prêts conventionnés ordinaires.

Le taux fixe moyen des PAS s'est inscrit en recul de 64 points de base sur un an. La fourchette des taux moyens à fin 1997 allait de 6,38 % à 6,87 %, soit un écart de 49 points de base, assez comparable à celui observé pour les prêts conventionnés ordinaires.

Les concours à taux révisable ont enregistré une diminution de leurs conditions débitrices de 48 points de base sur l'année 1997. À fin décembre, ils affichaient des conditions moyennes qui s'étagaient entre 5,31 % et 6,20 % selon les réseaux. Comme pour les prêts conventionnés ordinaires, leur part au sein de la production totale des PAS a diminué, passant de 47 % à 41 % (après avoir été de 14 % seulement en 1995). Leur durée moyenne a continué à s'allonger légèrement (16,2 ans, contre 15,9 ans en 1996).

#### 4. Taux des prêts à moyen terme

<b>TAUX MOYENS</b>	
Date	Taux fixe
Fin décembre 1996.....	7,46
Fin juin 1997.....	6,99
Fin décembre 1997.....	6,78

Le taux moyen des prêts à moyen terme, qui sont plus spécialement destinés au financement d'acquisitions dans l'ancien ou de travaux d'amélioration-entretien, s'est replié de 68 points de base. Plus des deux tiers de cette baisse ont été acquis au premier semestre.

À fin décembre 1997, les taux affichés par les différents réseaux se situaient dans une fourchette de 6,25 % à 7,08 % (écart de 83 points de base), contre 7,12 % à 7,71 % un an plus tôt.

#### 5. Taux des prêts à long terme éligibles au marché hypothécaire

<b>TAUX MOYENS</b>			
Date	Taux fixe		Taux révisable
	10 ans – 15 ans	16 ans – 20 ans	
Fin décembre 1996.....	7,28	7,5	6,43
Fin juin 1997.....	6,89	7,21	5,99
Fin décembre 1997.....	6,67	6,99	5,81

La baisse du coût des concours à taux fixe éligibles au marché hypothécaire a été légèrement plus forte pour les échéances comprises entre 10 ans et 15 ans (– 61 points de base) que pour les échéances à 16 ans-20 ans (– 51 points de base).

Les fourchettes observées en fonction des réseaux distributeurs se sont établies à 14 points de base pour les prêts d'une durée inférieure ou égale à 15 ans et à 33 points de base pour les échéances les plus longues.

Les taux des prêts à taux révisable ont diminué, de façon analogue, de 62 points de base. La baisse a été plus marquée au premier semestre (– 44 points de base) qu'au second (– 18 points de base). Fin décembre 1997, les taux moyens s'établissaient, selon les réseaux, entre 5,56 % et 6,0 %, soit un écart maximal de 44 points de base.

La part des prêts à taux révisable a continué de progresser (37 % de l'ensemble des prêts éligibles, contre 30 % en 1996 et 21 % en 1995). La durée moyenne s'est stabilisée à 13,4 années.

## 6. Taux des prêts à long terme non éligibles au marché hypothécaire

TAUX MOYENS			
Date	Taux fixe		Taux révisable
	10 ans – 15 ans	16 ans – 20 ans	
Fin décembre 1996 .....	7,35	7,63	6,55
Fin juin 1997 .....	6,96	7,30	6,08
Fin décembre 1997 .....	6,73	7,05	5,95

La détente sur les taux fixes des prêts à long terme non éligibles au marché hypothécaire a atteint 62 points de base pour les échéances comprises entre 10 ans et 15 ans et 58 points de base pour celles entre 16 ans et 20 ans.

Fin décembre 1997, les conditions débitrices à taux fixe appliquées à ces concours étaient ainsi proches de celles concernant les prêts éligibles, ne les dépassant que de 6 points de base pour toutes les échéances. Comme précédemment, les différences entre les taux moyens pratiqués par les réseaux étaient faibles (respectivement 27 points de base et 29 points de base selon les échéances).

Après avoir connu une diminution marquée en 1996 (– 149 points de base), la baisse observée sur les taux révisables s'est ralenti (– 60 points de base), atteignant un rythme comparable à celle des taux fixes. Les trois quarts de cette baisse étaient acquis à la fin du premier semestre. À fin décembre 1997, les conditions proposées par les différents réseaux s'étagaient entre 5,81 % et 6,02 %, soit un écart maximal de 21 points de base, en net repli par rapport à 1996 (87 points de base).

La part des prêts à taux révisable dans la distribution de crédits à long terme non éligibles au marché hypothécaire a continué de progresser, de façon plus accentuée que précédemment (34 %, contre 24 % en 1996 et 20 % en 1995). Leur durée, un peu inférieure, en moyenne, à 13 ans, n'a pas varié par rapport à l'année précédente.

**ANNEXE 1****MÉTHODOLOGIE DE L'ENQUÊTE**

L'enquête sur les taux des crédits à l'habitat est réalisée avec le concours des succursales de la Banque de France.

Seuls entrent dans le champ de cette étude les concours assortis de taux liés aux conditions du marché, ainsi que les prêts conventionnés, dont le coût, certes réglementé par le Crédit foncier de France (CFF), varie néanmoins suivant les organismes distributeurs<sup>1</sup>. En revanche, les prêts directement aidés par l'État et les prêts principaux d'épargne-logement ne sont pas retenus.

Poursuivant une chronique déjà ancienne (depuis 1985) portant sur les prêts à taux fixe, cette enquête vise aussi, depuis 1989, à mieux appréhender les données relatives aux prêts à taux révisable.

Les établissements sont interrogés sur le taux effectif global (TEG) le plus couramment pratiqué, pour chaque catégorie de crédit recensé, comprenant les frais, commissions ou rémunérations de toute nature à l'exclusion des frais d'assurance.

Conformément aux dispositions de la loi bancaire de 1984 et en raison de leur politique commerciale décentralisée, les caisses d'épargne et de prévoyance sont incluses dans le champ de l'enquête ; la grille d'analyse porte donc sur les catégories d'établissements suivantes :

- banques AFB ;
- banques populaires ;
- caisses de crédit agricole ;
- caisses de crédit mutuel et coopératif ;
- caisses d'épargne.

Enfin, comme les années précédentes, les modifications qui ont pu intervenir dans la composition de l'échantillon ainsi que dans la fidélité des réponses ont entraîné quelques différences dans les valeurs moyennes calculées pour une même date de référence (décembre n – 1) entre deux exploitations annuelles successives.

***Crédits accordés à taux fixe***

Afin d'obtenir des résultats globaux significatifs aux plans régional et national, les taux ainsi collectés ont été pondérés :

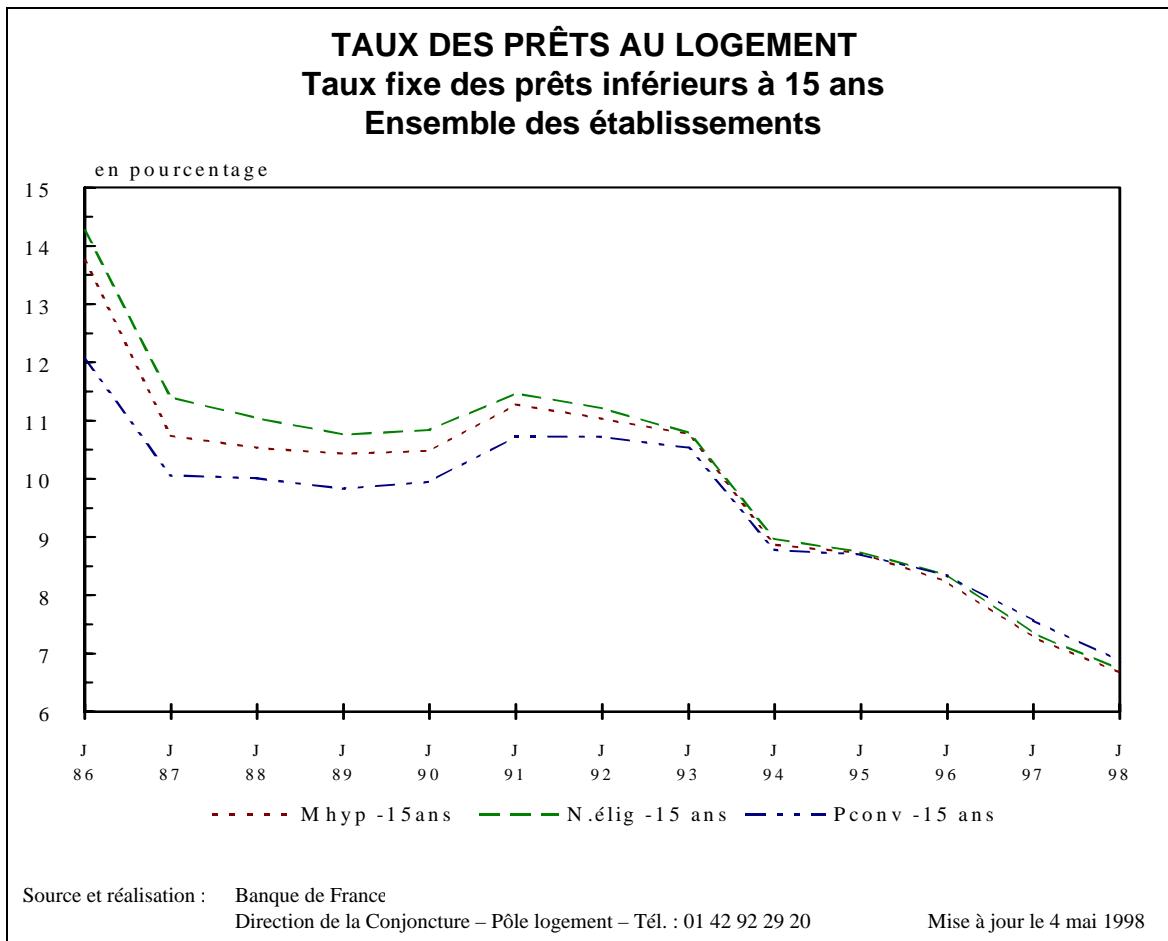
- pour les crédits promoteurs, à l'aide de coefficients tirés des statistiques d'encours élaborées au niveau national par la Banque de France (direction des Études et Statistiques monétaires) ;
- pour les crédits acquéreurs, à l'aide de coefficients établis sur la base des centralisations régionales des dépôts et crédits — encours de crédits à l'habitat — effectuées par la Banque de France (direction de la Conjoncture).

***Crédits accordés à taux variable ou révisable***

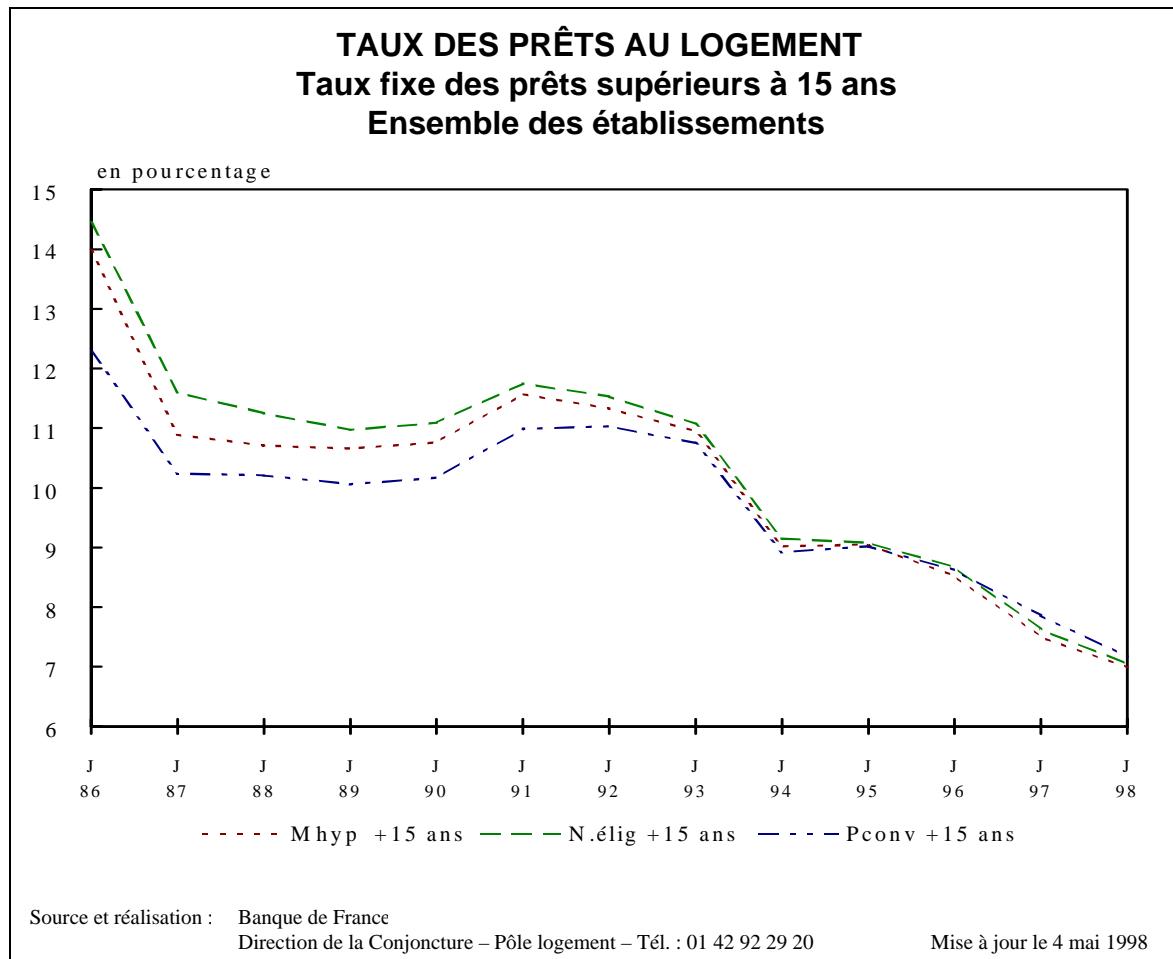
En l'absence d'informations sur les masses financières correspondantes, il n'a pas été utilisé de pondérations et seules des moyennes arithmétiques simples ont été calculées.

<sup>1</sup> Le taux de référence, calculé par le CFF et augmenté d'une marge proportionnelle à la durée des concours, constitue, en effet, un taux plafond au-dessous duquel les intermédiaires financiers peuvent librement fixer leurs conditions.

ANNEXE 2



## ANNEXE 3



## ANNEXE 4

<b>TAUX DES CRÉDITS IMMOBILIERS</b> <b>Moyennes des taux fixes – Ensemble des réseaux</b>			
Crédits	Décembre 1996	Juin 1997	Décembre 1997
Crédits promoteurs.....	7,46	6,77	6,77
Crédits moyen terme.....	7,46	6,99	6,78
Prêts conventionnés –15 ans .....	7,57	7,10	6,87
Prêts conventionnés +15 ans .....	7,86	7,40	7,17
Prêts d'accession sociale.....	7,40	6,96	6,76
Long terme éligibles –15 ans .....	7,28	6,89	6,67
Long terme éligibles +15 ans .....	7,50	7,21	6,99
Long terme non éligibles –15 ans.....	7,35	6,96	6,73
Long terme non éligibles +15 ans .....	7,63	7,30	7,05

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Pôle logement – Tél. : 01 42 92 29 15

Mise à jour le 4 mai 1998

<b>TAUX DES CRÉDITS IMMOBILIERS</b> <b>Moyennes des taux révisables – Ensemble des réseaux</b>		
Crédits	Juin 1997	Décembre 1997
Prêts conventionnés.....	6,24	6,08
Prêts d'accession sociale.....	6,14	5,96
Long terme éligibles.....	5,99	5,81
Long terme non éligibles.....	6,08	5,95

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Pôle logement – Tél. : 01 42 92 29 15

Mise à jour le 4 mai 1998

# ENQUÊTE FINANCIÈRE – PREMIER TRIMESTRE 1998

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

---

*Direction de la Conjoncture  
Service des Synthèses conjoncturelles*

## Vue d'ensemble

L'amélioration de la situation financière des entreprises et des ménages s'est poursuivie au cours du premier trimestre 1998. Le redressement de la demande de crédits à moyen et long terme des entreprises s'est également confirmé, en liaison avec la reprise d'un mouvement d'investissement plus vigoureux, tandis que les utilisations nouvelles de prêts personnels et de prêts immobiliers des particuliers se développaient vivement. Malgré la progression de la demande de crédit, la concurrence entre établissements de crédit s'est encore intensifiée lors de l'octroi de prêts.

*Disposant d'une situation financière solide, les entreprises et les ménages ont sensiblement augmenté leur demande de crédit dans la perspective d'une consommation et d'un investissement accrus*

Les trésoreries des *entreprises* se sont, de nouveau, élargies au premier trimestre 1998 et demeurent aisées. En particulier, la situation financière des petites et moyennes entreprises s'est sensiblement renforcée et atteint son plus haut niveau depuis l'année 1991 ; celle des grandes entreprises, qui a continué de s'améliorer, apparaît très large. Les résultats bruts d'exploitation ont fortement augmenté grâce à la bonne orientation générale de l'activité, tandis que les besoins en fonds de roulement évoluaient peu dans l'ensemble. Aussi, la demande de crédits à court terme s'est-elle inscrite en repli pour le sixième trimestre consécutif. Toutefois, la progression de l'investissement est à l'origine d'un net redressement des utilisations nouvelles de crédits à moyen et long terme des entreprises.

Le patrimoine financier des *particuliers*, qui a encore augmenté au cours du premier trimestre 1998, apparaît aisément dans l'ensemble. Les mouvements de réallocation de portefeuille se sont poursuivis en faveur des placements sur livrets et en plans d'épargne-logement et, surtout, des placements en actions, particulièrement attractifs du fait de la progression des cours de bourse. De même, la tendance à la diminution des dépôts à vue, observée le trimestre précédent, s'est nettement confirmée au cours de ce trimestre, en liaison, semble-t-il, avec des décaissements plus importants destinés à une consommation plus dynamique. La demande de prêts personnels et de crédits immobiliers des particuliers s'est, quant à elle, inscrite en progression sensible durant le trimestre.

Au cours des prochains mois, selon les établissements de crédit interrogés, la demande de crédit des particuliers et des entreprises devrait continuer de croître à un rythme soutenu, grâce à la bonne orientation de la consommation des ménages et à la reprise de l'investissement des entreprises.

*La concurrence entre établissements de crédit s'est encore intensifiée lors de l'octroi de prêts, malgré la reprise de la demande de crédit*

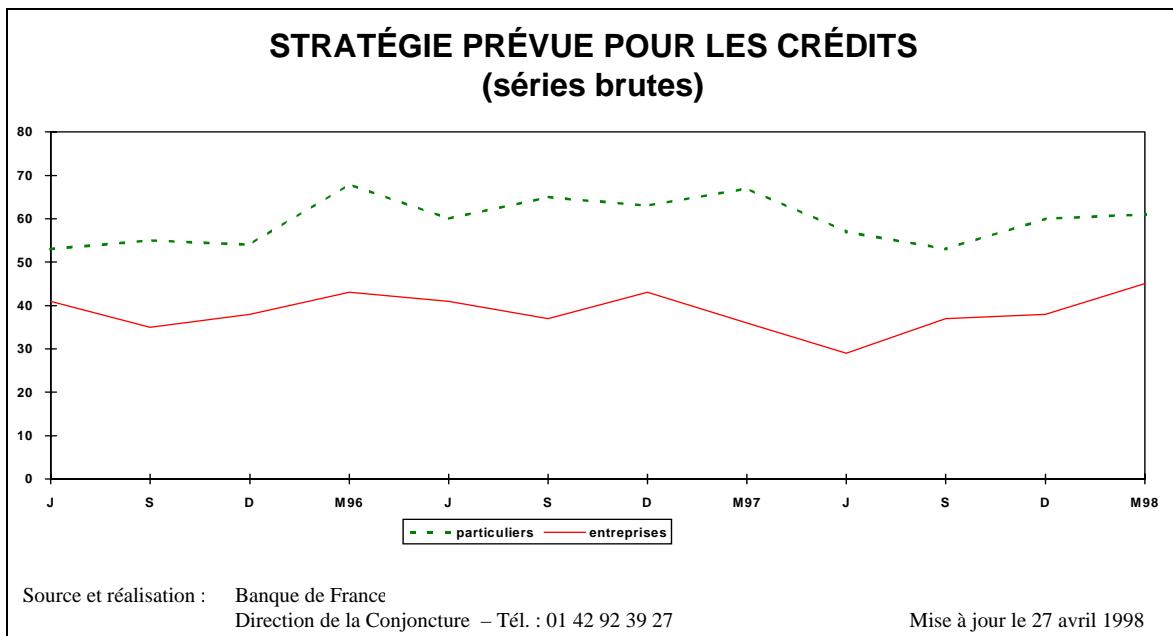
La compétition entre établissements de crédit s'est encore accrue dans le domaine de la distribution du crédit, sur le marché des entreprises comme sur celui des particuliers. Les banques ont redoublé d'efforts commerciaux pour maintenir, ou accroître, leur part de marché en matière de prêts personnels et de prêts immobiliers aux particuliers, de prêts à moyen et long terme aux entreprises.

S'agissant des placements, la concurrence reste moins accentuée, en raison notamment du caractère réglementé de nombreux produits. La baisse des taux débiteurs, plus marquée que celle des taux créditeurs, s'est accompagnée d'une revalorisation modérée des prix des services en début d'année, tandis que l'amenuisement des marges bancaires se poursuivait.

## 1. Le comportement des établissements de crédit

Au cours du premier trimestre 1998, la concurrence s'est encore intensifiée dans le domaine de la distribution du crédit, en ce qui concerne aussi bien le marché des entreprises que celui des particuliers. Les établissements de crédit, qui ont de nouveau réduit leurs conditions débitrices, demeurent confrontés à l'amenuisement de leurs marges.

Évolutions passées, sauf indications contraires	SOLDE DES OPINIONS EXPRIMANT LE COMPORTEMENT DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT								(en données brutes)
	2 <sup>e</sup> trim. 1996	3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997	2 <sup>e</sup> trim. 1997	3 <sup>e</sup> trim. 1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998	
Concurrence sur les placements									
– des particuliers.....	36	23	25	24	28	20	27	20	
– des entreprises.....	26	23	24	24	18	15	17	26	
Concurrence sur les crédits									
– aux particuliers.....	71	69	59	78	84	70	69	70	
– aux entreprises.....	60	48	61	59	57	53	54	61	
Stratégie prévue pour les placements									
– des particuliers.....	37	46	48	42	39	41	47	45	
– des entreprises.....	17	24	25	20	20	21	23	24	
Stratégie prévue pour les crédits									
– aux particuliers.....	60	65	63	67	57	53	60	61	
– aux entreprises.....	41	37	43	36	29	37	38	45	
Rémunération des placements									
– des particuliers.....	- 43	- 32	- 34	- 28	- 11	- 14	- 10	- 14	
– des entreprises.....	- 44	- 40	- 38	- 25	- 11	- 6	- 3	- 9	
Taux des crédits									
– aux particuliers.....	- 52	- 50	- 51	- 50	- 47	- 28	- 24	- 35	
– aux entreprises.....	- 57	- 60	- 52	- 39	- 43	- 28	- 16	- 35	
Prix des services									
– aux particuliers.....	9	11	10	20	6	9	11	21	
– aux entreprises.....	8	8	9	21	3	9	13	22	
Marges bancaires.....	- 33	- 31	- 29	- 34	- 37	- 33	- 28	- 30	
Évolution prévue de la demande de crédit.....	13	22	22	26	24	27	35	46	



### ***En matière de crédit***

La reprise d'un mouvement d'investissement a dynamisé le marché des *entreprises* et stimulé la compétition dans le domaine de la distribution de crédit à moyen et long terme. Les conditions accordées par les établissements de crédit aux entreprises jugées les plus saines ont ainsi été particulièrement attractives au cours du premier trimestre de 1998, et ce sur l'ensemble des éléments du dossier (taux d'intérêt, garanties, commissions, frais de dossier).

Sur le marché des *particuliers*, la concurrence s'est également avivée, tandis que la tendance à la renégociation des prêts à long terme se poursuivait. Les crédits à l'habitat, dont les taux ont de nouveau fléchi, tendent à devenir des produits d'appel destinés à capter une clientèle à laquelle des produits connexes (cartes, découverts...) sont également proposés. S'agissant des crédits à la consommation, les banques développent des stratégies de communication très actives visant à conserver leur clientèle, dans un contexte marqué par une concurrence accrue émanant notamment de filiales de grands magasins ou de compagnies d'assurance.

### ***En matière de placements***

De façon générale, la concurrence est demeurée moins forte que dans le domaine de la distribution de crédit, en raison du caractère réglementé de nombreux placements. Les établissements de crédit ont cependant engagé des actions commerciales afin d'assurer le recyclage des plans d'épargne populaire arrivés à échéance et ont poursuivi leurs efforts visant à personnaliser les produits de placement lorsque les montants en cause sont élevés.

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

Le mouvement de baisse des taux, plus marqué pour les conditions débitrices que pour les conditions cré ditrices, s'est accompagné d'une légère progression des prix des services imputable à la révision des barèmes effectuée en début d'année. Dans ce contexte, le tassement des marges bancaires s'est poursuivi.

### ***Évolution prévue de la demande de crédit***

Les établissements de crédit prévoient une progression plus soutenue de la demande de crédit au cours du deuxième trimestre de 1998, grâce à la bonne orientation de la consommation des ménages et à la reprise de l'investissement des entreprises.

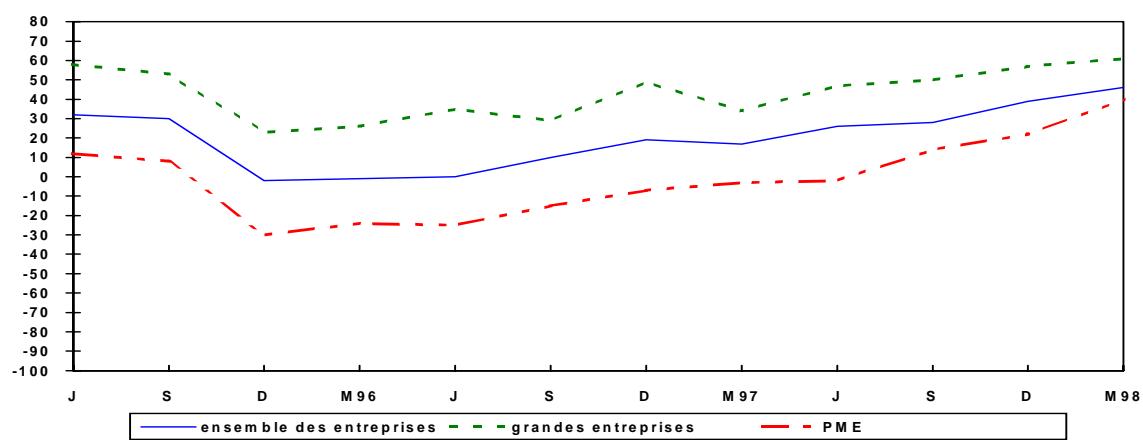
## 2. Le comportement des entreprises

### SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ENSEMBLE DES ENTREPRISES

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	2 <sup>e</sup> trim. 1996	3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997	2 <sup>e</sup> trim. 1997	3 <sup>e</sup> trim. 1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998
Situation de trésorerie en fin de période								
– ensemble des entreprises.....	0	10	19	17	26	28	39	46
– grandes entreprises.....	35	29	49	34	47	50	57	61
– PME .....	- 25	- 15	- 7	- 3	- 2	14	22	40
Situation de trésorerie prévue								
– ensemble des entreprises.....	- 2	- 1	8	7	15	15	15	26
– grandes entreprises.....	12	15	22	20	33	27	29	39
– PME .....	- 23	- 17	- 4	1	- 1	4	16	23
Difficultés de paiement.....	5	- 3	3	2	2	- 9	- 16	- 22
Résultats bruts d'exploitation.....	- 23	- 17	- 1	- 6	- 1	17	33	34
Besoins en fonds de roulement.....	17	3	- 1	- 6	1	- 2	- 4	2
Investissements globaux.....	- 4	- 12	8	- 10	- 3	14	34	41
Autorisations nouvelles:								
et renouvellements de crédits à court terme.....	2	9	- 6	- 2	- 1	- 4	- 5	- 6
Utilisations nouvelles:								
de prêts à moyen et long terme.....	- 8	- 9	11	- 11	- 1	10	32	34
Situation de l'endettement global.....	- 19	- 13	- 22	- 21	- 25	- 26	- 12	- 14
Dépôts à vue (encours moyen).....	5	12	9	0	10	25	32	32
Placements nouveaux liquides.....	- 42	- 40	- 40	- 30	- 22	- 14	- 11	- 1
Placements nouveaux en titres négociables.....	2	6	8	- 2	0	10	13	15
– dont : <i>Titres d'OPCVM</i> .....	16	9	10	5	6	12	14	20
Évolution prévue								
de la demande de crédits de trésorerie.....	6	10	9	4	12	8	6	5
Évolution prévue								
de la demande de crédits à moyen et long terme...	2	4	20	18	14	25	36	44

### SITUATION ÉCONOMIQUE DES ENTREPRISES (séries brutes)



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 27 avril 1998

Le premier trimestre de 1998 a été marqué par une nouvelle amélioration de la situation de trésorerie des entreprises, qui apparaît à présent particulièrement satisfaisante. Elle atteint ainsi son plus haut niveau depuis le premier trimestre 1995.

Les trésoreries des petites et moyennes entreprises se sont encore nettement améliorées au cours de ce trimestre et atteignent leur niveau le plus élevé depuis l'année 1991. La situation financière des grandes entreprises, quant à elle, a continué de se renforcer au cours du trimestre et apparaît très aisée.

Les améliorations les plus notables semblent être intervenues dans le bâtiment ainsi que dans le secteur de l'hôtellerie et du tourisme, qui a bénéficié d'une très forte hausse de la fréquentation lors des vacances d'hiver.

Au cours des prochains mois, la trésorerie des entreprises devrait continuer de se renforcer.

Grâce à la situation financière dans l'ensemble très satisfaisante des entreprises, les difficultés de paiement ont, de nouveau, diminué. Cette baisse est la plus forte de toutes celles qui ont été enregistrées depuis le premier trimestre 1995. Les résultats bruts d'exploitation se sont également fortement accrus, sous l'effet, principalement, d'une très bonne tenue du marché intérieur, alors que les ventes à l'étranger continuent d'apparaître relativement dynamiques. Les besoins en fonds de roulement n'ont, dans l'ensemble, que peu évolué. Par ailleurs, les délais de règlement des créances clients apparaissent stables. Au total, les utilisations nouvelles de crédits à court terme se sont inscrites en repli pour le sixième trimestre consécutif.

Les dépenses d'investissement ont connu une forte hausse — la plus importante depuis 1991 — au premier trimestre 1998. Cette sensible augmentation semble provenir en partie d'une nette croissance des investissements informatiques, en liaison avec la perspective du passage à l'euro et à l'an 2000. Par ailleurs, les investissements physiques réalisés concerneraient à présent, pour une part croissante, des investissements d'extension de capacités de production, alors que les investissements de renouvellement de matériels, longtemps repoussés, seraient plus dynamiques. Des investissements de productivité sont également de plus en plus souvent programmés, selon les banquiers interrogés, dans la perspective, notamment, de l'application de la loi sur la réduction du temps de travail. L'investissement des entreprises industrielles, en particulier, aurait ainsi sensiblement crû. Ce mouvement a permis, pour le deuxième trimestre consécutif, un recours accru aux utilisations nouvelles de prêts à moyen et long terme, qui progressent de nouveau sensiblement, et ce malgré le niveau encore élevé de l'autofinancement des entreprises.

Malgré la progression des prêts à moyen et long terme, le niveau de l'endettement global, qui demeure inférieur à la normale, ne varie guère, en raison de la diminution des utilisations nouvelles de crédits à court terme.

L'encours des dépôts à vue est demeuré stable au cours du premier trimestre 1998. Les placements liquides effectués par les entreprises n'ont pas connu d'évolutions notables, après deux années de baisses très importantes. Les placements nouveaux en titres d'OPCVM continuent de progresser à un rythme plus soutenu que celui du trimestre précédent.

Au cours des prochains mois, la demande de crédits de trésorerie ne devrait connaître qu'une très faible hausse, en raison de la situation financière favorable des entreprises. La demande de prêts à moyen et long terme s'accroîtrait de nouveau sensiblement, grâce à un fort dynamisme anticipé du courant d'investissement. Les projets d'investissement pour la fin du premier semestre 1998 et le début du second présentés aux banquiers interrogés apparaissent, en effet, en nette hausse par rapport à la période équivalente de l'année précédente, mais également en comparaison avec les réalisations du second semestre 1997.

### 3. Le comportement des particuliers

Le patrimoine financier des ménages s'est renforcé au cours du premier trimestre 1998 pour retrouver son niveau du troisième trimestre 1997 et apparaît toujours aisément dans l'ensemble. Les réallocations de portefeuille se sont poursuivies en faveur des placements en livrets, en plans d'épargne-logement et surtout des placements en actions.

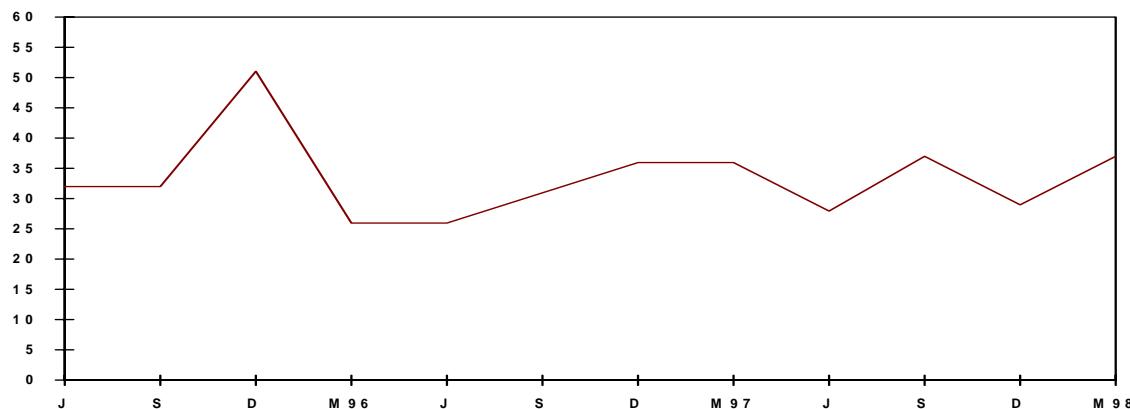
#### 3.1. Les comportements d'épargne

##### SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ÉPARGNE DES PARTICULIERS

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	2 <sup>e</sup> trim. 1996	3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997	2 <sup>e</sup> trim. 1997	3 <sup>e</sup> trim. 1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998
Situation du patrimoine financier.....	26	31	36	36	28	37	29	37
Encours moyens des dépôts à vue.....	21	18	33	- 1	19	40	38	6
Encours moyens des livrets.....	4	24	31	41	34	65	36	58
Placements nouveaux en comptes à term et certificats de dépôt.....	- 74	- 72	- 82	- 72	- 62	- 55	- 49	- 42
Placements nouveaux en PEL.....	74	75	95	92	33	35	29	33
Placements nouveaux en PEP.....	42	39	48	43	15	21	24	12
Placements en actions.....	- 10	- 18	- 1	9	17	31	33	46
Placements en obligations.....	- 5	- 10	- 8	- 12	0	- 5	- 8	- 5
Placements en OPCVM court terme.....	- 43	- 38	- 69	- 44	- 38	- 28	- 39	- 28
Placements en autres OPCVM.....	- 27	- 22	- 27	- 13	15	29	6	36

##### PATRIMOINE FINANCIER DES PARTICULIERS SELON L'OPINION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (séries brutes)



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 27 avril 1998

Le mouvement, observé le trimestre précédent, de diminution des encours moyens des dépôts à vue des particuliers s'est confirmé au cours du premier trimestre 1998, sous l'effet, principalement, d'importantes réallocations de portefeuille. Ces décaissements semblent également en grande partie imputables à une consommation dynamique ainsi qu'à la réalisation d'investissements immobiliers. En particulier, la consommation en biens durables semble s'être nettement redressée au cours de ce trimestre, en raison, notamment, d'une amélioration sensible des achats d'automobiles.

Les mouvements de réallocation de portefeuille effectués au cours du premier trimestre 1998 sont apparus particulièrement favorables aux placements en actions des particuliers, qui ont connu leur plus forte progression depuis le quatrième trimestre 1993. Les incertitudes prévalant quant à l'impact de la crise financière en Asie du Sud-Est sur l'évolution des cours de bourse, qui avaient freiné ce mouvement à la fin du dernier trimestre 1997, semblent considérées comme écartées par les banquiers interrogés. Les OPCVM actions ont largement bénéficié de cette évolution, contrairement au trimestre précédent.

Les placements nouveaux en produits d'assurance-vie se sont fortement ralentis, après la nette augmentation qui avait été observée le trimestre précédent, avant la modification du régime fiscal applicable aux contrats souscrits à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1998. Les placements en plans d'épargne-logement se sont accrus à un rythme sensiblement équivalent à celui observé au cours des trimestres précédents, tandis que les placements en plans d'épargne populaire connaissaient une hausse de moins forte ampleur.

Les placements en obligations ont de nouveau légèrement diminué. La désaffection des particuliers pour les placements nouveaux en comptes à terme et en certificats de dépôt, ainsi qu'en OPCVM court terme, s'est encore confirmée au cours du premier trimestre.

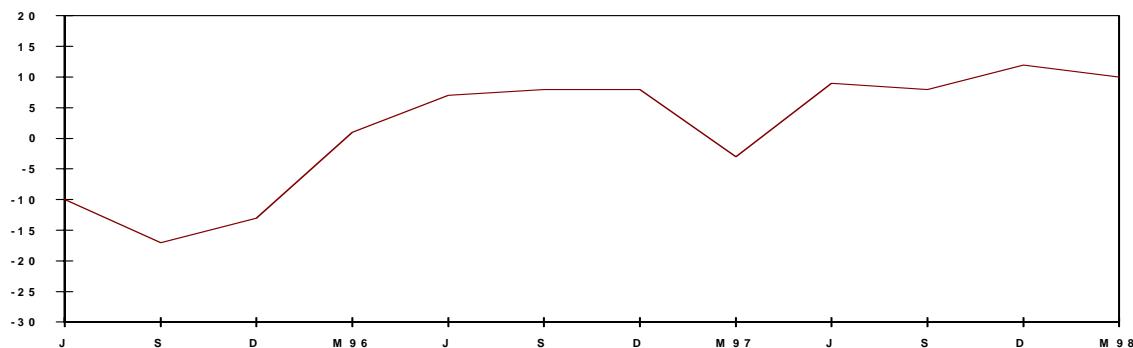
### 3.2. *Les comportements d'endettement*

#### **SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ENDETTEMENT DES PARTICULIERS**

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	2 <sup>e</sup> trim. 1996	3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997	2 <sup>e</sup> trim. 1997	3 <sup>e</sup> trim. 1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998
Situation de l'endettement global.....	7	8	8	- 3	9	8	12	10
Difficultés de paiement.....	0	- 2	- 5	1	- 3	- 5	- 2	- 5
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie.....	25	34	20	12	23	18	31	28
Utilisations nouvelles de prêts personnels.....	43	55	37	6	47	35	45	48
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers.....	52	52	89	2	55	48	64	42
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie.....	24	32	25	31	25	27	31	51
Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers.....	31	46	21	43	34	39	30	60

#### **ENDETTEMENT GLOBAL DES PARTICULIERS SELON L'OPINION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (séries brutes)**



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 27 avril 1998

Le niveau d'endettement global des particuliers n'a que peu varié au cours du premier trimestre 1998, et demeure à un haut niveau ; il continue d'apparaître, selon les établissements de crédit interrogés, globalement satisfaisant.

Les difficultés de paiement se sont encore légèrement contractées, pour le quatrième trimestre consécutif, alors que les utilisations nouvelles de crédits de trésorerie et de prêts personnels se sont de nouveau sensiblement accrues.

Les utilisations nouvelles de prêts immobiliers ont continué d'être très dynamiques, bien que leur rythme de croissance soit moindre que celui observé au cours du trimestre précédent. Elles concerneraient encore en grande partie l'achat de logements neufs, dans le cadre, notamment, du dispositif « Périssol ». Par ailleurs, de nombreux mouvements de renégociation de prêts immobiliers ont été observés au cours de ce trimestre.

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

# BULLETIN OFFICIEL

---

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

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

**Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement**

***MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ÉTABLISSEMENTS RELEVANT DE LA LOI BANCAIRE***

**(LOI DU 24 JANVIER 1984 MODIFIÉE TITRES I & IV BIS)**

---

**Décisions de retrait d'agrément prises au cours du mois de mars 1998**

(Hors retraits motivés par le transfert,  
à un ou plusieurs autres établissements de crédit agréés,  
de la propriété de l'ensemble des éléments actifs et passifs  
liés à l'activité bancaire)

---

- ◆ Idianova, SA, Paris 8<sup>e</sup>, 35 avenue Franklin Roosevelt (*prise d'effet immédiat*)
  - ◆ Société alsacienne et lorraine de valeurs et d'entreprises (SALVE), SA, Paris 1<sup>er</sup>,  
21 boulevard de la Madeleine (*prise d'effet immédiat*)
  - ◆ Société financière régionale de Bourgogne – Sofi-Bourgogne, SA, Dijon, Côte-d'Or,  
96 avenue Victor Hugo (*prise d'effet immédiat*)
- 

**Additif aux décisions de retrait d'agrément prises au cours du mois de décembre 1997**

(Hors retraits motivés par le transfert,  
à un ou plusieurs autres établissements de crédit agréés,  
de la propriété de l'ensemble des éléments actifs et passifs  
liés à l'activité bancaire)

---

- ◆ Conseil-Investissement, société en nom collectif, Paris 2<sup>e</sup>, 43 avenue de l'Opéra,  
(*prise d'effet immédiat*)
  - ◆ Crédit mutuel finance, SA, Paris 17<sup>e</sup>, 88-90 rue Cardinet, (*prise d'effet immédiat*)
  - ◆ Synalgest, SA, Paris 2<sup>e</sup>, 20 rue de la Paix,  
(*prise d'effet immédiat – option pour le statut d'entreprise d'investissement*)
-

**Agréments, retraits d'agrément et autres modifications devenus effectifs  
et décisions de retrait à effet différé prises au cours du premier trimestre 1998**

---

## **A. ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT AGRÉÉS EN FRANCE**

### **I. Établissements habilités à traiter toutes les opérations de banque**

#### **1.1. Banques**

##### **– Sociétés de droit français adhérant à l'Association française des banques (AFB)**

###### *Agrement*

- ♦ Dexia project and public finance international bank, SA, Paris

###### *Retraits d'agrément*

- ♦ Banque Monod, SA, Paris, *prise d'effet le 30 mai 1998*
- ♦ Société de banque privée (SBP), SA, Paris, *prise d'effet le 28 février 1999*

###### *Modifications*

- ♦ ABN-Amro corporate finance France, SA, Paris

au lieu de

ABN-Amro Hoare Govett France, SA, Paris

- ♦ Arjil et associés banque, société en commandite par actions, Paris

au lieu de

Banque internationale de gestion et de trésorerie, SA, Paris

- ♦ Banque de l'économie du commerce et de la monétique, SA, Strasbourg, (Bas-Rhin)

au lieu de

Banque de l'économie – Crédit mutuel, SA, Strasbourg, (Bas-Rhin)

- ♦ Banque française commerciale Antilles-Guyane – BFC Antilles-Guyane, SA, Courbevoie, (Hauts-de-Seine)

au lieu de

Banque française commerciale Antilles-Guyane – BFC Antilles-Guyane, SA, Paris

- ♦ Barclays capital France SA, SA, Paris

au lieu de

BZW France SA, SA, Paris

- ♦ UAP Banque, SA, Paris

au lieu de

UAP Banque, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)

## II. Sociétés financières

### 2.3. Sociétés affiliées à la Caisse nationale de crédit agricole

#### *Retrait d'agrément*

- ♦ Société financière régionale de Bourgogne – Sofi-Bourgogne, SA, Dijon, (Côte-d'Or)

### 2.7. Sociétés financières exerçant divers types d'activité adhérent à l'ASF

#### – Sociétés financières autres que maisons de titres

##### *Agréments*

- ♦ Cargill investor services, société en nom collectif, St-Germain-en-Laye, (Yvelines)
- ♦ CDC Projets, SA, Paris
- ♦ Ester finance titrisation, SA, Nanterre, (Hauts-de-Seine)
- ♦ Loisirs finance, SA, Paris
- ♦ New Holland finance, SA, Paris
- ♦ Wilshire Servicing Compagnie, société en nom collectif, Paris

##### *Retraits d'agrément*

- ♦ Fenwick financement, SA, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)
- ♦ Idianova, SA, Paris
- ♦ Société alsacienne et lorraine de valeurs et d'entreprises (SALVE), SA, Paris

##### *Modifications*

- ♦ Dresdner gestion privée, SA, Paris

au lieu de

BIP Finances SA, SA, Paris

- ♦ Fimacom, SA, Bois d'Arcy, (Yvelines)

au lieu de

Fimacom – Financière Matra communication, SA, Bois d'Arcy, (Yvelines)

- ♦ Finedis, SA, Roubaix, (Nord)

au lieu de

Finedis, SA, Paris

- ♦ Institut de participation du bois et du meuble IPBM, SA, Neuilly-sur-Seine, (Hauts-de-Seine)

au lieu de

Institut de participation du bois et du meuble IPBM, SA, Paris

- ♦ IPFO Bail, SA, Courbevoie, (Hauts-de-Seine)

au lieu de

Locafrance, SA, Paris

- ♦ Société financière de gestion et d'exploitation du Rhin – SOGER, SA, Schiltigheim, (Bas-Rhin)
  - au lieu de
  - Soger, SA, Schiltigheim, (Bas-Rhin)
- ♦ Société guadeloupéenne de financement – Soguafi, société en commandite par actions, Baie-Mahault, (Guadeloupe)
  - au lieu de
  - Société guadeloupéenne de financement – Soguafi, société en commandite par actions, Pointe-à-Pitre, (Guadeloupe)
- ♦ Union commerciale de crédit multiservices – UCCM, SA, Roubaix, (Nord)
  - au lieu de
  - Union commerciale de crédit multiservices – UCCM, SA, Paris
- ♦ Wilshire Servicing Compagnie, société en nom collectif, Paris
  - au lieu de
  - Wilshire Servicing Compagnie SA, société en nom collectif, Paris

### **III. Institutions financières spécialisées**

*Retrait d'agrément*

- ♦ Société de développement et d'expansion du Pacifique « Sodep », SA, Paris

### **B. SUCCURSALES D'ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE L'ESPACE ÉCONOMIQUE EUROPÉEN RELEVANT DU LIBRE ÉTABLISSEMENT**

*Modifier*

Byblos Bank Europe, succursale, Paris, Bruxelles, (BE)

au lieu de

Byblos Bank Belgium, succursale, Paris, Bruxelles, (BE)

### **C. ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT AGRÉÉS POUR EXERCER LEUR ACTIVITÉ À MONACO**

#### **I. Établissements habilités à traiter toutes les opérations de banque**

##### **1.1. Banques**

###### **– Sociétés de droit monégasque adhérent à l'Association française des banques**

*Agrement*

- ♦ Banque Pasche Monaco SAM, SA, Monaco, (Monaco)

## **II. Sociétés financières**

### **2.7. Sociétés financières exerçant divers types d'activité adhérent à l'ASF**

#### **– Sociétés financières autres que maisons de titres**

*Retrait d'agrément*

- ◆ Solydico, SA, Monaco, (Monaco)
- 

### ***AUTRES MODIFICATIONS INTERVENUES ANTÉRIEUREMENT ET DÉCLARÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS AU COURS DU PREMIER TRIMESTRE 1998***

---

#### **Additif au modifiant du quatrième trimestre 1997**

---

## **A. ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT AGRÉÉS EN FRANCE**

### **2.7. Sociétés financières exerçant divers types d'activité adhérent à l'ASF**

#### **– Sociétés financières autres que maisons de titres**

*Agrément*

- ◆ Sinopia financial services, SA, Paris

*Retrait d'agrément*

- ◆ Société financière de gestion et d'exploitation du Rhin – (SOGER), Société à responsabilité limitée, Schiltigheim, (Bas-Rhin)

*Modification*

- ◆ UBS asset management France, SA Paris

au lieu de

Alfi-Gestion, SA, Paris

*Transferts de catégorie (Établissements précédemment Maisons de titres)*

- ◆ Cava – Finance, SA, Roubaix, (Nord)
- ◆ Cyril finance gestion, SA, Paris
- ◆ Financière Kléber, SA, Paris
- ◆ HR Gestion, SA, Paris
- ◆ Oddo finance, SA, Paris
- ◆ Oudart SA, SA, Paris
- ◆ Robert Fleming (France) SA, SA, Paris
- ◆ Société auxiliaire d'études et d'investissements mobiliers – Investimo, SA, Paris

- ♦ W Finance, SA, Paris

#### **– Maisons de titres**

##### *Retraits d'agrément*

- ♦ BIP et Cie société financière internationale de placement – Sofip, société en commandite simple, Paris
  - ♦ Cargill investor services, société en nom collectif, Saint-Germain-en-Laye, (Yvelines)
  - ♦ Conseil de gestion financière – Cogefi, SA, Paris
  - ♦ Conseil-Investissement, société en nom collectif, Paris
  - ♦ Crédit mutuel finance, SA, Paris
  - ♦ Établissement financier Claude Guillot SA, SA, Lyon, (Rhône)
  - ♦ Exane finance, SA, Paris
  - ♦ Financière Beaujon, SA, Paris
  - ♦ Générale de patrimoine et de gestion, SA, Paris
  - ♦ International Finance Futures – IFF, société en nom collectif, Paris
  - ♦ Nikko France SA, SA, Paris
  - ♦ Sinopia asset management, SA, Paris
  - ♦ Synalgest, SA, Paris
  - ♦ Templeton France SA, SA, Paris
  - ♦ Transoptions finance, SA, Paris
-

**MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES PRESTATAIRES DE SERVICES  
D'INVESTISSEMENT HABILITÉS À EXERCER EN FRANCE**

(ARTICLE 76 ALINEA 1 DE LA LOI DU 2 JUILLET 1996)

---

**Ajouts, suppressions et autres modifications devenus effectifs  
et décisions de retrait à effet différé prises au cours du premier trimestre 1998**

---

**PRESTATAIRES EN EXERCICE**

**I. Prestataires agréés en France**

**1.1. Établissements de crédit<sup>1</sup>**

**– Sociétés de droit français**

*Ajouter*

- ◆ Cargill investor services, société en nom collectif, St-Germain-en-Laye, (Yvelines), b

*Supprimer*

- ◆ Banque Monod, SA, Paris, a, b, d ,  
*prise d'effet du retrait d'agrément le 30 mai 1998*
- ◆ Société de banque privée (SBP), SA, Paris, a, b, c, d, e, f  
*prise d'effet du retrait d'agrément le 28 février 1999*

*Modifier*

- ◆ ABN-Amro Corporate Finance France, SA, Paris, a, b, c, e, f

au lieu de

ABN-Amro Hoare Govett France, SA, Paris, a, b, c, e, f

- ◆ Arjil et associés banque, société en commandite par actions, Paris, a, b, c, d, e, f

au lieu de

Banque internationale de gestion et de trésorerie, SA, Paris, a, b, c, d, e, f

- ◆ Banque Alcyon, S.A., Neuilly-sur-Seine, (Hauts-de-Seine), c, e

au lieu de

Banque Alcyon, S.A., Neuilly-sur-Seine, (Hauts-de-Seine), a, b, c, d, e, f

---

<sup>1</sup> Services visés à l'article 4 de la loi de modernisation des activités financières  
a : réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers  
b : exécution d'ordres pour le compte de tiers  
c : négociation pour compte propre  
d : gestion de portefeuille pour le compte de tiers  
e : prise ferme  
f : placement

- ♦ Banque de l'économie du commerce et de la monétique,  
SA, Strasbourg, (Bas-Rhin), a, b, c, d, e, f
- au lieu de
- Banque de l'économie – Crédit mutuel, SA, Strasbourg, (Bas-Rhin), a, b, c, d, e, f
- ♦ Banque franco-portugaise, SA, Paris, a
- au lieu de
- Banque franco-portugaise, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Banque Pouyanne, SA, Orthez, (Pyrénées-Atlantiques), a, d
- au lieu de
- Banque Pouyanne, SA, Orthez, (Pyrénées-Atlantiques), a, b, c, d, e, f
- ♦ Banque Trad – Crédit lyonnais (France) SA, SA, Paris, a
- au lieu de
- Banque Trad – Crédit lyonnais (France) SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Barclays capital France SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- au lieu de
- BZW France SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Dresdner gestion privée, SA, Paris, a, b, d
- au lieu de
- BIP Finances SA, SA, Paris, a, b, d
- ♦ UAP Banque, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- au lieu de
- UAP Banque, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine), a, b, c, d, e, f

## 1.2. Entreprises d'investissement agréées par le CECEI<sup>1</sup>

*Ajouter*

- ♦ Eurasia finance, SA, Paris, a
- ♦ Invest-up, société par actions simplifiée, Puteaux, (Hauts-de-Seine), a, f
- ♦ Trinity capital partners, SA, Paris, a

*Supprimer*

- ♦ Grel, SA, Paris, a, b

*Changements de catégorie (entreprises d'investissement devenant établissements de crédit)*

- ♦ Cargill investor services, société en nom collectif, St-Germain-en-Laye, (Yvelines), b

<sup>1</sup> Services visés à l'article 4 de la loi de modernisation des activités financières  
 a : réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers  
 b : exécution d'ordres pour le compte de tiers  
 c : négociation pour compte propre  
 d : gestion de portefeuille pour le compte de tiers  
 e : prise ferme  
 f : placement

*Modifier*

- ♦ ABN-Amro contrepartie France, société en nom collectif, Paris, a, b, c  
au lieu de  
MFK contrepartie, société en nom collectif, Paris, a, b, c
- ♦ ABN-Amro Fixed Income France, SA, Paris, a, b, c, e, f  
au lieu de  
ABN-Amro Finance SA, SA, Paris, a, b, c, e, f
- ♦ ABN-Amro Futures France, société en nom collectif, Paris, a, b, c  
au lieu de  
MFK Futures, société en nom collectif, Paris, a, b, c
- ♦ ABN-Amro Securities France, SA, Paris, a, b, c, d  
au lieu de  
Massonnaud-Fontenay-Kervern SA, SA, Paris, a, b, c, d
- ♦ HPC, SA, Paris, a, b  
au lieu de  
HPC-Anjou, SA, Paris, a, b

**1.3. Sociétés de gestion de portefeuille agréées par la Commission des opérations de bourse<sup>1</sup>**

Publication spécifique

**II. Succursales d'établissements de l'espace économique européen exerçant en libre établissement**

**2.1. Succursales d'établissements de crédit<sup>2</sup>**

*Modifier*

- ♦ Banco Bilbao Vizcaya, succursale, Paris, Bilbao, (ES), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 11  
au lieu de  
Banco Bilbao Vizcaya, succursale, Paris, Bilbao, (ES), 7a, 7b, 7c, 7d, 11

<sup>1</sup> Services visés à l'article 4 de la loi de modernisation des activités financières  
a : réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers  
b : exécution d'ordres pour le compte de tiers  
c : négociation pour compte propre  
d : gestion de portefeuille pour le compte de tiers  
e : prise ferme  
f : placement

<sup>2</sup> Services visés à l'annexe de la deuxième directive de coordination bancaire  
7 : Transactions pour le compte propre de l'établissement ou pour le compte de sa clientèle sur :  
a : les instruments du marché monétaire (chèques, effets, certificats de dépôt, etc.)  
b : les marchés de change  
c : les instruments financiers à terme et options  
d : les instruments sur devises ou sur taux d'intérêt  
e : les valeurs mobilières  
8 : Participation aux émissions de titres et prestations de services y afférents  
11 : Gestion ou conseil en gestion de patrimoine

♦ Byblos Bank Europe, succursale, Paris, Bruxelles, (BE), 7a

au lieu de

Byblos Bank Belgium, succursale, Paris, Bruxelles, (BE), 7a

### **III. Prestataires intervenant en libre prestation de services**

#### **3.1. Établissements de crédit<sup>1</sup>**

*Ajouter*

- ♦ AIB Capital Markets PLC, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Dublin, (IE), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8, 11
- ♦ BHF Bank AG, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Francfort, (DE), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8, 11
- ♦ Goldman Sachs & CO oHG, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Francfort, (DE), 8
- ♦ KAS-Associatie NV, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Amsterdam, (NL), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8, 11
- ♦ Schweizerischer Bankverein (Deutschland), établissement de crédit de l'EEE-LPS, Francfort, (DE), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8, 11
- ♦ Sparkasse Südliche Weinstrasse, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Landau, (DE), 7b

*Supprimer*

- ♦ LTCB International Limited, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e

*Modifier*

- ♦ Prudential-Bache International Bank Limited, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 11

au lieu de

Prudential-Bache International Bank Limited, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e

---

<sup>1</sup> Services visés à l'annexe de la deuxième directive de coordination bancaire

7 : Transactions pour le compte propre de l'établissement ou pour le compte de sa clientèle sur :

a : les instruments du marché monétaire (chèques, effets, certificats de dépôt, etc.)

b : les marchés de change

c : les instruments financiers à terme et options

d : les instruments sur devises ou sur taux d'intérêt

e : les valeurs mobilières

8 : Participation aux émissions de titres et prestations de services y afférents

11 : Gestion ou conseil en gestion de patrimoine

### 3.2. Entreprises d'investissement<sup>1</sup>

Ajouter

- ◆ Alpha Asset Management Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1b, 3
- ◆ ABG Securities Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b
- ◆ Cantor Fitzgerald (Italy) Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2
- ◆ Cheuvreux de Virieu International Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b
- ◆ Compass Partners International Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ◆ Equinox Securities Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ◆ Forum Capital International Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ◆ Granville Markets Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 4
- ◆ Legg Mason Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ◆ Merrill Lynch Asset Management UK limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 3
- ◆ Merrill Lynch Global Asset Management Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 3
- ◆ Midland Walwyn (UK) Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 4
- ◆ Nicholas Applegate Capital Management (UK), entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1b, 3
- ◆ Orbitex Investments Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 3
- ◆ Orebis Futures Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b
- ◆ Pembroke Asset Management Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Southampton, (GB), 1b, 3
- ◆ Rabo Olsen Global Overlay Strategies BV, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Utrecht, (NL), 3
- ◆ RMB International Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b
- ◆ Security Capital International Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 4

---

<sup>1</sup> Services visés à l'annexe de la directive 93/22 concernant les services d'investissement  
1a : Réception et transmission, pour le compte d'investisseurs, d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments visés à la section B  
1b : Exécution de ces ordres pour le compte de tiers

2 : Négociation pour compte propre de tout instrument visé à la section B

3 : Gestion, sur une base discrétionnaire et individualisée, de portefeuilles d'investissement dans le cadre d'un mandat donné par les investisseurs lorsque ces portefeuilles comportent un ou plusieurs des instruments visés à la section B

4 : Prise ferme en ce qui concerne les émissions de tout ou partie des instruments visés à la section B et/ou placement de ces émissions

- ♦ Societe Generale Asset Management International Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 3
- ♦ Societe Generale Asset Management UK Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 3
- ♦ Traderight Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Egham, (GB), 1a, 3

*Supprimer*

- ♦ Actinvest Corporation Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
  - ♦ Caspian Securities Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 3, 4
  - ♦ Cater Allen Futures Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b
  - ♦ Cedef Finance Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b
  - ♦ Chase Futures and Options Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1b
  - ♦ Concordia Wharf Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Salisbury, (GB), 1a
  - ♦ Daiwa Europe (gilts) Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 2
  - ♦ Deutsche Bank Gilts Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 3, 4
  - ♦ Dillon Read Securities Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1b, 2, 4
  - ♦ Dunbar Boyle & Kingsley Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 3, 4
  - ♦ DNB Capital Management Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 3
  - ♦ First Equity Emerging Markets Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 2
  - ♦ Goldman Sachs Government Securities (UK), entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2
  - ♦ Natwest Wood Mackenzie & Co Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
  - ♦ Societe Generale Gilts Ltd, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 2
-

## ***ADDITIF AU MODIFICATIF DU QUATRIÈME TRIMESTRE 1997***

---

### **I. Établissements agréés par le CECEI**

#### **1.1. Établissements de crédit<sup>1</sup>**

##### **– Sociétés de droit français**

*Ajouter*

- ◆ Sinopia Financial Services, SA, Paris, a, b, c, f

*Supprimer*

- ◆ Conseil-Investissement, société en nom collectif, Paris, a, b, d, *retrait d'agrément*
- ◆ Crédit mutuel finance, SA, Paris, a, b, d, *retrait d'agrément*
- ◆ Établissement financier Claude Guillot SA, SA, Lyon, (Rhône), a, b, d, *retrait d'agrément*
- ◆ Financière Beaujon, SA, Paris, a, b, d, *retrait d'agrément*
- ◆ Sinopia Asset Management, SA, Paris, a, b, c, d, *retrait d'agrément*

*Changements de catégorie (établissements de crédit devenant entreprises d'investissement)*

- ◆ BIP et Cie société financière internationale de placement – Sofip, société en commandite simple, Paris, c, e, f
- ◆ Cargill Investor Services, société en nom collectif, St-Germain-en-Laye, (Yvelines), b
- ◆ Conseil de gestion financière – Cogefi, SA, Paris, a, b, d
- ◆ Exane Finance, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ◆ Générale de patrimoine et de gestion, SA, Paris, a, b, d
- ◆ International Finance Futures – IFF, société en nom collectif, Paris, a, b, c, d, e, f
- ◆ Nikko France SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ◆ Synalgest, SA, Paris, a, b, d
- ◆ Templeton France SA, SA, Paris, a, b, d
- ◆ Transoptions Finance, SA, Paris, c, d

*Modifier*

- ◆ Sofingest – Société financière d'investissement et de gestion, SA, Paris, a, b, c, e, f

*au lieu de*

Sofingest — Société financière d'investissement et de gestion, SA, Paris, a, b, c, d, e, f

---

<sup>1</sup> Services visés à l'article 4 de la loi de modernisation des activités financières  
a : réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers  
b : exécution d'ordres pour le compte de tiers  
c : négociation pour compte propre  
d : gestion de portefeuille pour le compte de tiers  
e : prise ferme  
f : placement

- ♦ UBS Asset Management France, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- au lieu de
- Alfi-Gestion, SA, Paris, a, b, c, d, e, f

## 1.2. Entreprises d'investissement<sup>1</sup>

*Ajouter*

- ♦ BIP et Cie société financière internationale de placement – Sofip, société en commandite simple, Paris, c, e, f
- ♦ Cargill Investor Services, société en nom collectif, St-Germain-en-Laye, (Yvelines), b
- ♦ Conseil de gestion financière – Cogefi, SA, Paris, a, b, d
- ♦ Exane finance, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Générale de patrimoine et de gestion, SA, Paris, a, b, d
- ♦ International finance futures – IFF, société en nom collectif, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Nikko France SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Synalgest, SA, Paris, a, b, d
- ♦ Templeton France SA, SA, Paris, a, b, d
- ♦ Transoptions Finance, SA, Paris, c, d

*Modifier*

- ♦ Kleber Investissements, société à responsabilité limitée, Paris, a
- au lieu de
- Kleber Investors Overseas, société à responsabilité limitée, Paris, a

## II. Succursales d'établissements de l'espace économique européen exerçant en libre établissement

### 2.2. Succursales d'entreprises d'investissement<sup>2</sup>

*Ajouter*

- ♦ Cantor Fitzgerald International, succursale, Paris, Londres, (GB), 1a, 1b, 2

---

<sup>1</sup> Services visés à l'article 4 de la loi de modernisation des activités financières  
 a : réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers  
 b : exécution d'ordres pour le compte de tiers  
 c : négociation pour compte propre  
 d : gestion de portefeuille pour le compte de tiers  
 e : prise ferme  
 f : placement

<sup>2</sup> Services visés à l'annexe de la directive 93/22 concernant les services d'investissement  
 1a : Réception et transmission, pour le compte d'investisseurs, d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments visés à la section B  
 1b : Exécution de ces ordres pour le compte de tiers  
 2 : Régociation pour compte propre de tout instrument visé à la section B  
 3 : Gestion, sur une base discrétionnaire et individualisée, de portefeuilles d'investissement dans le cadre d'un mandat donné par les investisseurs lorsque ces portefeuilles comportent un ou plusieurs des instruments visés à la section B  
 4 : Prise ferme en ce qui concerne les émissions de tout ou partie des instruments visés à la section B et/ou placement de ces émissions

## ***ERRATUM AU MODIFICATIF DU TROISIÈME TRIMESTRE 1997***

---

### **I. Établissements agréés par le CECEI**

#### **1.2. Entreprises d'investissement<sup>1</sup>**

*Modifier*

♦ Natexis capital, SA, Paris, a, b, c, d, e, f

au lieu de

Dupont, Denant, SA, Paris, a, b, c, d

---

## ***ERRATUM AU MODIFICATIF DU QUATRIÈME TRIMESTRE 1997***

---

### **I. Établissements agréés par le CECEI**

#### **1.1. Établissements de crédit<sup>1</sup>**

##### **– Sociétés de droit français**

*Changement de catégorie (établissements de crédit devenant entreprises d'investissement)*

♦ ED & F Man International SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f

---

<sup>1</sup> Services visés à l'article 4 de la loi de modernisation des activités financières  
a : réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers  
b : exécution d'ordres pour le compte de tiers  
c : négociation pour compte propre  
d : gestion de portefeuille pour le compte de tiers  
e : prise ferme  
f : placement

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

du 1<sup>er</sup> au 30 avril 1998

### Banque de France

**Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 5,25 % avril 2008, 6,50 % avril 2011, 5,50 % avril 2029**  
**(Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 31 mars 1998<sup>1</sup>

## Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 2 AVRIL 1998

Arrêté du 30 mars 1998 relatif à la création d'obligations assimilables du Trésor d'échéance 28 mars 2028.

Arrêté du 30 mars 1998 relatif à la création de bons du Trésor en compte courant à taux fixe et intérêts annuels 4 % 12 juillet 2000 en écus.

JO DU 5 AVRIL 1998

Arrêté du 13 mars 1998 portant homologation de dispositions du règlement général du Conseil des marchés financiers.

JO DU 11 AVRIL 1998

Avis relatif à l'indice du coût de la construction du quatrième trimestre de 1997.

JO DES 20 ET 21 AVRIL 1998

Avis relatif au projet d'entrée de trois sociétés au capital de Thomson-CSF.

JO DU 22 AVRIL 1998

Avis relatif à la cession de gré à gré de la Société marseillaise de crédit

JO DU 24 AVRIL 1998

Décret n° 98-306 du 22 avril 1998 fixant les modalités d'application de l'article 20 de la loi de finances pour 1998 (n° 97-1269 du 30 décembre 1997) relatif au plafonnement de l'exonération des produits des titres non cotés détenus dans un plan d'épargne en actions.

JO DU 25 AVRIL 1998

Arrêté du 24 avril 1998 fixant les modalités du transfert au secteur privé de la participation majoritaire indirectement détenue par l'État dans la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne.

Avis de la Commission de la privatisation du 9 avril 1998 relatif au transfert au secteur privé de la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne.

<sup>1</sup> Le détail de ces opérations peut être consulté sur Internet.

Avis de la Commission de la privatisation du 23 avril 1998 relatif aux modalités du transfert au secteur privé de la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne.

JO DES 27 ET 28 AVRIL 1998

Décret n° 98-315 du 27 avril 1998 relatif à la dénomination de la commission mentionnée à l'article 3 de la loi du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations.

Arrêté du 9 avril 1998 accordant la garantie de l'État à des opérations d'échange de conditions d'intérêt contractées par Natexis Banque.

JO DU 29 AVRIL 1998

Décret n° 98-316 du 28 avril 1998 autorisant France Télécom à céder sa participation indirecte dans la société Martin Dawes Telecom-munications Deutschland GmbH à MobilCom AG.

Arrêté du 28 avril 1998 relatif à l'échange obligatoire des certificats pétroliers Erap-Elf et Total contre des actions Elf Aquitaine et Total.

JO DU 30 AVRIL 1998

Décret n° 98-321 du 23 avril 1998 pris pour l'application de l'article 1649 A bis du code général des impôts relatif aux modalités de déclaration des avances remboursables ne portant pas intérêt.

Décret n° 98-322 du 23 avril 1998 pris pour l'application de l'article 81 de la loi de finances pour 1998 (n° 97-1269 du 30 décembre 1997) instituant un crédit d'impôt au titre des emplois créés.

Arrêté du 20 avril 1998 fixant la valeur du coupon à échéance du 25 juillet 1998 pour les obligations assimilables du Trésor à taux variable TEC 10 (codes Sicovam n° 19780 et n° 20765)

# COMMUNICATIONS

# LA FIXATION DES TAUX DE CONVERSION IRRÉVOCABLES DE L'EURO

Communiqué commun de l'Union européenne

Conformément à l'article 109 L, paragraphe 4, du Traité, les taux de conversion irrévocables de l'euro seront arrêtés par le Conseil, sur proposition de la Commission et après consultation de la Banque centrale européenne (BCE), le premier jour de la phase III de l'Union économique et monétaire, c'est-à-dire le 1<sup>er</sup> janvier 1999.

Afin de donner des points de repère aux marchés à l'approche de cette phase III, les ministres des États membres adoptant l'euro en tant que monnaie unique, les gouverneurs des banques centrales de ces États membres, la Commission européenne et l'Institut monétaire européen (IME) sont convenus de la méthode à appliquer pour fixer les taux de conversion irrévocables de l'euro à la date de l'entrée en vigueur de la phase III.

Les cours pivots bilatéraux actuels, en vigueur au sein du mécanisme de change européen (MCE), serviront à fixer les taux de conversion irrévocables de l'euro pour les monnaies des États membres qui, le jour de l'entrée en vigueur de la phase III, adopteront l'euro en tant que monnaie unique. Ces cours sont conformes aux données économiques fondamentales et sont compatibles avec une convergence durable entre les États membres qui participeront à la zone euro. Les banques centrales des États membres adoptant l'euro comme monnaie unique s'assureront, en mettant en œuvre des techniques de marché appropriées, que, le 31 décembre 1998, les taux de change du marché, enregistrés selon la procédure habituelle de concertation utilisée pour le calcul des taux de change journaliers de l'écu officiel, sont identiques aux cours pivots bilatéraux du MCE, tels que définis dans la grille de parités ci-après.

La procédure adoptée par toutes les parties prenantes au communiqué commun garantira que la fixation des taux de conversion irrévocables de l'euro ne modifiera pas, en soi, ainsi qu'il est stipulé à l'article 109 L, paragraphe 4, du Traité, la valeur externe de l'écu qui sera remplacé, au taux de 1 pour 1, par l'euro. Cette procédure est décrite en détail dans l'annexe. Les cours finals de l'écu officiel calculés de cette manière, et qui seront publiés le 31 décembre 1998, seront proposés par la Commission comme taux de conversion irrévocables de l'euro avec les monnaies des pays participants, pour adoption par le Conseil, le jour de l'entrée en vigueur de la phase III, c'est-à-dire le 1<sup>er</sup> janvier 1999.

En conformité avec le cadre juridique de l'utilisation de l'euro, une fois qu'aura été arrêté le taux de conversion irrévocable de l'euro avec chaque monnaie participante, seul ce taux sera utilisé pour les conversions dans les deux sens entre l'euro et l'unité monétaire nationale, ainsi que pour les conversions entre les unités monétaires nationales.

**COURS PIVOTS BILATÉRAUX DU MCE DEVANT ÊTRE UTILISÉS  
POUR LA FIXATION DES TAUX DE CONVERSION IRRÉVOCABLES  
DE L'EURO**

	DEM 100 =	BEF/LUF 100 =	ESP 100 =	FRF 100 =	IEP 1 =	ITL 1 000 =	NLG 100 =	ATS 100 =	PTE 100 =	FIM 100 =
ALLEMAGNE : DEM										
BELGIQUE/ LUXEMBOURG : BEF\LUF	2 062,55									
ESPAGNE : ESP	8 507,22	412,462								
FRANCE : FRF	335,386	16,2608	3,94237							
IRLANDE : IEP	40,2676	1,95232	0,473335	12,0063						
ITALIE : ITL	99 000,2	4 799,90	1 163,72	29 518,3	2 458,56					
PAYS-BAS : NLG	112,674	5,46285	1,32445	33,5953	2,79812	1,13812				
AUTRICHE : ATS	703,552	34,1108	8,27006	209,774	17,4719	7,10657	624,415			
PORTUGAL : PTE	10 250,5	496,984	120,492	3 056,34	254,560	103,541	9 097,53	1 456,97		
FINLANDE : FIM	304,001	14,7391	3,57345	90,6420	7,54951	3,07071	269,806	43,2094	2,96571	

**1. La raison pour laquelle seuls les taux bilatéraux peuvent être annoncés**

L'article 109 L, paragraphe 4, du Traité, dispose que les taux auxquels l'euro remplacera les monnaies des pays participant à la zone euro seront arrêtés le jour de l'entrée en vigueur de la phase III de l'Union économique et monétaire, c'est-à-dire le 1<sup>er</sup> janvier 1999. L'adoption des taux de conversion irrévocables de l'euro ne modifiera pas, en soi, la valeur externe de l'écu officiel. De même, l'article 2 du règlement du Conseil du 17 juin 1997 fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro stipule que toute référence à l'écu officiel figurant dans un instrument juridique est remplacée par une référence à l'euro au taux de 1 euro pour 1 écu. Par conséquent, les taux de conversion irrévocables de l'euro doivent être identiques, le 31 décembre 1998, à la valeur de l'écu officiel exprimée en unités des monnaies participantes.

Dans la mesure où l'écu est un panier de monnaies, qui comprend la couronne danoise, la drachme grecque et la livre sterling <sup>1</sup>, il n'est pas possible d'annoncer avant la fin de 1998 les taux de conversion irrévocables auxquels l'euro remplacera les monnaies participantes. Il est toutefois possible d'annoncer les taux bilatéraux des monnaies appartenant à la zone euro, qui seront utilisés le 31 décembre 1998 pour le calcul des cours de l'écu officiel et par là même pour celui des taux de conversion irrévocables en euros de ces monnaies.

<sup>1</sup> Les monnaies, intégrées dans le panier de l'écu, des États membres ne participant pas à la zone euro

## **2. Les taux bilatéraux qui serviront à fixer les taux de conversion irrévocables de l'euro**

Pour les monnaies appartenant à la zone euro, les cours pivots bilatéraux actuels du MCE seront utilisés pour le calcul des cours finals de l'écu officiel qui seront adoptés par le Conseil comme taux de conversion irrévocables de l'euro, le jour de l'entrée en vigueur de la phase III de l'Union économique et monétaire, c'est-à-dire le 1<sup>er</sup> janvier 1999. Ces taux figurent au tableau joint au communiqué commun. Afin d'éviter que des calculs utilisant l'inverse des taux de change bilatéraux n'engendrent de faibles écarts arithmétiques, le tableau n'indique qu'un seul taux bilatéral pour chaque couple de monnaies. C'est ce taux qui sera utilisé dans le cadre de la procédure qui doit être appliquée le 31 décembre 1998, telle qu'elle est décrite ci-dessous.

## **3. Calcul des cours de l'écu officiel le 31 décembre 1998**

La procédure régulière de concertation quotidienne sera utilisée pour le calcul des cours de l'écu officiel, le 31 décembre 1998. Selon cette procédure, les banques centrales des États membres communiquent le taux de change représentatif de leur monnaie par rapport au dollar des États-Unis.

On distingue trois étapes.

### **Étape 1**

#### ***Fixation des taux de change des monnaies de l'Union européenne (UE) par rapport au dollar des États-Unis dans le cadre de la procédure de concertation***

À 11 h 30 (heure de l'Europe centrale – CET), les banques centrales de l'UE, y compris celles dont les monnaies n'entrent pas dans la composition du panier de l'écu, se communiquent mutuellement, dans le cadre d'une téléconférence, le cours de leur monnaie par rapport au dollar des États-Unis. Ces taux de change sont retenus comme valeurs discrètes, comprises à l'intérieur des fourchettes cours acheteurs-cours vendeurs du marché. Alors qu'en principe ces valeurs discrètes sont égales aux points médians entre cours acheteurs et cours vendeurs, les banques centrales de l'UE prendront en considération, comme le permet la procédure actuelle de concertation, la nécessité de déterminer des taux de change exprimés avec six chiffres significatifs, à l'instar des cours pré-annoncés. Les taux bilatéraux entre les monnaies appartenant à la zone euro, obtenus en croissant<sup>1</sup> les cours respectifs vis-à-vis du dollar des États-Unis enregistrés par les banques centrales de l'UE, seront identiques aux cours pivots bilatéraux du MCE pré-annoncés, jusqu'au sixième chiffre significatif. Les banques centrales de l'UE participant à la zone euro sont prêtes à garantir cette égalité en mettant en œuvre, en tant que de besoin, des techniques de marché appropriées.

### **Étape 2**

#### ***Calcul du cours de l'écu officiel par rapport au dollar des États-Unis***

Les cours enregistrés par les banques centrales de l'UE sont ensuite communiqués par la Banque nationale de Belgique à la Commission, qui les utilise pour calculer les cours de l'écu officiel. Le cours USD/ÉCU (exprimé par 1 ÉCU = x USD) est obtenu en additionnant les contre-valeurs en dollars des États-Unis des montants des monnaies nationales qui composent l'écu.

<sup>1</sup> À titre d'exemple, FRF/DEM = (FRF/USD) (DEM/USD)

### Étape 3

#### **Calcul des cours de l'écu officiel**

#### **par rapport aux monnaies des pays de l'UE participant à la zone euro**

Les cours de l'écu officiel vis-à-vis des monnaies de l'UE sont obtenus en multipliant le cours USD/ÉCU par les taux de change respectifs par rapport au dollar des États-Unis. Ce calcul est effectué pour l'ensemble des monnaies de l'UE et non uniquement pour celles entrant dans la composition du panier de 1'écu.

Ces cours sont arrondis au sixième chiffre significatif. Une méthode de calcul en tous points identique, intégrant notamment la convention concernant les arrondis, sera utilisée pour fixer les taux de conversion irrévocables de l'euro avec les monnaies de la zone euro.

À titre indicatif, le calcul des cours de l'écu officiel par rapport à l'ensemble des monnaies de l'UE effectué le 31 décembre 1997, est décrit ci-dessous.

	Étape 1		Étape 2	Étape 3
	Montant d'unité monétaire nationale dans le panier de l'écu	Cours du 31 décembre 1997 par rapport au dollar	Contre-valeur en dollars du montant de monnaie nationale	Cours de l'écu
	(A)	(B)	(C) = (A)/(B)	(D) = (USD/ÉCU)(B)
DEM	0,6242	1,7898	0,3487541	1,97632
BEF	3,301	36,92	0,0894095	40,7675
LUF	0,130	36,92	0,0035211	40,7675
NLG	0,2198	2,0172	0,1089629	2,22742
DKK	0,1976	6,8175	0,0289842	7,52797
GRD	1,440	282,59	0,0050957	312,039
ITL	151,8	1758,75	0,0863113	1942,03
ESP	6,885	151,59	0,0454186	167,388
PTE	1,393	183,06	0,0076095	202,137
FRF	1,332	5,9881	0,2224412	6,61214
GBP	0,08784	1,6561	0,1454718 (a)	0,666755
IEP	0,008552	1,4304	0,012328 (a)	0,771961
			USD/ÉCU 1,1042128 (b)	
FIM		5,4222		5,98726
ATS		12,59		13,9020
SEK		7,9082		8,73234

(a) Les cours de la livre sterling et de la livre irlandaise par rapport au dollar sont exprimés en nombre de dollars par unité de monnaie nationale et non pas en nombre d'unités de monnaie nationale par dollar. Pour chacune de ces deux monnaies, le chiffre de la colonne (C) est par conséquent obtenu par multiplication de celui de la colonne (A) par celui de la colonne (B) ; et celui de la colonne (D) par division de la contre-valeur en dollars de l'écu (c'est-à-dire USD/ÉCU) par le taux de la colonne (B).

(b) La différence à hauteur d'une unité (c'est-à-dire 1,1042128, au lieu de 1,1042127 constatée dans le dernier chiffre significatif s'explique par le fait que les contre-valeurs en dollars des montants de monnaie nationale indiquées dans ce tableau ont été arrondies à la septième décimale, alors que le nombre des chiffres utilisés pour le calcul n'est pas limité.

En conformité avec le cadre juridique de l'utilisation de l'euro, une fois qu'aura été arrêté le taux de conversion irréversible de l'euro applicable à chaque monnaie participante, seul ce taux sera utilisé pour les conversions dans les deux sens entre l'euro et l'unité monétaire nationale, ainsi que pour les conversions entre les unités monétaires nationales. Les chiffres ayant été arrondis, les taux bilatéraux implicites calculés à partir des taux de conversion en euros peuvent ne pas correspondre, lorsqu'ils sont exprimés jusqu'au dernier chiffre significatif (le sixième), aux cours pivots bilatéraux du MCE pré-annoncés, mentionnés dans le présent communiqué commun.



# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

Depuis le 11 mai 1998, le site Internet de la Banque de France ([www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)) est actualisé quotidiennement, notamment pour ses rubriques « changes » et « marchés de capitaux ».

## 1. Publications diffusées par la Banque de France en avril 1998

### *Enquête mensuelle de conjoncture – n° 167 – avril 1998*

DIRECTION DE LA CONJONCTURE  
(Tél. : 01 42 92 29 18 – Télécopie : 01 42 92 49 10)

### *Cahier des titres de créances négociables – mars 1998*

DIRECTION DES MARCHÉS DE CAPITAUX  
(Tél. : 01 42 92 41 71 – Télécopie : 01 42 92 41 92)

### *Les études de l'Observatoire des entreprises Le score BDFI – Du diagnostic individuel à l'analyse du portefeuille*

DIRECTION DES ENTREPRISES  
(Tél. : 01 42 92 36 20 – Télécopie : 01 42 92 49 39)  
Prix du numéro : FRF 250 TTC

### *Les études de l'Observatoire des entreprises Le commerce de gros d'équipements industriels*

DIRECTION DES ENTREPRISES  
(Tél. : 01 42 92 36 20 – Télécopie : 01 42 92 49 39)  
Prix du numéro : FRF 150 TTC

### *Les études de l'Observatoire des entreprises Les risques sectoriels – Les activités informatiques*

DIRECTION DES ENTREPRISES  
(Tél. : 01 42 92 36 20 – Télécopie : 01 42 92 49 39)  
Prix du numéro : FRF 600 TTC

### *Les études de l'Observatoire des entreprises Les risques sectoriels – L'industrie automobile*

DIRECTION DES ENTREPRISES  
(Tél. : 01 42 92 36 20 – Télécopie : 01 42 92 49 39)  
Prix du numéro : FRF 600 TTC

**Note d'information – n° 109 – décembre 1997**

**Le régime de prévention et de répression de l'émission de chèques sans provision**

DIRECTION DE LA COMMUNICATION

(Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40)

**Cahiers régionaux Haute-Normandie – avril 1998**

**La situation du logement en Haute-Normandie en 1997**

Banque de France Rouen –

Cellule économique régionale de Haute-Normandie – Direction régionale de l'Équipement

Service des Affaires régionales de Haute-Normandie

(Tél. : 02 35 52 78 78 – Télécopie : 03 35 52 78 99)

Prix du numéro : FRF 150 TTC

**Soirées d'information – Grenoble**

**Le financement des entreprises de haute technologie**

par Annie Sauvé, adjoint de direction à la direction des Entreprises

Banque de France Grenoble

(Tél. : 04 76 86 95 95 – Télécopie : 04 76 86 95 90)

## **2. Contributions à des publications extérieures**

**La Commission bancaire suit la préparation de la place à l'an 2000**

entretien avec Alain Dequier, ingénieur informaticien à la Commission bancaire

(*Technologies bancaires* – n° 152 – avril 1998)

**Le modèle rhénan est unique au monde**

entretien avec Michel Albert, membre du Conseil de la politique monétaire

(*Dernières nouvelles d'Alsace* – 15 avril 1998)

**Risques de marché : la construction des modèles internes**

par Jean-François Dauvisis, inspecteur, et Cong-Khanh Tran, contrôleur de risques de marchés, à la Commission bancaire

(*Revue Banque* – n° 592 – mai 1998)