

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 55

JUILLET 1998

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

La situation économique de la France

La conjoncture économique en juin

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a, dans l'ensemble, accentué sa progression, augmentant dans tous les secteurs, sauf dans l'industrie automobile où elle s'est stabilisée.

La demande globale a crû à un rythme plus soutenu qu'au cours des deux derniers mois. Sur le marché intérieur, les commandes ont ainsi sensiblement progressé dans tous les secteurs, en particulier dans les biens de consommation et dans les industries liées au bâtiment. Sur les marchés étrangers, où la demande a également été bien orientée, les exportations vers les pays de l'Union européenne ont été dynamiques, tandis que les effets du ralentissement de la croissance intervenu en Asie et de la dépréciation du yen continuent à se faire sentir.

Les carnets de commandes restent jugés bien garnis dans la plupart des secteurs, sauf dans l'industrie agro-alimentaire où ils sont considérés comme proches de la normale. Les stocks se situent toujours à un niveau très proche de la normale dans l'ensemble.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait poursuivre sa progression dans la totalité des secteurs.

Le taux d'utilisation des capacités de production, qui s'est légèrement tassé, se situe toujours à un haut niveau.

Les prix des matières premières sont restés stables en moyenne ; les prix des produits finis s'inscrivent en légère baisse, du fait principalement des diminutions enregistrées dans l'industrie automobile ainsi que dans plusieurs branches des biens intermédiaires.

Les investissements prévus pour 1998 se réalisent conformément aux prévisions ; dans certaines industries, toutefois, où l'outil de production est saturé, les programmes d'investissement ont dû être accélérés. La part des investissements informatiques demeure importante en prévision du passage à l'an 2000 et de la réalisation de l'euro.

Bien orientée en mai, l'activité commerciale s'est légèrement repliée en juin. Pour l'ensemble du bimestre, elle enregistre une hausse marquée aussi bien par rapport à mars-avril 1998 que sur un an.

Les effectifs permanents, globalement stables dans l'industrie et le commerce, progressent dans le bâtiment et les services marchands ; le recours au travail intérimaire se poursuit.

L'activité du BTP en données brutes s'est caractérisée par une fermeté accrue au cours du deuxième trimestre 1998.

La balance des paiements en avril

En données FAB-FAB cvs, l'excédent commercial s'est élevé à 15,4 milliards de francs, niveau correspondant à la moyenne du second semestre 1997, après avoir fléchi en février et mars. Sur les quatre premiers mois de l'année, il atteint 58,3 milliards de francs, soit 10,8 milliards de plus que sur la période correspondante de 1997.

L'excédent du compte de transactions courantes s'est établi à 17,1 milliards de francs en données brutes, contre 19,9 milliards en mars (respectivement 21,1 milliards et 13,3 milliards en données cvs). Cette légère diminution tient essentiellement aux revenus qui s'inscrivent en déficit (-2,1 milliards, contre 1,4 milliard en mars), alors que les autres rubriques des transactions courantes traduisent des résultats voisins (biens et services) ou meilleurs (transferts courants) que le mois précédent. Le cumul sur les quatre premiers mois confirme, toutefois, la progression par rapport à l'année précédente (81,7 milliards de francs, contre 71,5 milliards).

Le compte financier enregistre des sorties nettes de 1,7 milliard de francs essentiellement imputables aux investissements de portefeuille (sorties nettes de 17,9 milliards), conséquence d'une réduction plus marquée des achats nets de titres français par les non-résidents que des acquisitions de titres étrangers par les résidents. En revanche, les investissements directs se sont traduits par des entrées nettes de 16 milliards de francs, tandis que les autres investissements ont été quasiment équilibrés. Les avoirs de réserve ont augmenté de 19,9 milliards de francs, leur accroissement depuis le début de l'année atteignant 36,6 milliards.

Les agrégats monétaires

Les moyens de paiement ($M1$) ont progressé de 0,9 %, après + 0,4 % en avril, chiffre fortement corrigé après révision à la baisse des fonds collectés par les circuits du Trésor. Leur progression annuelle, de 9,9 %, après + 10,7 % à fin avril, illustre un dynamisme marqué, qui reflète le faible coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction et la vigueur de la croissance économique. Les placements sur livrets ($M2 - M1$) se sont accrus de 1,0 % sur le mois, comme en avril, et $M2$ a progressé de 10,0 % sur douze mois (+ 10,3 % à fin avril). Les placements liquides rémunérés à des taux proches de ceux du marché monétaire ($M3 - M2$) ont légèrement diminué (-0,2 %, au lieu de + 0,5 % en avril). Le glissement annuel de $M3$ s'est établi à + 4,9 %, après + 5,0 % en avril. La progression des placements d'épargne contractuelle ($P1$) a été de 10,2 %, marquant un palier dans la phase de ralentissement observée depuis plusieurs mois. Au total, le glissement annuel de $M3 + P1$ a atteint + 6,4 %, après + 6,5 % à fin avril.

La croissance annuelle de l'*endettement intérieur total* s'est établie à 3,8 % à fin avril (+ 4,5 % en mars). Celle des crédits à l'économie a légèrement accéléré (+ 2,1 %, au lieu de 1,8 % à fin mars), principalement en raison de la confirmation de la reprise des crédits aux sociétés (+ 2,7 %, au lieu de + 2,6 % à fin mars), en particulier ceux destinés au financement de leurs besoins de trésorerie. Dans le même temps, le glissement annuel des financements levés sur les marchés internes, en particulier par l'État, s'est ralenti (+ 7,5 %, après 8,2 % à fin mars).

Les marchés de change et de l'or

Le mois de juin a été caractérisé par la forte volatilité du yen. La devise nipponne a atteint, le 15 juin, son plus bas niveau depuis 8 ans face au dollar. Le 17 juin, les interventions concertées du Système de réserve fédérale américain et de la Banque du Japon ont permis au yen de se redresser provisoirement.

La crainte de nouveaux développements négatifs sur les marchés financiers émergents (Asie et Russie) a néanmoins continué de constituer un facteur de soutien au dollar qui est resté ferme face au deutschemark et au franc français.

La livre sterling, dopée par la hausse des taux directeurs de la Banque d'Angleterre, le 4 juin, et par l'anticipation d'un nouveau relèvement, s'est fortement appréciée face aux devises européennes et au dollar.

Le deutschemark a enregistré de faibles variations par rapport à l'ensemble des devises du mécanisme de change européen.

Le franc français s'est très légèrement apprécié face aux principales monnaies du mécanisme de change européen.

Les marchés de capitaux en juin

La courbe de rendement des taux d'intérêt français a continué de s'aplatir à la faveur d'une baisse des taux à moyen et long terme.

Sur le compartiment court, les variations très limitées des rendements ont été rythmées par les anticipations concernant le calendrier d'évolution des taux courts pour les pays participant à l'euro.

Sur le compartiment long, les taux sont restés bien orientés sous l'effet combiné des anticipations de maintien des taux d'intervention sur des niveaux bas et des difficultés en Asie du Sud-Est et en Russie, qui ont alimenté des flux d'investissement sur les marchés obligataires américains et européens.

La persistance de la crise et ses effets sur le yen avaient permis aux taux longs européens d'atteindre de nouveaux plus bas niveaux historiques à la mi-juin (4,80 % sur le taux à 10 ans français le 15 juin). Ils n'ont repris par la suite que quelques points de base après les interventions américaines et japonaises visant à arrêter la dépréciation du yen.

Sur les autres marchés des pays « du cœur » de la zone euro, les évolutions ont été comparables à celles du marché français. L'évolution des marchés italien et espagnol a été, pour sa part, influencée par un report en fin d'année des anticipations de convergence des taux courts, ce qui a limité la détente des rendements longs.

Au Royaume-Uni enfin, le resserrement monétaire inattendu de la Banque d'Angleterre avec des tensions sur l'ensemble des échéances s'est accompagné d'une hausse sensible des rendements sur le marché obligataire.

L'encours global des titres de créances négociables s'est élevé à 1 312,4 milliards de francs à la fin du mois de juin, contre 1 345 milliards à fin mai. Cette baisse coïncide avec les arrêtés comptables de fin de semestre, période où l'activité est traditionnellement atténuée, de nombreux émetteurs et investisseurs restant en retrait du marché des titres de créances négociables. Le recul est surtout perceptible pour l'encours des certificats de dépôt, en baisse de 30,5 milliards de francs ; le volume des bons à moyen terme négociables se rétracte de 4,7 milliards de francs et l'encours des billets de trésorerie se consolide, à 246 milliards. Seul l'encours des bons des institutions et des sociétés financières progresse de 2,5 milliards de francs.

L'observation des taux de rendement à l'émission relevés pour les titres d'une durée inférieure ou égale à un an confirme la tendance à la stabilité qui caractérisait déjà les taux du mois précédent. Il en est de même pour les rémunérations des bons à moyen terme négociables qui, pour les maturités les plus traitées, ne se sont écartés qu'exceptionnellement des niveaux atteints à la fin du mois de mai.

Dans un contexte caractérisé par une nouvelle baisse des taux d'intérêt à long terme, le montant des émissions obligataires réglées en juin a fortement progressé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte essentiellement d'une importante augmentation de la demande de capitaux des non-résidents, avec notamment l'arrivée de nombreux nouveaux émetteurs.

La Bourse de Paris a poursuivi sa forte progression au cours du mois de juin (+ 4,02 %), l'indice CAC 40 clôturant au-delà de 4 200 points en fin de mois.

Cette progression a été identique à celle du mois précédent. La Bourse de Francfort enregistre toujours les meilleures performances, avec une progression de + 5,90 %.

En revanche, la Bourse de Londres s'inscrit encore en repli (- 0,65 %) dans un contexte de poursuite de resserrement monétaire.

La Bourse new-yorkaise, en repli le mois dernier, a progressé faiblement en juin (+ 0,59 %), les résultats anticipés des entreprises subissant l'influence de la chute du yen en début de période.

2. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

2.1. La conjoncture économique en juin 1998

Les indicateurs

En juin, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), la hausse des prix de détail a été comprise entre 0 % et 0,1 %, après une hausse de 0,1 % en mai. Sur un an, l'indice des prix à la consommation s'est accru de 1,0 %, comme le mois précédent.

D'après les résultats détaillés publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut total a augmenté de 0,6 % en volume (aux prix de l'année 1980) au premier trimestre 1998, après une progression de 0,8 % au trimestre précédent. Le glissement annuel du produit intérieur brut a atteint 3,4 % à la fin du premier trimestre, contre + 3,1 % à la fin de 1997. L'acquis de croissance du PIB à l'issue du premier trimestre est de 1,9 % pour l'année 1998.

Au cours des trois derniers mois (de mars à mai 1998), le nombre de logements commencés s'est inscrit en hausse de 4,0 % par rapport à la période correspondante de l'an dernier. Cette augmentation a principalement concerné la construction collective (+ 7,4 %) et, dans une moindre mesure, les mises en chantier de maisons individuelles (+ 1,9 %).

En mai, la consommation des ménages en produits manufacturés s'est accrue de 0,4 %, après une hausse de 1,3 % en avril ; elle progresse de 6,3 % sur un an. En juin, les immatriculations de voitures neuves ont baissé de 21,3 % par rapport au mois précédent (données cvs-cjo) ; sur douze mois, en données brutes, le marché automobile connaît une progression sensible (+ 9,1 %).

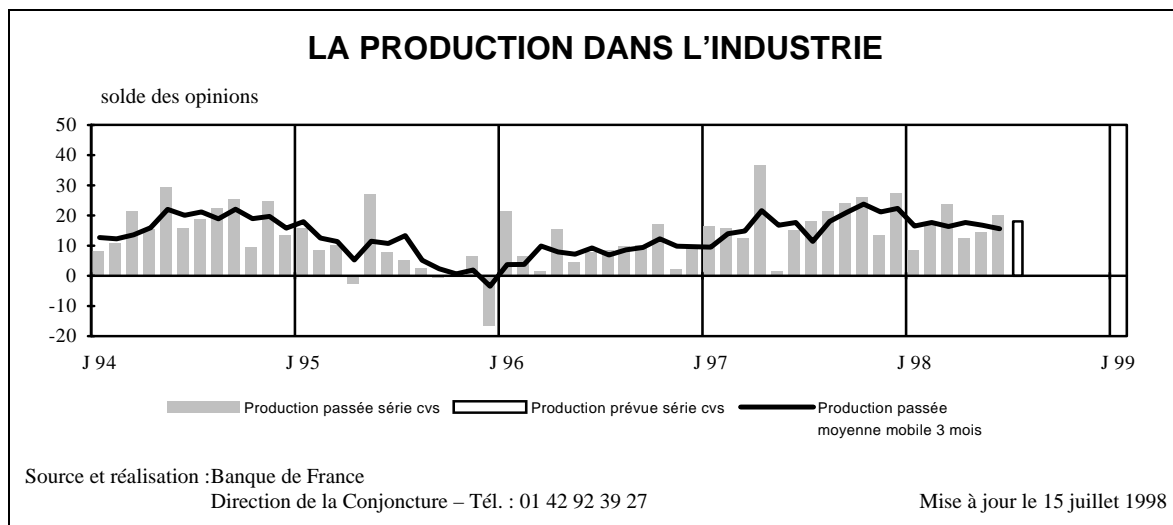
L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 0,7 % au cours du premier trimestre 1998 et s'établit à 13 582 800 emplois. Sur douze mois, les créations nettes d'emplois atteignent 236 400 postes.

En mai, le nombre des demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1) a diminué de 0,5 % par rapport à avril (- 4,4 % sur un an), pour atteindre 2 979 600 unités. Le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1 + 6) a, quant à lui, diminué de 0,4 % sur le mois, s'établissant à 3 482 600.

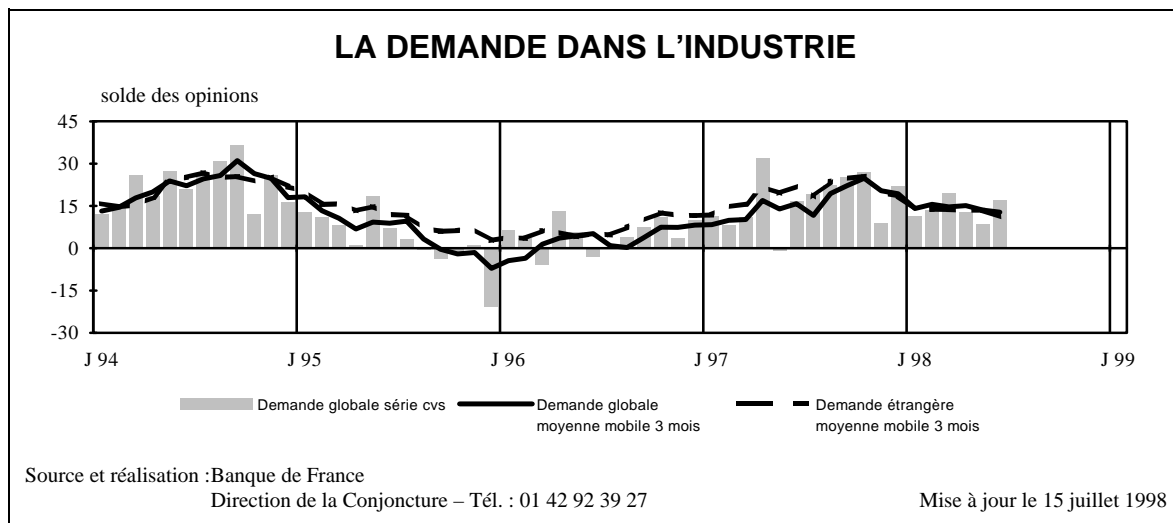
Le taux de chômage (au sens du BIT) est stable, à 11,9 % de la population active.

En juin, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la *production industrielle* a, dans l'ensemble, accentué sa progression, augmentant dans tous les secteurs, sauf dans l'industrie automobile où elle s'est stabilisée.

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

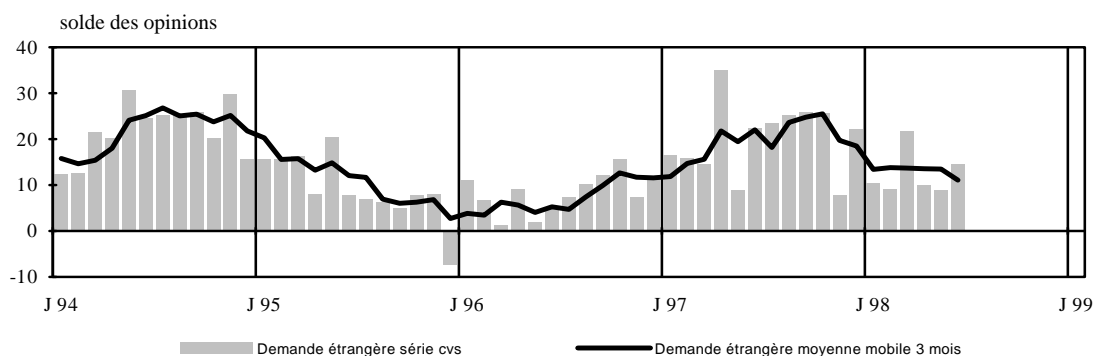


En juin, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la *production industrielle a*, dans l'ensemble, accentué sa progression, augmentant dans tous les secteurs, sauf dans l'industrie automobile où elle s'est stabilisée.



La *demande globale* a crû à un rythme plus soutenu qu'au cours des deux derniers mois. Sur le marché intérieur, les commandes ont ainsi sensiblement progressé dans tous les secteurs, en particulier dans les biens de consommation et dans les industries liées au bâtiment. Sur les marchés étrangers, où la demande a également été bien orientée, les exportations vers les pays de l'Union européenne ont été dynamiques, tandis que les effets du ralentissement de la croissance intervenu en Asie et de la dépréciation du yen continuent à se faire sentir.

LA DEMANDE ÉTRANGÈRE DANS L'INDUSTRIE

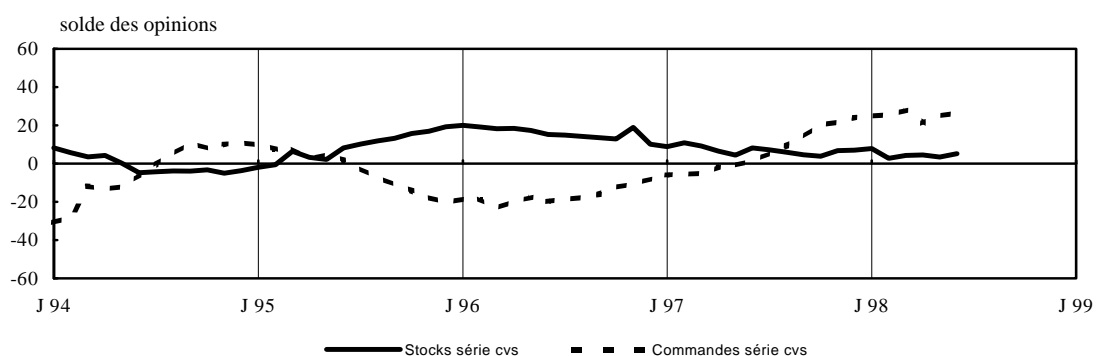


Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 15 juillet 1998

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



Source et réalisation : Banque de France

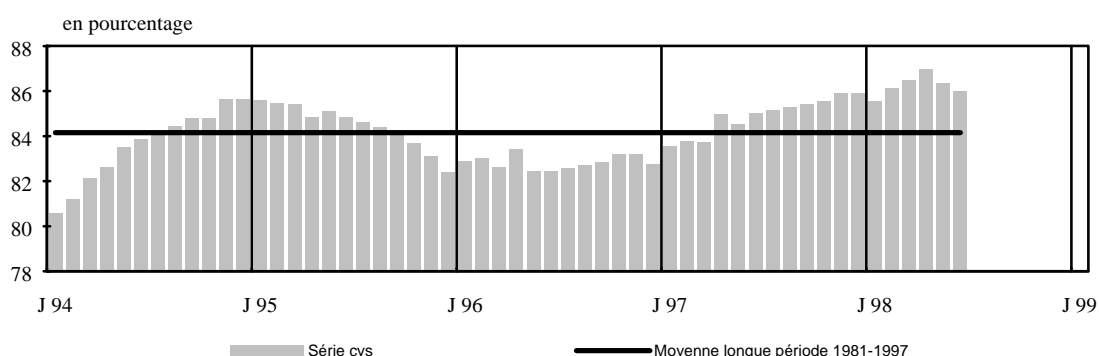
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 15 juillet 1998

Les *carnets de commandes* restent jugés bien garnis dans la plupart des secteurs, sauf dans l'industrie agro-alimentaire où ils sont considérés comme proches de la normale. Les *stocks* se situent toujours à un niveau très proche de la normale dans l'ensemble.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait poursuivre sa progression dans la totalité des secteurs.

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



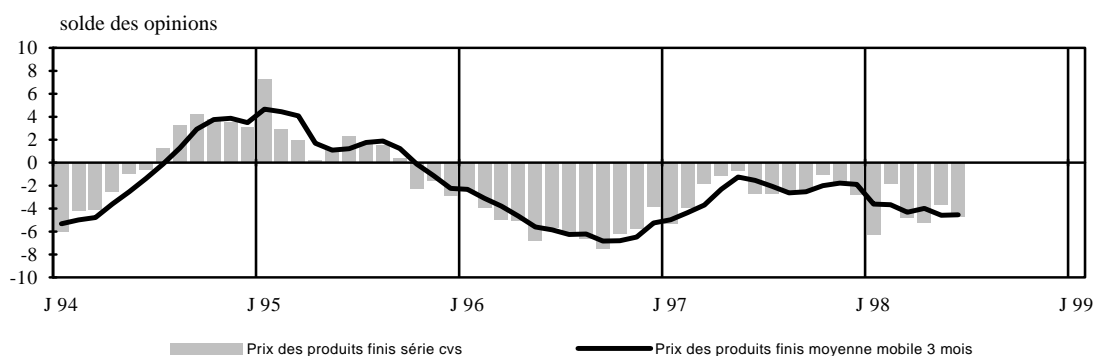
Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 16 juillet 1998

Le *taux d'utilisation* des capacités de production, qui s'est légèrement tassé, se situe toujours à un haut niveau.

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 16 juillet 1998

Les *prix des matières premières* sont restés stables en moyenne ; les *prix des produits finis* s'inscrivent en légère baisse, du fait principalement des diminutions enregistrées dans l'industrie automobile ainsi que dans plusieurs branches des biens intermédiaires.

Les *investissements* prévus pour l'année 1998 se réalisent conformément aux prévisions ; dans certaines industries, toutefois, où l'outil de production est saturé, les programmes d'investissement ont dû être accélérés. La part des investissements informatiques demeure importante en prévision du passage à l'an 2000 et de la réalisation de l'euro.

Bien orientée en mai, l'*activité commerciale* s'est légèrement repliée en juin. Pour l'ensemble du bimestre, elle enregistre une hausse marquée aussi bien par rapport à mars-avril 1998 que sur un an.

Les *effectifs* permanents, globalement stables dans l'industrie et le commerce, progressent dans le bâtiment et les services marchands ; le recours au travail intérimaire se poursuit.

L'activité du *BTP* en données brutes s'est caractérisée par une fermeté accrue au cours du deuxième trimestre 1998.

2.2. La balance des paiements en avril 1998

L'excédent en données brutes du compte de transactions courantes s'est établi en avril 1998 à 17,1 milliards de francs, à un niveau légèrement inférieur aux résultats du mois précédent (19,9 milliards). La légère diminution constatée en avril tient essentiellement aux revenus qui s'inscrivent en déficit (-2,1 milliards de francs, contre 1,4 milliard en mars), alors que les autres rubriques des transactions courantes traduisent des résultats voisins (biens et services) ou meilleurs (transferts courants) que le mois précédent.

Sur les quatre premiers mois, on constate néanmoins une progression de l'excédent du compte de transactions courantes par rapport à la période correspondante de l'an dernier (81,7 milliards de francs, contre 71,5 milliards), en raison essentiellement de la poursuite de la bonne orientation du commerce extérieur de marchandises, notamment en mars et en avril.

En contrepartie, le compte financier met en évidence des placements nets à l'étranger, qui se concentrent d'une part, dans les investissements de portefeuille (sorties de 17,9 milliards de francs, après des entrées de 9,6 milliards en mars), à la suite d'une réduction des achats nets plus marquée de titres français par les non-résidents, que de titres étrangers par les résidents, et d'autre part, dans le nouvel accroissement des avoirs de réserve (19,9 milliards sur un mois). Par contre, des entrées de capitaux sont intervenues au titre des investissements directs (16 milliards de francs), la progression des investissements étrangers en France, marquée par la privatisation d'une société d'assurance, ayant dépassé celle des investissements français à l'étranger (respectivement 38,8 milliards et 22,7 milliards). On constate aussi un doublement des flux d'investissements directs sur quatre mois par rapport à l'année précédente.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE								
<i>(données brutes – en millions de francs)</i>								
	Année 1997	Année 1996	Janvier 1998	Février 1998	Mars 1998	Avril 1998	4 mois 1997	4 mois 1998
	(a)	(a)	(b)	(b)	(b)	(b)	(a)	(b)
COMPTE								
DE TRANSACTIONS COURANTES....	230 117	104 984	31 628	13 128	19 901	17 066	71 488	81 723
<i>Biens</i>	164 298	76 515	12 053	12 145	16 874	16 470	42 432	57 542
<i>Services.....</i>	102 623	77 281	6 440	2 668	7 567	6 979	24 221	23 654
<i>Autres biens et services</i>	0	5 965	0	0	0	0	0	0
<i>Total « Biens et services »</i>	266 921	159 761	18 493	14 813	24 441	23 449	66 653	81 196
<i>Revenus.....</i>	19 161	- 10 019	5 073	4 647	1 416	- 2 123	5 637	9 013
<i>Transferts courants</i>	- 55 965	- 44 758	8 062	- 6 332	- 5 956	- 4 260	- 802	- 8 486
COMPTE DE CAPITAL	8 564	6 295	2 142	411	- 183	537	3 951	2 907
COMPTE FINANCIER	- 264 400	- 115 872	- 24 122	- 4 808	- 13 423	- 21 685	- 121 361	- 64 038
<i>Investissements directs</i>	- 72 436	- 43 275	- 14 111	- 4 376	- 829	16 017	- 3 743	- 3 299
– Français à l'étranger	- 207 688	- 155 615	- 16 074	- 10 626	- 17 960	- 22 747	- 33 699	- 67 407
– Étrangers en France	135 252	112 340	1 963	6 250	17 131	38 764	29 956	64 108
<i>Investissements de portefeuille</i>	- 149 078	- 308 995	- 45 618	- 82 594	9 554	- 17 874	- 51 351	- 136 532
– Avoirs	- 415 255	- 271 414	- 76 286	- 104 880	- 52 026	- 41 915	- 96 382	- 275 107
– Engagements	266 177	- 37 581	30 668	22 286	61 580	24 041	45 031	138 575
<i>Autres investissements.....</i>	- 8 607	237 627	41 641	86 829	- 16 244	117	- 46 964	112 343
– Avoirs	- 304 794	136 858	- 70 288	2 103	- 37 544	61 882	- 24 250	- 43 847
– Engagements	296 187	100 769	111 929	84 726	21 300	- 61 765	- 22 714	156 190
<i>Avoirs de réserve.....</i>	- 34 279	- 1 229	- 6 034	- 4 667	- 5 904	- 19 945	- 19 303	- 36 550
ERREURS ET OMISSIONS NETTES ..	25 719	4 593	- 9 648	- 8 731	- 6 295	4 082	45 922	- 20 592
(a) Chiffres définitifs								
(b) 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 7 juillet 1998								

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

Compte de transactions courantes et compte de capital

(données brutes – en millions de francs)

	Année 1997 (a)	Année 1996 (a)	Mars 1998 (b)	Avril 1998 (b)	4 mois 1997 (a)	4 mois 1998 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES ..	230 117	104 984	19 901	17 066	71 488	81 723
Biens	164 298	76 515	16 874	16 470	42 432	57 542
<i>Marchandises générales</i>	<i>154 741</i>	<i>65 853</i>	<i>16 450</i>	<i>15 594</i>	<i>39 935</i>	<i>54 525</i>
Services.....	102 623	77 281	7 567	6 979	24 221	23 654
<i>Transports.....</i>	<i>- 2 158</i>	<i>- 2 306</i>	<i>- 71</i>	<i>- 64</i>	<i>- 1 251</i>	<i>- 770</i>
– Transports maritimes	- 7 852	- 6 082	- 504	- 663	- 2 597	- 2 117
– Transports aériens.....	- 285	- 1 811	463	480	- 398	837
– Autres.....	5 979	5 587	- 30	119	1 744	510
<i>Voyages.....</i>	<i>66 732</i>	<i>54 287</i>	<i>4 700</i>	<i>5 950</i>	<i>16 458</i>	<i>18 019</i>
<i>Autres services aux entreprises</i>	<i>32 742</i>	<i>21 216</i>	<i>3 527</i>	<i>1 887</i>	<i>8 107</i>	<i>6 602</i>
<i>Services personnels, culturels et récréatifs</i>	<i>- 2 379</i>	<i>- 2 139</i>	<i>- 279</i>	<i>- 244</i>	<i>- 706</i>	<i>- 1 079</i>
Autres biens et services	0	5 965	0	0	0	0
Total « Biens et services »	266 921	159 761	24 441	23 449	66 653	81 196
Revenus	19 161	- 10 019	1 416	- 2 123	5 637	9 013
Transferts courants	- 55 965	- 44 758	- 5 956	- 4 260	- 802	- 8 486
<i>dont : Secteur des administrations publiques.....</i>	<i>- 46 836</i>	<i>- 40 301</i>	<i>- 4 976</i>	<i>- 3 169</i>	<i>1 126</i>	<i>- 7 022</i>
COMPTE DE CAPITAL	8 564	6 295	- 183	537	3 951	2 907
<i>dont : Acquisitions d'actifs non financiers.....</i>	<i>- 128</i>	<i>- 94</i>	<i>- 179</i>	<i>- 21</i>	<i>- 46</i>	<i>- 178</i>

(données cvs-cjo – en millions de francs)

	Année 1997 (a)	Année 1996 (a)	Mars 1998 (b)	Avril 1998 (b)	4 mois 1997 (a)	4 mois 1998 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES ..	228 525	105 033	13 278	21 073	65 823	75 476
Biens	163 795	78 048	13 082	13 643	40 475	55 178
<i>Marchandises générales</i>	<i>154 023</i>	<i>67 513</i>	<i>12 573</i>	<i>13 709</i>	<i>39 086</i>	<i>53 286</i>
Services.....	101 261	77 004	5 976	6 027	28 445	27 895
<i>Transports.....</i>	<i>- 2 174</i>	<i>- 2 388</i>	<i>- 241</i>	<i>- 3</i>	<i>- 961</i>	<i>- 463</i>
– Transports maritimes	- 7 802	- 6 027	- 499	- 635	- 2 433	- 1 964
– Transports aériens.....	- 417	- 1 838	527	617	163	1 515
– Autres.....	6 095	5 599	- 291	114	1 673	437
<i>Voyages.....</i>	<i>66 189</i>	<i>54 187</i>	<i>5 497</i>	<i>6 013</i>	<i>20 063</i>	<i>21 909</i>
<i>Autres services aux entreprises</i>	<i>32 511</i>	<i>21 021</i>	<i>2 637</i>	<i>600</i>	<i>7 457</i>	<i>6 272</i>
Revenus	21 326	- 9 250	8 132	3 561	16 930	22 961
<i>Rémunération des salariés</i>	<i>10 853</i>	<i>10 652</i>	<i>1 001</i>	<i>994</i>	<i>3 317</i>	<i>3 831</i>
<i>Revenus des investissements.....</i>	<i>10 623</i>	<i>- 19 913</i>	<i>7 464</i>	<i>2 349</i>	<i>13 692</i>	<i>19 243</i>
– Revenus des investissements directs	22 715	32 263	3 740	1 713	16 217	18 745
– Revenus des investissements de portefeuille	- 48 067	- 65 117	- 1 372	- 290	- 9 846	- 2 335
– Autres revenus des investissements	23 193	20 559	4 219	891	8 141	11 324
Transferts courants.....	- 55 326	- 45 532	- 6 356	- 4 545	- 6 615	- 12 935
<i>dont : Secteur des administrations publiques.....</i>	<i>- 45 005</i>	<i>- 40 677</i>	<i>- 5 478</i>	<i>- 3 818</i>	<i>- 3 291</i>	<i>- 10 823</i>

(a) Chiffres définitifs

(b) 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 7 juillet 1998

2.2.1. Les transactions courantes

En avril, l'excédent des transactions courantes atteint en données cvs 21,1 milliards de francs, contre 13,3 milliards en mars, les recettes progressant de 2,7 %, tandis que les dépenses reculent de 0,8 %. Le cumul sur les quatre premiers mois de 1998 confirme l'augmentation par rapport à l'année précédente (75,5 milliards de francs, contre 65,8 milliards).

2.2.1.1. Évolutions du commerce extérieur de marchandises (source Douanes)

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

Après un recul en février et mars, l'excédent du commerce extérieur s'est redressé en avril, à 15,4 milliards de francs en données cvs, correspondant à la moyenne du second semestre 1997. Les exportations, à 148,7 milliards de francs, s'inscrivent en hausse modérée de 0,9 %, tirées par les biens d'équipement professionnels (malgré de moindres ventes d'Airbus et l'absence de lancement de satellite) et les biens de consommation. Le dynamisme de certains marchés étrangers (en particulier nord-américain et africain) compense notamment les moindres débouchés des pays asiatiques (- 8 % sur un mois), avec lesquels le solde, excédentaire en 1997, demeure déficitaire depuis le début de l'année.

Les importations, en recul de 1,1 % sur un mois, se maintiennent depuis cinq mois à un palier de 133 milliards de francs. À l'origine de cette quasi-stabilité en valeur se trouve la baisse des prix d'un certain nombre de produits importés dont bénéficient les entreprises françaises, les importations en volume étant plutôt orientées à la hausse (+ 3,0 % au premier trimestre pour les produits manufacturés selon l'INSEE, contre 1,4 % seulement en valeur).

Sur les quatre premiers mois de l'année, l'excédent atteint 58,3 milliards de francs, soit 10,8 milliards de plus que sur la période correspondante de 1997

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

– Après le recul enregistré en mars, l'excédent avec l'Union européenne retrouve un niveau proche de la moyenne de l'année 1997. Les exportations, stabilisées autour de 90 milliards de francs, se sont néanmoins accrues vers l'Italie et l'Allemagne (biens d'équipement professionnels et de consommation courante). Elles se sont, en revanche, légèrement tassées à destination des pays de la zone euro. Les importations, qui fléchissent après le pic du mois de mars (de façon moins marquée avec les pays de l'Union monétaire), se maintiennent cependant à un niveau relativement élevé.

– Soutenues par des exportations dynamiques notamment en aéronautique et en biens d'équipement industriel, les ventes aux États-Unis ont atteint ce mois-ci un niveau record, alors même que les importations se réduisaient. Le déficit bilatéral d'avril est le plus faible de ces trente-six derniers mois. Si le fléchissement des achats à la Suisse permet une amélioration modérée de l'excédent, le recul marqué des ventes au Japon, après leur niveau assez exceptionnel en mars, creuse sensiblement le déficit.

– Les échanges avec les pays d'Asie à économie en développement rapide sont marqués par un nouveau creusement du déficit consécutif à un recul des exportations, affectées par la crise financière et par de moindres ventes en aéronautique (- 34 %), et une reprise des importations. Les exportations se sont, en revanche, fortement développées à destination du Moyen-Orient, de l'Afrique et des pays de l'Est. L'excédent bilatéral avec ces derniers, bénéficiant également d'un tassement des importations, enregistre un niveau encore jamais atteint.

Évolution par produit (évolutions mensuelles en données CAF-FAB cvs)

La hausse des exportations civiles, accompagnée d'un tassement des importations, ramène l'excédent civil et militaire au niveau moyen du premier trimestre, malgré un recul des ventes d'Airbus et l'absence de lancement de satellites.

– Malgré de moindres ventes d'Airbus, liées à la taille des appareils vendus, les exportations de biens d'équipement professionnels se sont accrues (+ 2,3 %), les fortes progressions précédemment enregistrées dans l'aéronautique et le matériel électronique étant relayées par celles du secteur de l'équipement industriel. Les importations, en très légère baisse, demeurent cependant depuis six mois au-dessus de 38 milliards de francs.

– Bénéficiant en partie de coûts de matières premières et de prix orientés à la baisse, les importations de biens intermédiaires fléchissent de 2,1 %. Elles se maintiennent cependant depuis plus de six mois aux alentours de 34 milliards de francs, soit un niveau supérieur à celui du second semestre 1997. Les achats automobiles, bien qu'en léger repli sur un mois, confirment, quant à eux, la meilleure orientation du marché français en avril. Les exportations, en revanche, tendent à se stabiliser à leur plus haut niveau, profitant des incitations fiscales accordées sur certains marchés européens. Les importations d'électroménager et d'électronique grand public continuent de s'accroître, favorisées par les grands événements sportifs du début de l'été, ainsi que les ventes totales de biens de consommation qui progressent sensiblement, permettant au secteur des biens de consommation courante d'enregistrer un excédent.

– Grâce à des exportations de vins et d'alcools très dynamiques (notamment à destination du Japon), ainsi qu'à des ventes exceptionnelles de préparations pour sodas vers les usines européennes, l'excédent agro-alimentaire, avec 6,5 milliards de francs, dépasse en avril le niveau record atteint en octobre 1997.

– Le déficit des échanges énergétiques s'est, quant à lui, creusé sous l'effet d'une augmentation des quantités importées.

2.2.1.2. Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes

Les biens (évolutions mensuelles en données cvs)

Toujours porté par un excédent du commerce extérieur élevé, mais sans atteindre les niveaux exceptionnels du second semestre de l'année 1997, le solde des biens a légèrement progressé en avril, pour s'établir à 13,6 milliards de francs. L'excédent cumulé depuis le début de l'année ressort à 55,2 milliards de francs, soit environ 15 milliards de plus que sur les quatre premiers mois de 1997.

Les services (évolutions mensuelles en données cvs)

– En avril, les recettes et dépenses globales liées aux échanges extérieurs de services sont restées globalement stables, l'excédent demeurant à 6 milliards de francs. En cumul, celui-ci ressort à fin avril à 27,9 milliards de francs, contre 28,4 milliards un an plus tôt, les recettes progressant à un rythme moins rapide (+ 3,6 %) que les dépenses (+ 5,0 %).

– Malgré une croissance légèrement plus forte des dépenses que des recettes sur les quatre premiers mois par rapport à l'année précédente (respectivement + 11,4 % et + 10,6 %), l'excédent cumulé du poste des voyages continue de s'accroître plus rapidement qu'en 1997. En avril, si les recettes se maintiennent à un niveau élevé, les dépenses hors frontières effectuées par les résidents ont été moins importantes qu'en mars (– 4,5 %). L'excédent est ainsi passé de 5,5 milliards de francs à 6 milliards. Les bonnes performances touristiques de la France depuis le début de l'année devraient se poursuivre avec les événements sportifs de l'été.

– Le solde des transports, moins déficitaire depuis le début de l'année qu'en 1997, a atteint l'équilibre en avril, grâce à un recul global des dépenses. Celui-ci est principalement le fait des transports spatiaux, routiers, ferroviaires et par conduites. Le transport aérien, quant à lui, poursuit son rétablissement, bénéficiant de recettes en progression ininterrompue depuis trois mois.

– L'excédent des services de construction, même s'il progresse sur avril, enregistre une stabilisation de son excédent cumulé (+ 3,7 milliards de francs) par rapport à l'an dernier. Les principaux chantiers en cours concernent toujours l'Inde, la Chine et également l'Arabie saoudite.

– Le solde des autres services aux entreprises, porté le mois dernier, notamment par un excédent des services divers aux entreprises (coopération technique, frais de gestion, de publicité et rémunérations diverses autres que celles des salariés) en très forte hausse, enregistre un recul assez sensible en avril, résultant d'une évolution contraire des recettes (– 18,3 %) et des dépenses (+ 4,3 %). En cumul depuis janvier, l'excédent global affiche un certain repli par rapport à 1997.

Les revenus (évolutions mensuelles en données cvs)

Après deux mois de forts excédents, le solde des revenus recule en avril à 3,6 milliards de francs, contre 8,1 milliards un mois plus tôt. Cependant, l'amélioration tendancielle de ce poste, se poursuit depuis le début de l'année et le cumul sur les quatre premiers mois (à 23 milliards de francs) fait apparaître un surplus de 6 milliards par rapport à 1997. Ces résultats sont essentiellement le fait des revenus des investissements, bien que les rémunérations nettes des salariés soient également en légère progression d'une année à l'autre.

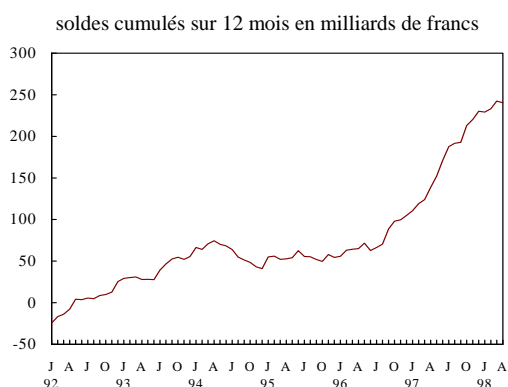
– Le solde excédentaire des *revenus des investissements directs* fléchit de nouveau en avril (1,7 milliard de francs, contre 3,7 milliards), sous l'effet de moindres rapatriements de dividendes tant de la part des banques sur leurs propres investissements que des sociétés. De même, mais de façon moins marquée, les dividendes versées par les sociétés françaises à leur maison mère étrangère reculent par rapport à mars. Depuis le début de l'année cependant, en liaison avec l'accroissement des investissements directs français à l'étranger, les revenus rapatriés maintiennent une évolution à la hausse par rapport à ceux versés jusqu'à fin avril 1997 (18,7 milliards de francs, contre 16,2 milliards).

– En avril, le *revenu net des investissements de portefeuille*, s'est rapproché de l'équilibre, à – 0,3 milliard de francs, contre – 1,4 milliard un mois plus tôt, grâce à plusieurs facteurs. D'importance assez semblable à celle de l'an dernier, l'échéance des versements de coupons d'OAT détenues par les non-résidents s'est traduite par de moindres sorties nettes, en raison du jeu des pensions livrées. Par ailleurs, en liaison avec l'augmentation du portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents, les coupons et dividendes reçus est en vive progression en avril mais aussi depuis le début de l'année. Cependant, les versements de dividendes et coupons opérés par les résidents ont également sensiblement progressé par rapport à l'an dernier.

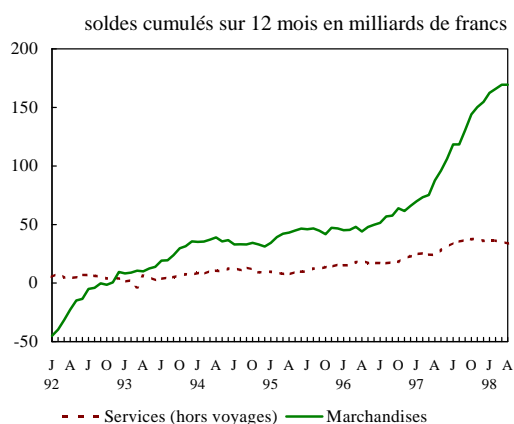
– Enfin, les « *revenus nets des autres investissements* » se sont réduits en avril, passant d'un mois à l'autre de 4,2 milliards de francs à 0,9 milliard, les intérêts des placements à l'étranger ayant été moins importants ce mois-ci, alors que les versements aux créanciers étrangers se sont accrus de 1 milliard. Néanmoins, sur les quatre premiers mois de l'année, l'excédent global atteint 11,3 milliards de francs, contre 8,1 milliards à fin avril 1997.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

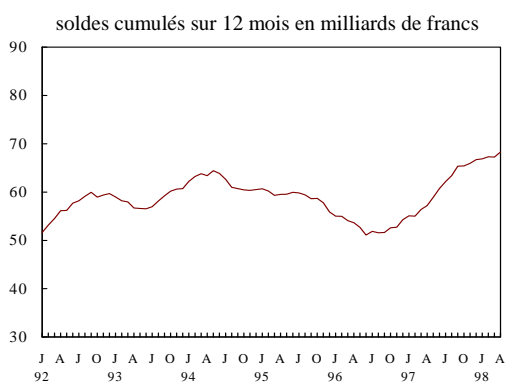
Transactions courantes



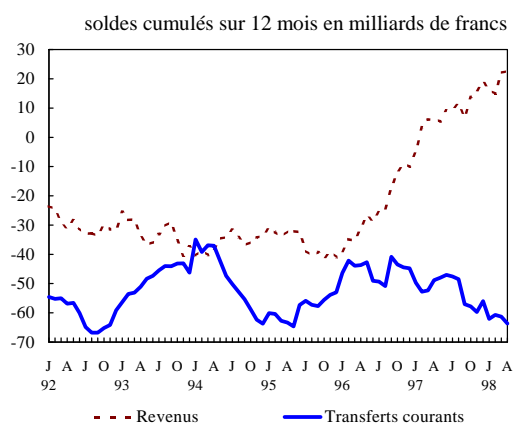
Marchandises et services (hors voyages)



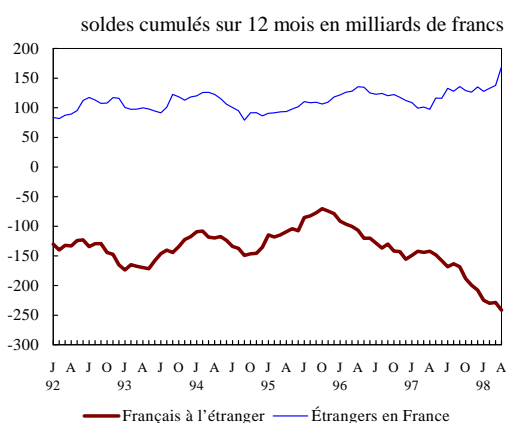
Voyages



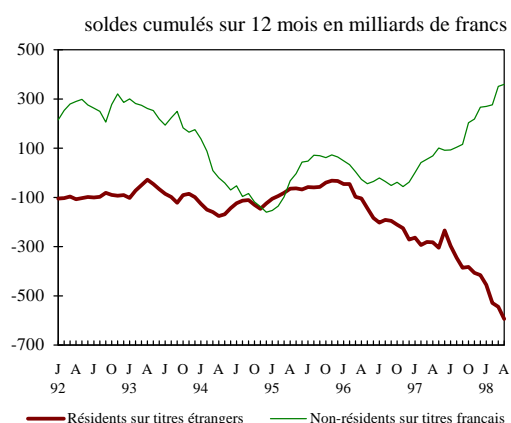
Autres lignes des transactions courantes



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 7 juillet 1998

Les transferts courants(en données brutes)

Le déficit des transferts courants s'est réduit (- 4,3 milliards de francs, contre - 6 milliards en mars). Cet allègement a pour origine un relèvement très sensible des versements de l'Union européenne au titre du Feoga-garantie, compensant très largement l'augmentation de la contribution de la France au Fonds européen de développement et celle des salaires, retraites et prestations sociales versées à l'étranger. Concernant strictement les transferts courants entre la France et l'Union européenne, le solde d'avril enregistre ainsi une nette amélioration du déficit, qui passe de - 3,4 milliards de francs à - 0,3 milliard. En cumul à fin avril, bénéficiant des sommes élevées versées en début d'année par les institutions européennes, l'excédent de ce poste ressort encore à + 0,6 milliard de francs à ce titre, tandis que l'ensemble des transferts courants enregistre un déficit de 8,5 milliards.

2.2.2. Le compte de capital

(en données brutes)

Le solde excédentaire des transferts en capital se raffermi d'un mois à l'autre (+ 0,5 milliard de francs, contre - 0,2 milliard en mars), grâce à de plus importants versements de l'Union européenne au titre du Feoga-orientation et du Feder.

2.2.3. Le compte financier

Le compte financier — hors avoirs de réserve — enregistre en avril des sorties nettes de 1,7 milliard de francs, tandis que les avoirs de réserve augmentent de 19,9 milliards.

Investissements directs

Les investissements directs (y compris les bénéfices réinvestis) se traduisent par des entrées nettes de 16 milliards de francs.

Les *flux nets d'investissements directs français à l'étranger* s'élèvent à 22,7 milliards de francs, dont 7,6 milliards pour opérations en capital social et 14,3 milliards au titre des « autres opérations ».

Les *flux nets d'investissements directs étrangers en France* atteignent 38,8 milliards de francs. L'importance inhabituelle de ces flux, qui représentent plus du double de ceux de mars (17,1 milliards de francs), tient essentiellement aux opérations en capital social.

Investissements de portefeuille

Les investissements de portefeuille (primes sur instruments conditionnels inclus) sont à l'origine de sorties nettes de 17,9 milliards de francs.

Les *achats nets de titres étrangers par les résidents* s'élèvent à 41,9 milliards de francs. Ils portent, principalement, sur les obligations — à hauteur de 42,1 milliards de francs — avec une prédominance de titres européens et, dans une moindre mesure, sur les actions et les bons du Trésor (7,3 milliards et 11,3 milliards). En revanche, des dégagements, pour 16,1 milliards de francs, ont été enregistrés sur les instruments du marché monétaire (hors bons du Trésor).

Les *opérations des non-résidents sur les titres français* présentent un solde positif de 24 milliards de francs. Comme lors des mois précédents, les achats nets des non-résidents se sont portés sur les valeurs du Trésor (16,3 milliards de francs) et sur les actions et titres d'OPCVM (7,8 milliards de francs). Il convient de préciser que l'opération d'échange d'OAT et de BTAN en écus, à laquelle le Trésor a procédé en avril, s'est traduite simultanément par des sorties sur les OAT et des entrées sur les BTAN, pour un montant d'environ 20 milliards de francs. Des dégagements sont intervenus, de même qu'en février et en mars, sur les instruments du marché monétaire (hors bons du Trésor), à hauteur de 14,3 milliards de francs.

Autres investissements

En avril 1998, le solde des opérations recensées dans les « autres investissements » a été quasiment équilibré, avec des entrées limitées à 0,1 milliard de francs, sous l'effet conjugué d'une baisse des avoirs de 61,9 milliards et d'une contraction des engagements, de 61,8 milliards, pour l'essentiel du secteur bancaire. Le solde des opérations du secteur bancaire traduit des entrées nettes de 1,3 milliard de francs, après les sorties de 7 milliards enregistrées le mois précédent.

À l'inverse, les flux financiers des autres secteurs ont donné lieu à des sorties de 1,2 milliard de francs.

Avoirs de réserve

En avril 1998, les avoirs de réserve bruts ont enregistré une augmentation de 19,9 milliards de francs. Au total, sur les quatre premiers mois de l'année, les avoirs de réserve bruts se sont accrus de 36,6 milliards de francs.

3. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Les moyens de paiement (*M1*) ont progressé de 0,9 % en mai 1998 (après + 0,4 % en avril, chiffre fortement corrigé après révision à la baisse des fonds collectés par les circuits du Trésor). Leur progression annuelle, de + 9,9 %, après + 10,7 % à fin avril, illustre un dynamisme marqué, qui reflète le faible coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction et la vigueur de la croissance économique. Les placements sur livrets (*M2 – M1*) se sont accrus de 1,0 % sur le mois, comme en avril, et *M2* a progressé de 10,0 % sur douze mois (+ 10,3 % à fin avril). Les placements liquides rémunérés à des taux proches de ceux du marché monétaire (*M3 – M2*) ont légèrement diminué (– 0,2 %, au lieu de + 0,5 % en avril). Le glissement annuel de *M3* s'est établi à + 4,9 %, après + 5,0 % en avril. La progression des placements d'épargne contractuelle (*P1*) a été de 10,2 %, marquant un palier dans la phase de ralentissement observée depuis plusieurs mois. Au total, le glissement annuel de *M3 + P1* a atteint + 6,4 % (+ 6,5 % à fin avril).

En avril 1998, la croissance annuelle de l'*endettement intérieur total* s'est établie à + 3,8 % (+ 4,5 % en mars). La croissance des crédits à l'économie a légèrement accéléré (+ 2,1 %, au lieu de + 1,8 % à fin mars), principalement en raison de la confirmation de la reprise des crédits aux sociétés (+ 2,7 %, au lieu de + 1,9 % à fin mars), en particulier ceux destinés au financement de leurs besoins de trésorerie. En revanche, le glissement annuel des financements levés sur les marchés internes, en particulier par l'État, s'est ralenti (+ 7,5 %, après + 8,2 % à fin mars).

AGRÉGATS			
<i>(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>			
	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle (a)	Variation sur 12 mois (b)
AGRÉGATS DE MONNAIE			
À FIN MAI 1998			
M1	1 823,1	0,9	9,9
M2	3 586,0	1,0	10,0
M3	5 495,4	0,6	4,9
AGRÉGATS DE PLACEMENT			
À FIN MAI 1998			
P1	2 249,9	1,0	10,2
M3 + P1	7 745,2	0,7	6,4
AGRÉGATS DE FINANCEMENT			
À FIN AVRIL 1998			
Endettement intérieur total	11 441,3	- 0,2	3,8
dont : <i>État</i>	3 949,7		6,8
<i>Crédits à l'économie (c)</i>	6 438,3	0,2	2,1
ESTIMATION DES PRÊTS NOUVEAUX			
À FIN AVRIL 1998 (d)			
	–	–	12,5
(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 ^{er} 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 2 juillet 1998

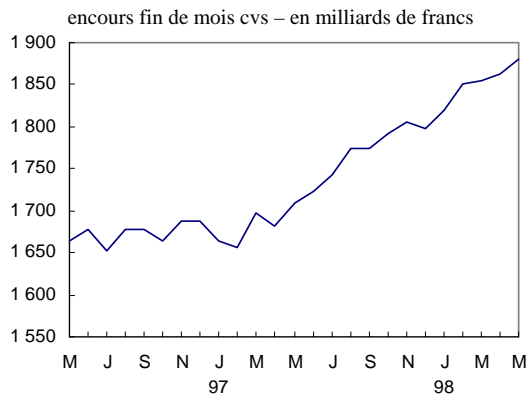
3.1. Les agrégats de monnaie et de placement

(à fin mai 1998)

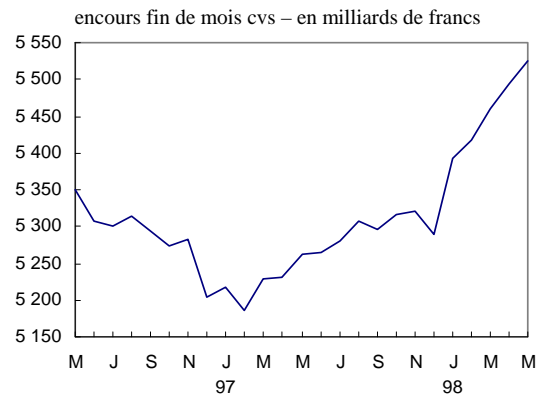
(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours	Variation mensuelle		Variation sur 12 mois	
	fin de mois brut	des encours fin de mois cvs		des encours fin de mois bruts	
	Mai 1998	Avril 1998	Mai 1998	Décembre 1997	Mai 1998
AGRÉGATS DE MONNAIE					
<i>Billets et monnaies</i>	258,4	1,3	1,1	1,1	3,1
<i>Dépôts à vue</i>	1 564,7	0,2	0,9	7,4	11,1
Total M1	1 823,1	0,4	0,9	6,5	9,9
M2 – M1	1 762,9	1,0	1,0	9,2	10,0
<i>Livrets A</i>	715,3	0,9	0,8	3,0	5,4
<i>Livrets bleus</i>	98,4	1,1	1,2	4,2	7,5
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	166,9	1,1	1,1	5,5	6,5
<i>Codevi</i>	227,8	1,4	1,0	8,1	9,4
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	216,3	0,2	0,5	20,1	17,2
<i>Livrets jeunes</i>	30,4			17,6	12,5
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	307,8	1,6	2,8	24,2	20,3
Total M2	3 586,0	0,7	1,0	7,8	10,0
M3 – M2	1 909,4	0,5	- 0,2	- 8,3	- 3,5
<i>Dépôts et TCN en devises</i>	145,5			4,3	20,6
<i>Dépôts à terme (a)</i>	326,5	0,3	- 1,5	- 12,8	- 7,3
<i>Bons de caisse et d'épargne</i>	152,9	- 0,5	- 1,5	- 3,8	- 9,0
<i>Titres de créances négociables (b)</i>	300,0	0,1	1,5	2,8	- 5,3
– Certificats de dépôt et BMTN	288,5			5,6	- 3,8
– Bons et BMTN des ISF	11,5			- 39,0	- 31,7
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	957,2	1,0	- 0,8	- 11,6	- 5,3
<i>Parts de fonds communs de créances</i>	27,3				
Total M3	5 495,4	0,6	0,6	1,9	4,9
M4 – M3	99,3	7,8	- 7,3	52,0	- 2,6
<i>Bons du Trésor négociables</i>	79,4			80,6	1,1
<i>Billets de trésorerie et BMTN (b)</i>	19,8			- 20,3	- 14,9
Total M4	5 594,6	0,8	0,4	2,7	4,7
AGRÉGATS DE PLACEMENT					
<i>Plans d'épargne-logement</i>	1 084,1	0,8	1,2	13,8	8,8
<i>Autres comptes d'épargne (c)</i>	28,9				
<i>Plans d'épargne populaire</i>	662,3	0,3	0,7	12,6	9,5
– dont : Entreprises d'assurance	163,8				
<i>Titres d'OPCVM garantis</i>	176,7			44,9	41,2
<i>Bons de capitalisation</i>	298,0	- 0,0	- 0,0	- 1,7	- 0,6
Total P1	2 249,9	0,6	1,0	13,2	10,2
Total M3 + P1	7 745,2	0,6	0,7	4,9	6,4
(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 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 30 juin 1998	

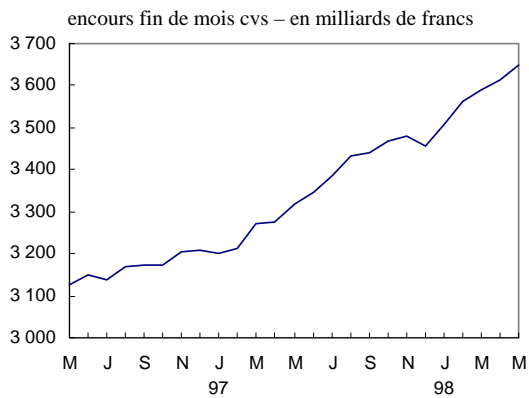
AGRÉGAT M1



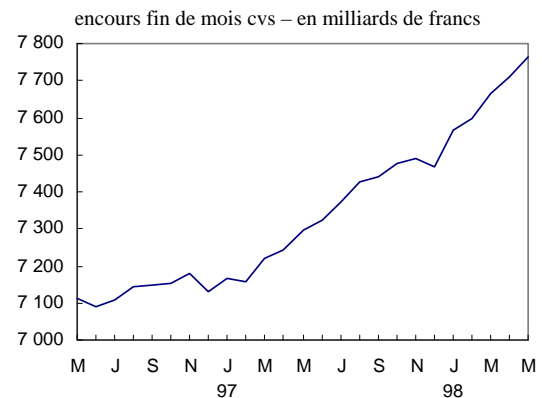
AGRÉGAT M3



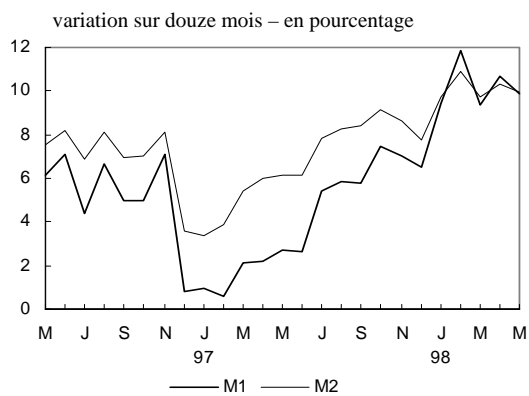
AGRÉGAT M2



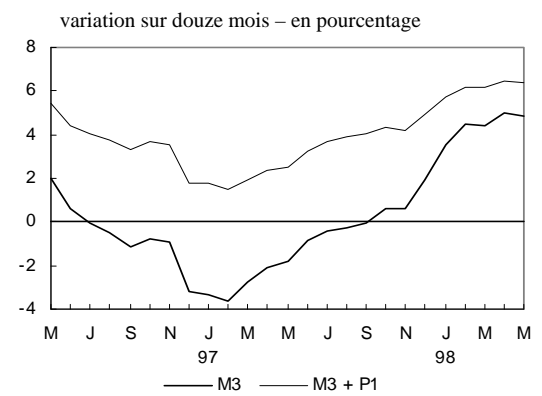
AGRÉGAT M3 + P1



AGRÉGATS M1 ET M2



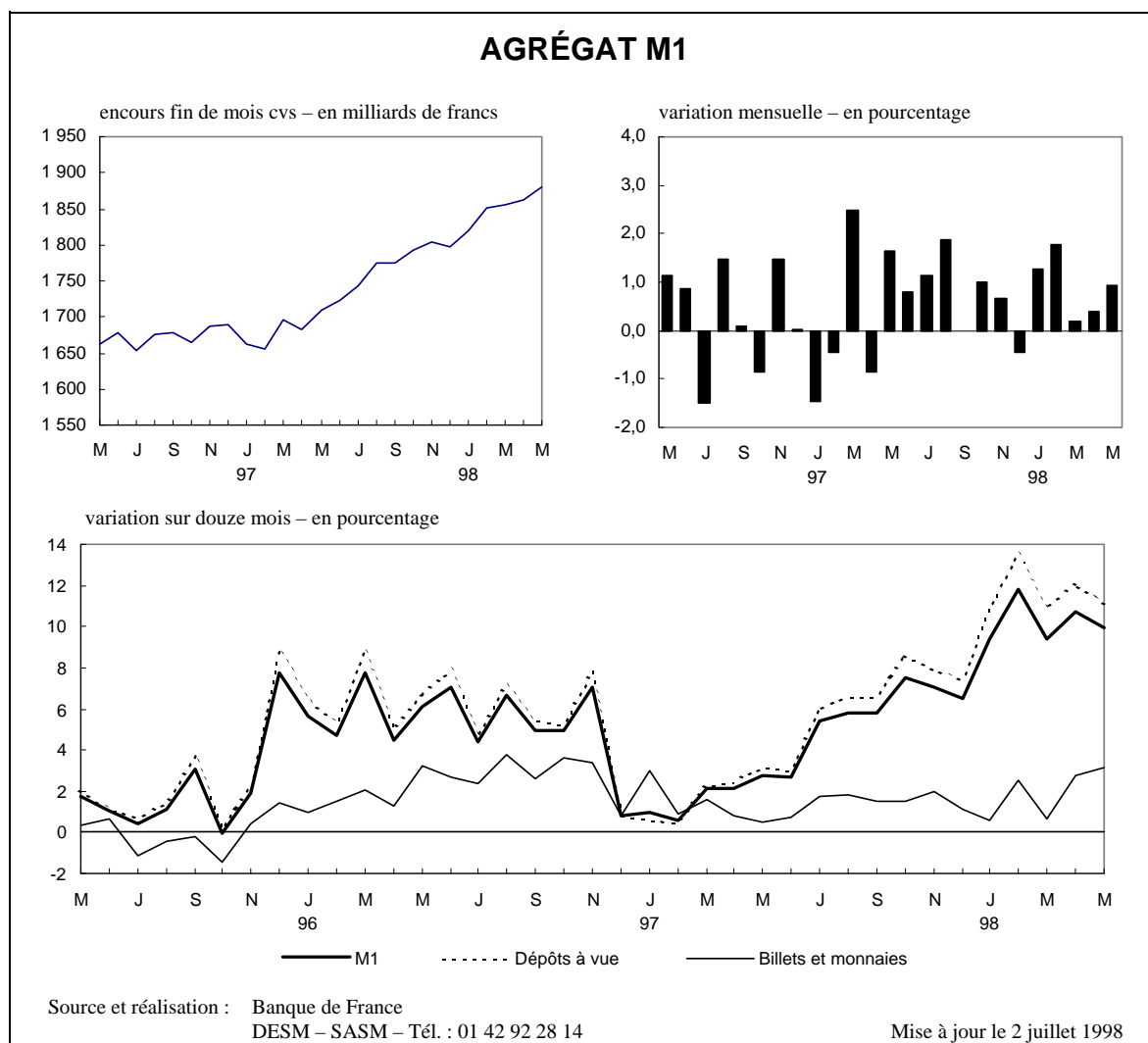
AGRÉGATS M3 ET M3 + P1



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

Mise à jour le 2 juillet 1998

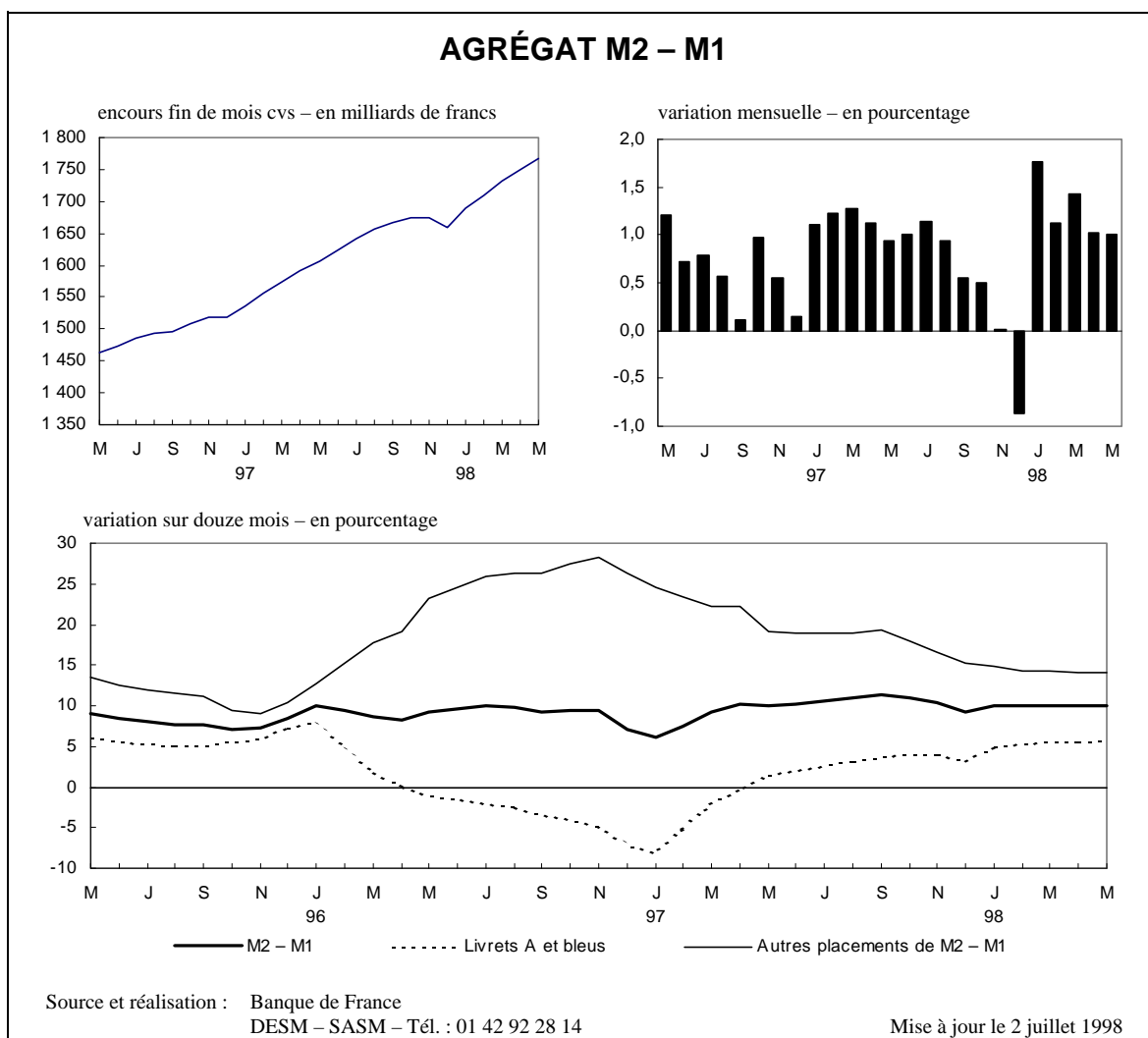
3.1.1. Les moyens de paiement (M1)



En mai 1998, l'agrégat M1 a progressé de 0,9 %, après + 0,4 % en avril. Son encours brut s'est élevé à 1 823,1 milliards de francs.

En glissement annuel, la croissance de M1 continue d'être très soutenue (+ 9,9 %, après + 10,7 % en avril). Elle résulte de l'évolution très dynamique des dépôts à vue (+ 11,1 %) et notamment des fonds collectés par le circuit du Trésor (+ 26,5 %). Concernant ceux-ci, il convient de souligner que les montants précédemment communiqués au titre du mois d'avril ont fait l'objet d'une très forte révision à la baisse (– 45 milliards de francs) lors de la collecte d'informations plus récentes.

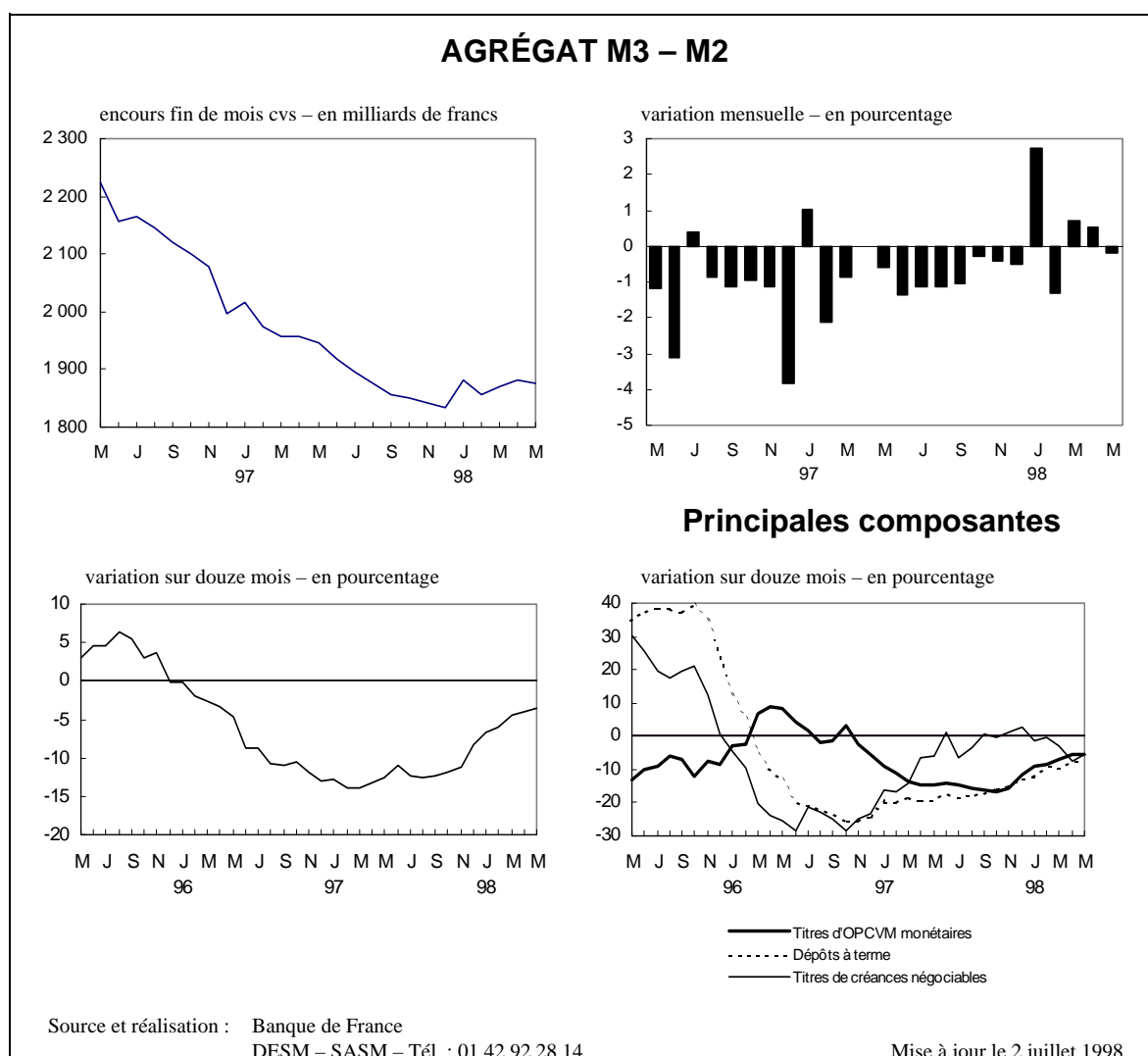
3.1.2. Les placements à vue à taux réglementé (M2 – M1)



L'agrégat M2 – M1 s'est accru de 1 % en mai (comme le mois précédent). Son encours brut s'est établi à 1 762,9 milliards de francs.

En glissement annuel, M2 – M1 a atteint 10 %, confirmant le dynamisme des comptes sur livret : les livrets A et bleus (+ 5,7 % sur douze mois) connaissent toujours une progression moins rapide que celle des autres placements à vue à taux réglementé, notamment les livrets imposables dont l'encours s'est accru de 20,3 % sur un an et les livrets d'épargne populaire qui ont progressé de 17,2 %.

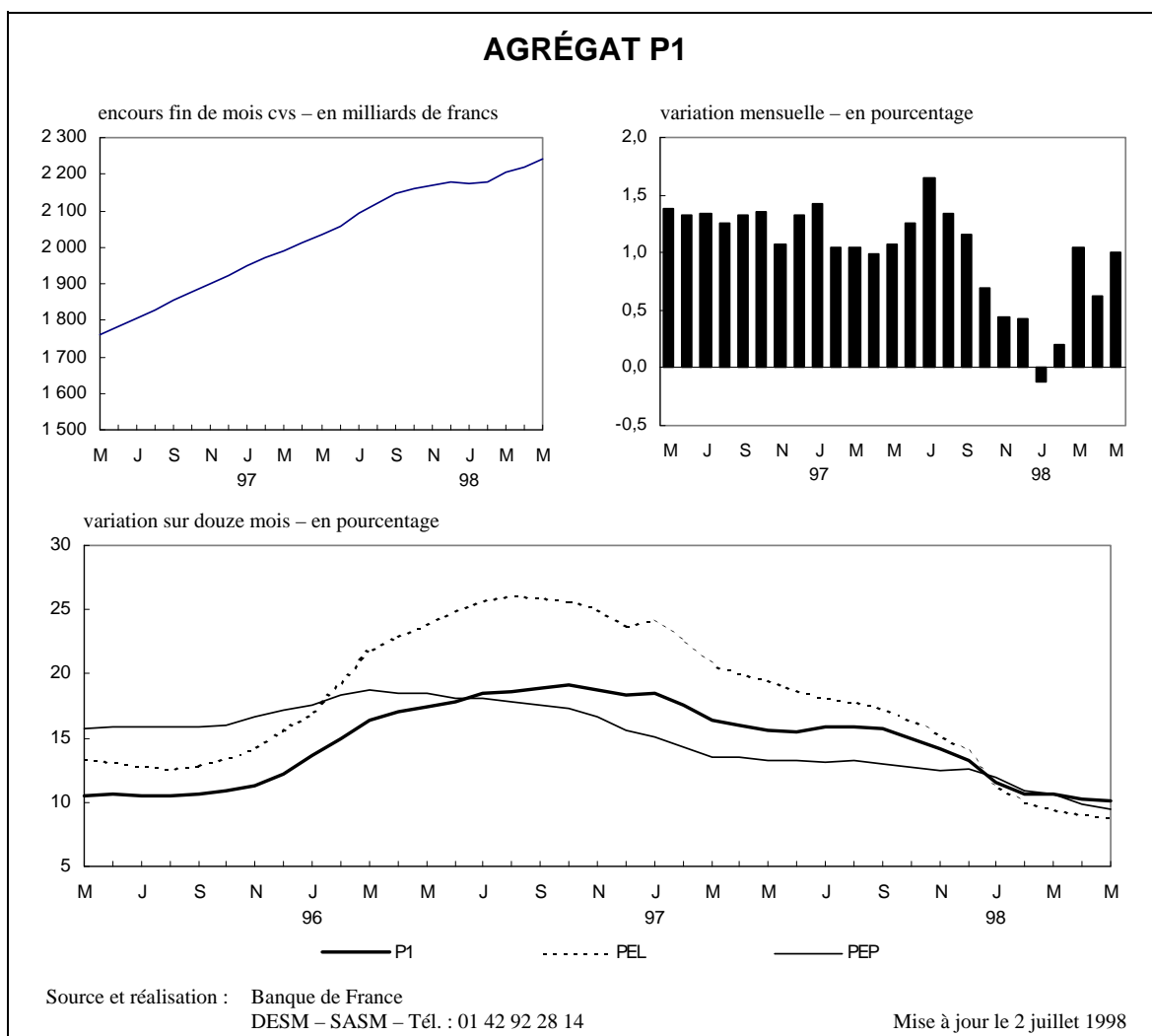
3.1.3. Les placements liquides à taux de marché (M3 – M2)



L'agrégat M3 – M2 a enregistré un léger repli en mai (–0,2 %, après +0,5 % en avril et +0,7 % en mars). Son encours brut s'est élevé à 1 909,4 milliards de francs.

Son glissement annuel s'est établi à –3,5 % en mai, après –3,9 % en avril. La baisse des titres d'OPCVM monétaires s'est poursuivie (–5,3 % sur un an), de même que celle des dépôts à terme (–7,3 %) sans inflexion particulière. Sur douze mois, les titres de créances négociables affichent un repli moins accentué qu'en avril (–5,3 %, après –7,3 %).

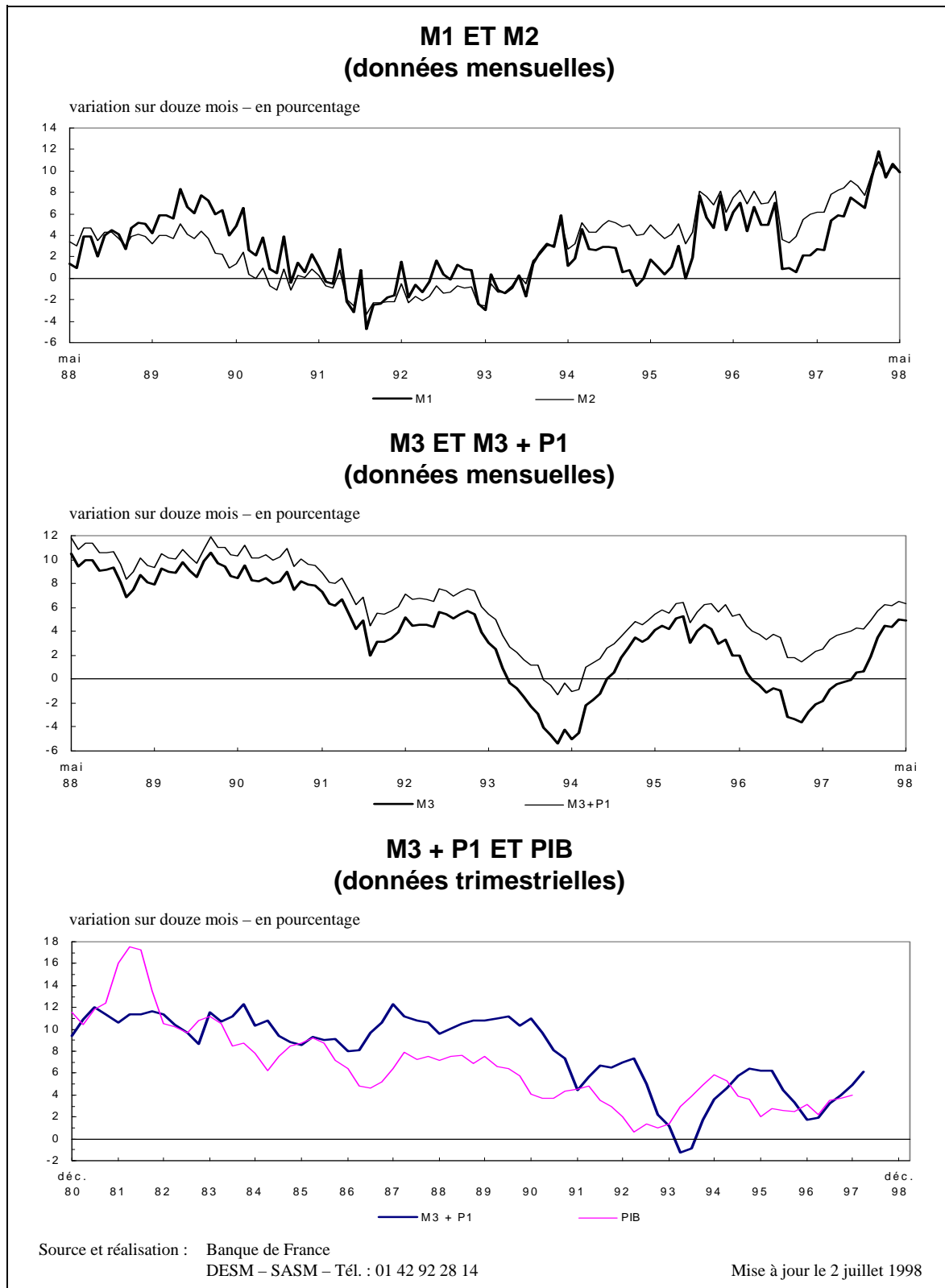
3.1.4. L'épargne contractuelle (P1)



L'agrégat P1 a progressé de 1,0 % en mai, après + 0,6 % en avril et + 1,0 % en mars. Son encours brut a atteint 2 249,9 milliards de francs.

Son glissement annuel s'est établi à + 10,2 %, marquant un palier dans la phase de ralentissement observée depuis plusieurs mois. Les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire ont progressé de, respectivement, 8,8 % et 9,5 % sur douze mois. On note également une nette révision à la hausse des encours de PEP collectés par les sociétés d'assurance sur le mois de mars (+ 13,6 milliards de francs sur chaque mois), après la prise en compte d'informations complémentaires. Le glissement annuel des titres d'OPCVM garantis est toujours très soutenu (+ 41,2 %).

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



3.2. Le financement de l'économie

(à fin avril 1998)

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)					
<i>(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>					
	Encours	Variation mensuelle		Variation sur 12 mois	
	fin de mois brut	des encours fin de mois cvs (a)		des encours fin de mois bruts (a)	
	Avril 1998	Mars 1998	Avril 1998	Décembre 1997	Avril 1998
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL	11 441,3	0,5	- 0,2	3,8	3,8
– État	3 949,7			7,2	6,8
– Sociétés	3 842,4			- 0,1	2,6
– Ménages	2 686,8			3,8	3,5
– Autres (b)	962,3			5,9	- 2,6
CRÉDITS À L'ÉCONOMIE	6 438,3	0,0	0,2	2,3	2,1
– Sociétés	2 953,2	- 0,4	0,3	0,2	2,7
– Ménages	2 686,8	0,5	0,1	3,8	3,5
– Autres (b)	798,2	- 0,2	0,2	4,7	- 4,4
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (c)	363,7	24,2	- 16,9	6,3	- 3,9
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)	4 398,7	- 0,6	1,0	6,9	7,5
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>1 573,9</i>	<i>- 3,8</i>	<i>3,9</i>	<i>8,9</i>	<i>13,2</i>
– État	1 321,7			10,8	15,6
– Sociétés	232,2			- 0,2	2,8
– Autres (b)	20,0			–	–
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>2 824,8</i>	<i>1,3</i>	<i>- 0,7</i>	<i>5,9</i>	<i>4,6</i>
– État	2 239,4			6,3	4,1
– Sociétés	477,6			2,3	6,3
– Autres (b)	107,8			–	–
CRÉDITS OBTENUS AUPRÈS DES NON-RÉSIDENTS	112,0	- 1,7	- 2,2	- 18,4	1,4
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	128,6	6,8	- 6,4	0,4	- 8,0

(a) Pour le calcul des glissements, le cumul des opérations de défaillance 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.

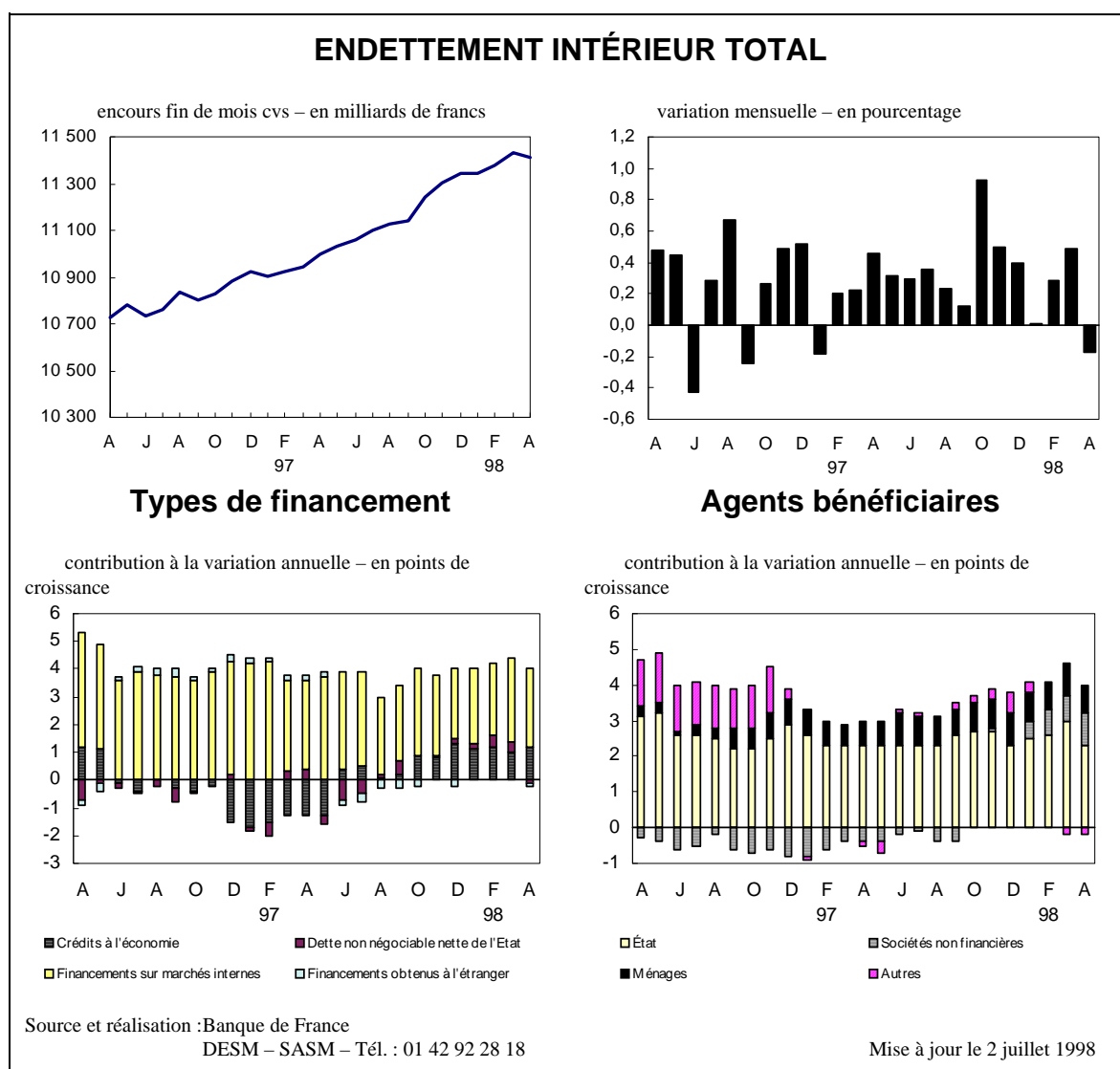
(c) Ce poste reprend le total des monnaies divisionnaires en circulation, des dépôts collectés par le Trésor, du net des comptes à la Banque de France et des remises de dettes (Dakar 1 et 2), après déduction des opérations de pension sur titres réalisées avec les institutions financières.

(d) Obtenus 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 2 juillet 1998

3.2.1. L'endettement intérieur total (EIT)

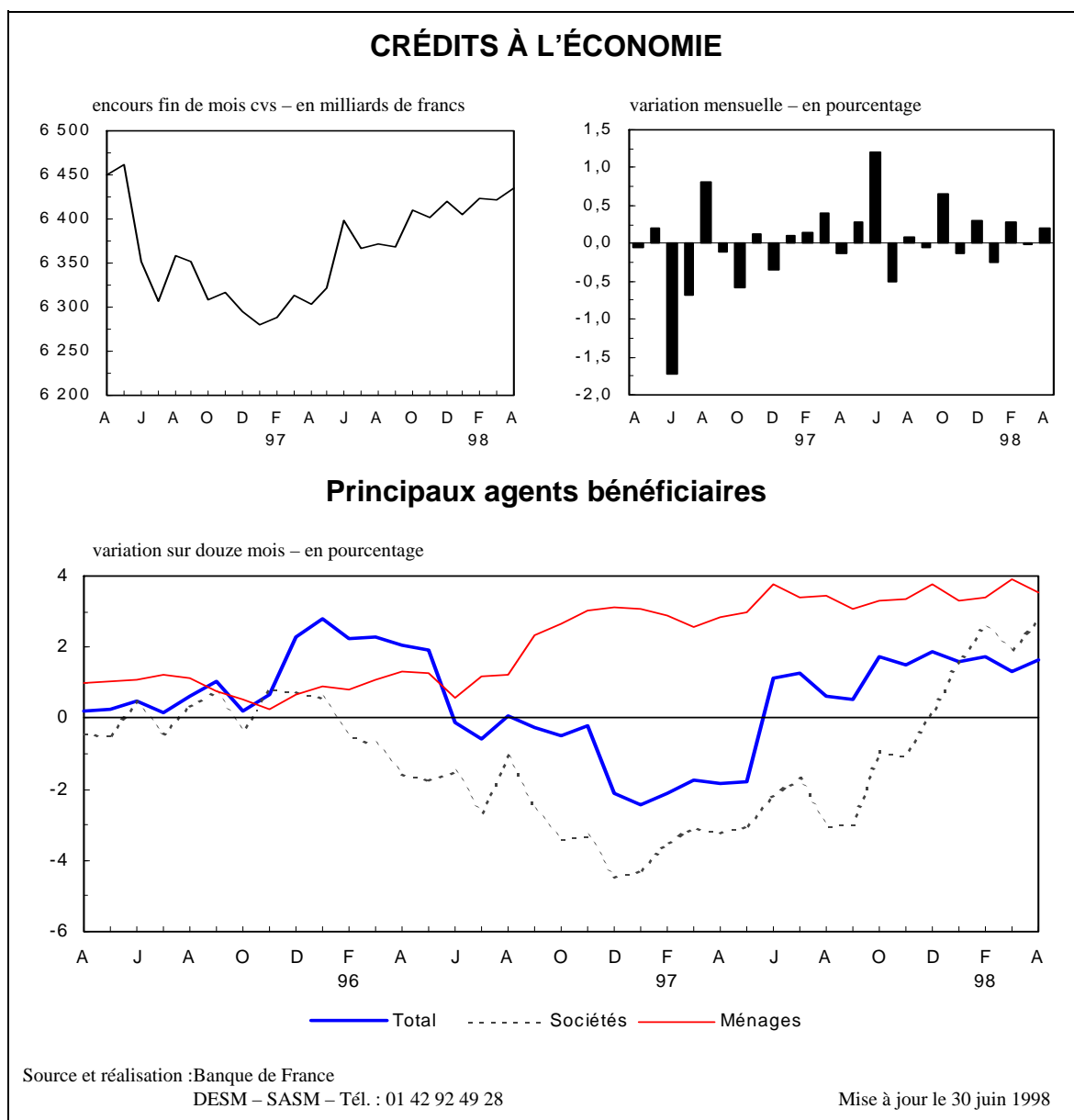


L'endettement intérieur total a enregistré une baisse de 0,2 % en avril 1998, après s'être régulièrement accru pendant plus d'une année. Son encours brut s'est établi à 11 441,3 milliards de francs.

Le glissement annuel de l'EIT est revenu de + 4,5 % en mars à + 3,8 %. En particulier, la progression annuelle de l'endettement de l'État a ralenti (+ 6,8 %, après + 9,2 % en mars) ainsi que celle des ménages (+ 3,5 %, après + 3,9 % en mars), alors que celle des sociétés s'est légèrement renforcée (+ 2,6 %, après + 2,1 % le mois précédent).

On note, en effet, que le glissement annuel des crédits à l'économie s'est accéléré (+ 2,1 %, après + 1,8 % en mars), en particulier en ce qui concerne les crédits aux sociétés, et que, à l'inverse, le glissement annuel des financements obtenus sur les marchés internes s'est ralenti (+ 7,5 %, après + 8,2 % en mars), notamment sur le marché obligataire (+ 4,6 %, après + 6,0 % en mars), en liaison avec une réduction du besoin de financement de l'État d'une année à l'autre.

3.2.2. Les crédits ¹

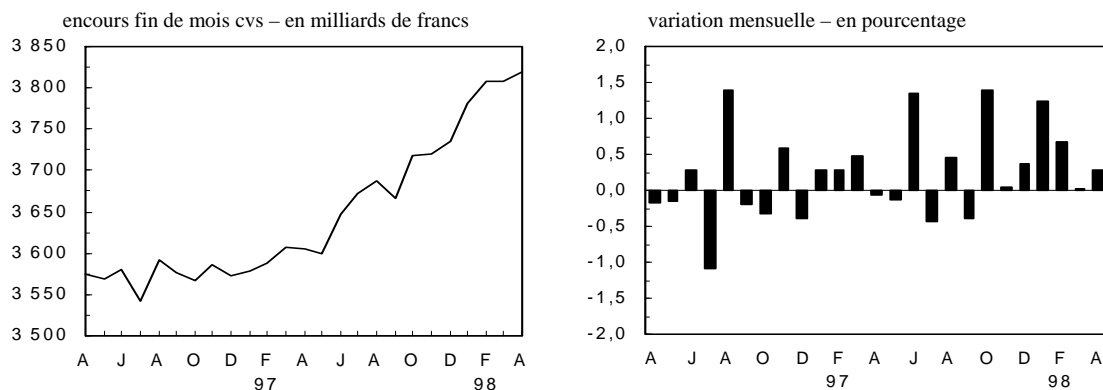


En avril 1998, les crédits à l'économie ont atteint 6 438,3 milliards de francs (encours brut), en hausse de 0,2 %, après une variation nulle le mois précédent.

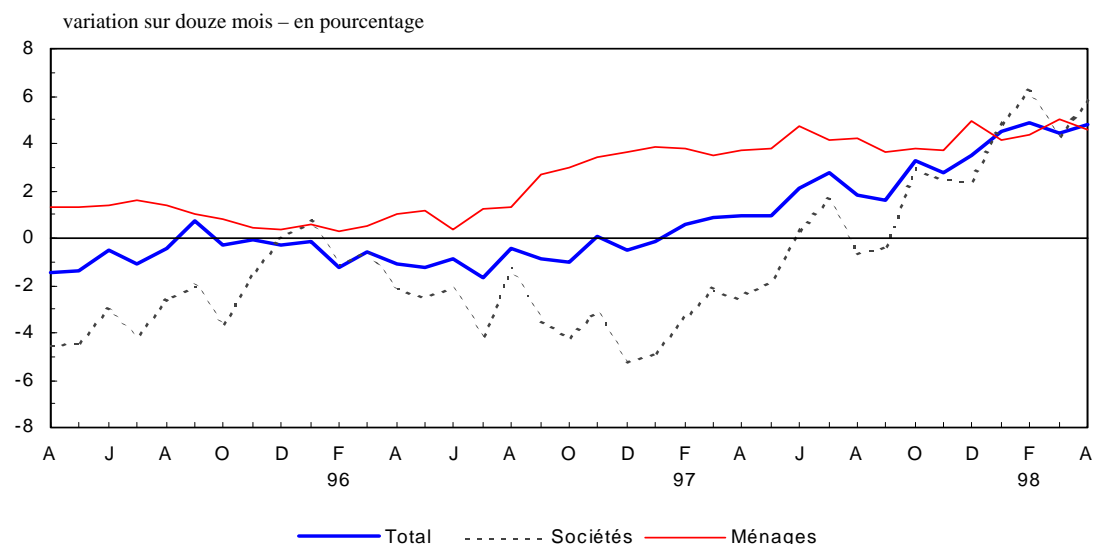
En glissement annuel, ils ont augmenté de 2,1 %, après + 1,8 % en mars. Hors concours à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (Acosse), leur progression est encore plus marquée (+ 2,7 %). Sur un an, la croissance des crédits aux ménages a légèrement ralenti (+ 3,5 %, après + 3,9 % le mois précédent), tandis que celle des crédits aux sociétés s'est plus sensiblement renforcée (+ 2,7 %, après + 1,9 % le mois précédent).

¹ 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



Principaux agents bénéficiaires



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

Mise à jour le 30 juin 1998

En avril, les crédits bancaires ont atteint 3 813,6 milliards de francs (encours brut), en hausse de 0,3 %, après avoir été stables en mars.

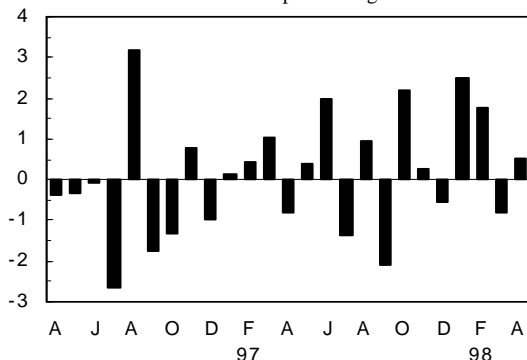
Leur glissement annuel s'est établi à + 5,0 %, en légère accélération par rapport au mois précédent (+ 4,6 %) ¹. Notamment, sur un an, les crédits aux sociétés ont augmenté de 5,8 % (après + 4,3 % en mars) et les crédits aux ménages se sont accrus de 4,5 % (au lieu de + 5,0 % le mois précédent).

¹ Après correction de l'effet positif induit par la reprise des encours du Crédit national par la BFCE, devenue Natexis Banque

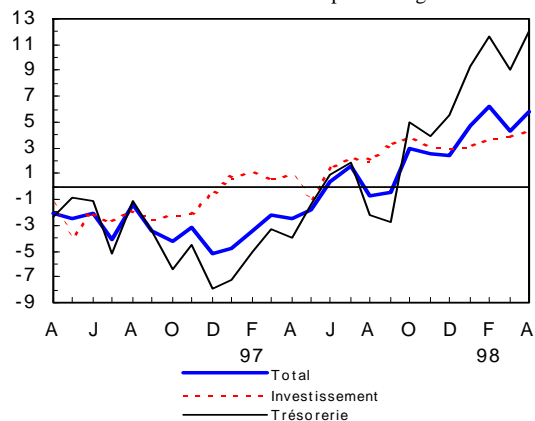
CRÉDITS BANCAIRES PAR AGENTS ET PAR OBJETS

Sociétés

variation mensuelle – en pourcentage

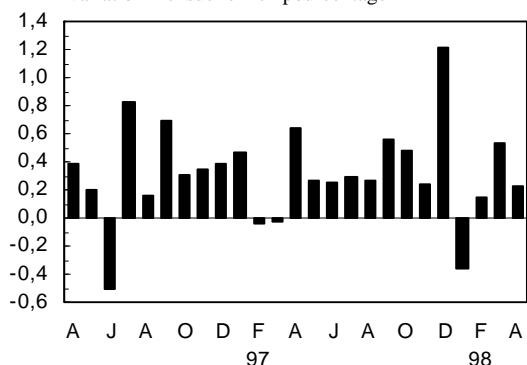


variation sur douze mois – en pourcentage

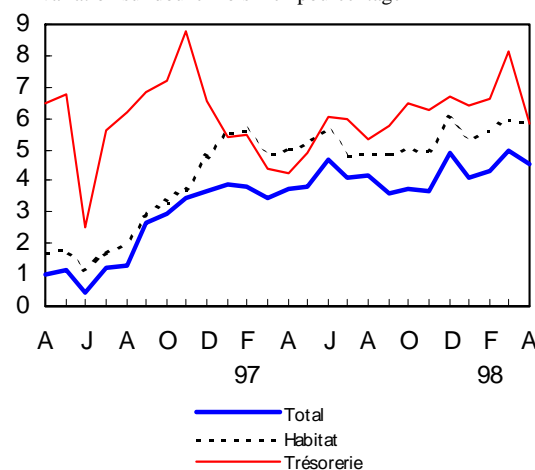


Ménages

variation mensuelle – en pourcentage



variation sur douze mois – en pourcentage



Source et réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 28

Mise à jour le 30 juin 1998

Les crédits bancaires aux sociétés ont augmenté de 0,5 % en avril, après une baisse de 0,8 % en mars. Sur un an, leur hausse est tirée par les crédits d'investissement (+ 4,3 %), mais aussi et surtout par les crédits de trésorerie qui progressent de façon très soutenue (+ 12,0 %, après + 9,0 % en mars) ¹.

Les crédits bancaires aux ménages ont augmenté de 0,2 %, après une hausse de 0,5 % en mars. Leur glissement annuel, en léger ralentissement, reflète d'abord la hausse des concours aux particuliers (+ 5,6 % sur un an), tandis que les prêts aux entrepreneurs individuels ont augmenté de 2,0 %. En particulier, la croissance des crédits à l'habitat (+ 5,9 %) et celle des crédits de trésorerie des particuliers (+ 5,8 %) ont été soutenues, bien que cette dernière ait quelque peu décéléré.

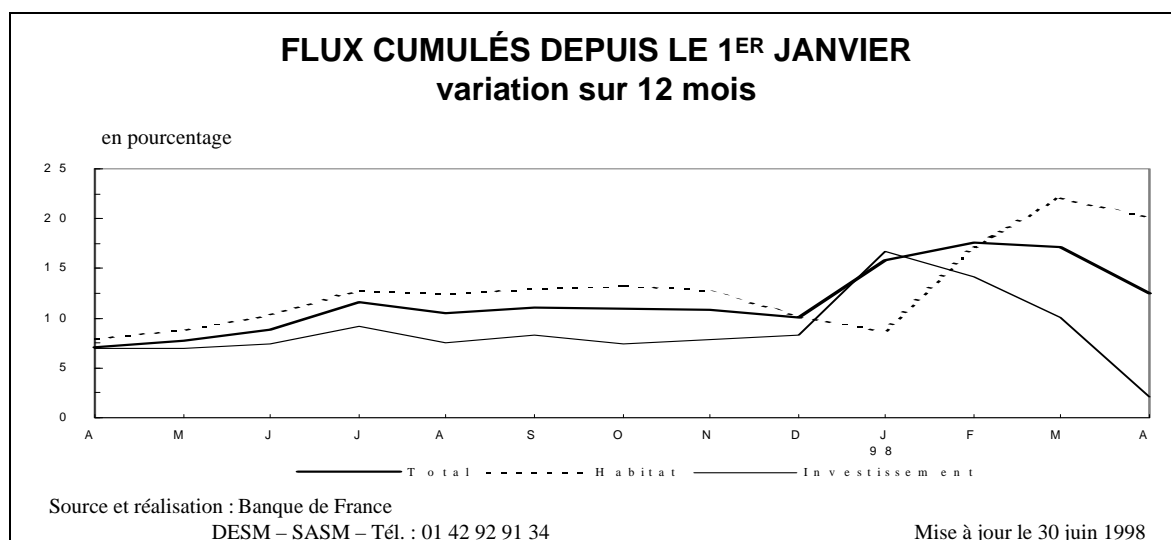
¹ Après correction de l'effet positif induit par la reprise des encours du Crédit national par la BFCE, devenue Natexis Banque

3.2.3. Estimation des prêts nouveaux ¹

DÉCAISSEMENTS DE PRÊTS NOUVEAUX				
flux cumulés depuis le 1^{er} janvier				
<i>(variation sur 12 mois en pourcentage)</i>				
	Total	Habitat	Investissement	Autres prêts
1997				
Avril	7,1	7,9	7,0	5,5
Mai	7,7	8,9	6,9	6,7
Juin	8,9	10,3	7,5	8,5
Juillet	11,6	12,9	9,2	14,0
Août	10,5	12,5	7,5	12,4
Septembre	11,0	12,9	8,3	12,3
Octobre	10,9	13,2	7,4	12,9
Novembre	10,9	12,8	7,9	12,7
Décembre	10,1	10,2	8,3	14,3
1998				
Janvier	15,9	8,8	16,7	39,5
Février	17,6	17,1	14,2	27,9
Mars	17,2	22,1	10,0	21,3
Avril	12,5	20,2	2,1	17,7

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

Mise à jour le 22 juin 1998



Les prêts nouveaux décaissés au cours des quatre premiers mois de l'année 1998 se sont accrus de 12,5 % par rapport à la période correspondante de 1997.

Cette progression globale, toujours soutenue au regard des évolutions passées, masque le contraste très net entre d'une part le dynamisme des prêts à l'habitat, qui s'est nettement renforcé depuis un an (+ 20,2 % pour le flux des quatre premiers mois de l'année) avec la reconduction temporaire des avantages fiscaux de la loi Périssol, et d'autre part le tassement des prêts à l'investissement hors renégociation (+ 2,1 % sur un an pour le flux de janvier à avril).

¹ 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 mois de juin a été caractérisé par la forte volatilité du yen ; la devise japonaise a atteint le 15 juin 1998 son plus bas niveau depuis 8 ans face au dollar. Le 17 juin, les interventions concertées du Système de réserve fédérale et de la Banque du Japon ont ensuite permis au yen de se redresser provisoirement. La crainte de nouveaux développements négatifs sur les marchés financiers émergents (Asie et Russie) a néanmoins continué de constituer un facteur de soutien au dollar qui a été ferme face au franc français et au deutschemark.

D'une fin de mois à l'autre, le **dollar** s'est apprécié face à la plupart des devises, progressant de 2,54 % face au franc suisse, de 1,35 % par rapport au deutschemark, de 1,31 % vis-à-vis du franc français et de 0,24 % face au yen. Il s'est, en revanche, déprécié de 2,26 % par rapport à la livre sterling. Divers éléments ont contribué au mouvement général de hausse du dollar :

- la poursuite d'un scénario de croissance soutenue sans pression inflationniste aux États-Unis : le dernier rapport du Système de réserve fédérale (*Livre beige*) a ainsi indiqué que les performances de l'économie américaine demeuraient « excellentes », marquées par un niveau élevé de production et d'emploi et une faible inflation ;
- la crise financière affectant la Russie ;
- la progression des incertitudes inter-nationales suscitées par les essais nucléaires qui se sont déroulés au Pakistan et en Inde et par les tensions en Indonésie.

Dans un marché très volatil, le **yen** s'est légèrement affaibli face au dollar (+ 0,24 %), mais s'est renforcé face au deutschemark (+ 1,09 %).

Dans un premier temps, le yen a fortement reculé, atteignant le 15 juin son plus bas niveau depuis 8 ans face au dollar, à 146,80 USD/JPY.

Divers éléments ont contribué à la dépréciation de la devise nipponne :

- l'absence d'annonces d'interventions concertées lors du G 7 des 9 et 10 juin ;
- une économie japonaise en récession : le PIB au premier trimestre est ressorti à – 5,3 % en rythme annualisé ;
- l'inquiétude persistante sur la santé du système bancaire japonais : Standard & Poor's a dégradé la notation de la Long Term Credit Bank of Japan et des rumeurs ont fait état de la mise en faillite de cet établissement ;
- les apparentes hésitations des autorités monétaires japonaises : la publication des minutes du Comité monétaire japonais du 24 avril a ainsi confirmé les rumeurs selon lesquelles la décision prise par les conseillers ne l'avait pas été de manière unanime. Une baisse des taux avait même été envisagée par plusieurs membres du Comité.

Dans un deuxième temps, le yen s'est fortement repris. En effet, le mercredi 17 juin, les interventions de la Réserve fédérale de New York, en partie pour le compte de la Banque du Japon, à l'ouverture du marché américain, ont entraîné une dépréciation de 5 % du dollar face au yen. L'intervention a été accompagnée de la publication d'un communiqué de M. Hashimoto et du ministre des Finances annonçant la mise en place d'un programme de réformes structurelles, notamment en matière de restructuration du système bancaire japonais. La visite de M. Summers au Japon et la réunion d'un G 7 le samedi 20 juin ont accru la nervosité des opérateurs qui ont craint des interventions renouvelées.

En fin de période, les marchés ont noté l'absence d'engagements nouveaux de la part du gouvernement du Japon, en matière de baisses permanentes d'impôts. Ceci a été à l'origine d'une nouvelle phase de repli du yen.

Au cours du mois de juin 1998, le **franc français** s'est très légèrement apprécié face aux principales devises du mécanisme de change européen. La monnaie française s'est repliée de 1,31 % face au dollar, pour s'établir en fin de période à 6,0595.

Les indicateurs publiés pendant la période sous revue ont confirmé la bonne orientation de l'économie française. La croissance du PIB au premier trimestre s'est établie à 0,6 %, soit 3,5 % sur un an. Au cours de cette période, l'investissement des entreprises a progressé de 1,9 % et la consommation des ménages de 0,6 %. L'indice des prix à la consommation a progressé en mai de 0,1 %, soit une hausse de 1,0 % sur un an. La balance des paiements courants a dégagé en mars un excédent de 13,3 milliards de francs. L'excédent de la balance commerciale en avril est ressorti à 15,4 milliards de francs, après 12,6 milliards en mars. Le nombre des demandeurs d'emploi s'est contracté en mai de 14 900, soit une baisse de 0,5 %. Le taux de chômage s'est établi ainsi à 11,9 %.

Le **deutschemark** a enregistré de faibles variations face à l'ensemble des devises du mécanisme de change européen.

La faiblesse des risques inflationnistes en Allemagne a été confirmée par la publication de différents indicateurs : l'indice des prix de détail en mai s'est inscrit en hausse de 0,3 %, soit + 1,3 % sur un an. L'accroissement de la masse monétaire M3 en mai est ressorti moins fort qu'attendu, à + 4,4 %, contre + 4,7 % en avril. M. Gaddum, membre du Conseil de la Banque fédérale, a déclaré que celle-ci n'était confrontée à aucune pression l'incitant à augmenter ses taux.

La bonne orientation de l'activité allemande a aussi été confirmée par la publication de différents indicateurs : la croissance du PIB est ressortie en hausse de 1,0 % au premier trimestre 1998, soit + 3,8 % sur un an, grâce à une reprise de l'investissement et de la consommation. En mai, le nombre des demandeurs d'emploi a baissé de 60 000 (cvs), le taux de chômage passant de 11,0 % à 10,9 % (données brutes).

La **livre sterling** s'est fortement appréciée face aux devises européennes et par rapport au dollar.

Le jeudi 4 juin, la hausse assez inattendue de 25 points de base des taux directeurs de la Banque d'Angleterre (qui s'établissent à 7,5 %) a entraîné une forte mais temporaire progression de la monnaie britannique. Les opérateurs ont, en effet, estimé qu'il s'agissait sans doute du dernier relèvement de taux dans ce cycle.

Toutefois, la livre sterling s'est à nouveau appréciée face aux monnaies européennes, à la suite de la publication de chiffres qui ont relancé les anticipations d'un nouveau relèvement des taux au Royaume-Uni. Les coûts unitaires salariaux en avril ont ainsi progressé de 6,4 %. Le gouverneur Eddie George a été amené à déclarer que l'économie britannique était actuellement « en surchauffe ».

Même si le **franc suisse** a pu temporairement bénéficier de son statut de valeur refuge, en liaison avec la montée des incertitudes sur les marchés émergents, il s'est globalement déprécié face au dollar et aux monnaies européennes. Les décisions de boycottage des banques suisses par des institutions américaines, en liaison avec l'affaire des avoirs juifs en déshérence, a pesé sur le cours de la devise helvétique.

La **couronne suédoise** s'est dépréciée face à l'ensemble des devises du mécanisme de change européen. La Banque de Suède a baissé ses taux directeurs de 25 points de base (de 4,35 % à 4,10 %).

Le repli du cours du pétrole, ainsi que la difficile présentation du budget économique, ont affaibli la **couronne norvégienne**. La Banque centrale a été amenée à relever le taux de ses interventions de 25 points de base, les portant respectivement à 4,5 % et 6,5 %.

Le **dollar australien** a atteint ses plus bas niveaux historiques, en raison d'un déficit des comptes courants difficilement soutenable à moyen terme. La baisse du cours de l'or a également contribué au recul de la monnaie australienne.

Également affecté par les repercussions de la crise asiatique, le **dollar néo-zélandais** s'est également affaibli, pour atteindre un plus bas niveau depuis 5 ans face au dollar, à la suite notamment de la mise sous surveillance de la dette du pays par Moody's.

Le **dollar canadien** a, lui aussi, atteint ses plus bas niveaux historiques face au dollar. Il a été la dernière victime, parmi les pays non émergents, après l'Australie et la Nouvelle-Zélande, de la crise asiatique qui ampute la demande de matières premières extraites du Canada.

La **roupie indienne** a baissé, en raison notamment de la montée des incertitudes après les essais nucléaires pakistanais et indiens.

Le **rouble** a été affecté par les incertitudes concernant la capacité de la Russie à rembourser ses emprunts. La Banque de Russie a été amenée à relever le taux de ses interventions.

En liaison avec le recul du yen, les opérateurs ont parfois anticipé la remise en cause possible de la relation fixe unissant le **dollar de Honk-Kong** au dollar américain et une dévaluation du **yuan chinois**. Le 15 juin, alors que le yen se négociait à plus de 146 USD/JPY, la volatilité implicite à un an du dollar de Hong-Kong avait atteint son plus haut niveau historique. Le redressement du yen, consécutif aux interventions du Système de réserve fédérale, a fait reculer ces anticipations et a permis le reflux des taux interbancaires sur le marché monétaire de Hong-Kong : après avoir culminé à 16,0 % le 15 juin, le taux Hibor à 3 mois est redescendu à 9,5 % en fin de période.

Les autorités chinoises ont enfin démenti à plusieurs reprises les rumeurs selon lesquelles elles avaient pu envisager une dévaluation du yuan.

COURS DE CHANGE À PARIS

(en francs)

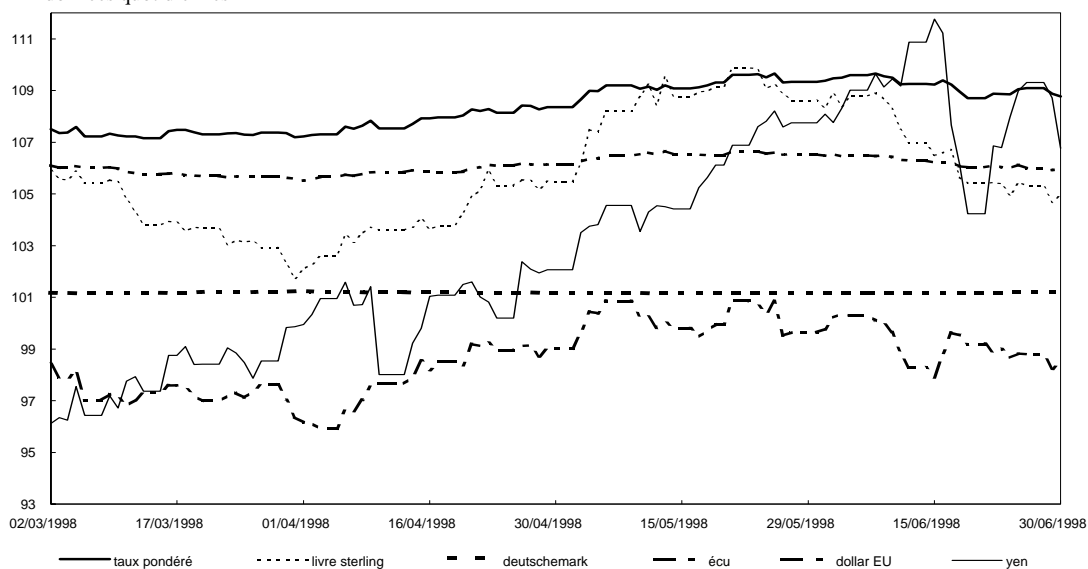
Principales monnaies étrangères à Paris		29 mai 1998	30 juin 1998	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,9813	6,0504	1,16
Écu privé.....	1 XEU	6,605	6,6405	0,54
Allemagne.....	100 DEM	335,33	335,2	- 0,04
Belgique.....	100 BEF	16,2555	16,2535	- 0,01
Pays-Bas	100 NLG	297,52	297,345	- 0,06
Danemark.....	100 DKK	88,03	88,005	- 0,03
Espagne.....	100 ESP	3,9475	3,949	0,04
Portugal.....	100 PTE	3,275	3,275	0,00
Irlande.....	1 IEP	8,452	8,4415	- 0,12
Royaume-Uni.....	1 GBP	9,7505	10,0905	3,49
Italie.....	1 000 ITL	3,4025	3,4025	0,00
Grèce.....	100 GRD	1,962	1,988	1,33
Suède	100 SEK	76,295	75,895	- 0,53
Finlande	100 FIM	110,305	110,29	- 0,02
Autriche	100 ATS	47,656	47,645	- 0,02
Norvège	100 NOK	79,29	78,91	- 0,48
Suisse	100 CHF	403,735	398,445	- 1,31
Japon.....	100 JPY	4,3155	4,3553	0,92

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

Mise à jour le 30 juin 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.

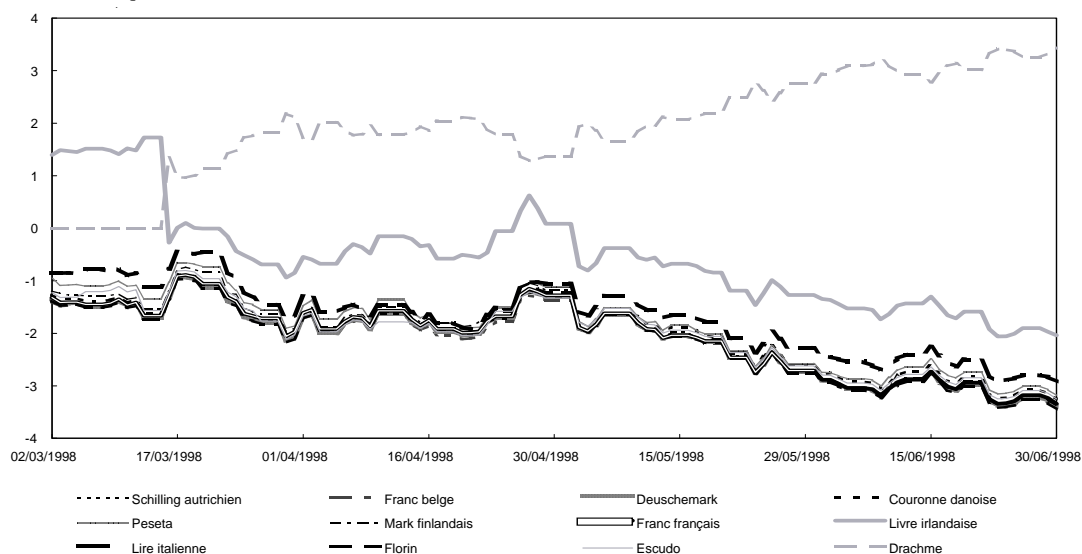
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

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

Mise à jour le 30 juin 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 des changes, 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.

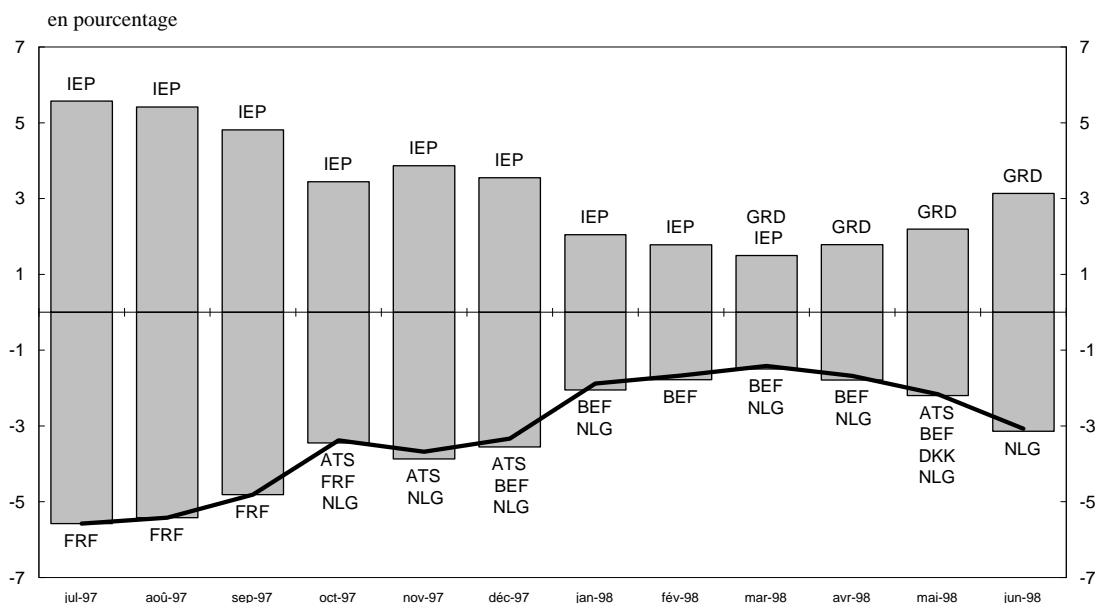
À partir de cette valeur sont alors déterminés les écarts à la médiane de chacune des monnaies participantes et leurs positions relatives : une augmentation de l'écart positif enregistré par une monnaie (ou la diminution de l'écart négatif qu'elle supporte) indique alors une amélioration de la position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

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 30 juin 1998

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



Le graphique fait ressortir la moyenne mensuelle des écarts à la médiane des devises en opposition, pondérée par le nombre de jours pendant lesquelles 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 30 juin 1998

TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

(en pourcentage)

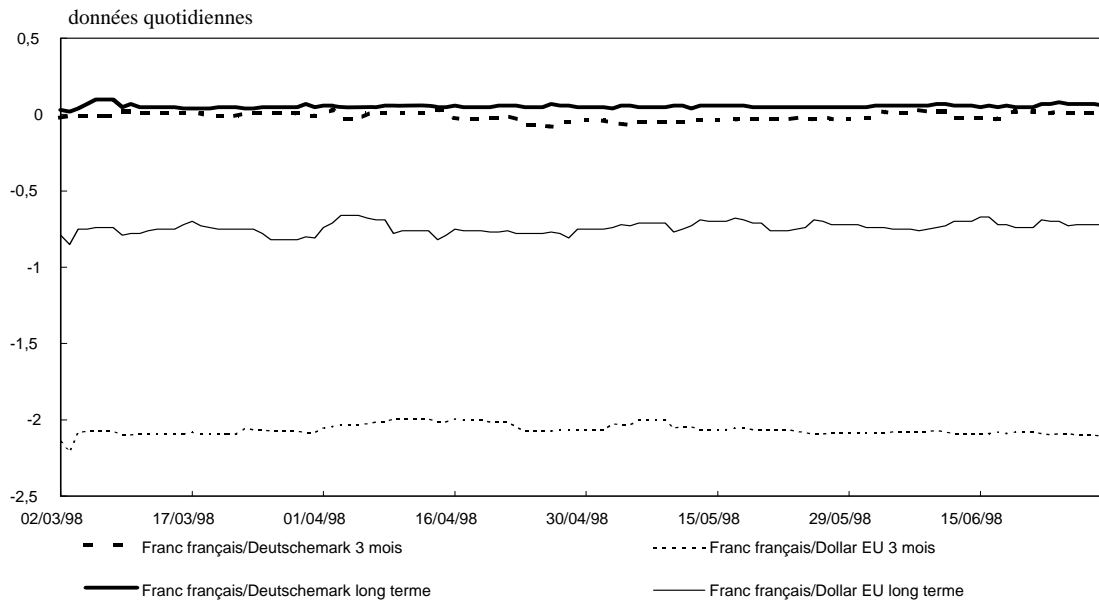
	1 mois		3 mois	
	29 mai 1998	30 juin 1998	29 mai 1998	30 juin 1998
Dollar	5,5545	5,58	5,585	5,630
Livre sterling.....	7,3375	7,52	7,375	7,775
Deutschemark	3,4600	3,44	3,530	3,500
Franc suisse.....	1,6250	2,12	1,625	2,120
Franc français.....	3,4600	3,45	3,500	3,510

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 30 juin 1998

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 30 juin 1998

En mai, l'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne est resté voisin de zéro, sous l'effet de la stabilité des taux dans les deux pays. De même, l'écart négatif entre taux français et américains a très 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 stable d'une fin de période à l'autre.

4.2. Le marché de l'or

Les prix internationaux de l'or ont enregistré une évolution heurtée au cours de la période ; ils se sont, en effet, montrés particulièrement sensibles :

- aux positions de la Banque centrale européenne (BCE) sur la place du métal fin dans ses réserves ;

- et surtout, aux fluctuations du dollar notamment vis-à-vis du yen.

La faiblesse des monnaies asiatiques pèse sur la demande physique traditionnellement forte de la part des pays d'Extrême-Orient ; à l'inverse, un dollar fort incite les pays producteurs (Afrique du Sud, Australie) à accélérer leurs ventes.

Après une remontée de près de 8 dollars, à 297 dollars en début de période, sur des rumeurs selon lesquelles la BCE détiendrait une proportion importante d'or dans ses réserves de change, le cours de l'once a brusquement fléchi, touchant le 15 juin son niveau le plus bas depuis plus de six mois, à 285 dollars, en raison :

- de la réaction des marchés au chiffre annoncé par M. Duisenberg (10 % à 15 % d'or dans les réserves de la BCE) ;

- et de la chute du yen sur les marchés de change.

Cette tendance s'est soudainement retournée les jours suivants, le prix international de l'or regagnant 14 dollars (soit près de 5 %), à 298,75 dollars l'once, à la suite des interventions conjointes de la Banque du Japon et du Système de réserve fédérale de soutien de la devise japonaise.

Par la suite, des commentaires rassurants émanant des banques centrales grosses détentrices d'or ont entraîné une stabilité des cours ; l'« once de fin » s'échangeait en fin de mois à 297 dollars, en légère progression (1 %) par rapport à mai.

COURS DE L'OR			
	29 mai 1998	30 juin 1998	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (1e kg).....	56 500,00	57 800,00	2,30
Lingot (1e kg).....	57 900,00	58 400,00	0,86
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	324,00	330,00	1,85
Vreneli	331,00	331,00	–
Union latine	324,00	331,00	2,16
Souverain	448,00	445,00	- 0,67
20 dollars	2 720,00	2 755,00	1,29
Peso mexicain	2 100,00	2 150,00	2,38
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars).....	293,60	296,30	0,92
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31			Mise à jour le 30 juin 1998

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

Au cours du mois de juin, la courbe de rendement des taux d'intérêt français a continué de s'aplatir à la faveur d'une baisse des taux à moyen et long terme.

Sur le compartiment court du marché des capitaux, les variations très limitées des rendements ont été rythmées par les anticipations concernant le calendrier d'évolution des taux courts pour les pays participant à l'euro.

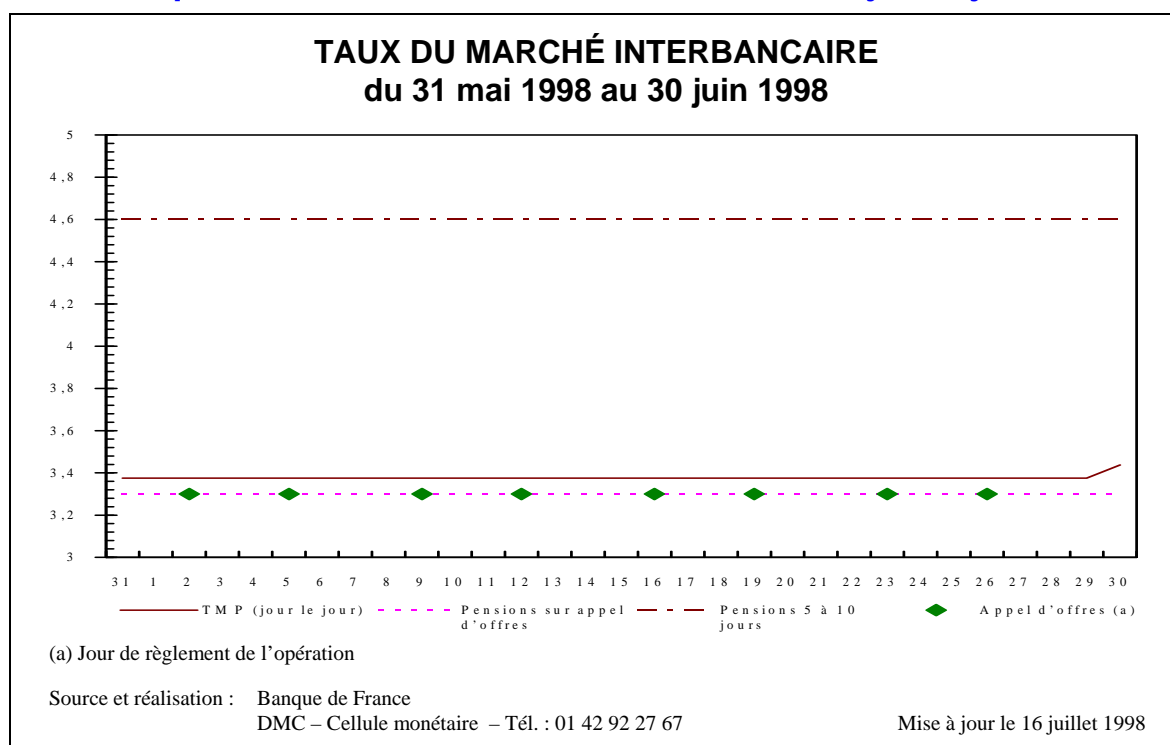
Sur le compartiment long du marché des capitaux, les taux sont restés bien orientés sous l'effet combiné des anticipations de maintien des taux d'intervention sur des niveaux bas et des difficultés en Asie du Sud-Est et en Russie, qui ont alimenté des flux d'investissement sur les marchés obligataires américains et européens.

La persistance de la crise et ses effets sur le yen avaient permis aux taux longs européens d'atteindre de nouveaux plus bas niveaux historiques à la mi-juin (4,80 % sur le taux à 10 ans français le 15 juin). Ils n'ont repris, par la suite, que quelques points de base après les interventions américaines et japonaises visant à arrêter la dépréciation du yen.

Sur les autres marchés des pays « du cœur » de la zone euro, les évolutions ont été comparables à celles du marché français. L'évolution des marchés italien et espagnol a été, pour sa part, influencée par un report en fin d'année des anticipations de convergence des taux courts, ce qui a limité la détente des rendements longs.

Au Royaume-Uni enfin, le resserrement monétaire inattendu de la Banque d'Angleterre avec des tensions sur l'ensemble des échéances s'est accompagné d'une hausse sensible des rendements sur le marché obligataire.

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



Le loyer de l'argent au jour le jour est resté stable tout au long du mois dans la fourchette allant de 3 5/16 % à 3 7/16 %.

Les réserves obligatoires constituées au cours de la période allant du 16 mai au 15 juin se sont établies à 22,5 milliards de francs (dont 16,3 milliards sous forme d'encaisse de billets) pour une moyenne requise de 20,8 milliards de francs.

ÉVOLUTION EN MOYENNE MENSUELLE
DES FACTEURS AGISSANT SUR LA LIQUIDITÉ DES BANQUES

(en milliards de francs)

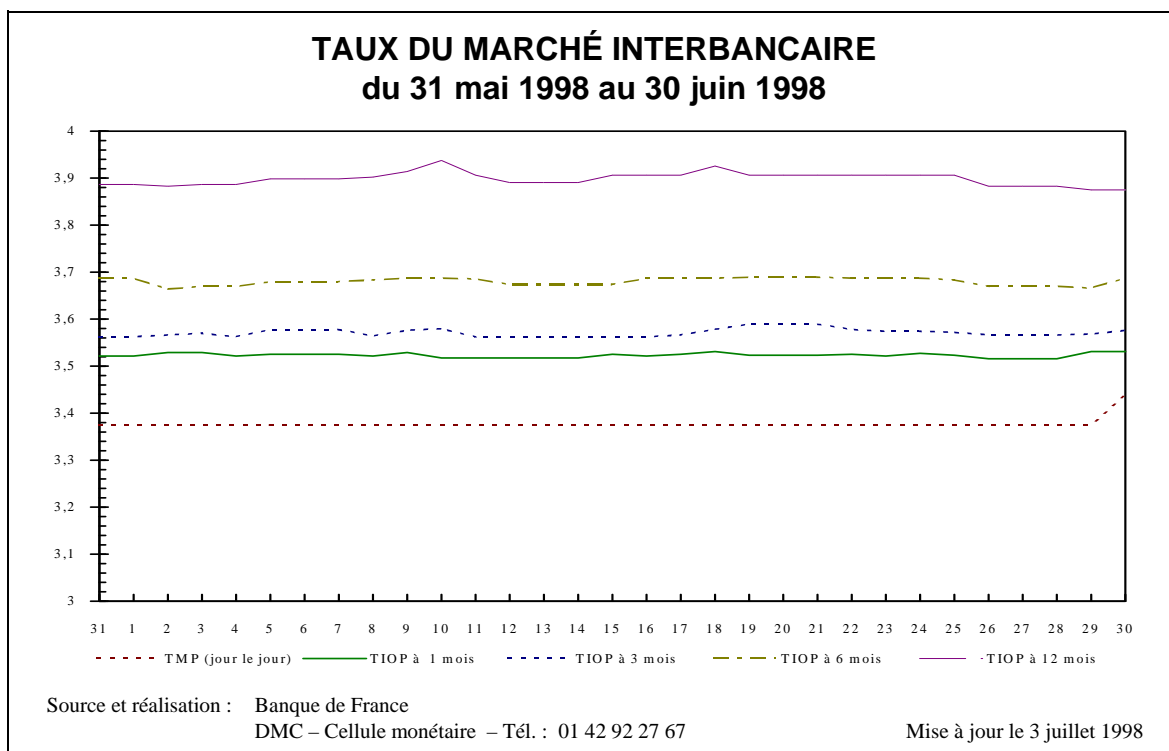
	Mai 1998	Juin 1998	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	- 258,5	- 260,0	- 1,5
RÉSERVES OBLIGATOIRES (a)	- 6,5	- 6,6	- 0,1
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	182,5	189,8	7,3
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU			
AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	8,3	8,5	0,2
DIVERS	- 3,9	- 4,7	- 0,7
TOTAL	- 78,1	- 73,0	5,1
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres	52,0	44,2	- 7,8
– Autres pensions	11,5	15,5	4,0
– Bons du Trésor achetés ferme	17,7	17,8	0,1
– Opérations d'escompte net	0,0	0,0	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	- 3,1	- 4,5	- 1,4
TOTAL	78,1	73,0	- 5,1

NB : Les facteurs précédés du signe négatif agissent dans le sens d'une diminution de la liquidité.
(a) 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 3 juillet 1998

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



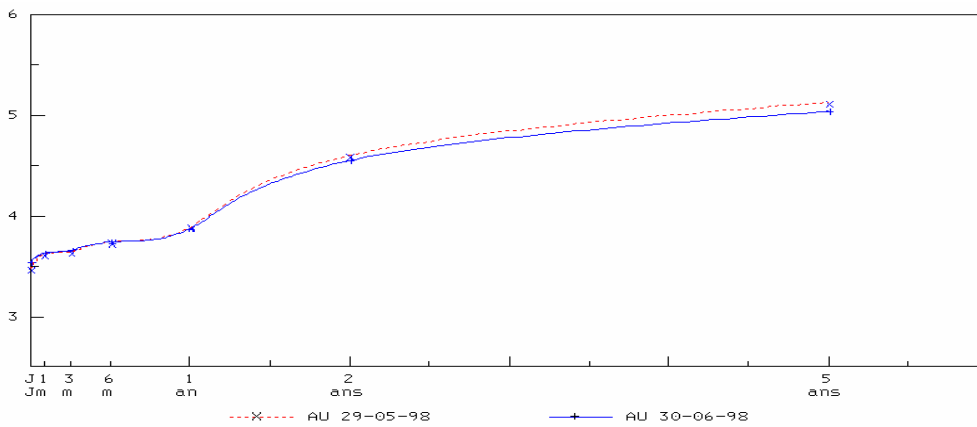
Sur la période, les rendements du marché interbancaire sont restés stables, ne subissant qu'à la marge et sur les échéances les plus éloignées (1 à 5 ans) l'influence :

- de la crise asiatique et des difficultés russes ;
- des débats sur le calendrier de convergence des taux européens ;
- de la publication de statistiques faisant état d'une croissance sans impact inflationniste.

Ces facteurs influaient, en effet, davantage les taux anticipés du marché à terme (*cf.* ci-dessous).

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES			
	31 mai 1998	30 juin 1998	Variation
TIOP à 1 mois.....	3,52148	3,53125	0,00977
TIOP à 3 mois.....	3,56250	3,57617	0,01367
TIOP à 6 mois.....	3,68750	3,68750	0,00000
TIOP à 1 an.....	3,88671	3,87500	- 0,01171
Taux à 2 ans.....	4,60000	4,55000	- 0,05000
Taux à 5 ans.....	5,13000	5,04000	- 0,09000

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels

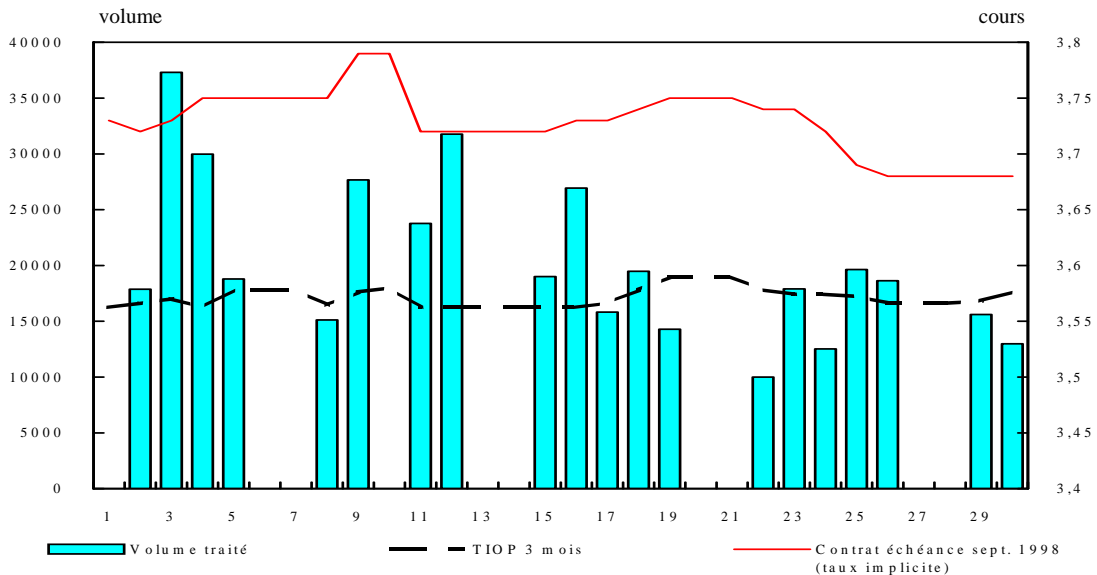


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 10 juillet 1998

Les taux implicites des contrats Pibor ont enregistré une détente. Les opérateurs ont, en effet, revu à la baisse leurs anticipations du niveau des taux à court terme qui prévaudrait fin 1998. En conséquence, les taux implicites sur le contrat septembre se sont repliés de 4 points de base.

ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS du 31 mai 1998 au 30 juin 1998



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

Mise à jour le 3 juillet 1998

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de juin, le Trésor a procédé à l'adjudication de 90,1 milliards de francs de bons du Trésor (71,9 milliards de francs de BTF et 9 milliards de francs de BTAN 2 ans et 9,2 milliards de francs de BTAN 5 ans).

L'encours total des bons du Trésor en circulation (émissions en francs et en écus) s'élevait au 30 juin à 1 306 milliards de francs, contre 1 299 milliards le mois précédent.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis- sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuariel annuel moyen	Taux inter- bancaire (f)
					(d)				
8 juin 1998	BTF	13 sem.	47 300	11 006	0	3,38	3,39	3,48	3,66
8 juin 1998	BTF	28 sem.	20 900	4 007	0	3,55	3,55	3,63	3,77
15 juin 1998	BTF	13 sem.	50 800	14 017	5	3,39	3,39	3,48	3,66
15 juin 1998	BTF	49 sem.	18 900	4 007	0	3,71	3,72	3,77	3,91
18 juin 1998	BTAN 4,00 %	2 ans	29 150	8 950	0	99,72	99,74	4,14	99,00
18 juin 1998	BTAN 4,50 %	5 ans	27 250	8 570	0	99,93	99,96	4,51	99,00
18 juin 1998	BTAN ÉCU	5 ans	1 895	594	0	99,74	99,72	4,54	99,00
22 juin 1998	BTF	13 sem.	47 100	15 067	1 059	3,40	3,41	3,50	3,68
22 juin 1998	BTF	26 sem.	19 400	4 388	384	3,53	3,54	3,62	3,77
29 juin 1998	BTF	13 sem.	47 100	14 011	0	3,40	3,41	3,50	3,67
29 juin 1998	BTF	47 sem.	18 300	4 007	0	3,69	3,70	3,69	3,84

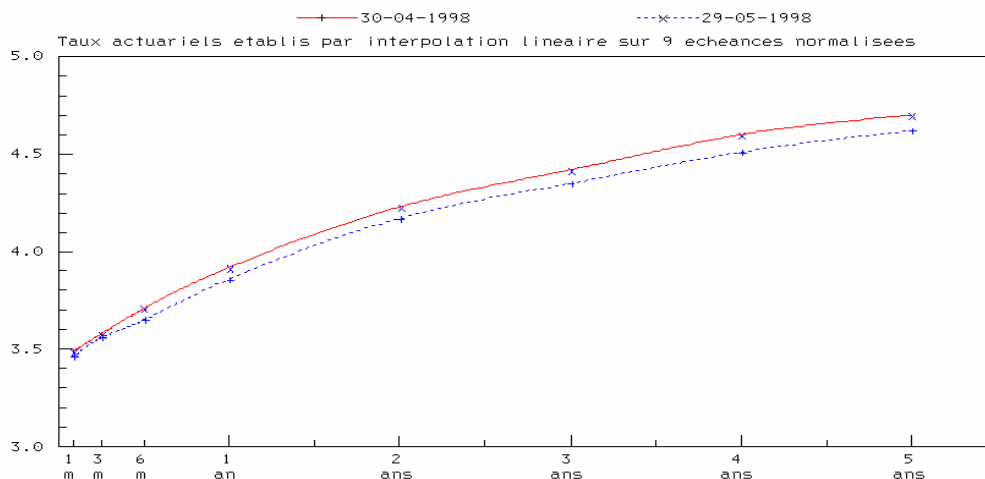
(a) Date d'adjudication
(b) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés ; BTAN : Bons du Trésor à intérêts annuels
(c) En millions de francs ou en millions d'écus pour les bons émis en écus
(d) Montants additionnels au taux moyen réservé aux spécialistes en valeurs du Trésor (adjudications 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 3 juillet 1998

Entre les dernières adjudications des mois de mai et juin, les taux de rendement à l'émission sont restés stables sur les BTF 13 semaines, à 3,49 %.

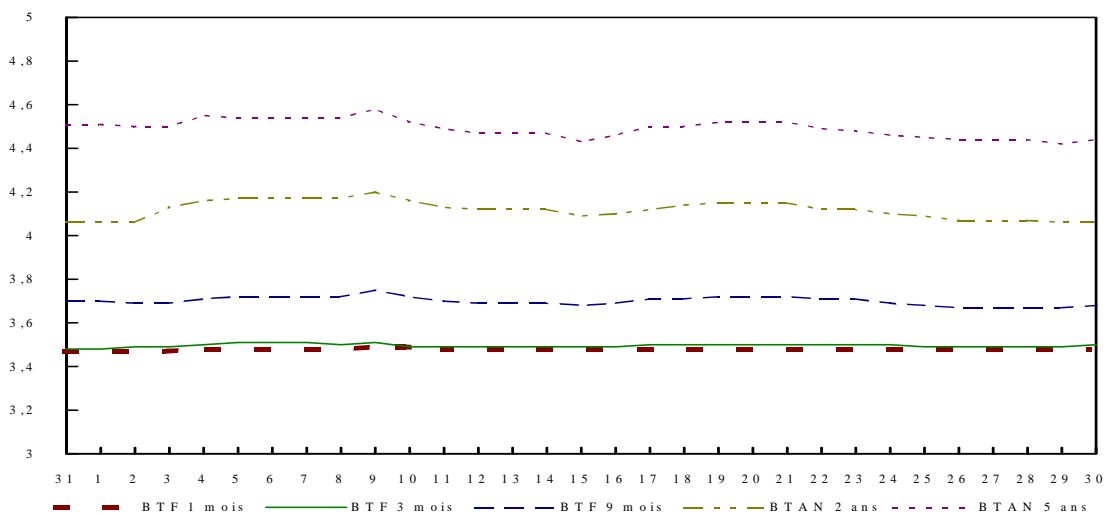
BONS DU TRÉSOR TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE au 30 juin 1998



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

Mise à jour le 9 juillet 1998

TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 31 mai 1998 au 30 juin 1998



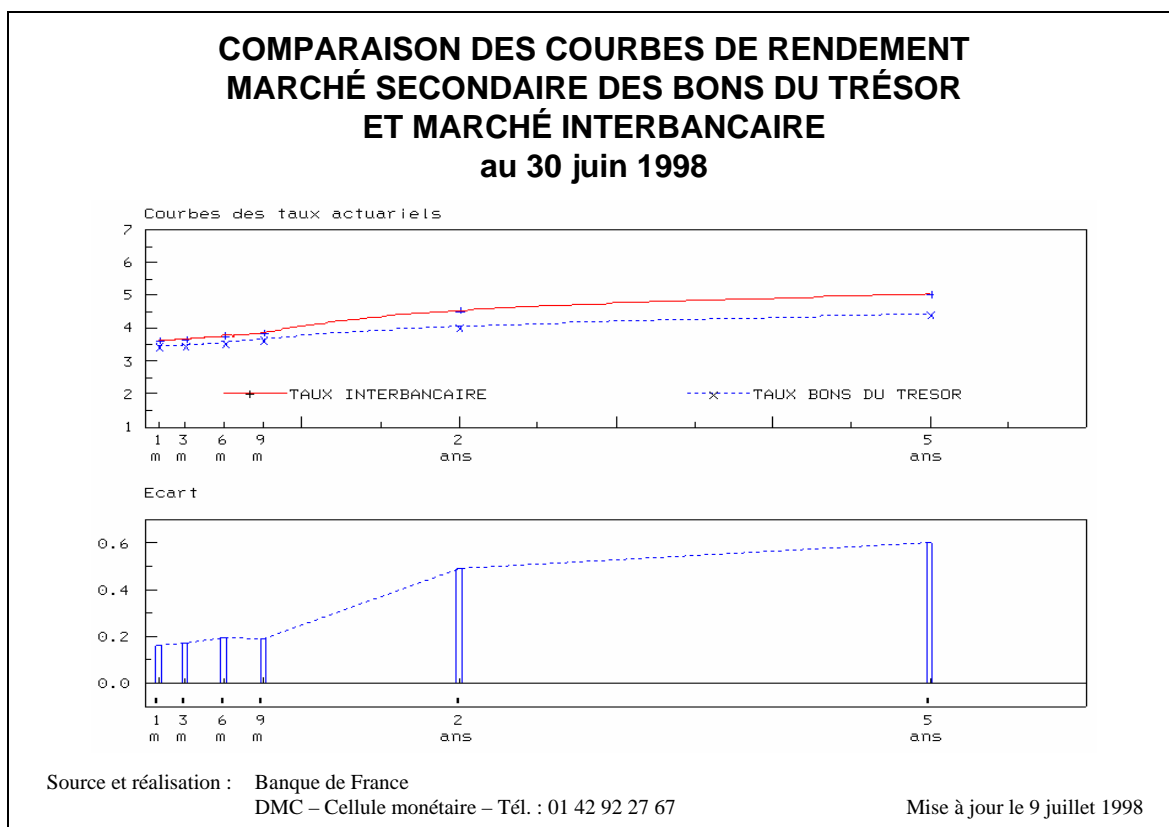
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 3 juillet 1998

Au cours du mois de juin, la courbe des rendements des bons du Trésor a enregistré un mouvement d'aplatissement.

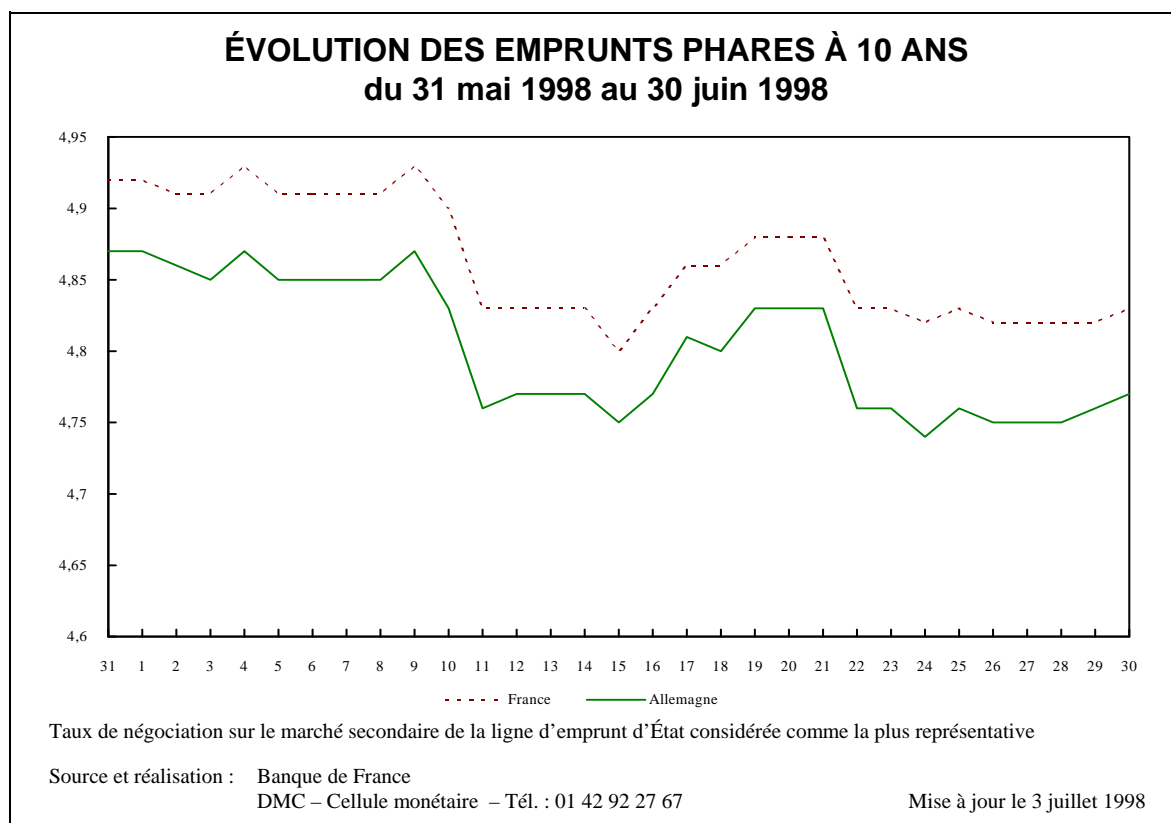
Alors que les taux sur les échéances courtes n'ont quasiment pas varié, les rendements sur les bons de maturités supérieures à 1 an ont enregistré un repli de, respectivement, 3 points de base et 6 points de base sur les échéances 2 ans et 5 ans dans le sillage de la bonne tenue du marché obligataire.

En fin de période, la pente sur la zone 1 an-5 ans atteignait ainsi 66 points de base, contre 72 points de base au cours du mois précédent.



L'écart entre les rendements des bons du Trésor et les taux du marché interbancaire n'a pas varié de façon significative d'un mois à l'autre.

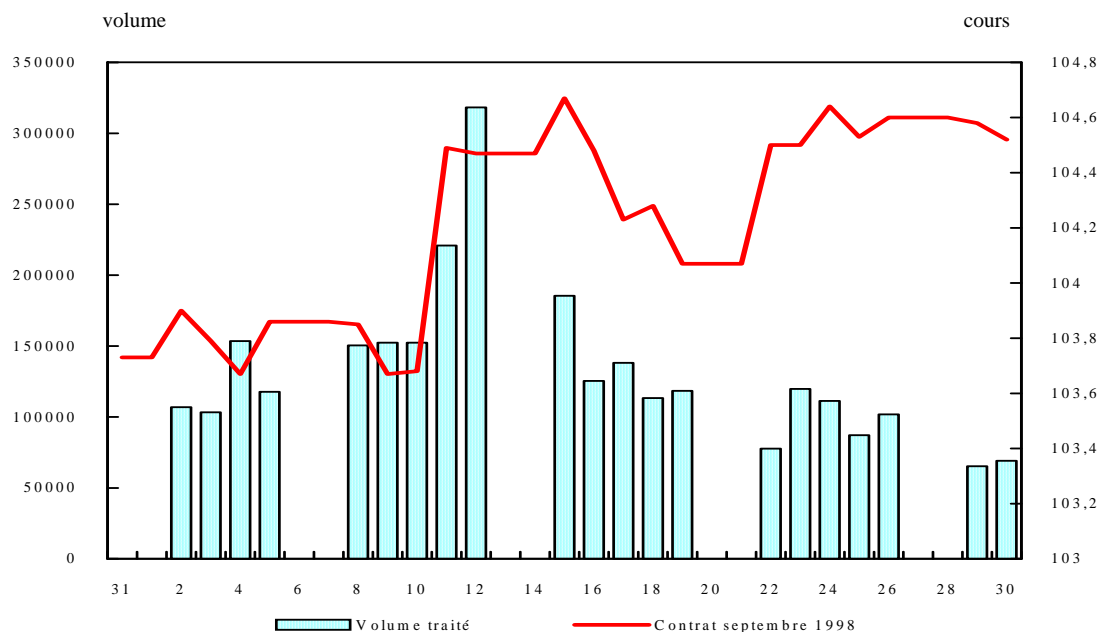
5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notional



Au cours de la période sous revue, le rendement de l'emprunt phare à 10 ans français a affiché un repli de l'ordre de 10 points de base, passant de 4,92 % à 4,82 %, atteignant en milieu de mois un plus bas niveau historique, à 4,80 %. Cette évolution s'inscrit dans un contexte général de bonne tenue des marchés obligataires alimentée par les difficultés rencontrées par les pays asiatiques — le Japon en particulier — et par les impacts de celles-ci sur les économies européenne et américaine.

Les principaux marchés obligataires ayant évolué en sympathie, les écarts de taux à 10 ans entre la France et les États-Unis ou l'Allemagne sont restés stables d'une fin de mois à l'autre, respectivement, à 71 points de base et 7 points de base.

ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF du 31 mai 1998 au 30 juin 1998



Source et réalisation : Banque de France

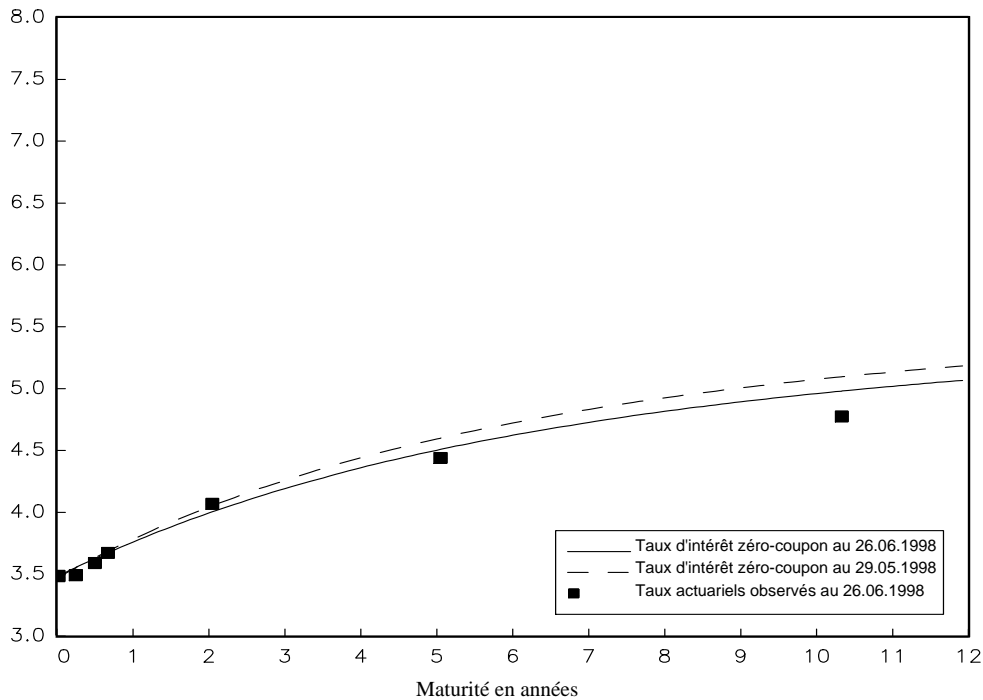
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 3 juillet 1998

Sur la période, le cours du contrat notionnel échéance septembre 1998 a enregistré une nette progression, passant de 103,73 à 104,56, en dépit d'un recul au cours de la troisième semaine.

La position ouverte sur le contrat notionnel, toutes échéances confondues, a progressé de 1 %, et atteint 124 658 lots fin juin.

TAUX D'INTÉRÊT ZÉRO-COUPON ET TAUX ACTUARIELS (a)



(a) Sur la méthodologie d'établissement de cette courbe, cf. l'article « Estimation d'une structure par terme des taux d'intérêt sur données françaises » publié dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 22 (octobre 1995).

Source et réalisation : Banque de France
DEER – Tél. : 01 42 92 49 78

Mise à jour le 30 juin 1998

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

(arrêtée au 6 juillet)

Les marchés de taux ont continué d'être favorablement orientés au début du mois de juillet. La persistance des difficultés rencontrées par le Japon et les déclarations des autorités monétaires européennes ont permis aux taux courts de céder quelques points.

Les taux obligataires se détendent au point d'atteindre de nouveaux niveaux plus bas (4,76 % pour le taux à 10 ans français, le 6 juillet). Ce mouvement résulte, notamment, de l'apparition des premiers signes de l'impact de la crise asiatique sur l'économie américaine.

5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est élevé à 1 312,4 milliards de francs à la fin du mois de juin, contre 1 345 milliards à fin mai. Cette baisse coïncide avec les arrêtés comptables de fin de semestre, période où l'activité est traditionnellement atténuée, de nombreux émetteurs et investisseurs restant en retrait du marché des titres de créances négociables. Le recul est surtout perceptible pour l'encours des certificats de dépôt, en baisse de 30,5 milliards de francs ; le volume des bons à moyen terme négociables se rétracte de 4,7 milliards de francs et l'encours des billets de trésorerie se consolide de 246 milliards. Seul l'encours des bons des institutions et des sociétés financières progresse de 2,5 milliards de francs.

L'observation des taux de rendement à l'émission relevés pour les titres d'une durée inférieure ou égale à un an confirme la tendance à la stabilité qui caractérisait déjà les taux du mois précédent. Il en est de même pour les rémunérations des bons à moyen terme négociables qui, pour les maturités les plus traitées, ne se sont écartés qu'exceptionnellement des niveaux atteints à la fin du mois de mai.

Dans un contexte caractérisé par une nouvelle baisse des taux d'intérêt à long terme, le montant des émissions obligataires réglées en juin a fortement progressé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte essentiellement d'une importante augmentation de la demande de capitaux des non-résidents, avec notamment l'arrivée de nombreux nouveaux émetteurs.

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 622,6 milliards de francs le 26 juin, contre 653,1 milliards le 29 mai et 622,1 milliards le 24 avril.

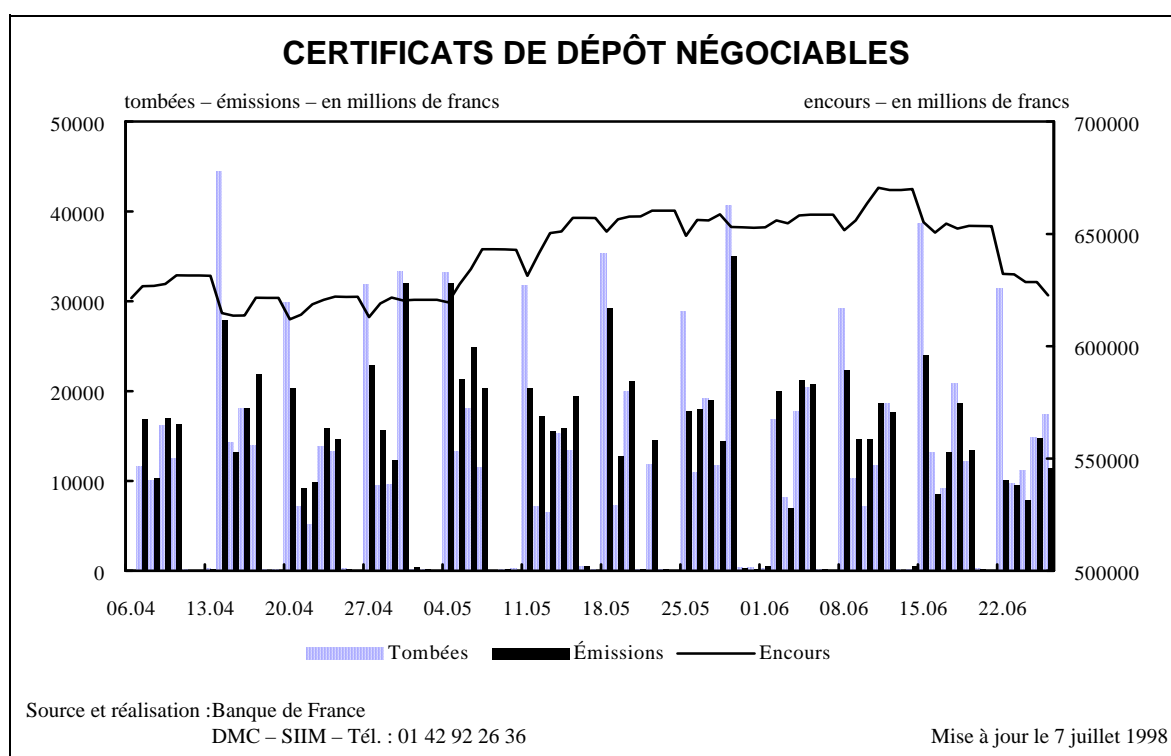
Les émissions réalisées au cours du mois de juin ont atteint 290,1 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 453,7 milliards en mai et 326,4 milliards en avril (respectivement 320,6 milliards, contre 422,7 milliards et 360 milliards, pour les tombées).

Huit émetteurs ont augmenté leur encours de plus de 1 milliard de francs au cours du mois sous revue : le Crédit commercial de France (2,8 milliards), la Banque nationale de Paris et la Banque CPR (2,1 milliards chacune), ABN Amro Bank (1,8 milliard), la Banque de Neuflyze Schlumberger (1,5 milliard), la Bayerische Vereinsbank et la Caisse interfédérale du Crédit mutuel (1,3 milliard chacune) et la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (1,2 milliard). À l'inverse, seize établissements ont réduit leur encours de plus de 1 milliard de francs, le retrait atteignant un montant supérieur à 2 milliards pour huit d'entre eux : le Crédit agricole Indosuez (5,2 milliards), la Sofaxbanque (4,3 milliards), la Deutsche Bank (3,2 milliards), la Société générale (3 milliards), Natexis Banque (2,7 milliards), la Caisse centrale des banques populaires et la Caisse des dépôts et consignations (2,6 milliards chacune) et l'Union de banque suisse (2,3 milliards).

La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteur* est demeurée très proche de celles des deux mois précédents. Les établissements de crédit ont recueilli 29,6 % du montant total d'émission, contre 32,0 % pour le mois de mai, précédant les sociétés et entreprises individuelles (25,4 %, contre 24,6 %), les OPCVM (21,3 %, contre 22,9 %) et les assurances, caisses de retraite et mutuelles (15,8 %, contre 15,4 %).

La composition des plages de *durées à l'émission* traduit un léger raccourcissement des maturités traitées par rapport au mois de mai. La part des émissions réalisées à moins d'un mois a augmenté de plus de 6 points, pour atteindre 30,7 % de la production, contre 24,5 % pour le mois précédent. Cette progression s'est effectuée au détriment de la tranche de durée immédiatement supérieure, le pourcentage des opérations réalisées entre un mois et trois mois reculant de plus de 10 points (41,7 % du montant total d'émission, contre 52,5 % en mai).

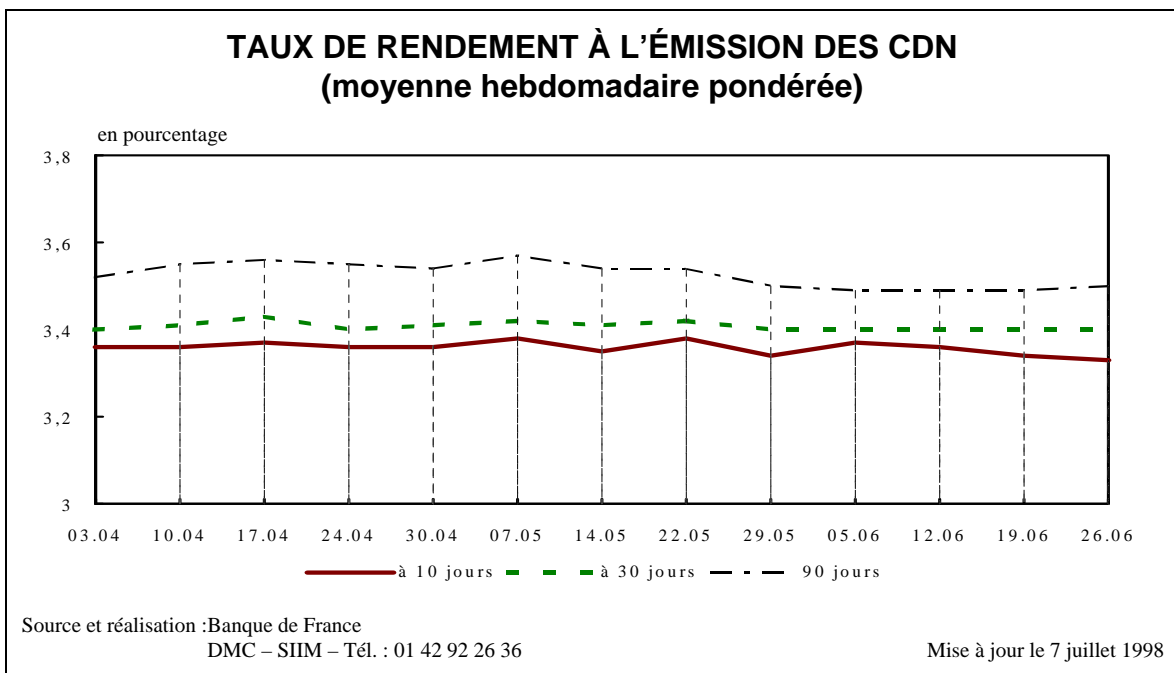
Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	89,1	30,7
De 1 mois à moins de 3 mois.....	120,9	41,7
De 3 mois à moins de 6 mois.....	73,3	25,3
De 6 mois à 1 an.....	6,8	2,3
Total.....	290,1	100,0



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 309 le 26 juin, contre 314 le 29 mai et 311 le 24 avril.

Les *taux à l'émission* relatifs aux maturités inférieures à 90 jours sont restés extrêmement stables, seuls les rendements des certificats d'une durée initiale égale à dix jours s'effritant très légèrement au cours des trois dernières semaines de la période sous revue.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN				
<i>(en pourcentage)</i>				
	2 au 5 juin	8 au 12 juin	15 au 19 juin	22 au 26 juin
Certificats à 10 jours (moyenne)	3,37	3,36	3,34	3,33
Certificats à 30 jours (moyenne)	3,40	3,40	3,40	3,40
Certificats à 90 jours (moyenne)	3,49	3,49	3,49	3,50
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	3,05	3,05	3,00	3,03
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut)	3,44	3,46	3,47	3,44
TIOP à 1 mois (plus bas)	3,52	3,52	3,52	3,52
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,53	3,53	3,53	3,53



Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

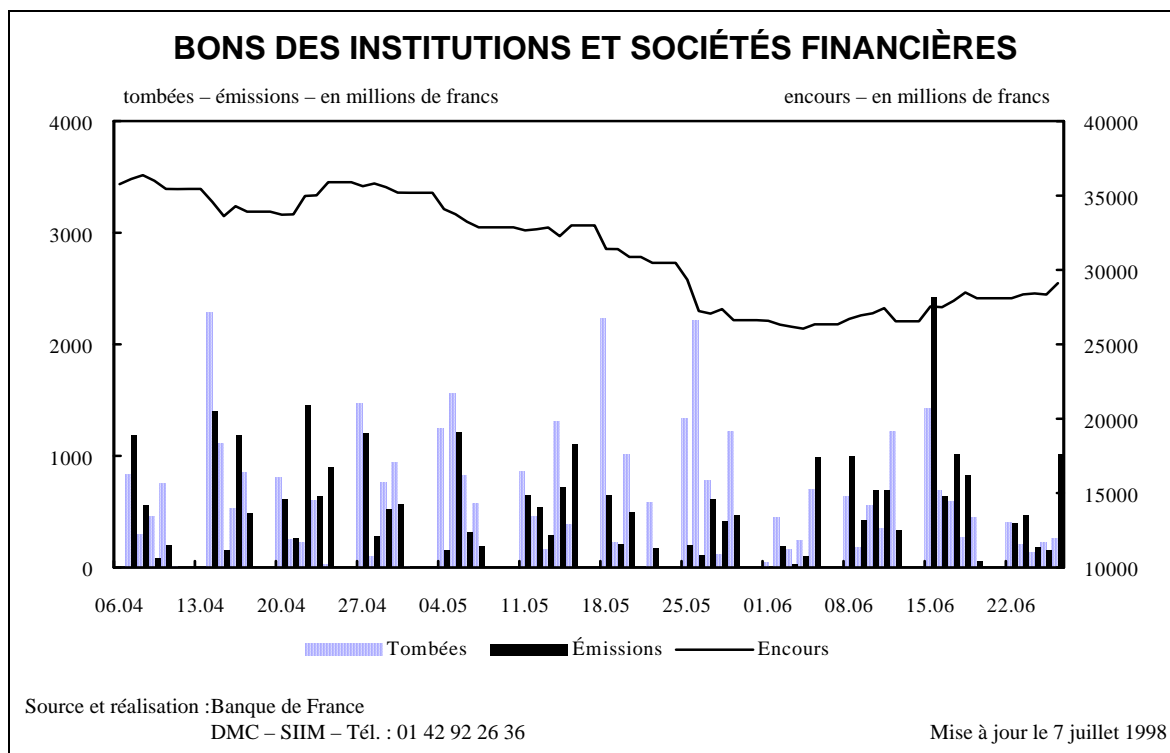
L'encours de ces bons s'élevait à 29,1 milliards de francs le 26 juin, contre 26,6 milliards le 29 mai et 35,9 milliards le 24 avril. Au 29 mai, 91,4 % de l'encours global correspondait aux opérations de sept établissements disposant d'un encours supérieur à 1 milliard de francs, le premier d'entre eux, le Crédit local de France, représentant près de 40 % du total à lui seul, avec un encours de 11,6 milliards, devant Cofidis et la Diac (3,6 milliards chacun).

Les émissions réalisées au cours du mois de juin ont atteint 11,7 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 11,1 milliards en mai et 11,7 milliards en avril (respectivement 9,2 milliards, contre 20,4 milliards et 16,3 milliards, pour les tombées).

Les établissements de crédit ont concentré 67,8 % de la *souscription* des BISF, contre 69,3 % pour le mois de mai, devant les OPCVM, lesquels ont recueilli 28,7 % du montant des souscriptions (27,6 % pour le mois précédent). L'essentiel du solde des acquisitions provient des sociétés et entreprises individuelles qui se sont appropriées 2,2 % du montant des titres émis.

L'examen des *durées à l'émission* fait ressortir un léger allongement des maturités traitées. Le montant représenté par les opérations réalisées à moins de trois mois recule de plus de 5 points par rapport au mois de mai (37,3 % du total, contre 42,6 %) au profit de celui correspondant aux émissions d'une durée initiale comprise entre trois mois et six mois, lequel progresse de près de 8 points (60,7 %, contre 53,0 %).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	0,4	3,6
De 1 mois à moins de 3 mois.....	3,9	33,7
De 3 mois à moins de 6 mois.....	7,1	60,7
De 6 mois à 1 an.....	0,2	2,0
Total.....	11,7	100,0



Calculés en moyenne hebdomadaire pondérée, les *taux de rendement à l'émission* ont très peu fluctué au cours du mois sous revue quels que soient les termes considérés, les écarts de rémunération dépassant rarement 1 à 2 points de base entre les différentes semaines de la période.

Billets de trésorerie (BT)

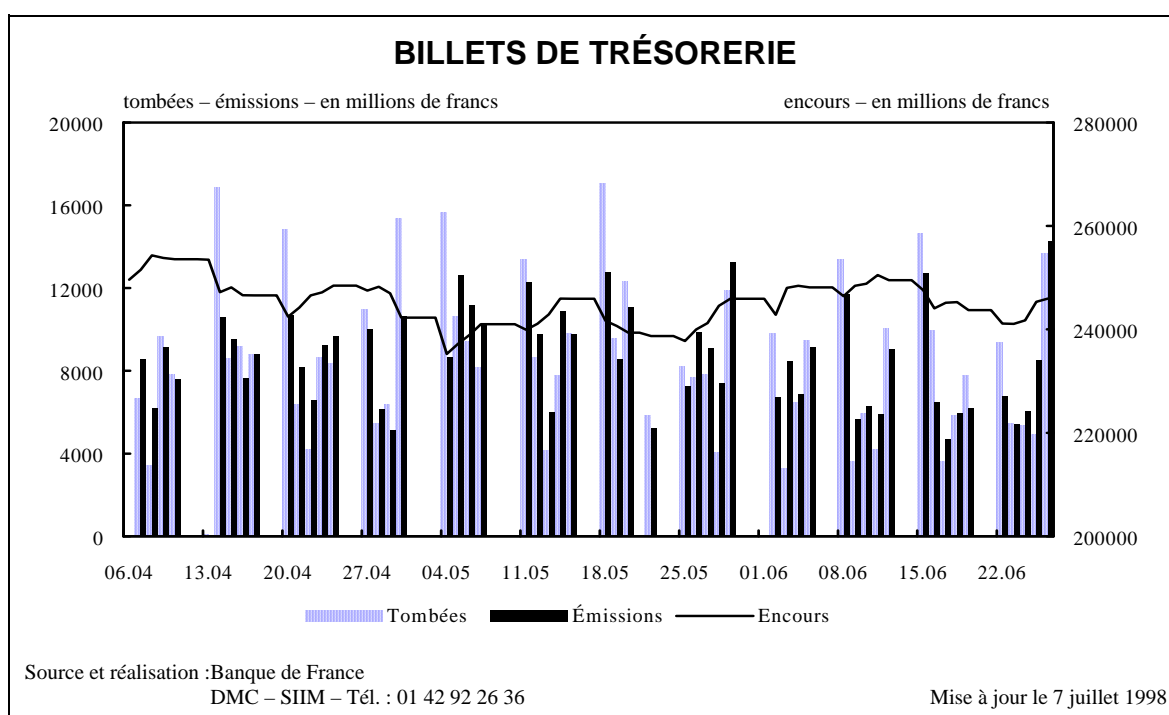
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 246 milliards de francs le 26 juin, contre 245,9 milliards le 29 mai et 248,4 milliards le 24 avril. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 147 milliards de francs, contre 207,7 milliards en mai et 161,6 milliards en avril (respectivement 146,8 milliards, contre 210,2 milliards et 170,6 milliards, pour les tombées).

Le 29 mai, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 92, contre 95 à fin mai et à fin avril. Sept émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs entre fin mai et fin juin ; il s'agit de France Télécom (4,5 milliards), la Cades (3,1 milliards), Worms et Cie (3 milliards), Lafarge (2,4 milliards), Vivendi (1,7 milliard), Valéo (1,4 milliard) et Hoechst Marion Roussel (1,1 milliard). À l'opposé, l'encours de quatre autres émetteurs s'est rétréci au-delà de ce même seuil : Total CFP (10,3 milliards), EDF (3,7 milliards), Alcatel Alsthom (3,1 milliards) et L'Oréal (1,2 milliard).

La ventilation du volume d'émission selon les types de *souscripteurs* a subi très peu de modifications par rapport à celle du mois précédent. La part des établissements de crédit est demeurée presque constante, avec 79,6 % du total, contre 79,2 % en mai. Il en est de même pour les OPCVM (11,3 %, contre 10,8 %), les sociétés et entreprises individuelles (5,0 %, contre 4,5 %) et les assurances, caisses de retraite et mutuelles (2,1 %, contre 2,8 %). Les non-résidents ont représenté 1,9 % de la souscription.

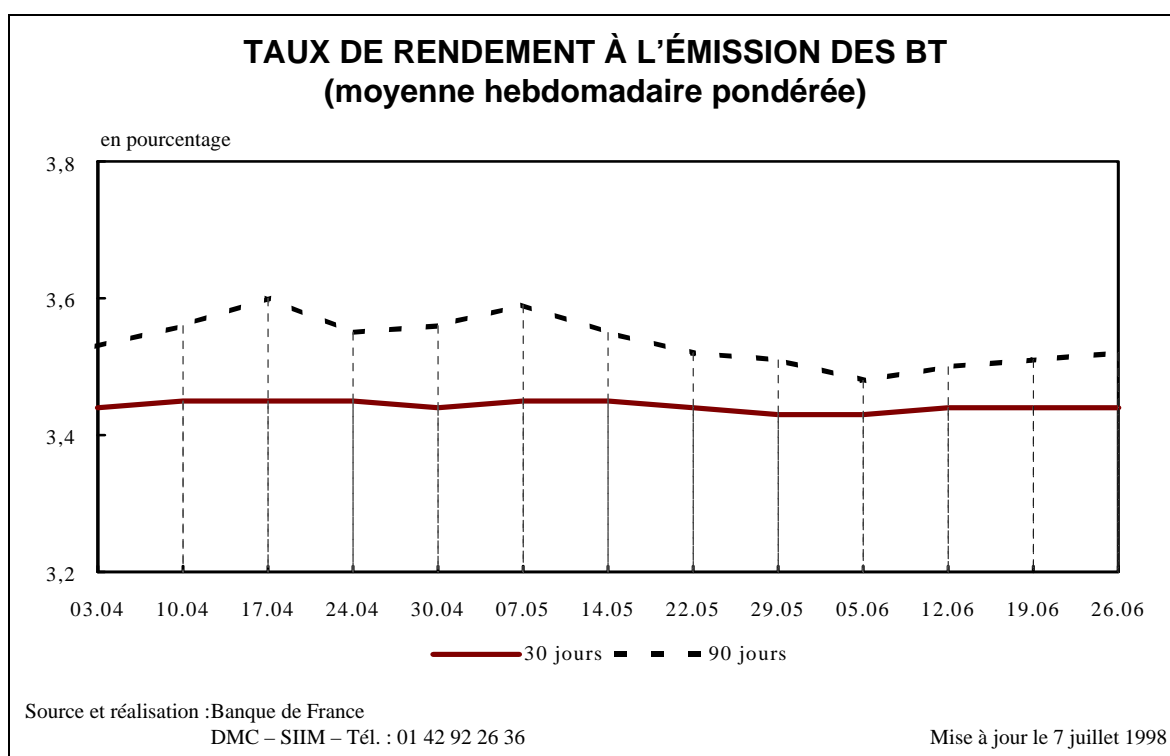
La répartition mensuelle des émissions selon les maturités initiales révèle un léger raccourcissement des maturités par rapport au mois précédent. La tranche d'émission de dix jours à un mois a été plus sollicitée que lors du mois de mai ; elle a représenté 25,5 % du montant global d'émission, contre 17,7 % précédemment. À l'opposé, la part des émissions d'une durée initiale comprise entre un mois et six mois s'est rétractée de plus de 8 points par rapport à celle du mois de mai (73,9 %, contre 82,1 %).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	37,4	25,5
De 1 mois à moins de 3 mois.....	96,1	65,5
De 3 mois à moins de 6 mois.....	12,4	8,4
De 6 mois à 1 an.....	0,9	0,6
Total	146,8	100,0



Les *taux de rendement à l'émission* sont restés sur des niveaux très proches de ceux du mois précédent pour les maturités les plus traitées (30 jours et 90 jours). La rémunération hebdomadaire moyenne des billets à 10 jours, reposant sur une assiette beaucoup plus restreinte, a suivi une évolution plus erratique ; les écarts de taux ont parfois atteint 9 points de base en valeur absolue, mais se sont généralement compensés d'une semaine à l'autre et n'ont donc pas eu d'effet sensible sur une tendance plutôt stable.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT				
<i>(en pourcentage)</i>				
	2 au 5 juin	8 au 12 juin	15 au 19 juin	22 au 26 juin
Billets à 10 jours (moyenne).....	3,39	3,39	3,48	3,42
Billets à 30 jours (moyenne).....	3,43	3,44	3,44	3,44
Billets à 90 jours (moyenne).....	3,48	3,50	3,51	3,52
Billets de 20 à 40 jours (plus bas)	3,38	3,37	3,37	3,40
Billets de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,48	3,50	3,49	3,52
TIOP à 1 mois (plus bas)	3,52	3,52	3,52	3,52
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,53	3,53	3,53	3,53



Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 414,7 milliards de francs le 26 juin (dernier chiffre provisoire disponible), contre 419,4 milliards au 29 mai et 424,2 milliards au 24 avril.

Les émissions réalisées au cours du mois de juin se sont élevées à 7,2 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 9 milliards en mai et 12,3 milliards en avril (respectivement 11,9 milliards, contre 13,9 milliards et 8,4 milliards, pour les tombées).

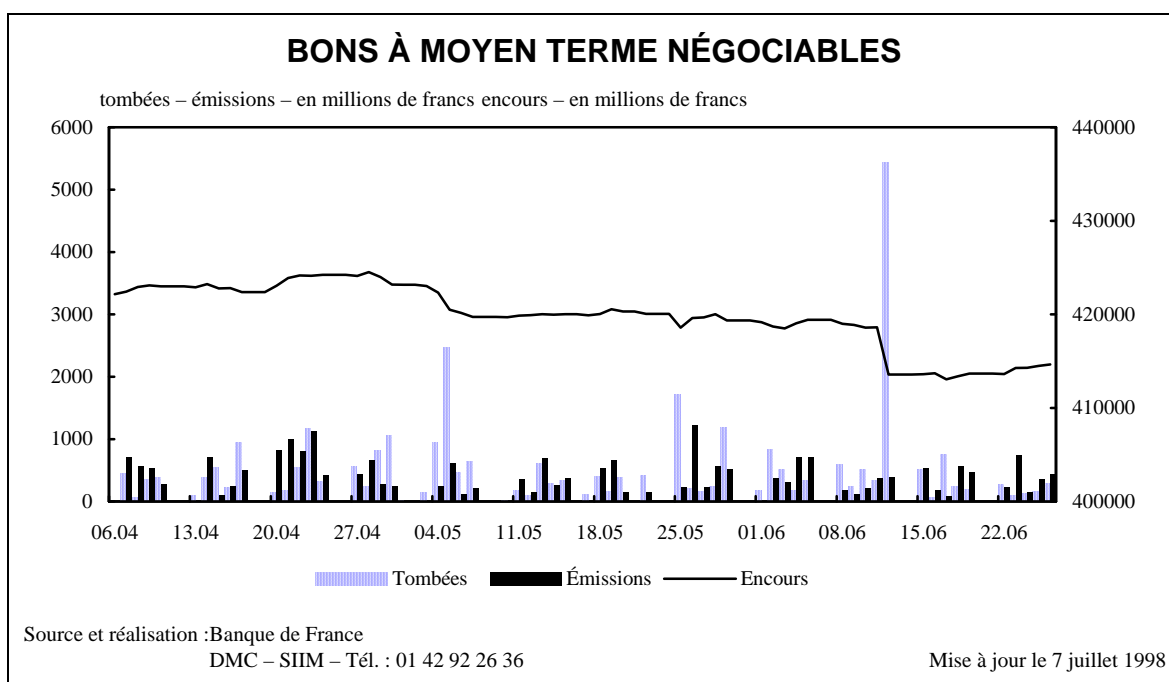
Le nombre d'émetteurs présents sur le marché au 26 juin s'est établi à 228, contre 231 à fin mai et 229 à fin avril. Les hausses d'encours les plus significatives, observées pendant le mois, concernent BNP Lease, établissement issu de la fusion du Crédit universel et de BNP Bail (371 millions de francs), la Caisse centrale des caisses d'épargne (285 millions) et Finaref (200 millions). À l'opposé, les baisses les plus conséquentes proviennent de la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (670 millions de francs), le CIC (511 millions), la Banque fédérative de crédit mutuel (420 millions), le Crédit agricole Indosuez (412 millions) et la Banque Worms (410 millions).

Au 26 juin, la Société générale demeure le principal émetteur sur le marché des BMTN, avec 26,9 milliards de francs, devant le Crédit lyonnais (25,9 milliards) et la Caisse des dépôts et consignations (22,9 milliards).

La répartition mensuelle par catégories de *souscripteurs* fait apparaître une progression sensible de la contribution des établissements de crédit, avec 75,6 % du montant global d'émission, contre 63,6 % pour le mois de mai, laquelle est compensée par un recul de la souscription des OPCVM (11,9 % du total, contre 18,4 %) et des assurances, caisses de retraite et mutuelles, traditionnellement moins présentes en fin de trimestre (elles n'ont représenté que 1,7 % du montant des souscriptions, contre 11,5 % pour la période précédente). Enfin, la part des sociétés et entreprises individuelles s'est élevée à 9,1 % du volume total d'émission, contre 5,5 % en mai.

La ventilation du montant global des émissions selon leur maturité initiale traduit une concentration des opérations réalisées sur les maturités inférieures à trois ans (70,1 % de la production, contre 64,5 % en mai) et, à l'inverse, une réduction sensible de la part des montants relatifs aux titres ayant une durée initiale excédant sept ans (4,3 % du montant total, contre 17,7 % pour le mois précédent).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	2,8	39,1
De 2 ans à moins de 3 ans.....	2,2	31,0
De 3 ans à moins de 5 ans.....	1,2	16,0
De 5 ans à moins de 7 ans.....	0,7	9,6
De 7 ans et plus	0,3	4,3
Total	7,2	100,0



Les rendements hebdomadaires moyens relevés au cours de la période révèlent une relative stabilité des rémunérations sur les termes les plus traités (inférieurs ou égaux à trois ans), les écarts de rendement n'excédant pas 8 points de base et étant généralement compensés, tout au moins partiellement, par des évolutions inverses au cours de la période. Ces variations rapprochées de nature opposée proviennent généralement de l'hétérogénéité des assiettes de référence.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BMTN				
<i>(en pourcentage)</i>				
	2 au 5 juin	8 au 12 juin	15 au 19 juin	22 au 26 juin
Bons à 1 an 1 jour (moyenne).....	3,85	3,85	3,93	3,91
Bons à 2 ans (moyenne).....	4,25	4,27	4,26	4,29
Bons à 3 ans (moyenne).....	–	4,46	4,47	4,40
Bons à 5 ans (moyenne).....	–	–	5,00	–
Bons à 7 ans (moyenne).....	–	–	–	4,85
Bons à 10 ans (moyenne).....	5,31	–	5,14	4,90

5.2.2. Les OPCVM

ENCOURS DE TITRES D'OPCVM (SICAV ET FCP)					
<i>(données brutes en milliards de francs)</i>					
	1997		1998		
	Juin	Décembre	Avril	Mai	Juin
SICAV	1 684,3	1 618,7	1 778,2	1 825,4	1 840,5
– monétaires	816,4	745,6	800,9	809,7	803,3
– obligations et autres titres de créance	467,2	446,2	456,5	460,2	464,5
– actions	249,8	264,8	333,5	358,8	370,3
– diversifiées	147,8	159,2	184,3	193,7	199,4
– garanties	3,1	2,9	3,0	3,0	3,0
FCP	1 301,5	1 360,0	1 548,7	1 594,6	1 626,0
– monétaires	304,7	274,8	303,0	309,3	307,2
– obligations et autres titres de créance	369,4	361,6	370,5	371,4	370,5
– actions	134,0	152,5	205,2	217,9	227,3
– diversifiés	351,4	405,7	490,0	509,2	533,4
– garantis	142,0	165,4	180,0	186,8	187,6
OPCVM	2 985,8	2 978,7	3 326,9	3 420,0	3 466,5
– monétaires	1 121,1	1 020,4	1 103,9	1 119,0	1 110,5
– obligations et autres titres de créance	836,6	807,8	827,0	831,6	835,0
– actions	383,8	417,3	538,7	576,7	597,6
– diversifiés	499,2	564,9	674,3	702,9	732,8
– garantis	145,1	168,3	183,0	189,8	190,6
Source : Commission des opérations de bourse					
Réalisation : Banque de France					
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14					
Mise à jour le 3 juillet 1998					

En juin, l'encours des titres d'OPCVM « monétaires » s'est élevé à 1 110,5 milliards de francs. En glissement annuel, la baisse s'est nettement ralentie avec l'aplatissement de la courbe des rendements, s'établissant à 0,9 %, après – 3,3 % en mai et – 9,9 % en décembre 1997. Pour autant, on n'observe pas encore de reprise régulière des souscriptions, juin ayant même été un mois de rachats nets pour les Sicav monétaires.

L'encours des titres d'OPCVM « obligations » s'est situé à 835 milliards de francs ; l'arrêt de l'érosion des encours se confirme, leur glissement annuel atteignant – 0,2 % en juin, après – 0,2 % en mai et – 0,8 % en avril, avec la conjonction d'effets performance et souscription positifs.

L'encours des titres d'OPCVM « actions » a atteint 597,6 milliards de francs. Sur un an, sa progression est restée forte (+ 55,7 %, après + 61,7 % en mai et + 57,7 % en avril), sous le double effet de la valorisation boursière et d'importantes souscriptions.

L'encours des titres d'OPCVM « diversifiés » s'est élevé à 732,8 milliards de francs (+ 46,8 % sur un an) et celui des OPCVM « garantis » à 190,6 milliards (+ 31,4 % en glissement annuel). Le dynamisme de ces deux catégories d'OPCVM ne se dément pas, reflétant notamment le souci de certains épargnants de se prémunir contre le risque de fluctuation des cours boursiers.

Au total, à fin juin, l'encours des titres d'OPCVM a atteint 3 466,5 milliards de francs. Son glissement annuel n'a cessé de se renforcer depuis décembre 1997, atteignant + 16,1 % en juin, après + 15,1 % en mai et + 7,4 % en décembre 1997.

5.2.3. Le marché primaire obligataire en juin

Les flux d'émissions en francs et en devises

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte caractérisé par une nouvelle baisse des taux d'intérêt à long terme, le montant des émissions obligataires réglées en juin a fortement progressé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte essentiellement d'une importante augmentation de la demande de capitaux des non-résidents, avec notamment l'arrivée de nombreux nouveaux émetteurs.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 78 milliards de francs, après 57,8 milliards en mai et 58,3 milliards en avril. Près de 56 % des titres réglés en juin ont été émis en francs sur le marché intérieur, et plus de 4 % l'ont été en écus. Le compartiment international a, pour sa part, enregistré 40 % des émissions, dont 4,2 % en euro-écus et 2,6 % en eurodeutschemarks.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVICES								
ventilation par marché								
<i>(en milliards de francs)</i>								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Juin 1998	6 mois 1998	6 mois 1997	Année 1997		Juin 1998	6 mois 1998	6 mois 1997	Année 1997
MARCHÉ INTÉRIEUR								
26,5	173,5	179,3	336,0	État	- 26,6	40,4	147,6	145,2
9,4	33,2	33,0	75,6	Établissements de crédit et assimilés	- 14,6	- 70,4	- 35,6	- 75,8
7,7	37,2	13,7	46,2	Sociétés non financières	4,9	17,6	- 7,2	11,4
0,6	6,7	15,2	16,6	Autres émetteurs résidents	0,5	6,4	14,3	14,2
44,3	250,6	241,3	474,3	Ensemble des résidents	- 35,9	- 6,1	119,1	94,9
2,6	2,6	-	0,2	Non-résidents	2,6	1,6	- 3,3	- 5,2
46,8	253,1	241,3	474,5	TOTAL	- 33,3	- 4,5	115,7	89,7
3,2	18,1	23,7	34,5	dont émissions en écus	3,2	- 43,5	17,4	28,2
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
-	21,4	15,2	25,6	Établissements de crédit et assimilés	- 0,5	15,9	3,4	2,0
4,8	12,8	1,8	6,8	Sociétés non financières	4,8	9,0	- 2,6	- 6,1
-	14,4	-	-	Autres émetteurs résidents	-	14,4	-	- 0,3
4,9	48,6	17,1	32,4	Ensemble des résidents	4,4	39,3	0,7	- 4,4
26,3	100,3	73,8	168,7	Non-résidents	26,3	76,4	58,1	131,2
31,2	148,9	90,8	201,1	TOTAL	30,7	115,7	58,8	126,8
3,3	15,9	3,8	4,7	dont émissions en écus	3,3	14,0	- 4,8	- 3,9
3,3	15,9	2,4	3,4	dont émissions en écus des résidents	3,3	15,9	- 4,8	- 3,9
2,0	6,2	-	8,8	dont émissions en devises	2,0	6,2	-	8,8
-	1,0	-	1,4	dont émissions en devises des résidents	-	1,0	-	1,4
<p><i>NB</i> : Les données concernent les 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</p>								
<p>Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23</p>								
<p>Mise à jour le 2 juillet 1998</p>								

La **collecte des résidents** est ressortie à 49,2 milliards de francs (43,4 milliards en mai), soit plus de 63 % des émissions réglées en juin.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES ventilation par devise

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Juin 1998	6 mois 1998	6 mois 1997	Année 1997		Juin 1998	6 mois 1998	6 mois 1997	Année 1997
				ÉMISSIONS en FRANCS				
23,4	155,6	155,6	301,7	État	- 29,8	84,1	130,3	117,3
9,5	47,4	45,8	96,1	Établissements de crédit et assimilés	- 15,1	- 61,7	- 27,4	- 71,6
9,2	40,0	15,5	53,0	Sociétés non financières	6,4	16,6	- 9,9	5,3
0,6	21,0	15,2	16,6	Autres émetteurs résidents	0,5	20,7	14,3	13,9
42,6	264,1	232,2	467,4	Ensemble des résidents	- 38,0	59,7	107,3	64,8
26,9	97,7	72,5	160,2	Non-résidents	26,9	74,8	54,7	118,6
69,5	361,8	304,6	627,5	TOTAL	- 11,2	134,5	162,0	183,4
43,6	235,0	217,5	440,0	dont émissions intérieures	- 36,5	38,9	98,4	61,6
41,1	232,4	217,5	439,8	dont émissions intérieures des résidents	- 39,0	37,4	101,7	66,7
				ÉMISSIONS en ÉCUS				
3,2	17,9	23,7	34,3	État	3,2	- 43,7	17,4	27,9
-	6,2	2,4	3,7	Établissements de crédit et assimilés	-	6,2	- 4,8	- 3,6
3,3	10,0	-	-	Sociétés non financières	3,3	10,0	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
6,5	34,1	26,2	38,0	Ensemble des résidents	6,5	- 27,5	12,5	24,3
-	-	1,3	1,3	Non-résidents	-	- 2,0	-	-
6,5	34,1	27,5	39,3	TOTAL	6,5	- 29,5	12,5	24,3
3,2	18,1	23,7	34,5	dont émissions intérieures	3,2	- 43,5	17,4	28,2
3,2	18,1	23,7	34,5	dont émissions intérieures des résidents	3,2	- 43,5	17,4	28,2
				ÉMISSIONS en DEVISES				
-	1,0	-	1,4	Établissements de crédit et assimilés	-	1,0	-	1,4
2,0	5,2	-	7,4	Non-résidents	2,0	5,2	-	7,4
2,0	6,2	-	8,8	TOTAL	2,0	6,2	-	8,8
-	-	-	-	dont émissions intérieures	-	-	-	-
<p><i>NB</i> : Les données concernent les 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</p>								
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23					Mise à jour le 2 juillet 1998			

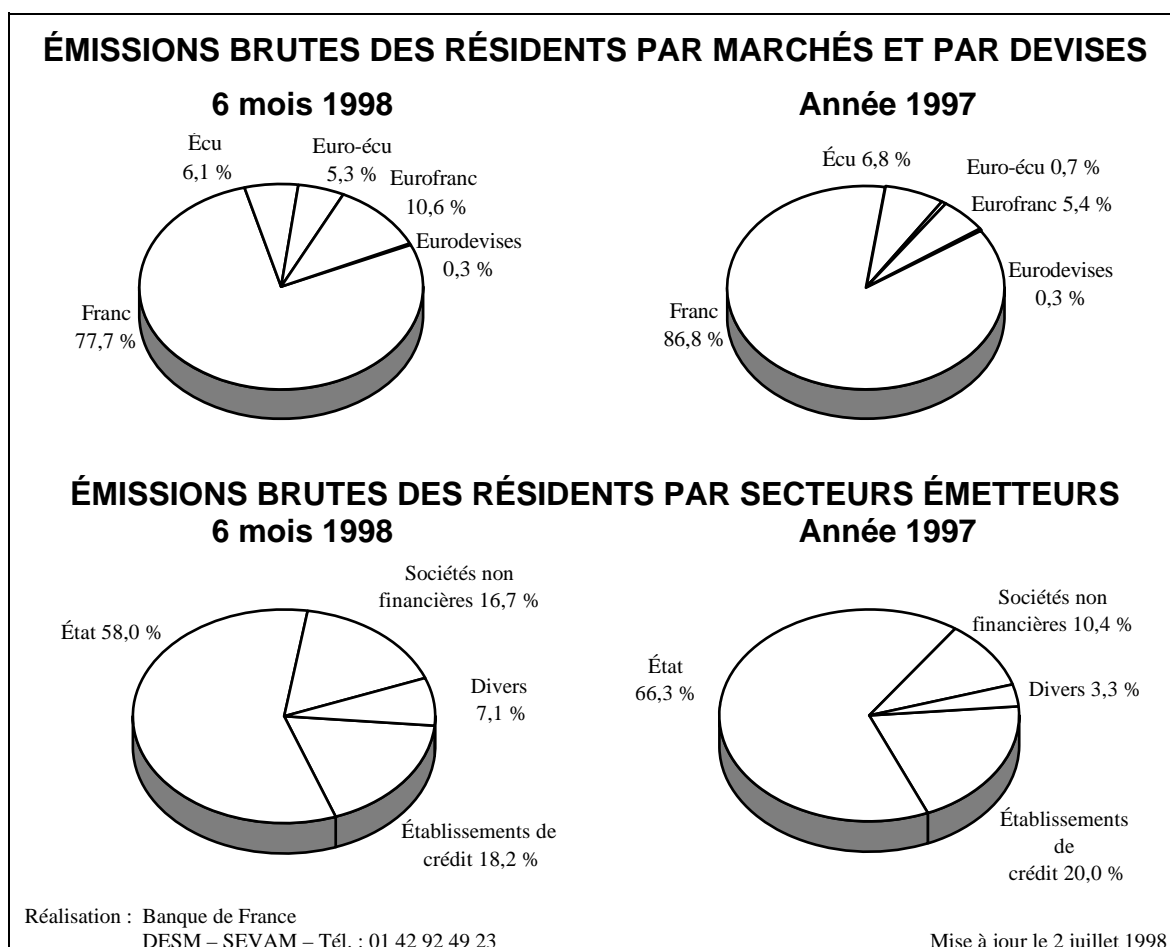
Les émissions brutes de l'État se sont élevées à 26,5 milliards de francs (26,1 milliards en mai). Les fonds en francs ont été levés sur trois lignes, l'OAT 5,25 % avril 2008¹, l'OAT TEC 10 janvier 2009 et l'OAT 5,50 % avril 2029. Lors de l'adjudication du 4 juin, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 19,9 milliards de francs, auxquels il faut ajouter 2,5 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 4,91 %, en baisse de 12 points de base par rapport à l'adjudication du 7 mai.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée également le 4 juin et qui portait sur l'OAT 5,25 % avril 2008. Le montant nominal émis s'est élevé à 470 millions d'écus, soit environ 3,1 milliards de francs. Le taux de rendement de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 4,95 %, en baisse de 13 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée principalement sur le marché intérieur, est passée de 17,3 milliards de francs à 22,5 milliards d'un mois à l'autre. Les établissements de crédit et les sociétés non financières ont, respectivement, levé 9,4 milliards de francs et 12,5 milliards.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 4 au 23 juin) ont atteint 724 millions de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 4,65 %.

La collecte des **émetteurs non résidents**, réalisée essentiellement sur le marché international, a atteint 28,9 milliards de francs en juin, après 14,4 milliards en mai.



Au terme des six premiers mois de 1998, la collecte brute cumulée en francs et en devises des résidents s'est élevée à 299 milliards de francs, contre 258 milliards durant la période correspondante en 1997. Globalement, la proportion des émissions en francs a diminué au profit des émissions libellées en écus. La part de l'État¹ 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 66 % pour l'ensemble de l'année 1997.

Autres événements intervenus sur le marché primaire au cours du mois de juin

La Banque européenne d'investissement a procédé du 17 au 19 juin à une offre d'échange portant sur quatre lignes libellées en francs. L'opération a pour but de permettre à leurs détenteurs de les échanger contre des obligations convertibles en euros.

¹ À fin juin, l'État avait réalisé 54 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 320 milliards de francs.

Sur le marché intérieur, la société Albatros investissement a procédé à sa première émission, d'un montant de 800 millions de francs. Sur le marché international, sept nouveaux émetteurs sont apparus, Citibank Credit Card Master Trust (4 milliards de francs), Schieneninfrastrukturfinanzierungs-Gesellschaft (1,75 milliard) qui bénéficie de la garantie de la République d'Autriche, John Hancock Global Funding Limited (1,25 milliard), Banesto Finance Ltd (1 milliard), Omnicom Group Inc (1 milliard), Nordic Investment Bank (600 millions) et la société Discover Card International Offerings Ltd qui a procédé à deux émissions aux caractéristiques identiques (coupon et date d'échéance), l'une de 2 milliards de francs et l'autre de 600 millions de deutschemarks. 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.

Par ailleurs, la Westfälische Hypothekenbank AG a, selon la technique utilisée récemment pour la première fois par la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades), procédé à l'émission d'obligations à amortissement indexé sur le TEC 10 pour un montant de 1 milliard de francs.

Concernant le marché primaire des actions, trois sociétés ont émis pour près de 3,3 milliards de francs d'obligations convertibles en actions à tout moment à partir de juin 1998.

5.2.4. Le marché primaire des actions en mai

ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Avril 1998	Mai 1998	5 mois 1998	5 mois 1997	Année 1997
TOTAL ÉMIS (a)	20,3	11,4	146,5	109,6	292,9
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES.....	19,9	10,7	143,5	99,4	267,5
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT.....	0,3	0,7	2,0	0,8	7,2
COMPAGNIES D' ASSURANCE.....	–	–	1,0	9,3	18,2
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	10,7	1,4	30,2	9,0	52,2
– émissions avec appel public à l' épargne (c).....	0,6	0,7	15,7	8,1	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 2 juillet 1998					

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 11,4 milliards de francs en mai, après 20,3 milliards en avril. Au terme des cinq premiers mois de 1998, leur montant (146,5 milliards de francs) apparaît en progression d'environ 34 % d'une année à l'autre ¹.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont passées de 9 milliards de francs à 30,2 milliards. À fin mai 1998, elles représentaient 21 % du montant total des émissions d'actions, contre 18 % pour l'ensemble de l'année 1997.

Les émissions réalisées avec appel public à l'épargne sont également en forte hausse d'une année à l'autre : 15,7 milliards de francs sur les cinq premiers mois de 1998, contre 8,1 milliards sur la période correspondante de 1997.

¹ 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 poursuivi sa forte progression au cours du mois de juin (+ 4,02 %), l'indice CAC 40 clôturant au-delà de 4 200 points en fin de mois.

Cette progression a été identique à celle du mois précédent. La Bourse de Francfort enregistre toujours les meilleures performances, avec une progression de + 5,90 %.

En revanche, la Bourse de Londres s'inscrit toujours en repli (- 0,65 %) dans un contexte de poursuite de resserrement monétaire.

La Bourse new-yorkaise, en repli le mois dernier, a progressé faiblement en juin (+ 0,59 %), les résultats anticipés des entreprises subissant l'influence de la chute du yen en début de période.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

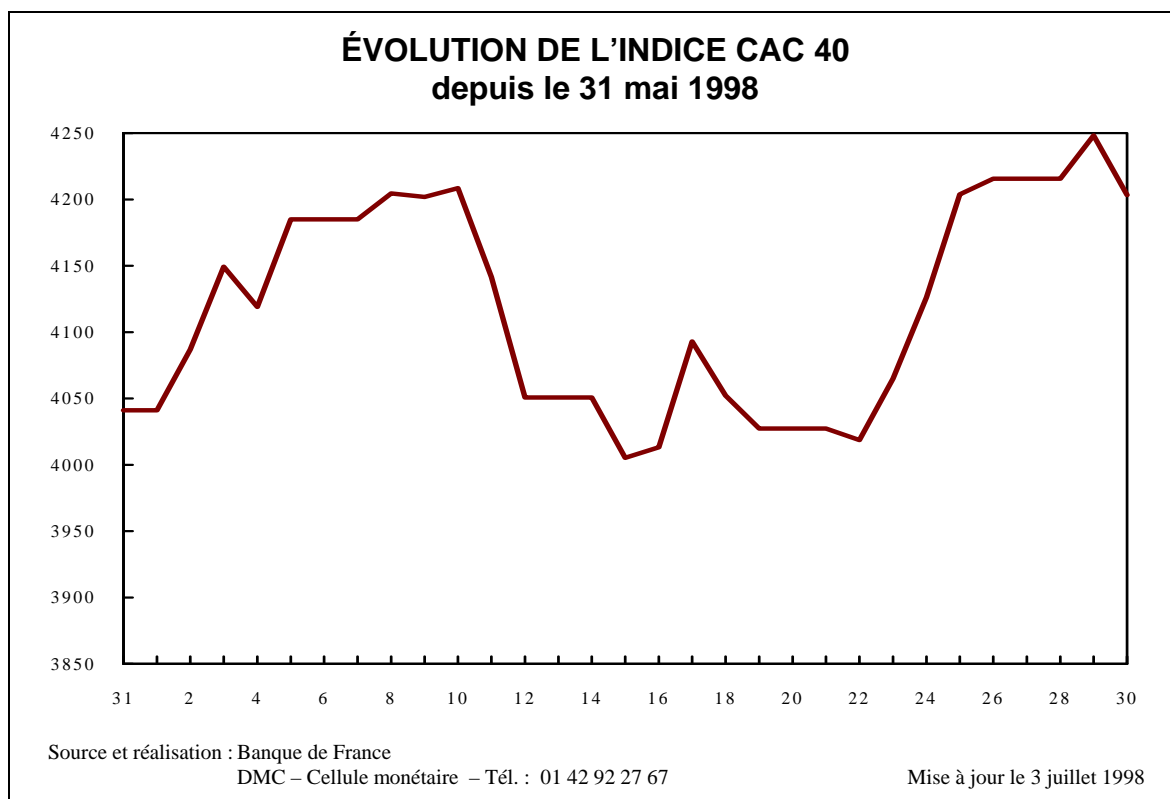
INDICES BOURSIERS				
	31 mai 1998	30 juin 1998	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1997
New York (Dow Jones)	8 899,95	8 952,02	0,59	13,20
Londres (FT 100).....	5 870,70	5 832,50	- 0,65	13,57
Tokyo (Nikkei)	15 670,78	15 830,27	1,02	3,75
Paris (CAC 40)	4 041,16	4 203,45	4,02	40,17
Francfort (DAX).....	5 569,08	5 897,44	5,90	38,77

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

Mise à jour le 3 juillet 1998

La Bourse de Paris progressait en début de mois sous l'influence positive des résultats des sociétés. Elle se dégradait dans un deuxième temps, après la confirmation de l'entrée en récession des économies d'Asie du Sud-Est et avec l'accroissement des inquiétudes concernant cette zone, qui pesait notamment sur les valeurs exportatrices.

Enfin, elle se redressait pour atteindre de nouveaux niveaux plus hauts en fin de période, à la faveur de la reprise du yen, de la hausse de valeurs pétrolières et de rumeurs de fusion, notamment dans le secteur bancaire.



5.3.2. La tendance au début du mois de juillet

(arrêtée au 6 juillet)

Au début du mois de juillet, la Bourse de Paris a poursuivi sa progression notamment dans le sillage du marché nippon, après l'annonce par le gouvernement japonais du plan de *Bridge Bank*.

CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

Le gouvernement et la politique générale

La protection sociale

- 1^{er} juin** Démission du directeur de la Caisse nationale d'assurance-maladie, Bertrand Fragonard.
- 26 juin** Le Conseil d'État annule la convention passée l'an dernier entre les trois principaux régimes d'assurance-maladie et les médecins spécialistes.

Les mesures financières

- 3 juin** L'Assemblée nationale adopte définitivement le projet de loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier qui prévoit, notamment, la possibilité d'émettre des titres indexés sur l'inflation et, pour les sociétés cotées, de racheter leurs propres actions. Ce texte comporte également une série de mesures de simplification administrative et des dispositions permettant le passage à l'euro.

Les taux réglementés

- 5 juin** Le ministre de l'Équipement, des Transports et du Logement annonce une baisse de 0,5 point, de 3,5 % à 3,0 %, du taux des livrets A et bleus et des Codevi à compter du 16 juin. Parallèlement, la rémunération des comptes épargne-logement est ramenée, à la même date, de 2,25 % à 2,0 %, et celle des plans d'épargne-logement de 4,25 % à 4,0 % à compter du 9 juin. Les taux des emprunts associés à ces deux produits passent, respectivement, de 3,75 % à 3,50 % et de 4,80 % à 4,60 %. De leur côté, les taux des livrets B sont désormais libres, de même que ceux des livrets jeunes, qui ne pourront toutefois être inférieurs à celui du livret A. Ces mesures s'accompagnent de la mise en place d'un Conseil consultatif chargé d'émettre des avis sur le niveau approprié des taux réglementés et d'un dispositif d'encadrement du taux du livret A qui devra rester supérieur au taux d'inflation majoré de 1 point et inférieur aux taux courts de marché minorés de 0,5 point.

La politique agricole

- 10 juin** Le Conseil des ministres adopte le projet de loi d'orientation agricole qui vise à instaurer une gestion plus contractuelle de la politique en ce domaine.

La politique familiale

- 12 juin** Le Premier ministre confirme, lors de la Conférence de la famille, l'abandon de la mise sous condition de ressources des allocations familiales en contrepartie d'un abaissement sensible du quotient familial. Il annonce également d'autres mesures, parmi lesquelles le droit aux allocations familiales jusqu'à 19 ans révolus et l'extension de l'allocation de rentrée scolaire. Au total, l'ensemble de ces dispositions représenteront pour l'État un coût supplémentaire de FRF 3 milliards par an.

Les privatisations

- 12 juin** L'État décide de céder, en octobre prochain, la Société marseillaise de crédit à la Banque Chaix, filiale du Crédit commercial de France, seule candidate au rachat de la banque publique. Auparavant, il procédera à une recapitalisation de FRF 2,9 milliards.

La fiscalité

- 15 juin** Dans son rapport annuel, le Conseil des impôts préconise l'élargissement de l'assiette de l'impôt sur la fortune aux biens professionnels, en contrepartie de taux d'imposition plus faibles. Il propose également d'abaisser les droits de mutation à titre onéreux et les droits de succession.
- 22 juin** Dans un rapport sur la fiscalité écologique, la députée Nicole Bricq propose de ramener en cinq ans l'écart de taxation entre le super sans plomb et le gazole au niveau moyen européen.

Les entreprises publiques

- 16 juin** Le gouvernement présente l'avant-projet de loi de réforme des caisses d'épargne qui, s'inspirant du rapport du député Raymond Douyère, opte pour un statut coopératif et prévoit un prélèvement exceptionnel sur les fonds propres du groupe au bénéfice de l'État.
- 19 juin** Le ministre des Transports présente les grandes lignes d'une nouvelle réforme de la SNCF. Le Réseau ferré de France recevra, sur trois ans, FRF 37 milliards de subventions pour stabiliser sa dette, et un Conseil supérieur du service public ferroviaire sera créé pour coordonner réseau et exploitation.
- 25 juin** Signature du contrat de plan de La Poste pour la période 1998-2001. Ce texte donne davantage d'autonomie à l'établissement public qui pourra, notamment, gérer les fonds des CCP, auparavant centralisés au Trésor, et expérimenter la vente d'assurances de personnes.

La réduction du temps de travail

- 23 juin** Publication au Journal officiel des cinq décrets d'application de la loi sur les 35 heures.

Le salaire minimum

- 24 juin** Le Conseil des ministres décide d'augmenter le SMIC de 2 % au 1^{er} juillet, le portant à FRF 40,22 l'heure, soit FRF 6 797,18 par mois (FRF 5 386,08 net).

La garantie des dépôts

- 29 juin** Le gouvernement soumet pour consultation aux principaux établissements financiers l'esquisse d'un projet de loi visant à l'instauration d'un fonds unique de garantie des dépôts. Ce texte prévoit également un système analogue pour les assureurs.

La politique de la ville

30 juin Le Premier ministre s'engage à consacrer, dès l'an prochain, plus de FRF 30 milliards aux zones urbaines, enveloppe en progression de 50 % par rapport à la situation actuelle.

La Banque de France et la politique monétaire

25 juin Le Conseil général de la Banque de France adopte le projet de réforme des activités de caisse dans le réseau de succursales de l'Institut d'émission qui prévoit la transformation en caisses allégées de 60 caisses institutionnelles entre 1999 et 2002.

É T U D E S

LES BALANCES DES PAIEMENTS NATIONALES EN UNION MONÉTAIRE ¹

Les balances des paiements constituent des indicateurs nécessaires pour la conduite et l'analyse de la politique économique et monétaire et la confection des comptes nationaux financiers et non financiers d'un pays. La création de l'Union monétaire européenne (UME) au 1^{er} janvier 1999 et la mise en place du Système européen de banques centrales (SEBC) suscitent parfois des interrogations sur la pérennisation des balances des paiements complètes pour chaque État membre de l'Union monétaire.

L'avenir des recensements des flux *intra*-communautaires en Union monétaire doit néanmoins être examiné non seulement au regard de la mise en œuvre de la politique monétaire, mais aussi des autres domaines couverts par la politique économique. L'Union monétaire ne signifie pas, en effet, union politique et disparition des États nations.

Si les balances des paiements nationales seront dans l'avenir toujours nécessaires, comme la présente étude tendra à le démontrer, il n'en demeure pas moins que la mise en œuvre de l'Union monétaire créera de nouvelles contraintes pour leur établissement. Les statistiques de balance des paiements reposent, en effet, très largement sur la notion de territoires nationaux (concept de résident

¹ La présente étude repose sur la note, remaniée pour le *Bulletin de la Banque de France*, présentée par François Renard au septième colloque de l'Association de comptabilité nationale, les 28, 29 et 30 janvier à Paris. Le thème traité fait aussi l'objet de discussions au sein d'un groupe de travail du CNIS co-présidé par la Banque de France (Pierre Jaillet – Direction des Études et Statistiques monétaires) et l'INSEE (François Lequiller – Département des Comptes nationaux) et portant sur « L'impact du passage à l'UEM sur les indicateurs monétaires et financiers et les comptes nationaux ».

et de non-résident) d'une part et sur la différenciation des monnaies nationales d'autre part. Avec les progrès de la mondialisation, la mise en place de l'euro et l'accroissement des transactions financières et non financières au sein de l'Union, la signification de la résidence dans un État donné sera plus incertaine et l'évaluation de certaines données deviendra plus délicate, en l'absence de nouvelles sources ou de nouvelles méthodes d'estimation. L'étude traite, dans une première partie, des raisons qui militent en faveur du maintien de balances des paiements nationales complètes. La deuxième partie porte sur le contenu de la future balance des paiements de l'Union monétaire européenne. Puis est examinée l'adaptation des sources et méthodes utilisées pour la confection des balances nationales dans le nouveau contexte créé par la mise en place de l'euro.

JACQUES PÉCHA – FRANÇOIS RENARD
Direction de la Balance des paiements

1. Le maintien des balances des paiements nationales après la mise en place de l'UME

La création d'une zone de monnaie unique à compter du 1^{er} janvier 1999 crée inévitablement de nouvelles conditions pour l'établissement des balances des paiements nationales. Il avait été décidé, dès le début, par le Conseil de l'Institut monétaire européen, qu'une balance des paiements mensuelle de l'UME serait nécessaire à la Banque centrale européenne pour la conduite de la politique monétaire de la zone comme c'est le cas aujourd'hui notamment pour chacun des pays d'Europe continentale ou pour le Japon, la périodicité mensuelle permettant ainsi de connaître rapidement le sens et le contenu des échanges de toutes natures avec l'extérieur. Par contre, du fait de l'existence même d'une politique monétaire unique, les balances des paiements nationales complètes revêtent un bien moindre intérêt pour la BCE. Cependant, elles demeureront nécessaires pour trois grandes raisons qui sont développées ci-dessous¹.

¹ Un « Technical Group » mandaté par le Comité européen des statistiques monétaires financières et de balances des paiements (CMFB) a élaboré un *questionnaire sur les besoins de balance des paiements de la zone intra-UME et intra-Union européenne (UE) en phase III*; ce questionnaire a été soumis notamment aux banques centrales, aux instituts statistiques et aux agences gouvernementales concernées. *Le besoin d'une information sur les flux intra-UE, tant pour ce qui concerne les transactions courantes que le compte financier, est apparu très clairement aux yeux des destinataires de cette enquête.* Les principales raisons qui ont été avancées concernent la mesure de l'impact de la mise en œuvre de l'UME, celle de la contribution de chaque État membre au budget européen, la conduite de la politique économique, la publication de comptes nationaux annuels et trimestriels.

1.1. La balance des paiements est un instrument nécessaire pour la mesure de l'impact de l'Union monétaire sur chaque pays et la conduite de la politique économique dans l'UME

1.1.1. La mesure du processus d'intégration européenne, prenant en compte les effets du grand marché intérieur complété par la mise en œuvre de l'euro, est et demeurera de la plus grande importance pour les autorités nationales comme pour les autorités européennes. Le traité de Maastricht indiquait clairement que la mesure de la convergence doit prendre en compte « *les résultats de l'intégration des marchés, la situation présente et les perspectives du compte de transactions courantes* », au-delà des indicateurs de convergence plus traditionnels que sont la stabilité des prix, l'état des finances publiques (déficit et dette publique), la stabilité du cours de change et les taux d'intérêt à long terme. Ces informations sur la situation économique et financière, qui ont été jugées nécessaires comme critère de choix des pays participant à l'euro, le demeureront ensuite, à l'exception des taux de change, pour la mesure de l'impact de l'Union monétaire par la Commission et la BCE et la conduite de la politique économique de l'UME, puisque le processus d'intégration s'inscrira dans une longue période qui se poursuivra bien après la mise en place de l'euro.

La mesure de l'intégration des marchés au sein de l'Europe pour un pays donné relève notamment de la connaissance de la part des échanges de biens, de services et de revenus orientés vers ses partenaires européens comparativement au *reste du monde*. Elle relève aussi de la connaissance de la part des flux d'investissements directs en provenance ou à destination de l'Union et de celle de l'activité des filiales « investies » (*Foreign Affiliates Trade Statistics*) qui doit permettre d'apprécier la pénétration des marchés et les effets induits sur les économies concernées.

À titre d'exemple, *la part des exportations de marchandises de la France vers les pays de l'Union européenne dans le total des exportations françaises, qui était de 58 % en 1980, est passée à 62 % en 1997*. Par ailleurs, la part de marché de la France dans les exportations totales au sein des Quinze est demeurée stable, autour de 14 %.

STRUCTURE DES ÉCHANGES DES ÉTATS MEMBRES – Année 1997		
(part de l'intra sur le total des échanges de marchandises)		
	Exportations	Importations
UEBL.....	75,0	71,4
Danemark.....	67,0	70,4
Allemagne.....	55,6	58,2
Grèce.....	48,2	63,5
Espagne.....	68,8	66,3
France	62,0	66,0
Irlande.....	68,1	62,8
Italie.....	54,8	60,3
Pays-Bas.....	79,2	58,4
Autriche.....	62,7	73,8
Portugal.....	79,7	73,6
Finlande.....	53,6	63,9
Suède.....	55,6	67,4
Royaume-Uni.....	55,4	54,0

Source : Eurostat
Réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 8'

Par ailleurs, la part des pays de l'Union européenne dans le stock des investissements directs français à l'étranger était de 55 % en 1993 comme en 1995. Inversement, la part de l'Union dans les investissements directs étrangers en France est passée de 55 % en 1993 à plus de 63 % en 1995.

1.1.2. Les balances des paiements nationales vont avoir un rôle essentiel pour mesurer l'impact de l'Union sur les économies de chaque pays membre. *Leur importance doit être soulignée pour la conduite de la politique économique* dans le cadre fixé par le Pacte de stabilité et de croissance. Les balances des paiements nationales demeureront, en particulier, nécessaires pour mesurer, le cas échéant, les conséquences d'un choc macro-économique asymétrique éventuel s'exerçant sur la demande d'un pays membre de l'Union. Les balances des paiements permettraient d'en mesurer la diffusion au niveau de l'ensemble de l'UME, au travers des fluctuations de l'activité économique du pays considéré, de la variation des prix relatifs et de la compétitivité.

– Les prévisions relatives à l'équilibre des finances publiques sont notamment fondées sur des prévisions de croissance de l'activité économique. Elles continueront d'être nécessaires au niveau national comme au niveau de l'Union, comme fondement du Pacte de stabilité et de croissance et pour la détermination des politiques à mettre en œuvre de la part des Fonds structurels européens. À ce titre, les pays membres devront être en mesure de fournir à partir de janvier 1999 non seulement le produit intérieur brut (PIB) et le produit national brut (PNB) en valeur mais aussi en volume, avec leurs différentes composantes¹.

– Les données de balance des paiements, qui servent aujourd'hui à la construction des comptes nationaux², demeureront indispensables à la comptabilité nationale annuelle et trimestrielle, dont le compte du *reste du monde* retrace les flux de l'économie française tant vis-à-vis des pays de l'Union monétaire que des pays extérieurs à la zone. Les comptes nationaux devront préciser le degré de détail des informations qui leur sont nécessaires. On sait néanmoins que les échanges extérieurs de biens et services³ servent à la détermination du PIB par la demande ; ils servent, par la même occasion, à l'articulation et à la cohérence, du moins en France, entre les trois PIB (par la demande, par la somme des valeurs ajoutées et par les revenus).

Les revenus et les transferts courants, qui constituent, après les biens et les services, les deux dernières composantes des transactions courantes, sont utilisés pour le passage du PIB au PNB. L'évaluation du PNB est notamment nécessaire pour la détermination du plafond des ressources propres de l'Union européenne, plafond qui a été relevé de 1,20 % à 1,27 % du PNB au Conseil européen d'Édimbourg. Par ailleurs, au-delà des ressources propres communautaires que sont les droits de douane, les prélèvements agricoles, et la ressource TVA, la « quatrième ressource ou ressource PNB » est basée sur le montant total des revenus disponibles.

Le compte du *reste du monde* en Comptabilité nationale demeurera nécessaire, enfin, pour assurer l'équilibre des comptes des secteurs institutionnels (ménages, entreprises...). L'analyse de la capacité ou du besoin de financement de la Nation, conceptuellement identique au solde du compte de transactions courantes et du compte de capital de la balance des paiements, permet, en effet, de déterminer l'origine d'un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement.

¹ Conformément à une décision du Conseil en date du 17 juin 1997

² Le commerce extérieur de marchandises et la balance des paiements sont repris directement dans le compte du *reste du monde*, en comptabilité nationale, au Royaume-Uni et en Allemagne, par exemple.

³ En distinguant au minimum les transports, les voyages et les autres services

1.2. Les États nations continueront d'être responsables de l'information économique des organismes internationaux, auxquels ils fourniront toujours des balances des paiements aux normes habituelles

Chaque État demeurera comptable de sa situation économique vis-à-vis des organismes internationaux dont il est membre : OCDE, Organisation mondiale du commerce (OMC) et Fonds monétaire international (FMI).

La conjoncture et la politique économique de la zone euro seront analysées en tant que telles par le FMI en relation avec les différentes instances européennes (Banque centrale européenne, Conseil européen, Commission européenne...). Ceci n'empêchera pas le Fonds monétaire de continuer de mener des *consultations avec chacun des pays membres de la zone disposant d'un quota au FMI dans le cadre des consultations prévues par l'article IV*, puisque ceux-ci demeureront responsables des politiques budgétaires et structurelles dans le cadre fixé par le Pacte de stabilité et de croissance. *Chacun des pays devra à ce titre continuer de fournir au FMI ses propres statistiques, y compris les données de balance des paiements* (selon une périodicité trimestrielle), comme c'est déjà le cas aujourd'hui.

Les *quotas* au FMI sont déterminés en prenant en compte la taille de chacune des économies des États membres (PIB), son degré d'ouverture (montant des exportations de biens et services rapporté au PIB), et le niveau de ses réserves de change. Ces *quotas* sont revus tous les cinq ans ; comme il est indiqué dans un document émanant de l'IME¹, *la mise en place de l'UME aura un impact majeur sur les négociations relatives à la douzième révision des quotas*.

1.3. Les balances des paiements nationales permettent d'assurer un cadre de cohérence pour l'établissement de la balance de la zone avec le reste du monde

Deux méthodes peuvent être envisagées pour construire la balance des paiements de l'UME à partir des balances des paiements nationales : la balance de l'UME peut être obtenue soit par l'addition des flux des balances des paiements nationales quelle que soit l'origine ou la destination géographique, soit par la seule addition des transactions financières et non financières réalisées avec les pays extérieurs à la zone. Des tests sur les deux méthodes ont été effectués, mais c'est la seconde méthode qui sera utilisée à partir de 1999 par la BCE. En parallèle, un travail de fond est entrepris au niveau du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements (CMFB) d'Eurostat, qui associe à Luxembourg les organes statistiques publics (nationaux et Eurostat) et les départements statistiques des banques centrales nationales et de la BCE pour réconcilier les échanges financiers et non financiers à l'intérieur de la zone euro.

Au total, seront nécessaires non seulement les comptes de *transactions courantes et de capital* pour établir le besoin ou la capacité de financement de la Nation et finalement le produit national brut, mais également les *investissements directs* pour mesurer aussi les effets de l'intégration européenne *via* l'internationalisation des entreprises. Pour que cette analyse puisse être menée, il sera nécessaire de maintenir la ventilation géographique et sectorielle des investissements directs français à l'étranger et étrangers en France².

Par ailleurs, l'information sur le compte financier (investissements de portefeuille, dépôts, crédits mais hors investissements directs) sera à analyser de manière différente d'aujourd'hui puisque les flux de capitaux *intra* ne seront plus influencés ni par le cours de change ni par les taux d'intérêt. Ainsi, le

¹ Cf. « The IMF and the ESCB in stage three of EMU. A Catalogue of Operational and Institutional Matters » IME 18 juin 1997

² Les soldes des comptes des transactions courantes et de capital auxquels on ajoute le net des investissements directs permettent de déterminer le « solde fondamental » ou solde à financer de la balance des paiements (cf. *Bulletin de la Banque de France* n° 17 – mai 1995, pages 93 et 96).

suiwi du comportement des investisseurs non résidents sur les titres français conservera son importance. Toutefois, la ventilation géographique exacte des investissements de portefeuille supposerait qu'au-delà du partage des investissements entre les titres émis par les non-résidents de l'Union monétaire et ceux émis par les résidents de la zone, le pays créancier ou débiteur puisse être correctement identifié. Il est, en effet, souvent différent de la première contrepartie connue, notamment en engagement. En conséquence, et à défaut de ventilation géographique, il faudra livrer à la BCE le total (flux *intra*-UM et *extra*-UM cumulés), seule méthode à même d'établir les lignes correspondantes pour la balance des paiements de l'UME.

Enfin, la connaissance de la position extérieure annuelle, qui recense les créances et engagements vis-à-vis du reste du monde, est, par ailleurs, indispensable en complément du compte financier de la balance des paiements. La position est, en effet, obtenue à partir de données d'enquêtes et/ou des données de bilan pour les institutions financières et les entreprises. Les variations de position extérieure doivent être cohérentes avec les flux financiers si l'on tient compte des effets de valorisation et de change et pourraient, en outre, permettre d'estimer les revenus d'investissements (connaissant les taux de rendement des différents types d'actifs financiers).

2. La balance des paiements de l'Union monétaire européenne (UME) et de l'Union européenne (UE)

La Banque centrale européenne (direction des Statistiques) et la Commission (Eurostat) partagent la responsabilité de la méthodologie et de la publication de la balance des paiements de l'UME et de l'UE. Ce partage de responsabilité concerne le champ géographique (Union monétaire européenne à Onze pour la BCE, Union européenne à Quinze pour la Commission) et le contenu analytique de la balance : compte financier et revenus d'investissements pour la BCE, compte des transactions courantes et compte de capital pour la Commission.

RESPONSABILITÉ DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE ET DE LA COMMISSION POUR LA PUBLICATION DES CHIFFRES DE BALANCE DES PAIEMENTS ET DE POSITION EXTÉRIEURE						
Composantes et fréquence	Mois		Trimestre		Année	
	UME	UE	UME	UE	UME	UE
Balance des paiements						
Transactions courantes (dont revenus d'investissements)	BCE (BCE)	non (non)	Eurostat (BCE)	Eurostat (BCE)	Eurostat (BCE)	Eurostat (BCE)
Compte de capital	BCE	non	Eurostat	Eurostat	Eurostat	Eurostat
Compte financier						
Investissements directs	BCE	non	BCE	BCE	BCE	BCE
Investissements de portefeuille et autres investissements	BCE	non	BCE	BCE	BCE	BCE
Avoirs de réserve	BCE	non	BCE	BCE	BCE	BCE
Position extérieure	UME	UE	UME	UE	UME	UE
Investissements directs	non	non	non	non	BCE	Eurostat
Investissements de portefeuille	non	non	non	non	BCE	non
Autres investissements	non	non	BCE	non	BCE	non
Avoirs de réserve	BCE	non	BCE	non	BCE	non
Source : Eurostat (document du 15 février 1998) Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements: CEREX – Tél. : 01 42 92 51 89						

2.1. La balance des paiements de l'Union monétaire européenne pour la Banque centrale européenne

La mise en œuvre de la politique monétaire par la Banque centrale européenne est fondée sur des indicateurs de court terme au nombre desquels la balance des paiements sera destinée à « mettre en lumière les tensions sur les changes et à donner les informations complémentaires quant aux influences extérieures qui s'exercent sur les conditions monétaires et la liquidité dans la zone de monnaie unique ¹ ». Les informations nécessaires sont les suivantes :

– la Banque centrale européenne n'est intéressée que par les seuls flux économiques et financiers de la zone de l'Union monétaire vis-à-vis de l'extérieur. Chaque banque centrale des pays membres ² devra envoyer à la BCE la partie « extra-UM » de sa balance des paiements nationale ;

– les informations doivent être fournies sur une *base mensuelle* ³, la périodicité mensuelle permettant d'accroître la valeur informative des données et de réduire les délais d'obtention (*délai impératif de six semaines après la fin du mois écoulé, contre huit semaines aujourd'hui*) ;

– les données mensuelles doivent être fournies avec un degré de détail inférieur à la nomenclature du 5^e Manuel du FMI sur la balance des paiements, notamment pour le compte des transactions courantes qui est limité à quatre rubriques : les biens, les services, les revenus, et les transferts courants ⁴.

Compte tenu des délais requis et du rythme d'obtention des informations de la part des déclarants, certaines données seront partiellement estimées. On notera, enfin, que le statut des chiffres fournis par chaque pays est celui d'une simple contribution à un ensemble qui aura seul valeur officielle et dont le contenu de la publication n'a pas encore été définitivement fixé.

2.2. La balance des paiements de l'Union européenne pour la Commission européenne

La Commission adresse des recommandations de politique économique au Conseil des ministres et surveille l'évolution de la situation budgétaire et de la dette publique des États membres. Ses besoins en matière de balance des paiements sont différents de ceux de la Banque centrale européenne. Ils sont rappelés chaque année dans un *vade mecum* (cf. tableau ci-dessous).

NATURE ET CONTENU DES BESOINS	
Q1 : Balance des paiements trimestrielle	63 postes : compte courant détaillé et compte financier en <i>key items</i> ; périodicité trimestrielle ; 10 zones géographiques
Y1 : Compte de transactions courantes par grandes zones	129 postes ; annuel ; 10 zones
Y3 : Compte de transactions courantes par grandes zones, plus détaillé géographiquement, et compte financier global	63 postes ; annuel ; 103 zones
Y4 : Ventilation géographique du compte de transactions courantes	Total du compte courant ; annuel ; tous pays
Y5 et Y6 : Flux d'investissements directs avec ventilation sectorielle et géographique et revenus associés	À l'étranger et dans le pays déclarant ; annuel
Y7 et Y8 : Stocks d'investissements directs par secteurs et par pays	À l'étranger et dans le pays ; annuel
Y9 et Y10 : Statistiques relatives à l'activité des filiales étrangères des groupes résidents ou des filiales françaises des groupes non résidents	À l'étranger et dans le pays ; annuel

¹ « Obligations statistiques pour l'Union monétaire » – Institut monétaire européen, juillet 1996

² Seuls les instituts statistiques de l'Irlande et du Royaume-Uni élaborent les balances des paiements.

³ Les Britanniques et les Irlandais procèdent dès à présent à des estimations mensuelles, faute d'avoir une balance des paiements établie directement sur une base mensuelle pour toutes les lignes.

⁴ Outre la balance des paiements, il sera nécessaire de fournir, à l'année, un inventaire des actifs et passifs sur la zone *extra-UM*.

– La Commission recueille les informations relatives aux relations de l'Union européenne et de ses membres avec le reste du monde, selon une ventilation géographique par zones et par pays à quatre niveaux. Le premier niveau concerne un partage total monde, EUR15, *extra*-EUR15, le deuxième niveau donne une ventilation par pays membres de l'Europe des Quinze et par grandes zones, les troisième et quatrième niveaux concernent une ventilation géographique détaillée.

– La Commission collecte les flux de balance des paiements et des données concernant aussi les stocks d'investissements directs et l'activité des filiales avec des éléments concernant les chiffres d'affaires, l'emploi et le commerce extérieur (*Foreign Affiliates Trade Statistics*).

– La nomenclature utilisée est une *nomenclature détaillée*, notamment dans le domaine des échanges internationaux de services (la nomenclature dite Eurostat/OCDE/FMI).

– La périodicité des informations qui sont collectées est *trimestrielle et annuelle*.

3. Une adaptation des sources et des méthodes d'élaboration des balances des paiements est nécessaire

Les statistiques de balance des paiements de l'Union européenne doivent être rendues cohérentes et compatibles pour satisfaire les besoins nationaux et européens ; comme on l'a vu, de nombreux groupes de travail de la Commission et de l'IME/BCE œuvrent depuis plusieurs années dans ce sens. L'exigence d'harmonisation doit faire face à la double nécessité de l'adaptation de certaines sources à l'achèvement du marché intérieur et à la mise en place de l'euro d'une part et de l'allègement dans la mesure du possible de la charge statistique des déclarants d'autre part.

3.1. Nécessité d'adapter certaines sources à l'achèvement du marché intérieur et à la mise en place de l'euro

Les systèmes fondés sur les règlements monétaires et utilisés par la quasi-totalité des pays de l'Europe continentale, tel le système français, qui repose à la fois sur une déclaration par les banques pour les PME et sur une déclaration par les grandes entreprises « déclarantes directes générales » ou les entreprises déclarantes directes particulières pour les opérations effectuées à partir de comptes à l'étranger, devront être complétés par des données d'enquêtes (méthodes anglo-saxonnes).

3.1.1. C'est le cas des données sur les *voyages*, dont le recensement est fondé essentiellement sur l'échange de moyens de paiement (billets, chèques, cartes bancaires). L'introduction de l'euro ne permettra plus d'établir les statistiques relatives aux voyages vis-à-vis des pays de l'UEM, les flux de recettes et de dépenses s'effectuant en espèces ne pouvant plus être assimilés à des flux liés aux voyages. Il est envisagé d'utiliser les informations relatives aux cartes bancaires (pour lesquelles une ventilation géographique demeure significative) complétées par des données d'enquêtes sur l'utilisation des différents moyens de paiement et/ou des enquêtes auprès des ménages, en collaboration étroite avec la direction du Tourisme du ministère de l'Équipement, du Logement, des Transports et du Tourisme.

3.1.2. C'est le cas aussi des statistiques sur les *transports*, établies à partir des règlements complétés par des données du commerce extérieur (application du taux CAF/FAB, conditions de livraison) dont l'avenir pourrait être remis en cause en cas de simplification radicale des données douanières (projets de révision du système Intrastat, en cours de discussion). Si tel était le cas, il conviendrait de recourir à des données sur les transports recueillies en application des directives communautaires, complétées par des taux de fret, ou à des données d'enquête auprès d'un échantillon d'entreprises exportatrices ou importatrices.

3.1.3. On ne pourra enfin obtenir la totalité des informations sur les *échanges extérieurs de services* contenues dans la nomenclature commune OCDE-Eurostat (détail des services aux entreprises notamment) sans recourir à des données d'enquêtes. L'Enquête annuelle d'entreprises menée par l'INSEE pourrait peut-être être aménagée en ce sens.

3.2. Limiter les coûts pour les déclarants

Il conviendra d'être particulièrement attentif à ce que la charge liée à la confection de la balance des paiements nationale ne soit pas accrue pour les déclarants (banques et grandes entreprises). De longues discussions au sein de la Commission (Eurostat) et de l'IME/BCE ont eu lieu pour tracer les voies d'une harmonisation méthodologique et, autant que possible, des procédures de collecte. Une totale *convergence* est apparue irréaliste dans l'immédiat, compte tenu des traditions auxquelles chaque pays demeure légitimement attaché et des investissements consentis par les opérateurs économiques et financiers dans leurs processus déclaratifs. En revanche, une harmonisation des concepts, des nomenclatures et des seuils de déclaration est apparue prioritaire pour assurer une *convergence* des systèmes. Ce n'est qu'à ce prix qu'il pourrait être envisagé d'introduire à terme un système de déclaration unilatérale pour lequel tous les esprits ne semblent pas encore prêts aujourd'hui, mais ils évoluent (cf. 3.2.3.).

3.2.1. Accélérer les délais dans un cadre de collecte globalement inchangé

La disponibilité des données à bonne date pour la Banque centrale européenne (six semaines après la fin du mois) suppose que les déclarants respectent les délais réglementaires. *La transmission électronique des déclarations* déjà très répandue (en France, 60 % des données sont reçues, à fin 1997, sous la forme de fichiers télétransmis), permet à la fois un acheminement des informations plus rapide tout en allégeant les charges des banques et des entreprises. Plusieurs messages Edifact (norme d'échanges de données informatisées promue par un organe de l'ONU) dévolus aux statistiques de balance des paiements ont été créés et sont en cours de tests auprès des déclarants (banques et déclarants directs généraux ¹).

3.2.2. Projets entrepris ou à entreprendre

– *La mise en œuvre d'une codification commune* s'appuie sur la classification opérée par le Fonds monétaire international en matière de balance des paiements et de position extérieure et requise par Eurostat et l'OCDE. Des « *Gentlemen's Agreements* » sont signés entre les responsables de l'établissement des balances des paiements nationales et la direction compétente d'Eurostat, portant sur la contribution de chacun des pays à la construction de la balance des paiements européenne et déterminant les procédures permettant d'améliorer la qualité des informations qui sont transmises. L'application de la codification commune fait partie du suivi d'Eurostat. *Tous les pays européens utilisent déjà les composantes standard du 5^e Manuel du FMI.*

– *L'harmonisation des seuils de déclaration* a fait l'objet de discussions menées avec la communauté bancaire nationale (dans le cadre du Comité français d'organisation et de normalisation bancaire) et européenne (Comité européen de normalisation bancaire) ; elles n'ont pu aboutir totalement à ce jour. La France applique un seuil de simplification déclarative pour les montants déclarés inférieurs à 100 000 francs, d'autres pays comme l'Allemagne utilisent un seuil d'exemption. Des réflexions sont menées dans chacun des pays pour mesurer l'impact d'un relèvement des seuils sur la qualité des informations.

¹ Dans le même esprit, pour gagner du temps et améliorer l'efficacité, un message générique sera utilisé dès 1998 entre les banques centrales nationales et les principaux organismes internationaux destinataires d'informations statistiques. Cf. l'article « Bilan succinct de l'élaboration du message Edifact Gesmes-CB » publié dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 53 (mai 1998)

3.2.3. Une solution ambitieuse envisageable à terme pour l'intra : la déclaration unilatérale

Un point sensible est celui des asymétries à l'intérieur de la zone, notamment celles relatives aux échanges de marchandises issues des déclarations du système Intrastat et reprises en balance des paiements. Le biais structurel global qui existe paraît traduire un « excès » des exportations sur les importations. Ce déséquilibre ne résulterait pas d'un problème statistique de type « vases communicants » entre échanges *intra-zone* et *extra-zone* car les deux systèmes de collecte sont séparés.

En tout état de cause, mis à part le problème particulier des échanges de marchandises, il reste un problème d'asymétries sur les échanges de services, revenus, transferts courants ou même investissements directs, dont les causes sont différentes et sur lesquelles la réflexion se poursuit également au niveau européen.

– À ce titre, la déclaration unilatérale consisterait, pour chaque membre de l'UEM, à ne plus collecter que les informations relatives à un seul côté, celles-ci étant simultanément transmises au pays partenaire concerné qui n'aurait plus ainsi à les recenser. L'information pourrait être transmise au pays partenaire soit à un niveau élémentaire, soit à un niveau agrégé.

– Ce système, idéal au plan théorique, nécessite, pour sa mise en œuvre, certaines conditions préalables, toujours en cours d'étude, au nombre desquelles on peut citer :

- la déclaration des opérations sur une base brute et non en net comme c'est de plus en plus souvent le cas ;
- l'analyse et la réduction des asymétries bilatérales, qui doit permettre de s'assurer que la somme des dépenses est égale à la somme des recettes au niveau de l'Union ;
- une codification commune (acquise en principe) ;
- une harmonisation des seuils d'exemption et de simplification.

Les balances des paiements nationales resteront indispensables pour éclairer la conduite de la politique économique qui demeurera de la responsabilité des États membres au sein de l'UEM ; elles viseront, comme aujourd'hui, à appréhender les flux de transactions courantes et d'investissements directs, canaux par lesquels s'effectue une part de plus en plus importante du processus d'intégration européenne. À l'inverse, une fois fixée la valeur de l'euro par rapport aux devises des pays participants, à fin 1998, seule la balance des paiements de l'Union monétaire (et non les balances nationales) jouera un rôle pour la conduite de la politique monétaire de la zone euro, dont les objectifs seront fixés par le Système européen de banques centrales. Cela ne vaudra pas dire, comme on vient de le démontrer, que les balances des paiements nationales ne seront pas nécessaires pour les besoins des gouvernements, des agents économiques et des organismes internationaux (au nombre desquels le FMI et l'OMC, mais aussi la Cnuccd et l'OCDE pour les investissements directs).

L'harmonisation entre pays européens des balances des paiements, pour satisfaire les besoins nationaux et européens, est un impératif absolu. Ce processus, déjà largement engagé, devra prendre en compte la nécessaire adaptation de certaines sources au contexte nouveau créé par l'achèvement du marché intérieur et la mise en place de l'euro. Cette adaptation ne pourra se faire sans une mise en commun des forces entre les différents partenaires économiques concernés au sein de la zone euro : la Banque centrale européenne, les banques centrales nationales, les déclarants, les administrations nationales (instituts statistiques, administration des Douanes, autres ministères), mais également les autres pays membres de l'UE ainsi que les pays candidats à l'UE, avec lesquels il sera tout à fait nécessaire de poursuivre le renforcement de la coopération statistique comme ce sera le cas avec la création d'un Comité des statistiques monétaire, financier et de balance des paiements pour ces pays, à l'instar de ce qui existe déjà pour les pays de l'UE et de l'Espace économique européen.

STRUCTURE DU CAPITAL DES ENTREPRISES FRANÇAISES EN 1996

L'analyse de la structure du capital des entreprises françaises à partir d'un échantillon de plus de 280 000 entreprises montre la forte concentration du capital en France, aussi bien pour les entreprises non cotées que pour les entreprises cotées, et la place primordiale du capital à caractère familial. Les sociétés non financières représentent la deuxième catégorie d'actionnaires, tandis que les institutions financières ne détiennent qu'une faible part. L'importance du contrôle d'une société par une autre société ou par une personne physique et le fort développement du nombre de groupes au cours des quinze dernières années, en particulier des micro-groupes, sont aussi à souligner.

Différentes sources d'informations sur la place des résidents et des non-résidents permettent de confirmer la progression sensible de ces derniers dans la détention du capital des entreprises françaises.

Enfin, les comparaisons internationales font ressortir la spécificité de l'Europe continentale, et notamment de la France, en matière de concentration du capital et de structure de l'actionariat.

ÉLIZABETH KREMP
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

1. Caractéristiques françaises

L'analyse de la structure du capital des entreprises françaises est effectuée ici à partir des données descriptives de la base Fiben¹ en 1996, complétées par des informations sur les sociétés financières provenant de la base Bafi². Parmi les 280 000 entreprises pour lesquelles la structure de détention du capital est connue, 680 entreprises ont été identifiées comme étant cotées sur l'un des trois marchés en 1996 : règlement mensuel, règlement comptant, Second marché³.

Les détenteurs de capital ont été regroupés en neuf catégories : les personnes physiques, les banques, les assurances, les sociétés non financières, les *holdings*, le public, l'État, les salariés et les divers ; la part du capital pour laquelle le propriétaire n'est pas identifié est regroupée sous le label « inconnu ».

Deux types d'informations permettent de caractériser la structure de l'actionnariat : sa concentration plus ou moins forte, l'identité des principaux actionnaires. Quelles que soient les données utilisées, les différentes études s'accordent sur le caractère fortement concentré de l'actionnariat en France, l'importance du capital à caractère familial et la faiblesse de la part détenue par les institutions financières.

1.1. Forte concentration du capital

Mesuré sur une population de plus de 280 000 entreprises, le premier actionnaire de chaque société détient en moyenne 66 % du capital⁴. Ce fort degré de concentration se constate aussi parmi les 680 entreprises cotées, pour lesquelles la part de leur premier actionnaire s'élève à 52 %. Pour les entreprises du CAC 40, la part du premier actionnaire est encore de 27 % (*cf.* graphique 1).

La part moyenne du deuxième propriétaire connu représente 18 % du capital. Cependant, seules 6 entreprises sur 10 ont un deuxième propriétaire connu. Mesurée sur ces seules entreprises qui ont un deuxième propriétaire identifié, cette part s'élève donc à 30 %.

Dans le cas des entreprises cotées, 7 sur 10 ont un deuxième propriétaire identifié, dont la part est, respectivement, de 10 % et de 14 %. Enfin, la part du deuxième propriétaire dans la détention du capital des entreprises du CAC 40 est de 8 %.

Selon une étude réalisée sur les 120 sociétés cotées figurant dans l'indice SBF 120, le pourcentage d'actions détenues par leurs cinq principaux actionnaires est de 48 %⁵.

¹ Fichier Bancaire des ENtreprises de la Banque de France

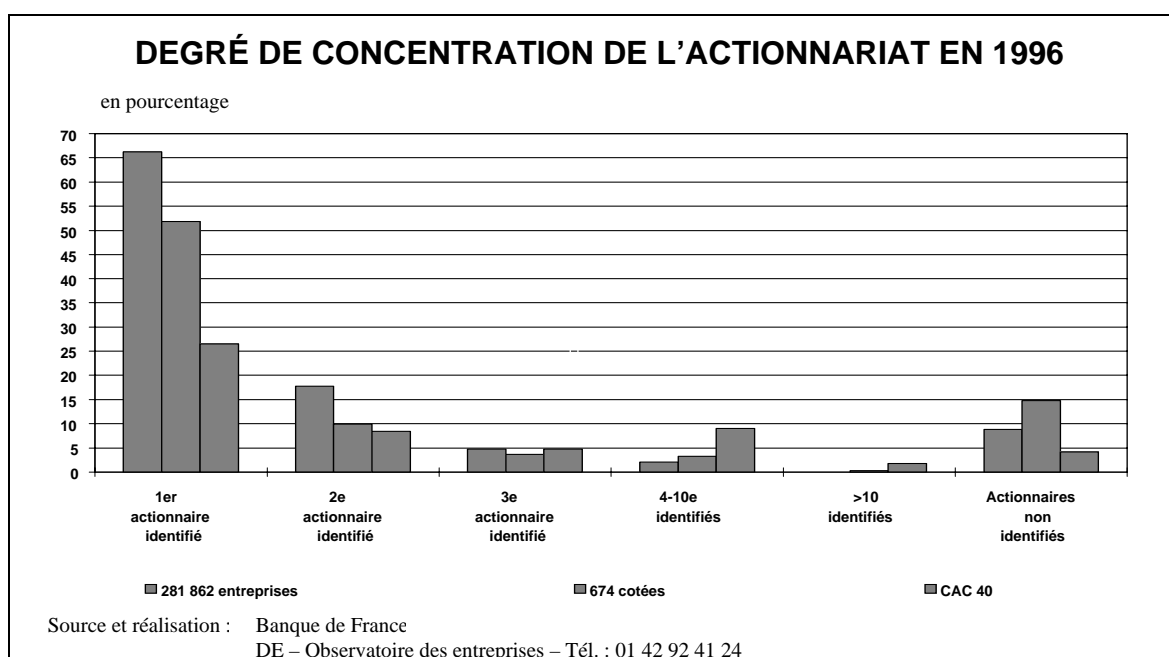
² BAsse FInancière de la Banque de France

³ Les entreprises du Nouveau marché, au nombre de 13 dans notre fichier en 1996, n'ont pas été isolées. De même, les entreprises du hors-cote, dont la liste est difficile à établir, n'ont pas été étudiées en tant que telles.

⁴ Pour calculer le degré de concentration de l'actionnariat, les rubriques *public*, *divers*, et *inconnu* ont été ignorées.

⁵ Citée dans le chapitre sur le gouvernement des entreprises dans les sociétés françaises, *Rapport sur la « France »*, OCDE

Graphique 1



1.2. Importance du capitalisme familial

La décomposition du capital par catégories d'investisseurs donnée dans le graphique 2 révèle l'importance du capital à caractère familial en France, qui représente en moyenne plus de 50 %. Ainsi, 7 entreprises sur 10 ont au moins une personne physique identifiée comme propriétaire, et chaque personne physique détient en moyenne 36 % du capital de l'entreprise.

La part du capital familial reste élevée chez les entreprises cotées, puisqu'elle est de 12 % en moyenne et concerne près de 1 entreprise cotée sur 3.

La part détenue par les entreprises non financières (hors *holdings*) est aussi importante : près de 30 % du capital de l'ensemble des entreprises et 14 % du capital des entreprises cotées. Elle s'explique, notamment, en raison des participations croisées et circulaires des sociétés.

Les *holdings* détiennent en moyenne 9 % du capital des sociétés et les institutions financières (banques et assurances) moins de 3 %.

1.3. Hétérogénéité des structures de détention des entreprises non cotées

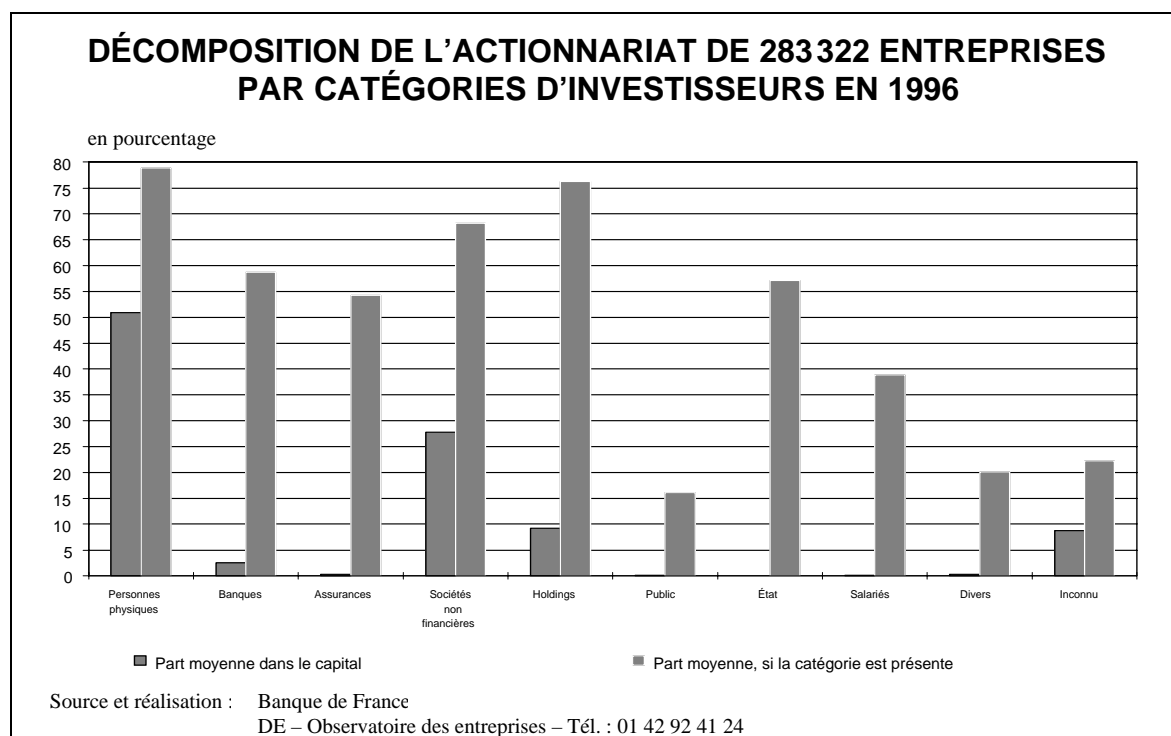
La part des différents actionnaires peut s'appréhender de plusieurs façons, suivant la population de référence considérée. La première évalue la part moyenne d'une catégorie d'investisseurs dans l'ensemble des entreprises. La somme des parts moyennes des différentes catégories d'investisseurs est égale alors à 100. Cette méthode est celle retenue pour le graphique 1 et dans les premiers chiffres commentés ci-dessus.

Une seconde approche consiste à ne calculer la part des différentes catégories d'investisseurs que lorsqu'elles sont effectivement propriétaires. Elle donne une indication sur le degré d'hétérogénéité de la structure de détention du capital.

Cette double approche corrobore les résultats sur le degré de concentration de l'actionnariat. Ainsi, si le capital à caractère familial représente en moyenne plus de 50 %, cette catégorie « personnes physiques » possède près de 80 % quand elle est identifiée comme propriétaire.

De plus, comme l'illustre le graphique 2, plusieurs catégories d'investisseurs ont un pourcentage insignifiant du capital quand il est rapporté à l'ensemble des entreprises ; mesuré sur les seules entreprises dont elles sont propriétaires, ce pourcentage est en général très élevé et souvent supérieur à 50 %. Par exemple, les banques ne détiennent en moyenne que 3 % du capital, mais quand elles sont propriétaires, ce qui n'est le cas que pour 2 entreprises sur 10, elles en possèdent près de 60 %.

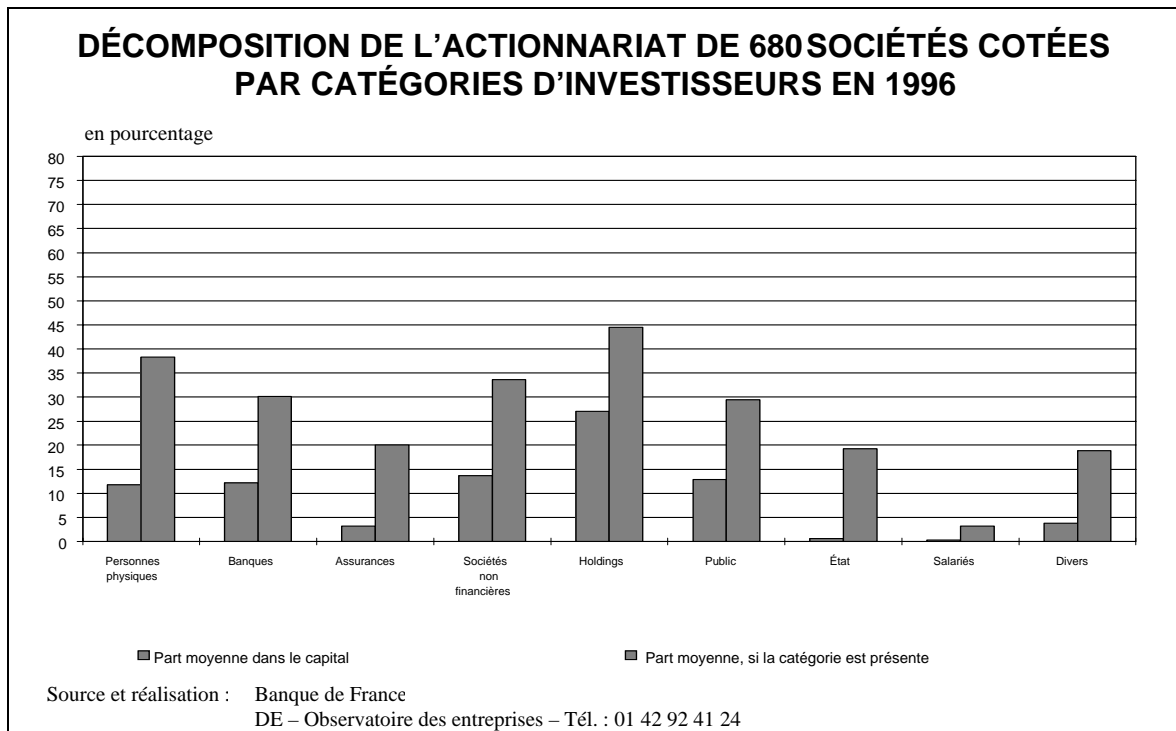
Graphique 2



1.4. Plus grande homogénéité des structures de détention des entreprises cotées

La composition du capital, ou plus précisément la répartition entre les différentes catégories d'actionnaires, est plus homogène pour les entreprises cotées que sur l'ensemble des entreprises, comme l'illustre le graphique 3. Cinq catégories d'investisseurs détiennent en moyenne plus de 10 % du capital des entreprises cotées (*holdings*, sociétés non financières, banques, public, personnes physiques). En revanche, mesuré sur les seules entreprises dont elles sont propriétaires, le pourcentage moyen d'une catégorie d'investisseurs ne dépasse jamais 50 %.

Graphique 3



1.5. Contrôle exercé par les entreprises et les personnes physiques

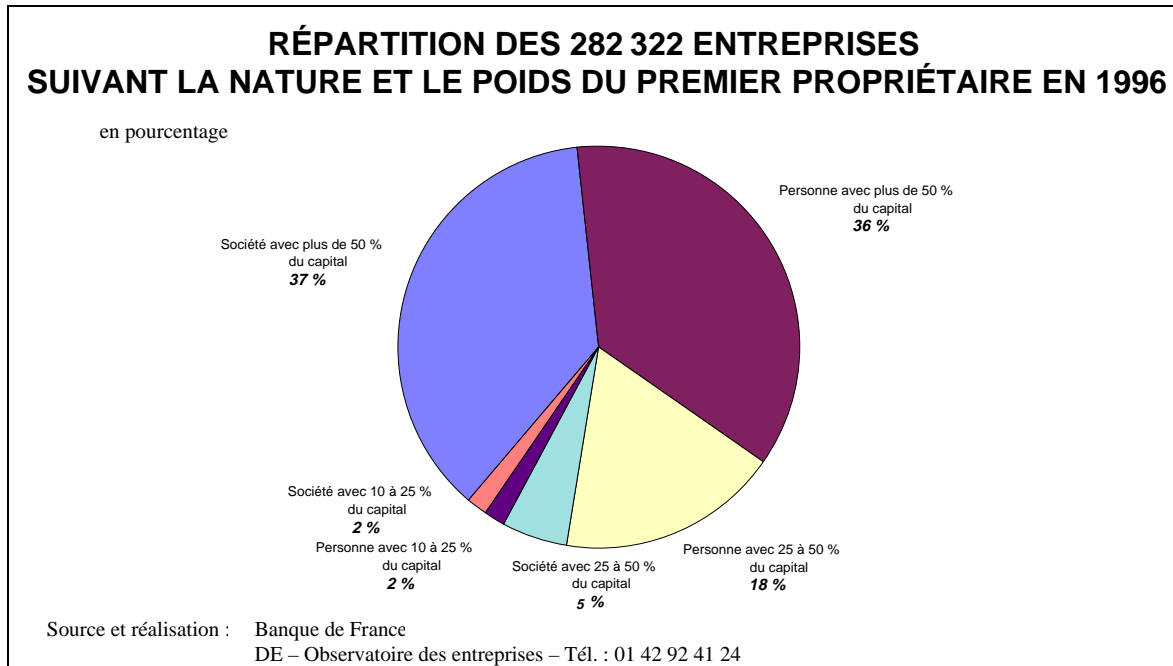
Le degré de concentration de l'actionnariat et l'identité des actionnaires sont deux mesures permettant de décrire la structure de détention du capital. Une autre optique consiste à s'intéresser au contrôle dans l'entreprise. Ce contrôle est évalué ici d'une façon encore très frustrante puisqu'il est mesuré à partir de la détention du capital et non des droits de vote, qu'il ne concerne que le contrôle direct de premier rang et qu'il ne tient pas compte de la structure pyramidale ou circulaire des groupes¹. Est appelé contrôle le fait qu'un actionnaire détienne plus de 50 % du capital.

Cette méthode rapide, qui croise l'information sur le poids et l'identité du premier actionnaire, indique que plus de 73 % des 282 230 entreprises sont contrôlées à plus de 50 % par un seul actionnaire : 37 % l'étant par une autre société (non financière ou financière) et 35 % par une personne physique. La troisième catégorie par ordre d'importance (18 % des entreprises) concerne les sociétés dont le premier propriétaire est une personne physique détenant 25 % à 50 % du capital. Les entreprises dont le premier propriétaire est une société détenant 25 % à 50 % du capital ne représentent que 5 % de l'ensemble des entreprises (cf. graphique 4).

Enfin, quand le premier propriétaire est une société (ce qui est le cas pour 124 000 entreprises parmi les 280 000, soit près de 40 % d'entre elles), ce premier propriétaire est majoritaire dans plus de 80 % des cas.

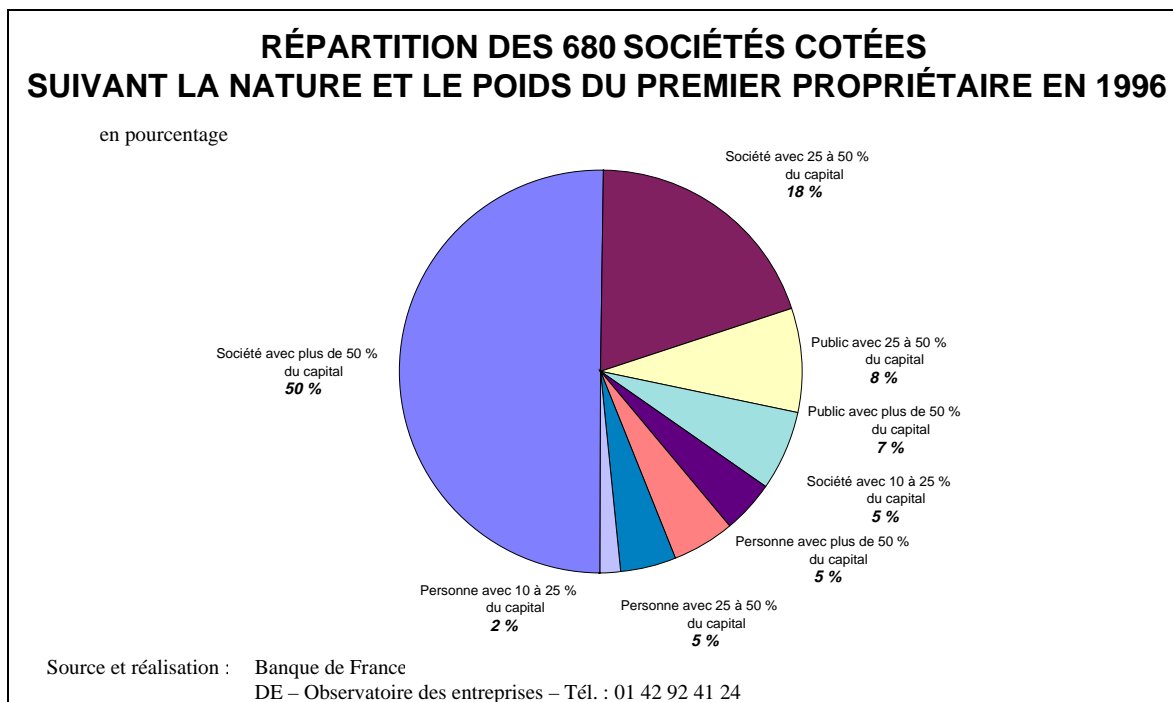
¹ Dans le cadre du réseau européen sur le gouvernement d'entreprises, des travaux sont en cours sur la prise en compte de la structure pyramidale des groupes et la mesure des participations croisées.

Graphique 4



La moitié des entreprises cotées sont contrôlées par une société (financière ou non financière) et 18 % d'entre elles ont comme premier propriétaire une société qui détient entre 25 % et 50 % du capital (cf. graphique 5).

Graphique 5



1.6. Part des sociétés identifiées comme étrangères

La place des investisseurs étrangers dans la détention du capital des entreprises françaises est difficile à appréhender. Avec la base utilisée pour cette étude, une première estimation de la place des entreprises étrangères est faite en isolant parmi les sociétés financières (banques, assurances) et non financières (y compris les *holdings*), les entreprises identifiées comme étrangères et propriétaires d'entreprises françaises. Ceci est loin de représenter l'ensemble des investisseurs étrangers, qui le plus souvent interviennent par le biais de fonds de pension et ne sont pas identifiés dans cette base. Si la part détenue par ces sociétés étrangères est très faible en moyenne, les firmes détenues par des sociétés étrangères ont cependant un capital encore plus concentré que les autres, puisque le poids des étrangères¹ est de plus de 80 % et de l'ordre de 30 % pour les sociétés cotées.

1.7. Place des résidents, non-résidents et investisseurs institutionnels d'après d'autres sources

D'autres sources permettent d'évaluer la place des non-résidents et des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises. Si les évaluations sont différentes, car elles n'utilisent pas les mêmes méthodes et ne recouvrent pas forcément les mêmes entreprises, elles concordent cependant toutes sur la place de plus en plus importante des actionnaires étrangers en France, surtout pour les entreprises cotées.

L'enquête-titres de la Banque de France décrit les comportements de placement en valeurs mobilières des différents secteurs économiques à partir d'informations provenant des comptes-titres conservés chez les principaux établissements français dépositaires (Chocron et Marchand, 1998)².

En septembre 1997, la répartition par groupes de porteurs des actions françaises cotées détenues par des agents autres que les établissements de crédit indique que les non-résidents occupent la première place, avec 44 %, les ménages détiennent la deuxième place (17 %), les OPCVM la troisième (16 %) et les sociétés la quatrième (11 %).

Pour les actions françaises non cotées, les sociétés arrivent en tête (42 %), suivies des ménages (33 %), des non-résidents (14 %) et des OPCVM (6 %).

La comparaison des résultats de cette enquête-titres sur plusieurs années montre que la place des non-résidents comme porteurs d'actions françaises cotées a fortement augmenté au cours de la période 1993-1997 (Chocron, 1998), avec une progression de plus de 15 points (28,4 % à 43,7 %), qui s'est faite au détriment des sociétés (baisse de 7,1 points) et des ménages (baisse de 5,6 points).

Selon les statistiques de la balance des paiements, le taux de détention, par les non-résidents, des actions françaises cotées était d'environ 29 % de la capitalisation boursière à fin décembre 1996, soit 892 milliards de francs, rapportés à une capitalisation de 3 073 milliards.

L'écart entre ces deux estimations (29 % selon la balance des paiements et 40 % dans l'enquête-titres à la même date) s'explique en partie par la relative sous-représentation actuelle des secteurs détenteurs résidents dans l'enquête-titres (absence, dans cette dernière, du portefeuille propre des établissements de crédit résidents et des actions émises au nominatif pur).

Cependant, comme l'enquête-titres, les comptes de la balance des paiements font état d'une forte augmentation du montant des actions françaises détenues par les non-résidents, puisque cette part n'était que de 14 % en 1989.

¹ Quand elles sont identifiées comme propriétaires.

² En 1996, selon un sondage Sofres-COB-SBF, le nombre de porteurs de valeurs mobilières s'élevait à 9,2 millions de personnes, parmi lesquelles 5,2 millions sont détenteurs en direct d'actions cotées. Les deux programmes de privatisation structurent très fortement l'actionariat français, puisque près de la moitié des actionnaires français ne détiennent que ce type d'actions.

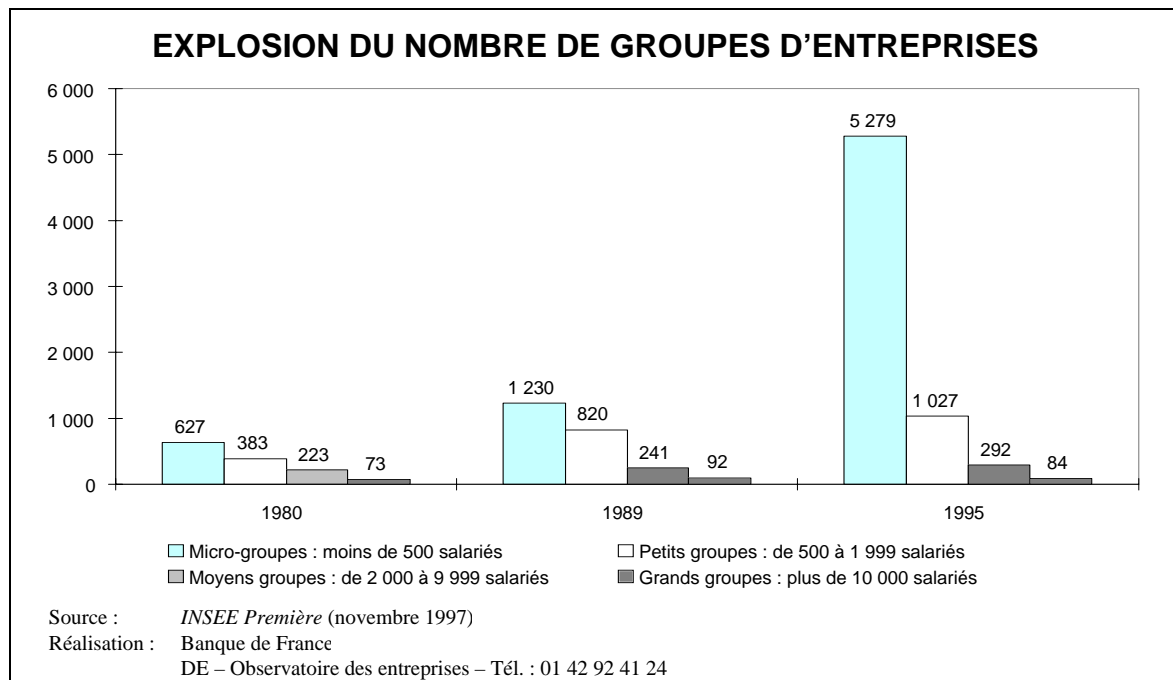
Enfin, dans une étude récente réalisée par la Commission des opérations de bourse (COB), Maréchal [1998] étudie la part détenue au début de l'année 1997 par les investisseurs étrangers dans le capital des entreprises composant l'indice CAC 40. Les non-résidents détiennent, en moyenne, 25,3 % du capital des sociétés composant le CAC 40 et au moins 10 % dans la quasi-totalité de ces sociétés. Pour 9 d'entre elles, la part détenue par les investisseurs étrangers est supérieure à 40 %.

1.8. Place des groupes

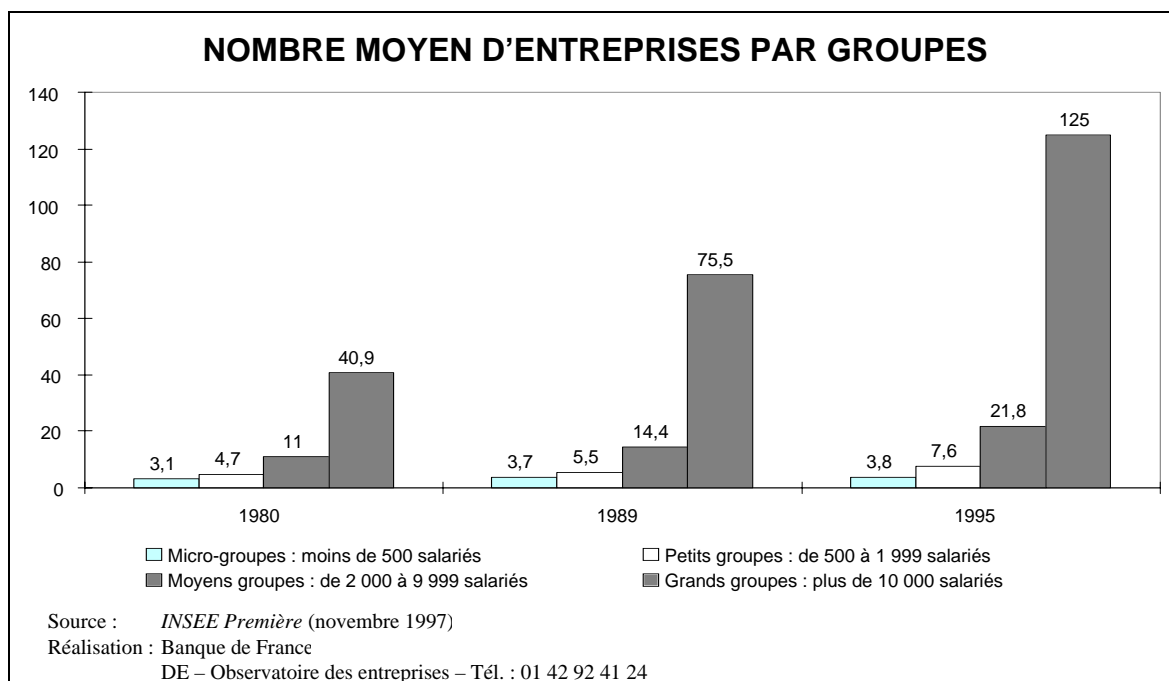
Une étude de l'INSEE montre que le nombre de groupes s'est fortement accru en quinze ans, passant de 1 300 en 1980 à 6 700 en 1995. Cette augmentation est due, en particulier, à l'explosion du nombre de micro-groupes (cf. graphique 6).

De plus, durant cette même période, le nombre d'entreprises contrôlées a été multiplié par cinq, passant de 9 200 à 44 700. Cet accroissement est le résultat de l'augmentation du nombre de micro-groupes (le nombre d'entreprises contrôlées par ces derniers a, pour sa part, été multiplié par vingt, passant de 1 966 à 20 019) et dans une bien moindre mesure, du nombre d'entreprises contrôlées par les grands groupes (cf. graphique 7).

Graphique 6



Graphique 7



2. Comparaisons internationales

Dans le cadre du réseau européen sur le gouvernement d'entreprise auquel participe la Banque de France, une étude comparative menée sur sept pays européens a été réalisée (*European Corporate Governance Network*, 1997).

2.1. Concentration du capital

Les comparaisons internationales en matière de concentration du capital et de structure de l'actionnariat différencient clairement les pays d'Europe continentale, et notamment la France, des pays anglo-saxons. Cinq résultats émergent de cette étude comparative :

- le degré de concentration du capital très élevé en Autriche, en Belgique et en France, et, dans une moindre mesure, en Allemagne et en Italie ;
- l'importance des groupes pyramidaux en Autriche, Belgique, France et Italie ;
- la place différente du système bancaire dans la propriété du capital : absent en Autriche et en Belgique, présent en France, de plus en plus présent en Italie ;
- le poids du capitalisme familial ;
- l'importance de l'État comme actionnaire en Italie et en France.

Cependant, si la concentration du capital est plus élevée en Europe continentale qu'au Royaume-Uni pour les entreprises cotées, celle des entreprises non cotées est très élevée au Royaume Uni, le premier actionnaire y détenant en moyenne 86 % du capital ¹.

¹ Calculé à partir d'un échantillon de 12 600 entreprises non cotées

Ainsi, parmi les pays européens, c'est de l'Italie dont la France se trouve la plus proche. La faible part du capital détenu par les institutions financières et la place prédominante des ménages et des sociétés non financières sont toujours soulignées.

2.2. *Séparation de la propriété du capital et du contrôle*

Cette étude comparative insiste sur la difficulté, voire l'impossibilité, de calculer des mesures comparables sur la concentration et la structure de l'actionnariat, la concentration des droits de vote et la séparation entre la propriété du capital et son contrôle. Paraphrasant le titre d'un ouvrage célèbre aux États-Unis, elle oppose le cas américain, confronté au problème des « dirigeants forts, propriétaires faibles », au cas européen où le problème se transforme en « détenteurs de droits de vote (*blockholders*) forts, propriétaires faibles ».

Si l'accès à l'information sur les entreprises dans un État membre est difficile, les renseignements sont encore plus délicats à se procurer à partir d'un autre État membre et la transparence de l'information à travers les frontières est encore moins effective.

En empêchant les investisseurs d'identifier la structure de la propriété et du contrôle des entreprises européennes, le manque d'information mine la capacité de l'Europe à se mettre sur les rangs pour la globalisation et la mobilité du capital. Les investisseurs internationaux, qui administrent une part croissante de l'épargne européenne et mondiale, déplorent le manque de transparence : si les efforts de communication sont faibles, ils demandent une prime de risque élevée : s'ils sont très faibles, ils n'investissent pas du tout.

Si, pour l'ensemble des pays européens, les banques ne détiennent pas directement une part importante du capital des entreprises, leur rôle est fort différent d'un pays à l'autre. En Allemagne, les banques ont peu d'actions mais des droits de vote très importants, du fait des votes par procuration et des différents accords. En Belgique, en France et en Suède, les banques sont parties intégrantes des groupes ou font le lien entre les différents groupes d'entreprises. En Italie, elles n'ont pas le droit d'être dans le premier cas, mais assurent ce rôle de liaison.

BIBLIOGRAPHIE

Bloch Laurence et Élisabeth Kremp (1997), « Ownership and Control in France », in *European Corporate Governance Network*.

Chocron Monique (1998), « La détention des actions françaises cotées et de titres d'OPCVM actions en France de décembre 1996 à septembre 1997 », document présenté à la Commission C du groupe sur le financement de l'entreprise du Conseil national du crédit et du titre.

Chocron Monique et Lydie Marchand (1998), « La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres en France au troisième trimestre 1997 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 49, p. 103 à 127, janvier.

European Corporate Governance Network (1997), « Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries », Executive Report, soumis à la Commission européenne, octobre.

Herald Tribune (1996), *French Company Handbook 1996, Detailed Profiles of France's Leading Companies*.

Vergeau Éric et Nicole Chabanas (1997), « Le nombre de groupes d'entreprises a explosé en 15 ans », *INSEE Première*, n° 553, novembre.

Maréchal Anne (1998), « Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises », *Bulletin de la COB*, n° 322, mars.

OCDE (1996), Rapport sur la France, 1996-1997, « Le gouvernement des entreprises dans les sociétés françaises », chapitre 4.

A N A L Y S E S

L'AMÉLIORATION- ENTRETIEN DU LOGEMENT – BILAN 1997 ET PREMIER TRIMESTRE 1998

Si l'activité d'ensemble du secteur du bâtiment a continué de régresser en 1997 (– 1,9 % en volume d'après les statistiques du ministère de l'Équipement, – 0,5 % pour le logement), le secteur de l'entretien-amélioration du logement, après un repli de 1,7 % en 1996, a connu une progression de 1,0 % en 1997.

Cette reprise, sensible dès le deuxième trimestre, s'est accompagnée d'une augmentation notable de la distribution de crédits (+ 10,1 %) et de la consommation d'aides publiques (+ 6,4 %).

Au cours du premier trimestre 1998, l'orientation positive de l'activité s'est confirmée et devrait se prolonger durant l'exercice, sous l'impact de mesures fiscales généralement favorables, de l'élargissement d'enveloppes de primes et de la poursuite du programme gouvernemental de réhabilitation des logements sociaux.

ISABELLE DESAN
ALAIN CHATELUS
Direction de la Conjoncture
Pôle logement

1. Bilan de l'année 1997

1.1. Évolution de l'activité

Le secteur de l'entretien-amélioration du logement, après un repli de 1,7 % en 1996, a connu une progression de 1,0 % en 1997, tandis que l'activité d'ensemble du secteur du bâtiment a continué de régresser en 1997 (- 1,9 % en volume, d'après les statistiques du ministère de l'Équipement, - 0,5 % pour le logement).

Dans le bâtiment non résidentiel, la dégradation d'ensemble de l'activité (- 3,7 %) a été supérieure à celle de l'entretien (- 0,3 %).

Le chiffre d'affaires hors taxes pour le secteur de l'amélioration-entretien s'est élevé à 143 milliards de francs en 1997 (après 140 milliards en 1996), soit un chiffre supérieur à celui de la construction de logements neufs (109 milliards).

Les travaux aidés (hors prêts à taux zéro) se sont réduits de 5,3 %, alors que les autres catégories de travaux se sont accrues de 2,0 %. Les parts relatives des secteurs aidés et non aidés (respectivement 13,3 % et 86,7 %) ont cependant peu varié.

Après un premier trimestre encore marqué par un recul, la reprise dans le secteur de l'amélioration-entretien s'est manifestée à partir du deuxième trimestre. Cette orientation favorable s'est accentuée au cours du second semestre, grâce au programme gouvernemental pluriannuel de réhabilitation de logements sociaux (100 000 en 1997) et grâce aux dotations supplémentaires au budget du logement, de 650 millions de francs pour la *prime à l'amélioration du logement à usage locatif et à occupation sociale* (Palulos), de 300 millions de francs pour les *primes à l'amélioration de l'habitat* (PAH) et de 200 millions de francs pour l'*Agence nationale pour l'amélioration de l'habitat* (ANAH).

La demande du secteur privé a aussi été soutenue toute l'année grâce à diverses mesures fiscales : maintien jusqu'à la fin 1997 de la possibilité de déduction des intérêts afférents aux emprunts contractés pour l'acquisition d'un logement ancien ou la réalisation de grosses réparations ; instauration d'une réduction d'impôts (20 % ou plus, plafonnée ou non selon les cas), basée sur les dépenses de grosses réparations et d'amélioration de l'habitat sur résidences principales concernant les dépenses payées entre le 1^{er} janvier 1997 et le 31 décembre 2001.

L'opinion des chefs d'entreprise recueillie dans l'enquête trimestrielle de la Banque de France sur le BTP¹ reflète cette amélioration de la conjoncture dès le deuxième trimestre 1997, très sensible dans le second œuvre et les PME ; l'ensemble des entreprises ont vu la situation de leurs carnets de commandes se redresser.

1.2. Répartition des aides publiques

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, l'utilisation totale des principales aides de l'État s'est inscrite en augmentation assez sensible en 1997 (+ 6,4 %, après + 2,6 % en 1996), s'accélégrant nettement au quatrième trimestre, au cours duquel 47,9 % du total annuel ont été consommés.

La distribution des *primes à l'amélioration de l'habitat* (PAH), qui s'adressent aux propriétaires habitant leur logement construit depuis plus de 20 ans, a enregistré une baisse de 6 % en 1997 (718 millions de francs, contre 764 millions en 1996). En effet, malgré l'augmentation des crédits totaux mis à la disposition des directions départementales de l'Équipement (DDE), dont le montant s'est ainsi élevé à 944 millions de francs (dotation budgétaire initiale + abondement de 300 millions de francs en mai + reliquat de l'année antérieure), le taux de consommation s'est fortement réduit, passant

¹ Cf. *Enquête mensuelle de conjoncture* (EMC) d'avril, de juillet et d'octobre 1997 et de janvier 1998 (n° 156, n° 159, n° 161, n° 164)

de 89 % en 1996 à 76 % en 1997, les primes en cause ayant concerné environ 66 500 logements, contre 72 000 en 1996.

En revanche, la distribution par l'État de la *prime à l'amélioration du logement à usage locatif et à occupation sociale* (Palulos), réservée aux bailleurs sociaux (HLM, sociétés d'économie mixte, collectivités locales) a enregistré une forte augmentation (40,8 %), passant de 1 500 millions de francs en 1996 à 2 113 millions en 1997. Au total, près de 155 000 logements ont bénéficié de cette aide en 1997.

Par ailleurs, si la dotation budgétaire allouée à l'*Agence nationale pour l'amélioration de l'habitat* (ANAH), dont la mission est d'attribuer des aides pour l'amélioration du parc locatif privé destiné à l'habitation principale, a progressé de 5,0 %, passant de 2 110 millions de francs en 1996 à 2 215 millions en 1997, le montant total des subventions distribuées, y compris l'utilisation du reliquat de l'exercice précédent, s'est élevé à 2 338 millions de francs, en retrait de 9,9 % par rapport à 1996, année qui s'était caractérisée par la consommation d'un important reliquat de l'exercice précédent.

Après avoir enregistré un niveau record en 1994 (54 170 unités), le nombre de dossiers agréés par l'ANAH s'est stabilisé en 1997 par rapport à 1996 (49 080 dossiers). Le nombre de logements subventionnés a continué à s'inscrire en baisse (-3,8 %, après -11,6 % en 1996) et s'est établi à 107 600 unités.

La répartition des subventions de l'ANAH s'est effectuée principalement au bénéfice des propriétaires du secteur diffus (52,1 % des engagements, pour 1 218 millions de francs), puis des *opérations programmées d'amélioration de l'habitat* (OPAH) (31,9 %, pour 745 millions) et des *programmes sociaux thématiques* (PST) (16,0 %, pour 374 millions).

La part des subventions accordées au secteur diffus s'est redressée de 4 points, passant de 48,2 % en 1996 à 52,1 % en 1997 (-2,6 % en valeur). Le nombre de logements subventionnés a légèrement diminué (-3,1 %, pour 77 600 unités).

Contrairement à 1996, les subventions allouées au titre des OPAH, qui sont des programmes concertés entre l'État, l'ANAH et une ou plusieurs communes, ont diminué (-13,8 % en valeur). Le nombre d'OPAH nouvelles s'est élevé à 197 au cours de l'année écoulée, pour un cumul d'opérations en cours de 644. Le nombre de logements subventionnés a baissé de 2,5 %, à 26 800 unités.

Après la progression enregistrée en 1996, les PST, qui font l'objet d'une convention entre une collectivité locale, l'État et l'ANAH, ont enregistré une forte baisse des subventions en 1997 (-21,9 % en valeur). Le nombre de logements subventionnés a diminué de 24,7 %, revenant à 3 200 unités.

Le parc ancien (logements construits avant 1948) a reçu 86,8 % des subventions. La subvention moyenne par dossier s'est élevée à 49 400 francs pour le parc ancien et à 36 100 francs pour le parc récent, pour un taux moyen de subvention de 26,2 %. Les opérations ont été menées pour l'essentiel dans des communes rurales (30,8 % des subventions) et les communes de moins de 100 000 habitants (34,4 %), les communes de plus de 100 000 habitants représentant 25,2 % et l'agglomération de Paris 9,6 %.

1.3. Répartition des crédits utilisés par les ménages pour le financement des travaux d'amélioration-entretien du logement

D'après l'enquête sur les *centralisations de crédits nouveaux à l'habitat en 1997*¹, le montant des crédits mis en force au bénéfice des ménages pour des travaux d'amélioration-entretien de l'habitat s'est élevé à 35 665 millions de francs (+ 10,1 % de variation sur un an). *La totalité de ces crédits sont maintenant non aidés*, le reliquat de crédits aidés s'étant résorbé du fait de la suppression des PAP en octobre 1995 et les travaux d'amélioration-entretien n'étant pas directement éligibles au titre des prêts à taux zéro.

Au sein de l'ensemble des concours, *la part relative de la production de crédits destinée à l'amélioration-entretien du logement a peu évolué*, s'élevant à 12,47 %, contre 12,19 % en 1996, après correction des renégociations ; elle a cependant fluctué en cours d'année entre 11,55 % (quatrième trimestre 1997) et 13,67 % (deuxième trimestre de cette même année). Les évolutions ont été, en effet, très différentes globalement et selon les périodes de l'année sur les différents marchés : les mises en force ont fortement progressé sur le marché du *neuf* (+ 16,47 %) ; l'*ancien*, après un fort recul au premier trimestre suivi d'un développement rapide, a connu une faible augmentation (+ 2,80 %) ; enfin, l'*amélioration-entretien*, après une accélération au deuxième trimestre correspondant à la reprise du marché, est ensuite demeurée stable.

Comme les années précédentes, les moyens de financement privilégiés des ménages ont été les *prêts d'épargne-logement* (34,71 % de la production, contre 46,61 % en 1996) et les *prêts du secteur libre non éligibles au marché hypothécaire* (55,09 % de la production, contre 45,31 % en 1996). *Les prêts conventionnés et les prêts éligibles au marché hypothécaire*, bien qu'en essor rapide, ne représentent, respectivement, que 3,23 % et 6,90 % des versements.

Le recul du recours à l'épargne-logement (- 18,0 %) au profit des prêts du secteur libre non éligibles au marché hypothécaire (+ 33,3 %) résulte principalement de la baisse des taux du secteur libre, rendant les produits d'épargne-logement moins compétitifs. Cette tendance a surtout été sensible au premier semestre.

1.4. Répartition du marché de l'amélioration-entretien du logement en fonction de la taille des entreprises

Selon les données du ministère de l'Équipement, les chefs d'entreprise ont émis des opinions plus favorables qu'aux périodes correspondantes de l'exercice précédent. Les artisans sont restés, à l'exception du quatrième trimestre, les mieux positionnés sur ce secteur. Quant à l'opinion des PME et des grandes entreprises sur ce marché, elle s'est nettement améliorée au cours de l'année écoulée.

La part des entreprises artisanales intervenant dans ce secteur est restée stable, à 86 %. Les PME ont été davantage présentes sur ce marché en 1997 qu'en 1996, puisque 70 % d'entre elles ont effectué ce type de travaux au quatrième trimestre 1997, contre 65 % au trimestre correspondant de l'année précédente. Enfin, la proportion de grandes entreprises participant à cette activité s'est située dans une fourchette comprise entre 40 % et 47 %, en légère baisse tout au long de l'année.

Par ailleurs, la part des entreprises artisanales spécialisées, c'est-à-dire réalisant la totalité de leur activité en entretien-amélioration du logement, est restée assez stable, légèrement supérieure à 45 % en 1997. La proportion de PME spécialisées a continué à s'accroître légèrement (9 %, contre 8 % fin 1996).

Ces résultats contiennent cependant un biais, du fait que nombre de PME sont des filiales de grandes entreprises ou sous-traitent des travaux pour leur compte.

¹ Cf. *Bulletin de la Banque de France* n° 54 (juin 1998) : « Les crédits au logement consentis aux ménages en 1997 »

2. L'évolution enregistrée au cours du premier trimestre 1998

Dans la loi de finances pour 1998, le gouvernement a marqué sa volonté de soutenir le secteur de l'entretien-amélioration du logement par plusieurs mesures :

- l'augmentation de 14,7 % de la ligne fongible Palulos-PLA, qui est dotée de 2 928 millions de francs d'autorisations de programmes (au lieu de 2 553 millions en 1996) ;

- les travaux de réhabilitation et de rénovation réalisés par les bailleurs sociaux sont soumis au taux réduit de TVA de 5,5 % ;

- l'institution d'un nouveau crédit d'impôt pour les petites dépenses d'entretien de la résidence principale. Son montant est égal à 15 % des dépenses annuelles (pour les années 1998, 1999 et 2000), dans la limite de 5 000 francs pour un célibataire et de 10 000 francs pour un couple marié. Ce dispositif s'ajoute à celui mis en place par la loi de finances pour 1997 en faveur des grosses réparations.

Par contre, une disposition a porté suppression, à partir du 1^{er} janvier 1998, de la réduction d'impôt pour les intérêts des prêts contractés pour l'acquisition de logements anciens ou pour la réalisation de gros travaux.

Les mises en force de crédits nouveaux affectés aux travaux d'amélioration-entretien du logement se sont élevées à 7 495 millions de francs (+ 3,5 % par rapport au premier trimestre 1997, – 21,4 % par rapport au quatrième trimestre 1997). Leur part a représenté 11,1 % des crédits non aidés, en baisse par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente (12,6 %).

Le recours aux prêts libres non éligibles au marché hypothécaire a continué à progresser fortement au premier trimestre (58,6 % des mises en force, contre 51,3 % un an plus tôt) au détriment de l'épargne-logement (31,6 %, au lieu de 39,5 %). Par ailleurs, la part des prêts libres éligibles au marché hypothécaire s'est légèrement accrue (7,1 %, au lieu de 5,8 %), tandis que celle des prêts conventionnés déclinait (2,7 %, au lieu de 3,4 %).

Au total, le volume d'activité de l'amélioration-entretien du logement devrait continuer, en 1998, à progresser légèrement (de + 0,3 % à + 1,4 % par rapport à 1997, selon le ministère de l'Équipement).

REPÈRES**Chiffre d'affaires du bâtiment en 1997 (marché intérieur) :****439 milliards de francs,****dont :**

- *logement* : 252 milliards de francs (57,4 %) ;
- *bâtiments non résidentiels et travaux publics induits par l'activité bâtiment* : 187 milliards de francs (42,6 %).

Chiffre d'affaires du logement :**252 milliards de francs,****dont :**

- *construction neuve* : 109 milliards de francs (43,2 %) ;
- *amélioration-entretien* : 143 milliards de francs (56,8 %).

Chiffre d'affaires de l'amélioration-entretien du logement :**143 milliards de francs,****dont :**

- *travaux aidés, hors PTZ* : 19 milliards de francs (13,3 %) ;
- *autres travaux* : 124 milliards de francs (86,7 %).

Source : Ministère de l'Équipement – Direction des Affaires économiques et internationales, mars 1998 (données provisoires)

E N Q U Ê T E S

LE COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES

(résultats de l'exploitation de 4 484 déclarations
et portant sur la période du 1^{er} au 15 avril 1998)

Entre début janvier 1998 et début avril 1998, les taux moyens des crédits aux entreprises se sont réduits. Sur un an, la baisse des taux s'est poursuivie.

ÉVELYNE FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Entre début janvier 1998 et début avril 1998

1.1. Les taux moyens des crédits aux entreprises se sont réduits

Les baisses des taux, qui ont concerné les prêts de toute nature tant à court terme qu'à moyen et long terme, se sont étagées de 0,11 point pour les crédits à moyen et long terme à 0,19 point pour les découverts.

Entre fin janvier 1998 et fin avril 1998, le taux moyen au jour le jour et le TBB sont restés stables, à, respectivement, 3,38 % et 6,55 %. Le TIOP à un mois a diminué de 0,01 point, tandis que le TIOP à trois mois a progressé de 0,01 point.

1.2. Appréciées selon la nature des concours et les tranches de montant, les évolutions de taux ont été plus contrastées

Les diminutions de taux ont concerné la plupart des tranches de montant quelle que soit la nature de crédit retenue, allant de 0,03 point pour les découverts d'un montant compris entre 2 000 000 de francs et 10 000 000 de francs à 0,49 point pour les autres crédits à court terme inférieurs à 100 000 francs.

Toutefois, pour l'escompte et les autres crédits à court terme d'un montant compris entre 300 000 francs et 500 000 francs, des hausses ont été enregistrées (respectivement + 0,14 point et + 0,29 point).

2. Sur un an, soit entre avril 1997 et avril 1998

Les taux moyens des prêts aux entreprises marquent tous des baisses, comprises entre 0,75 point pour l'escompte et 1,37 point pour les autres crédits à court terme

L'examen par montant fait ressortir une évolution différenciée selon la tranche de montant observée. En effet, pour les montants compris entre 300 000 francs et 500 000 francs, l'escompte est resté stable, tandis que les autres crédits à court terme ont connu une progression de taux de 0,55 point.

Toutes les autres tranches de montant ont, quant à elles, connu une baisse sur un an, allant de 0,05 point pour les découverts compris entre 100 000 francs et 300 000 francs à 1,39 point pour les autres crédits à court terme supérieurs à 10 000 000 de francs.

Sur la même période, le TBB est resté stable à 6,55 %.

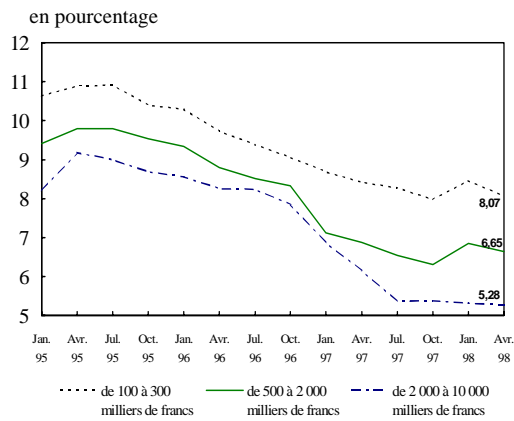
Entre fin avril 1997 et fin avril 1998, le taux moyen au jour le jour et le TIOP à un mois ont progressé de 0,19 point et le TIOP à trois mois de 0,23 point. Le TMO, quant à lui, s'est réduit de 0,56 point.

TAUX OBSERVÉS							
<i>(en pourcentage)</i>							
Catégories de crédit	Par tranche de montant en milliers de francs						Ensemble (taux moyen)
	≤ 100	>100 et ≤ 300	> 300 et ≤ 500	> 500 et ≤ 2 000	> 2 000 et ≤ 10 000	> 10 000	
ESCOMPTE							
moyen.....	8,55	8,07	7,61	6,65	5,28	(4,79)	5,62
Taux minimum.....	4,09	3,88	4,07	3,83	3,72	(3,78)	
maximum.....	10,89	10,89	10,80	10,55	9,95	(9,55)	
DÉCOUVERT							
moyen.....	9,89	8,62	7,23	6,59	5,19	(4,79)	5,64
Taux minimum.....	4,02	3,67	3,47	3,73	3,57	(3,62)	
maximum.....	12,68	12,68	12,68	12,68	11,05	(9,55)	
AUTRES COURT TERME							
moyen.....	7,12	7,47	7,10	5,53	4,35	3,92	4,09
Taux minimum.....	4,86	3,37	3,58	3,68	3,52	3,52	
maximum.....	10,80	10,75	9,90	10,45	8,30	6,35	
MOYEN ET LONG TERME							
moyen.....	5,92	5,86	5,75	5,55	5,17	(4,62)	4,91
Taux minimum.....	4,52	4,09	4,11	3,93	3,88	(3,78)	
maximum.....	9,00	9,30	9,00	7,65	7,90	(5,12)	

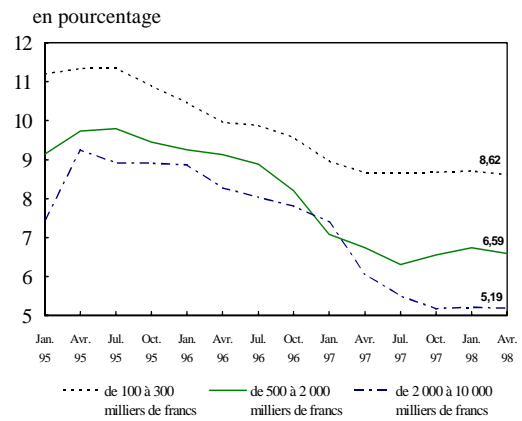
Les taux issus de moins de 30 observations sont entre parenthèses.

ÉVOLUTION DES TAUX OBSERVÉS LORS DES ENQUÊTES

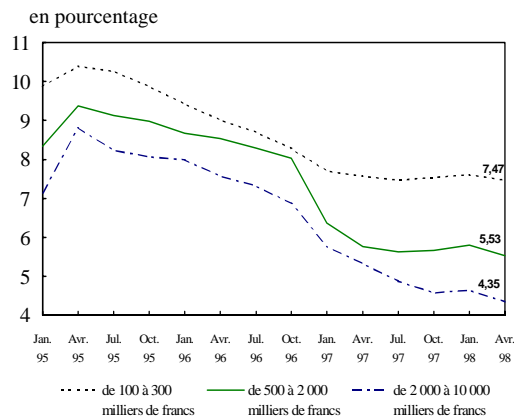
ESCOMPTE



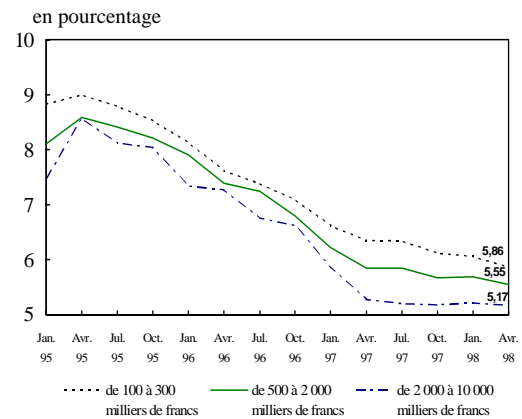
DÉCOUVERT



AUTRES COURT TERME



CRÉDITS À MOYEN ET LONG TERME



BULLETIN OFFICIEL

Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit, de la Commission bancaire

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

Banque de France

Lettre du gouverneur de la Banque de France au président de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, relative aux opérations de la Banque de France sur le marché monétaire

– en date du 17 juin 1998

J'ai l'honneur de porter à votre connaissance le texte de l'instruction n° 2-98 de la Banque de France relative à ses opérations sur le marché monétaire qui se substitue aux instructions n° 1-95, n° 2-95 et n° 3-97. Ses dispositions ont pour objet d'aménager les procédures de la Banque de France afin de les rapprocher de celles qui seront mises en œuvre dans le cadre du Système européen de banques centrales (SEBC) à compter du 1er janvier 1999. Trois séries d'aménagements sont apportées aux dispositions antérieures.

1. La disparition du rôle des opérateurs principaux de marché (OPM) comme intermédiaires exclusifs de la Banque de France pour les appels d'offres et les pensions de 5 à 10 jours. La mise en place d'une communication directe entre la Banque de France et ses contreparties pour la transmission des soumissions effectuées par les établissements de crédit préfigure le système qui s'appliquera à compter du 1er janvier 1999 dans le cadre des opérations du SEBC.

2. L'admission des obligations d'État comme supports éligibles aux interventions de la Banque centrale, à la faveur de l'entrée en complet fonctionnement du système de règlement-livraison RGV. Les listes des garanties admises par la Banque pour la fourniture de liquidité intrajournalière dans le système de règlement TBF et des garanties éligibles aux opérations de politique monétaire sont ainsi harmonisées, préfigurant le dispositif du SEBC en vigueur à compter du 1^{er} janvier 1999.

3. La mise en place d'un système de traitement informatisé des créances privées (TRICP). Ce système permettra une identification précise des créances privées cotées³ cédées en garantie par les établissements dans le cadre de la loi Dailly. La sécurisation apportée par cette procédure, dont la mise en œuvre implique par ailleurs l'exclusion des découverts, permet de porter de 75 % à 90 % la quotité appliquée aux encours de créances privées mobilisées par les établissements et d'admettre ces actifs en garantie de l'octroi de liquidité intrajournalière dans le cadre du système de règlement TBF.

Par ailleurs, dans la perspective du passage à la phase III de l'Union économique et monétaire, il appartient à la Banque de France de sélectionner parmi ses contreparties éligibles un cercle d'établissements ayant vocation à être, à titre exclusif, les contreparties des opérations de réglage fin qu'elle réalisera dans le cadre de l'exécution décentralisée de la politique monétaire unique.

Cette sélection, qui obéira à des critères uniformes dans toute la zone euro, sera fondée essentiellement sur l'examen de l'activité réalisée à Paris par les établissements sur les différents compartiments des marchés de taux..

Les établissements, répondant aux critères généraux d'éligibilité des contreparties de la Banque de France et qui souhaitent être agréés en qualité de contreparties aux opérations de réglage fin, devront déposer un dossier auprès de la direction générale du Crédit de la Banque de France d'ici à la fin du mois de juillet 1998 (cf. en annexe les informations relatives à la constitution de ce dossier).

Je vous serais obligé de bien vouloir porter l'instruction n° 2-98 ainsi que les informations susvisées à la connaissance de l'ensemble de vos adhérents.

Instruction n° 2-98 relative aux opérations de la Banque de France sur le marché monétaire, prise en application de la décision n° 97-2 du 27 mars 1997 du Conseil de la politique monétaire

CHAPITRE PREMIER : Les contreparties éligibles aux opérations de la Banque de France

1.1. Critères d'éligibilité

Sont éligibles en tant que contreparties aux opérations de la Banque de France répertoriées au chapitre III de la présente instruction la Caisse des dépôts et consignations et les établissements de crédit qui remplissent les conditions suivantes :

- ils ont leur siège social sur le territoire français ou y sont établis sous la forme d'une succursale ;
- ils sont assujettis au régime des réserves obligatoires fixé par la Banque de France ;
- ils présentent une situation financière saine ;
- ils ont signé avec la Banque de France la convention leur permettant de bénéficier d'un compte central de règlement dans le cadre du système de règlement TBF.

1.2. Accès aux opérations de la Banque

Toute contrepartie éligible aux opérations de la Banque de France peut :

- accéder à son initiative aux prises en pension et prêts garantis d'une durée de 5 à 10 jours ;
- participer aux opérations de politique monétaire de la Banque par voie d'appels d'offres.

Les contreparties ne sont autorisées à participer à ces opérations que par l'intermédiaire de leur siège social. Toutefois, les contreparties qui ne sont établies que sous la forme de succursales et qui disposent de plusieurs succursales sur le territoire français ne participent à ces opérations que par l'intermédiaire de l'une d'entre elles, qu'elles désignent expressément.

1.3. Conditions de participation aux opérations de la Banque

1.3.1. La Banque de France peut décider, pour des motifs de prudence, à tout moment et sans préavis, de restreindre, suspendre ou interdire l'accès d'une contrepartie aux opérations de la Banque. La contrepartie est informée par la Banque de la décision prise à son encontre.

1.3.2. En cas de manquement de la contrepartie aux règles concernant la participation aux opérations de la Banque de France, celle-ci peut décider, après notification du motif à l'établissement concerné, de restreindre, suspendre ou interdire la participation à tout ou partie des opérations qu'elle conduit.

CHAPITRE II : Catégories d'instruments et actifs éligibles

Les interventions de la Banque de France se subdivisent en trois catégories :

- opérations de prise ou de mise en pension livrée ;
- opérations de prêt garanti ;
- autres opérations (opérations ferme et de prêts et emprunts de titres).

Les actifs utilisés comme supports des opérations de la Banque diffèrent suivant les instruments précités.

La Banque de France se réserve, en tant que de besoin, la possibilité de procéder à des opérations portant sur d'autres supports que ceux visés au présent chapitre.

2.1. Opérations de pension livrée

2.1.1. Catégories d'actifs éligibles

Les actifs admis en garantie des opérations de pension livrée de la Banque sont les titres négociables suivants :

- titres d'État (bons et obligations du Trésor) libellés en francs ou en écus ;
- billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables dont l'échéance résiduelle n'excède pas deux ans et qui sont émis par des entreprises cotées 3 par la Banque de France, à l'exclusion des sociétés émettrices appartenant au même groupe que celui de l'établissement cédant.

Les mêmes actifs sont également éligibles aux pensions livrées intrajournalières et de fin de journée consenties par la Banque dans le cadre du système de règlement TBF.

2.1.2. Traitement des garanties

2.1.2.1. Cadre général

Les opérations de pension de la Banque sont régies par la convention-cadre relative aux opérations de pension livrée approuvée par le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, le 15 décembre 1994, selon les termes convenus entre la Banque de France et chaque établissement (annexe I. A.).

Les actifs pris et donnés en pension par la Banque font l'objet d'une livraison conformément aux modalités fixées pour les titres dématérialisés par le décret n° 94-350 du 2 mai 1994 pris en application de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993.

Ces opérations s'effectuent dans le cadre du système de règlement-livraison RGV. Pour l'exécution de ces opérations, les contreparties de la Banque doivent avoir le statut d'affilié à Sicovam SA.

2.1.2.2. Caractéristiques principales

Les diligences à accomplir dans le cadre de ces opérations sont précisées dans l'annexe IV.

Leurs principales caractéristiques sont les suivantes.

- Les titres, support de l'opération de prise en pension, sont virés à un compte spécifique chez Sicovam SA au nom de la Banque de France et y demeurent jusqu'à l'échéance de la pension ; aucun dénouement anticipé ne peut intervenir.
- Les coupons qui, pendant la durée d'une pension, viendraient à être payés sur ces titres livrés à la Banque de France, seront versés le même jour sur le compte central de règlement de l'établissement bénéficiaire de la pension.
- Les mouvements espèces correspondant à l'opération sont passés au compte central de règlement du bénéficiaire dans TBF, dont les références ont été communiquées à la direction des Marchés de capitaux et à Sicovam SA.
- Font l'objet de pensions livrées distinctes les catégories de titres suivantes :
 - titres d'État en francs ;
 - titres d'État en écus ;
 - billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables, libellés en francs.

L'établissement concerné doit communiquer séparément pour chaque pension à Sicovam SA le détail des titres livrés. La provision titres est vérifiée préalablement au virement de fonds sur le compte central de règlement.

2.1.2.3. Valorisation des actifs et application de quotités

a) Valorisation des actifs

Sicovam SA valorise les titres pris en garantie et applique aux valeurs obtenues des quotités fixées par la Banque de France.

La valeur des titres après application des quotités doit être au moins égale au montant de la pension augmenté des intérêts dus à l'échéance (*cf.* exemples de calcul en annexe VI).

- La valorisation des bons du Trésor pris en pension est effectuée sur la base des taux de référence publiés en principe la veille du jour du lancement de l'appel d'offres ou de négociation de la pension, selon le cas. S'agissant des bons en écus, la contre-valeur en francs des titres est calculée à partir du cours indicatif publié par la Banque de France la veille du jour de lancement de l'appel d'offres.
- La valorisation des obligations du Trésor prises en pension est effectuée sur la base des cours de clôture publiés par la Société des bourses françaises, en principe la veille du jour du lancement de l'appel d'offres ou de négociation de la pension, selon le cas. S'agissant des obligations en écus, la contre-valeur en francs des titres est calculée à partir du cours indicatif publié par la Banque de France la veille du jour de lancement de l'appel d'offres.
- En ce qui concerne les bons à moyen terme négociables et les billets de trésorerie, les titres sont pris en compte pour leur valeur nominale.

b) Quotités

La valeur des titres éligibles fait l'objet d'un abattement par application de quotités.

Les quotités applicables aux bons du Trésor en francs et en écus, aux obligations du Trésor en francs et en écus, aux billets de trésorerie et aux bons à moyen terme négociables sont précisées en annexe V de la présente instruction.

Elles sont également applicables à la valeur des titres pris en garantie par la Banque dans le cadre des pensions livrées intrajournalières et de fin de journée mises en place dans le système TBF.

La Banque est également habilitée à conclure des opérations de pension livrée dans les conditions habituelles de marché.

2.1.2.4. Insuffisances des provisions de titres

En cas d'insuffisance de provision constatée pour un établissement, la Banque de France peut refuser d'accorder la pension demandée ou en diminuer d'office le montant ; elle peut aussi autoriser cet établissement à apporter des titres de la même catégorie pour couvrir l'insuffisance.

Dans le cas où la Banque de France accepte, pendant la durée de la pension, de remplacer, à la demande du cédant, tout ou partie des titres mis en pension par nouveaux titres, ceux-ci doivent appartenir à la même catégorie de supports que ceux auxquels ils se substituent et être livrés selon les modalités prévues par le décret n° 94-350 du 2 mai 1994.

2.2. Opérations de prêt garanti

2.2.1. Catégories d'actifs éligibles

La Banque de France peut conclure des opérations de prêt garanti contre créances privées.

À ce titre, sont éligibles aux interventions de la Banque :

- les crédits en francs d'une durée résiduelle au plus égale à deux ans à l'exception des découverts en compte et des crédits à court terme assimilables à des découverts en compte ;
- les créances de loyers de crédit-bail mobilier et immobilier libellées en francs et les créances en francs relatives aux opérations de location assortie d'une option d'achat, à moins de deux ans d'échéance. Seule la part de ces créances correspondant à l'amortissement financier des biens donnés en location est retenue au titre de la fraction mobilisable desdites créances ;

- les créances d'affacturage en francs d'une durée résiduelle au plus égale à deux ans, selon les modalités précisées par avis de la Banque de France ;
- lorsque les crédits et créances susvisés concernent des entreprises cotées « 3 », à l'exclusion des entreprises appartenant au même groupe que celui de l'établissement mobilisateur.

Les mêmes concours sont également éligibles aux prêts garantis intrajournaliers et de fin de journée consentis par la Banque dans le cadre du système de règlement TBF.

2.2.2. Traitement des garanties

2.2.2.1. Cadre général

Les opérations de prêt garanti par des créances privées conclues entre la Banque de France et ses contreparties sont régies par une convention de mobilisation globale dont un modèle figure en annexe I.B. à la présente instruction.

Les créances privées sont cédées à titre de garantie et sans stipulation de prix à la Banque de France préalablement à l'octroi de tout refinancement, dans le cadre de la loi modifiée n° 81-1 du 2 janvier 1981 facilitant le crédit aux entreprises.

L'échéance des créances cédées doit être postérieure à l'échéance du prêt consenti. Les créances cédées doivent être libres de tout engagement.

En outre, par application de la convention, le cédant s'engage, pendant la durée de l'opération, à ne pas céder à un tiers, en propriété ou en gage, les créances cédées à la Banque de France.

2.2.2.2. Caractéristiques principales

a) Dispositif de cession des créances privées admises aux opérations de la Banque

Les cessions donnent lieu à remise au guichet de la direction des Marchés de capitaux de la Banque de bordereaux intitulés « Actes de cession de créances financières » faisant référence à la loi modifiée n° 81-1 du 2 janvier 1981, et à la transmission de fichiers informatisés permettant l'identification des créances cédées.

Les cessions sont faites pour la durée qui est stipulée par la Convention de mobilisation globale (annexe I.B.).

Les diligences à accomplir pour la remise de ces documents et supports informatisés sont précisés par avis aux contreparties figurant à l'annexe I.B. de la présente instruction.

La conservation des documents sur support papier et informatiques utilisés par les contreparties pour céder à la Banque de France leurs encours de créances privées sur les entreprises cotées « 3 » doit se conformer à la prescription de droit commun retenue en matière commerciale (dix ans).

b) Billets globaux de mobilisation

En vertu de la convention de mobilisation globale (annexe I.B.), les opérations de prêt garanti contre créances privées donnent lieu à la confection de billets globaux de mobilisation. Ces billets globaux de mobilisation sont émis par la Banque en vertu du mandat qui lui est confié par chaque contrepartie.

Conformément aux dispositions de la convention, le montant du prêt consenti par la Banque augmenté des intérêts dus à l'échéance ne saurait excéder la valeur des créances cédées en propriété à titre de garantie.

2.2.2.3. Application de quotités

Les concours éligibles sont retenus à l'appui des prêts garantis de la Banque pour 90 % de leur montant.

Cette quotité est également applicable à la valeur des créances prises en garantie par la Banque dans le cadre des prêts garantis intrajournaliers et de fin de journée mis en place dans le système TBF.

2.2.2.4. Insuffisances de la garantie

La garantie est vérifiée le jour du crédit en compte sur la base des encours recensés dans la base TRICP et sous déduction des encours affectés à la garantie des opérations intrajournalières dans TBF ; si elle est inférieure au montant requis, la Banque de France peut refuser d'accorder le prêt demandé ou en réduire le montant.

2.3. Autres opérations

Les opérations ferme comprennent les achats, les ventes, les prêts et emprunts de titres sur les différents marchés du franc : ces opérations peuvent être traitées avec toute contrepartie des marchés concernés et contre tous types de supports.

CHAPITRE III : Procédures applicables aux opérations de la Banque

Pour l'exécution de ses opérations, la Banque de France procède, selon les cas, par voie d'appels d'offres ou par voie d'opérations bilatérales.

S'agissant des opérations effectuées avec la Salle des marchés, l'enregistrement des conversations téléphoniques opéré à la Banque de France fait foi conventionnellement entre les parties.

3.1. Procédures d'appel d'offres

Les opérations sur appel d'offres s'effectuent sur la base des demandes de monnaie centrale exprimées par les contreparties. Pour transmettre leurs offres, les contreparties utilisent le système de télétransmission Telma soit directement soit par l'intermédiaire d'un adhérent dudit système. L'adhésion directe au système Telma est régie par une convention conclue entre la Banque de France et chaque adhérent.

Les appels d'offres peuvent être effectués soit à taux fixe (adjudications de volumes) soit à taux variables (adjudications de taux d'intérêt).

Les appels d'offres se déroulent en six étapes successives décrites ci-après.

3.1.1. Annonce des appels d'offres

L'annonce des appels d'offres est simultanément transmise aux contreparties équipées d'un poste de télétransmission Telma et aux principaux réseaux d'information par télématique.

Dans le cas des appels d'offres à taux fixe, la Banque de France annonce le taux à l'avance.

Les renseignements diffusés en début de matinée portent sur :

- les caractéristiques de l'appel d'offres (date de valeur, date d'échéance, référence, méthode d'adjudication) ;
- le taux dans le cas d'appels d'offres à taux fixe ;
- l'horaire limite pour la réception des réponses ;
- pour les titres d'État, la date des taux ou cours de référence qui serviront pour la valorisation des titres pris en pension ;
- la plage des échéances retenues pour les billets de trésorerie et les bons à moyen terme négociables.

3.1.2. Préparation et soumission des offres des contreparties

a) Appels d'offres à taux fixe

Dans le cas des appels d'offres à taux fixe, les contreparties font figurer dans leurs offres le montant de monnaie centrale qu'elles souhaitent obtenir de la Banque de France. Les contreparties répartissent cette offre globale par types d'actifs éligibles apportés en garantie de la manière suivante :

- titres d'État en francs ;

- titres d'État en écus ;
- créances privées, billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables, libellés en francs.

b) Appels d'offres à taux variable

Pour les appels d'offres à taux variable, chaque contrepartie est autorisée à soumettre plusieurs offres (1 montant associé à 1 taux) dans la limite de 10 offres.

Les offres sont réparties par classes de taux et non par types d'actifs éligibles, chaque offre comprenant :

- le montant que la contrepartie souhaite traiter avec la Banque de France ;
- le taux d'intérêt y afférent. Les offres de taux d'intérêt doivent être un multiple de 0,01 point de pourcentage.

Les réponses des adhérents à Telma comportant le montant de leurs demandes propres et, le cas échéant, de celles des contreparties ayant soumissionné par leur intermédiaire, ainsi que les taux proposés lorsqu'il s'agit d'une opération à taux variable, sont reçues par télétransmission durant la plage horaire annoncée.

Les modalités de cette procédure sont précisées dans le manuel des utilisateurs de Telma.

c) *Prise en compte des réponses aux soumissions*

Aucun message émanant d'un poste de télétransmission non accrédité ne peut être pris en compte.

Tout message provenant d'un adhérent à Telma fait l'objet d'un accusé de réception s'il est valide.

Tout message provenant d'un adhérent à Telma donne lieu à un message de rejet s'il est incomplet ou non conforme aux normes prescrites. Les offres des contreparties présentées après l'heure-limite indiquée dans le message d'annonce sont rejetées.

d) *Couverture des offres par des garanties*

Les contreparties doivent être à même de couvrir leurs offres par un montant suffisant de supports de garanties éligibles.

Si une contrepartie n'est pas en mesure de livrer un montant suffisant de supports de garantie à l'appui du montant de liquidités qui lui a été adjudgé dans une opération d'appel d'offres, la Banque de France réduit le concours accordé à concurrence des garanties disponibles.

La Banque de France est habilitée à vérifier, à tout moment et par tous moyens utiles, les disponibilités des contreparties en termes de supports de garanties afin de détecter d'éventuelles offres de montant excessif. Dans ce cadre, les contreparties transmettent à la Banque des déclarations de supports sur le modèle de déclaration figurant en annexe II à la présente instruction.

Les manquements constatés en ces domaines sont susceptibles d'entraîner l'application de l'une des mesures prévues à l'article 1.3.2. de la présente instruction.

3.1.3. Procédures de répartition des appels d'offres

a) Appels d'offres à taux fixe

Dans le cadre des appels d'offres à taux fixe, les montants des offres reçues des contreparties sont additionnés. Si l'offre globale dépasse le montant total de liquidités devant être réparti, les soumissions sont satisfaites au *pro rata*, sur la base du rapport entre le montant à adjudger et celui de l'offre globale.

Dans le cas d'une opération à taux fixe, les pourcentages servis des demandes retenues peuvent être différents lorsqu'au sein d'une même opération, la Banque de France procède à des appels d'offres distincts suivant les supports.

b) Appels d'offres à taux variable

– Catégories d'adjudications à taux variable

Les adjudications à taux variable peuvent être de deux types :

- adjudication à taux unique (« adjudication à la hollandaise ») pour laquelle le taux d'intérêt appliqué pour toutes les offres satisfaites est égal au taux d'intérêt marginal (c'est-à-dire le taux d'intérêt proposé auquel le montant global des offres retenues a pu être réparti en totalité) ;
- adjudication à taux multiple ou taux de soumission (« adjudication à l'américaine ») pour laquelle le taux d'intérêt appliqué est égal à celui offert dans chaque soumission individuelle.

– Répartition des adjudications à taux variable

Dans le cadre des appels d'offres à taux variable, la liste des soumissions est établie par ordre décroissant des taux d'intérêt offerts. Les offres assorties du taux d'intérêt le plus élevé sont satisfaites en priorité et les offres à taux d'intérêt moins élevé sont successivement acceptées jusqu'à épuisement du montant total des liquidités à adjuger. Si, au taux d'intérêt le plus bas accepté (c'est-à-dire le taux d'intérêt marginal), le montant global des offres excède le montant résiduel à répartir, ce dernier est réparti au *pro rata* de ces offres en fonction du rapport entre le montant résiduel à répartir et le montant total des offres au taux d'intérêt marginal.

Des exemples pratiques d'appels d'offres à taux fixe et à taux variable figurent en annexe III à la présente instruction.

3.1.4. Annonce des résultats de l'appel d'offres

La Banque de France annonce :

- le montant total alloué ;
- dans le cas d'appels d'offres à taux fixe, les pourcentages servis ;
- dans le cas d'appels d'offres à taux variable :
 - pour les adjudications à taux unique : le taux d'intérêt marginal et le pourcentage servi au taux marginal,
 - pour les adjudications à taux multiple, le taux de soumission le moins élevé retenu (ou taux marginal), le taux de soumission le plus élevé et le taux moyen pondéré de l'adjudication ; le pourcentage servi aux taux marginal.

Ces informations sont communiquées (à 13 h 15 habituellement et à 11 h 00 pour les appels d'offres valeur jour) aux adhérents de Telma, par télétransmission, ainsi qu'aux réseaux d'information les plus utilisés. L'information est également disponible auprès de la direction de la Communication de la Banque de France.

3.1.5. Traitement des résultats de l'appel d'offres

Dès réception de la décision de la Banque de France et jusqu'à 15 h 30 au plus tard (14 h 00 dans le cas d'un appel d'offres valeur jour), les contreparties adhérentes à Telma communiquent au *post-marché* de la direction des Marchés de capitaux, sous forme d'un message de confirmation détaillé, les montants alloués selon les modalités décrites ci-après.

Ces messages distinguent les montants résultant de leur participation propre de ceux résultant des contreparties ayant soumissionné par leur intermédiaire.

Pour chaque contrepartie, ils indiquent également le montant à créditer et celui dû à l'échéance, de la manière suivante.

a) *Pour les opérations à taux fixe ou à répartition à taux unique*

Les adhérents répartissent pour chaque contrepartie les montants alloués par types de supports de garantie :

- titres d'État en francs ;
- titres d'État en écus ;
- billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables ;
- créances privées.

b) *Pour une opération à taux multiple ou taux de soumission (« adjudication à l'américaine »)*

Les adhérents répartissent le volume total de financement alloué à chaque contrepartie entre les différents taux soumissionnés et acceptés pour cette contrepartie. À l'issue de cette répartition, un taux moyen pondéré de l'opération d'appel d'offres est calculé pour chaque contrepartie par le système Telma.

Le montant global alloué à chaque contrepartie au taux moyen pondéré susvisé est ensuite réparti par les adhérents à Telma entre les différents supports apportés en garantie :

- titres d'État en francs ;
- titres d'État en écus ;
- billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables ;
- créances privées.

Les établissements de crédit doivent transmettre leurs instructions de règlement-livraison de titres à Sicovam SA au plus tard à 16 h 30 (15 h 30 dans le cas d'un appel d'offres valeur jour).

3.1.6. Règlement des appels d'offres

Les montants accordés au titre des opérations sur appel d'offres sont portés directement le premier jour ouvrable qui suit le jour de l'opération — ou le jour même dans le cas exceptionnel des appels d'offres valeur jour — au crédit du compte central de règlement de la contrepartie bénéficiaire de l'opération. Ce crédit n'intervient qu'à la suite du transfert définitif des supports de garantie. Les montants des opérations réglées à l'échéance sont augmentés des intérêts calculés selon les modalités précisées en annexe VI.

Le moment du règlement d'une opération d'appels d'offres coïncide habituellement avec celui du remboursement d'une opération antérieure similaire (à l'exception de la mise en place d'appels d'offres valeur jour).

Le règlement des opérations de pension livrée et de prêts garantis doit s'effectuer de manière simultanée à 10 h 00 avec toutes les contreparties ayant fourni des supports de garantie suffisants. Les contreparties prennent les mesures appropriées pour s'assurer du dénouement des opérations au plus tard à cette heure.

Si la date normale de règlement coïncide avec un jour férié, la Banque de France décide d'une autre date de règlement, qui peut être un règlement valeur jour.

3.2. Prises en pensions et prêts garantis d'une durée de 5 à 10 jours

Les contreparties de la Banque peuvent solliciter, de 9 h 00 à 16 h 45, des prêts garantis valeur jour contre créances privées, ou des pensions valeur jour contre bons du Trésor en francs et en écus, obligations du Trésor en francs et en écus, bons à moyen terme négociables ou billets de trésorerie répondant aux caractéristiques fixées par la Banque. La durée de ces concours peut s'établir, selon le choix de l'établissement, à 5, 6, 7, 8, 9 ou 10 jours. Lorsque l'échéance prévue tombe un jour non ouvré, elle est reportée au premier jour ouvrable suivant.

Les demandes sont transmises par voie téléphonique à la Banque de France, direction des Marchés de capitaux – Salle des marchés (Tél. : 01 42 92 41 59), la nature de la garantie proposée ainsi que la durée de l'opération doivent être précisées.

Le montant du prêt garanti ou de la pension est crédité directement aux comptes des établissements bénéficiaires. Le montant des opérations réglé à l'échéance est augmenté des intérêts calculés selon les modalités précisées en annexe IV.

La Banque de France se réserve la possibilité de suspendre, sans préavis, l'octroi de prêts garantis et de pensions d'une durée de 5 à 10 jours.

3.3. Opérations bilatérales

La Banque de France se réserve la possibilité d'effectuer toute opération qu'elle juge utile, au taux et dans les conditions habituelles des marchés :

- prêts garantis, prises en pension, mises en pension et autres emprunts d'espèces auprès des contreparties éligibles au sens de la présente instruction ;
- achats, ventes, prêts et emprunts de titres sur les différents marchés du franc : ces opérations peuvent être traitées avec toute contrepartie agissant sur ces marchés.

CHAPITRE IV : Établissement par la Banque de France de taux de référence

4.1. Calcul du taux moyen pondéré du marché interbancaire au jour le jour

La Banque de France calcule chaque jour, à partir des données fournies par un échantillon représentatif d'établissements de crédit, le taux moyen pondéré de l'ensemble des opérations de prise en pension et de prêt qu'ils ont traitées sur le marché de l'argent au jour le jour. Cet échantillon peut être ajusté, en tant que de besoin, pour tenir compte des évolutions constatées dans la structure du marché.

4.1.1. Échantillon d'établissements

Les établissements de crédit composant l'échantillon — parmi lesquels figurent les établissements qui avaient été agréés en qualité d'opérateurs principaux de marché en application de l'instruction n° 2-95 abrogée — fournissent quotidiennement à la direction des Marchés de capitaux de la Banque de France le taux moyen pondéré et le montant total — à l'exclusion des opérations à 24 heures valeur lendemain (« TOM-*next* ») et des prêts éventuels à la Banque de France (reprises de liquidités) — de leurs opérations de prise en pension et de prêt sur le marché au jour le jour. À titre complémentaire, un certain nombre d'agents des marchés interbancaires communique les mêmes données pour le total des opérations réalisées par leur intermédiaire sur ce marché.

Les taux sont exprimés avec quatre décimales et les montants en millions de francs.

Ces informations sont communiquées chaque jour ouvrable par le système de télétransmission Telma, au plus tard à 17 h 30.

Les modalités pratiques de la transmission de ces informations sont décrites dans le manuel des utilisateurs de Telma.

4.1.2. Traitement des informations

À partir des données qui lui sont transmises, la Banque de France calcule un taux moyen — pondéré par les montants — représentatif des opérations au jour le jour.

4.1.3. Diffusion du taux moyen

Le taux moyen pondéré ainsi obtenu, arrondi au 1/16 le plus proche, est disponible le jour ouvrable suivant, à 8 h 30 au plus tard auprès de la direction de la Communication de la Banque de France ainsi que par télématique sur les principaux réseaux d'information.

4.1.4. Moyenne mensuelle

Une moyenne mensuelle est établie par les mêmes voies que le taux quotidien. Cette information est accompagnée de la moyenne journalière des montants recensés auprès de l'échantillon durant le mois considéré et est disponible le premier jour ouvré suivant la fin de ce mois.

4.2. Établissement de taux de référence des bons du Trésor

La Banque de France diffuse quotidiennement, pour l'ensemble des lignes émises de bons du Trésor en francs et en écus, des taux acheteurs qui s'entendent pour le premier jour ouvrable suivant la date de négociation.

Ces taux sont établis à partir d'un relevé, effectué entre 16 h 00 et 16 h 30, auprès des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) par les opérateurs du service des Marchés de la Banque de France.

Ces informations sont diffusées par la direction de la Communication de la Banque de France et par télématique, sur les principaux réseaux d'information.

4.3. Établissement de taux représentatifs du marché de la pension livrée contre valeurs du Trésor

La Banque de France calcule chaque jour des taux représentatifs du marché de la pension livrée contre valeurs du Trésor.

Il s'agit d'une fourchette de taux offerts et demandés représentatifs des conditions auxquelles sont traitées les opérations de pension, dites de trésorerie, dans lesquelles le cessionnaire prêteur des espèces accepte tous les types de valeurs du Trésor mises en pension par le cédant.

La Banque de France recueille les informations nécessaires en consultant à 11 h 00 les pages de cotations des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) sur les échéances couramment traitées dans le marché.

Les deux séries de taux obtenues — les taux offerts et les taux demandés — donnent lieu au calcul de taux moyens. Chaque taux moyen est obtenu en effectuant la moyenne arithmétique des taux subsistant après élimination des deux taux les plus élevés et des deux taux les plus bas. Les taux moyens ainsi calculés pour chaque échéance déterminent la fourchette représentative du marché.

Ces informations sont publiées à 12 h 00 par la direction de la Communication de la Banque de France et par télématique, sur les principaux réseaux d'information.

4.4. Établissement de taux indicatifs des bons à moyen terme négociables assimilables

La Banque de France diffuse quotidiennement la moyenne des taux acheteurs constatés sur le marché secondaire pour diverses souches de bons à moyen terme négociables assimilables dont les montants sont supérieurs à 200 millions de francs.

Ces taux sont établis à partir d'un relevé, effectué entre 15 h 30 et 16 h 30, auprès de teneurs de marchés et d'agents des marchés interbancaires par le service des Intermédiaires et des Instruments de marché.

Ces informations sont diffusées par la direction de la Communication de la Banque de France et par télématique, sur les principaux réseaux d'information, ainsi que par l'intermédiaire de la Société des bourses françaises, dans une rubrique spéciale de la cote officielle.

CHAPITRE V : Entrée en vigueur et dispositions transitoires

5.1. Entrée en vigueur

La présente instruction entre en vigueur le 18 juin 1998, à l'exception des points 5.2. à 5.3. visés ci-après.

Les instructions n° 1-95 et n° 2-95 du 11 décembre 1995 et l'instruction n° 3-97 du 27 mars 1997 sont abrogées à compter du 18 juin 1998, à l'exception des dispositions concernant les points 5.2. et 5.3. susvisés.

5.2. Dates particulières au règlement-livraison des actifs négociables

Les dispositions de la présente instruction concernant le règlement-livraison des actifs négociables ne s'appliquent qu'à compter des dates prévues par Sicovam SA pour l'entrée en complet fonctionnement du système RGV, soit à compter du 29 juin 1998 pour les titres d'État et du 15 juillet pour les billets de trésorerie et les bons à moyen terme négociables.

Entre le 29 juin et le 15 juillet 1998, seuls sont donc mobilisables auprès de la Banque de France les titres d'État. Les pensions contre titres d'État en francs et en écus conclues avant le 29 juin 1998 et non échues à cette date seront dénouées à leur échéance dans le système RGV.

5.3. Dates particulières au traitement des créances privées

Les dispositions relatives au traitement des créances privées ne s'appliquent qu'à compter du démarrage du système TRICP, le 24 juillet 1998.

5.4. Régime des opérations conclues avant les dates d'entrée en vigueur

Les opérations visées par la présente instruction conclues par la Banque de France avec ses contreparties avant les dates spécifiées aux points 5.1., 5.2. et 5.3. demeurent soumises jusqu'à leur échéance aux conditions en vigueur lors de leur mise en place.

Instruction n° 2-98 relative aux opérations de la Banque de France sur le marché monétaire

LISTE DES ANNEXES

- I. A. Convention-cadre relative aux opérations de pension livrée
- I. B. Convention de mobilisation globale de créances privées et modèle d'actes de cessions de créances financières
- II. Contrôle des provisions préalables aux soumissions aux appels d'offres de la Banque de France
- III. Exemples de réponses aux appels d'offres
- IV. Traitement des opérations de pension livrée de la Banque de France dans le système RGV
- V. Quotités applicables aux titres négociables pris en pension
- VI. Exemples de prises en pension livrée de titres dans le cadre d'appels d'offres

CONVENTION-CADRE RELATIVE AUX OPÉRATIONS DE PENSION LIVRÉE

Entre :

Partie A : la Banque de France, Institution régie par la loi n° 93-980 du 4 août 1993, au capital de 3 000 000 000 francs, dont le siège est 1 rue de la Vrillière à Paris, 1^{er} arrondissement, représentée par M. J.-P. Redouin, directeur général du Crédit,

d'une part,

Et :

Partie B : dont le siège social se trouve à

représentée par :

d'autre part,

ci-après dénommées « Les Parties ».

Les Parties sont convenues de la présente Convention-Cadre (la « Convention ») pour régir leurs Pensions présentes et futures, les globaliser et bénéficier de toutes dispositions législatives s'y appliquant, notamment l'article 12 de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 modifiée (la « Loi ») ainsi que des textes d'application subséquents.

Article premier – Principes généraux de la convention

1.1 Les principes généraux de la Convention, (les « Principes Généraux ») sont les suivants :

- les Pensions régies par la Convention sont exclusivement celles visées par l'article 12 de la Loi et donnant lieu à livraison selon les modalités prévues au décret n° 94-350 du 2 mai 1994 ;
- les Pensions régies par la Convention forment un tout pour leur résiliation et leur compensation ;
- la survenance d'un Cas de Défaillance pour une Partie donne le droit à l'autre de résilier l'ensemble des Pensions régies par la Convention, de compenser les dettes et créances réciproques afférentes et d'établir un Solde de Résiliation à recevoir ou à payer ; et
- ce Solde de Résiliation est déterminé selon une méthode de calcul établie par la Convention qui reflète la valeur économique des Pensions à la date de leur résiliation et tient compte de la Marge constituée par une Partie auprès de l'autre.

1.2 Les Parties peuvent, dans le respect des Principes Généraux, modifier les termes de la Convention en utilisant l'annexe 1, qui fait partie intégrante de la Convention, ou par voie d'avenant. Ces modifications s'appliquent alors en priorité.

Article 2 – Définitions

« Agent de Calcul »

Personne (Partie ou tiers) mentionnée à l'annexe 1 A, dont le rôle est précisé à l'article 7.2 ;

« **Cas de Défaillance** »

Événement mentionné à l'article 10.1.1 ;

« **Circonstance Nouvelle** »

Événement mentionné à l'article 10.2.1 ;

« **Confirmation** »

Document matérialisant l'accord des Parties sur les termes d'une Pension conclue entre elles et reprenant ses caractéristiques spécifiques ;

« **Date de Cession** »

Date de commencement d'une Pension, à laquelle les Titres mis en pension sont cédés moyennant paiement du Prix de Cession au cédant, telle qu'indiquée dans la Confirmation correspondante ;

« **Date de Résiliation** »

Date à laquelle intervient la résiliation de l'ensemble des Pensions conclues entre les Parties ou, lors de la survenance d'une Circonstance Nouvelle visée à l'article 10.2.1.1, des seules Pensions affectées par cette Circonstance Nouvelle. Cette date est :

a – s'il s'agit d'un Cas de Défaillance visé à l'article 10.1.1.5, le jour du jugement de redressement ou de liquidation judiciaire ou de toute procédure équivalente ou, au choix de la Partie Non Défaillante mentionné dans la notification de résiliation, le jour de la publication dudit jugement ou de ladite procédure ; et

b – dans les autres cas, le Jour Ouvré choisi par la Partie notifiant la résiliation devant se situer entre la date de réception de la notification et le dixième Jour Ouvré inclus suivant cette date ;

« **Date de Rétrocession** »

Date d'échéance d'une Pension, à laquelle les Titres mis en pension sont rétrocédés moyennant paiement du Prix de Rétrocession au cessionnaire, telle que fixée lors de la conclusion de la Pension (et indiquée dans la Confirmation correspondante) ou au cours de la Pension, sous réserve du respect du préavis initialement fixé ;

« **Date de Valorisation** »

Date à laquelle il est procédé à la détermination des Écarts de Valeur des Pensions avec Marge, telle que précisée à l'annexe 1 A ;

« **Devise** »

Toute monnaie librement convertible et transférable, y compris l'Écu ;

« **Devise de Référence** »

Devise choisie par les Parties dans laquelle sont exprimés et versés la Marge et le Solde de Résiliation, telle que précisée à l'annexe 1 A ;

« **Écart de Valeur** »

Pour une Pension déterminée, risque encouru (hors Marge) par une Partie sur l'autre du fait de l'évolution de la Valeur des Titres mis en pension, constaté à une Date de Valorisation et défini à l'annexe 1 C ;

« **Intérêts de Retard** »

Intérêts calculés sur toute somme due par une Partie à une autre et non versée au taux (dit Taux de Retard) défini à l'annexe 1 A ;

« **Jour Ouvré** »

Jour entier où les Banques sont ouvertes pour le règlement d'opérations interbancaires sur la place financière mentionnée à l'annexe 1 A ;

« **Marge** »

À une date donnée, les sommes d'argent et Titres remis en pleine propriété à une Partie en application des dispositions de l'article 7.2 et de l'annexe 1 C, tels que valorisés à ladite date ;

« **Marge Initiale de Sécurité** »

Pour une Pension déterminée, niveau d'ajustement convenu par les Parties lors de sa conclusion, permettant de déterminer le Prix de Cession à partir de la quantité et de la Valeur des Titres mis en pension ;

« **Montant Dû** »

Pour une Pension résiliée et une Partie déterminée, la somme des paiements qui étaient dus par cette Partie et n'ont pas eu lieu (pour quelque raison que ce soit) à la Date de Résiliation et des Intérêts de Retard afférents, calculés depuis leur date d'échéance jusqu'à la Date de Résiliation ;

« **Pension** »

Opération par laquelle une Partie cède en pleine propriété à l'autre, moyennant un prix convenu, des Titres et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les Titres, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus ;

« **Pension avec Marge** »

Toute Pension autre que celles pour lesquelles les Parties ont expressément exclu, dans les Confirmations correspondantes, l'application des dispositions de l'article 7 et de l'annexe 1 C ;

« **Prix de Cession** »

Pour une Pension déterminée, montant versé par le cessionnaire à la Date de Cession (compte tenu de la Marge Initiale de Sécurité, si elle existe), en contrepartie de la livraison par le cédant des Titres mis en pension ;

« **Prix de Rétrocession** »

Pour une Pension déterminée, montant versé par le cédant à la Date de Rétrocession, en contrepartie de la livraison par le cessionnaire des Titres mis en pension ;

« **Solde de Résiliation** »

Montant établi à la Date de Résiliation par la Partie Non Défaillante ou la Partie Non Affectée, conformément aux dispositions de l'article 11.1 ;

« **Taux de la Pension** »

Pour une Pension déterminée, taux d'intérêt convenu entre les Parties lors de sa conclusion, en application duquel sera calculé le Prix de Rétrocession de ladite Pension ;

« **Taux de Référence** »

Taux d'intérêt exprimé dans la Devise de Référence déterminant le coût d'immobilisation des sommes d'argent constituant la Marge, tel que précisé à l'annexe 1 A ;

« **Titres** »

Valeurs, titres ou effets visés à l'article 3 ;

« **Valeur de la Marge** »

À une Date de Valorisation quelconque :

– pour la partie de la Marge constituée de sommes d'argent, valeur desdites sommes à la Date de Valorisation précédente (après éventuel ajustement de Marge à cette date), majorée des intérêts courus, calculés au Taux de Référence pour la période allant de la Date de Valorisation précédente à la Date de Valorisation considérée ; *et*

– pour la partie de la Marge constituée de Titres, Valeur desdits Titres à la Date de Valorisation considérée (avant éventuel ajustement à cette date) ;

« **Valeur du (des) Titre (s)** »

À une date déterminée :

– si le Titre en question est coté sur une bourse de valeurs, dernier cours dudit Titre à la date considérée, majoré le cas échéant du coupon couru à ladite date ;

– si le Titre fait, sur son marché principal, l'objet d'un relevé de cours effectué à l'initiative d'une banque centrale ou d'un organisme à l'autorité incontestée, ledit cours à la date considérée majoré le cas échéant du coupon couru à ladite date ; *et*

– dans les autres cas, moyenne du prix de vente et d'achat dudit Titre à 15 h 00 (heure locale) à cette date coté par deux intervenants de premier rang autres que les Parties, majoré le cas échéant du coupon couru à ladite date.

Article 3 – titres admissibles ; substitution de titres

3.1 Les Parties conviennent que les Pensions conclues entre elles pourront porter sur les valeurs, titres ou effets définis ci-après :

- les valeurs mobilières (autres que les actions) inscrites à la cote officielle d'un marché français ou étranger ;
- les valeurs (autres que les actions) inscrites à la cote du Second marché ;
- les titres de créances négociables sur un marché réglementé français ou étranger ; et
- les effets publics ou privés (sous réserve, pour les effets privés, que chaque Partie soit un établissement de crédit).

3.2 Les Parties peuvent à tout moment convenir de substituer à des Titres déjà mis en pension d'autres Titres, sous réserve qu'à la date à laquelle elles décident de la substitution les nouveaux Titres aient une Valeur au moins égale à celle des Titres initialement mis en pension auxquels ils sont substitués. La substitution se réalise, dans les conditions visées à l'article 6.2, par le transfert, par le cédant au cessionnaire, de la propriété des Titres substitués et par le transfert, par le cessionnaire au cédant, des Titres initialement mis en pension. Cette substitution n'a pas d'effet novatoire sur la Pension considérée ou sur la Marge déjà constituée. En conséquence, les Parties restent tenues dans les termes et conditions convenus entre elles pour la Pension considérée, l'engagement de rétrocession portant dès lors sur les Titres substitués.

Article 4 – opérations sur titres

4.1 En cas de mise en paiement, pendant la durée de la Pension, d'un intérêt ou de toute somme non soumise à la retenue à la source prévue par les dispositions du Code général des impôts, le cessionnaire paiera au cédant un montant en espèces équivalent à la somme mise en paiement. Ce versement interviendra le jour même de la date de mise en paiement. Les dispositions de l'article 8.2.3 s'appliqueront en cas de retard.

4.2. En cas d'amortissement, de tirage au sort conduisant au remboursement, d'échange, de conversion ou d'exercice d'un bon de souscription de Titres mis en pension, la Date de Rétrocession de la Pension concernée sera automatiquement avancée au deuxième Jour Ouvré suivant la publication de l'avis annonçant l'opération concernée.

4.3 En cas d'offre publique sur les Titres mis en pension, les Parties se concerteront à la requête du cédant ou du cessionnaire sur notification à l'autre Partie faite dans les trois Jours Ouvrés de la publication de l'avis annonçant cette offre. À défaut d'accord intervenu dans un délai de deux Jours Ouvrés à compter de cette notification, la Date de Rétrocession de la Pension concernée sera avancée au deuxième Jour Ouvré suivant la constatation du désaccord.

Article 5 – conclusion des pensions

5.1 Les Pensions sont conclues par tous moyens et prennent effet entre les Parties dès l'échange de leurs consentements. À cet effet, les Parties s'autorisent mutuellement à procéder à l'enregistrement des conversations téléphoniques relatives à la conclusion de leurs Pensions.

5.2 La Conclusion de chaque Pension devra être suivie d'un échange de Confirmations par lettre, télex, télécopie ou toute transmission télématique présentant un degré suffisant de fiabilité pour les Parties. L'absence de Confirmation n'affectera en rien la validité de la Pension. En cas de désaccord sur les termes d'une Confirmation, lequel devra être notifié immédiatement à l'autre Partie, chaque Partie pourra se référer à ses enregistrements téléphoniques comme mode de preuve pour établir les termes de la Pension correspondante.

5.3 Les Parties peuvent, dans le respect des Principes Généraux, adopter pour toute Pension des dispositions particulières dans la Confirmation correspondante. Ces dispositions s'appliquent alors exclusivement à la Pension considérée et en priorité par rapport à la Convention.

Article 6 – cession et rétrocession des titres

6.1 À la Date de Cession, le cédant livrera ou fera livrer au cessionnaire les Titres mis en pension, contre règlement, par celui-ci, du Prix de Cession. À la Date de Rétrocession, le cessionnaire livrera ou fera livrer au cédant les Titres mis en pension contre règlement, par le cédant, du Prix de Rétrocession.

6.2 Toute livraison de Titres s'effectue de façon à ce que le destinataire ait la pleine propriété des Titres livrés, et selon les modalités prévues par les usages et la réglementation en vigueur.

Article 7 – appels et gestion des marges

7.1 À moins qu'il n'en soit disposé autrement lors de sa conclusion, chaque Pension donnera lieu, aux conditions définies dans l'annexe 1 C, à la constitution ou, le cas échéant, à la rétrocession d'une Marge pour tenir compte de l'évolution de la Valeur des Titres mis en pension. Les Parties conviennent irrévocablement que toute Marge ainsi constituée s'applique à l'ensemble des Pensions, que celles-ci soient ou non des Pensions avec Marge.

7.2 L'Agent de Calcul aura à chaque Date de Valorisation la charge de déterminer l'Écart de Valeur des Pensions avec Marge ainsi que la Marge devant être constituée ou rétrocédée et en informera les Parties dès que possible après détermination. Les informations et calculs transmis seront définitifs et, en l'absence d'erreur manifeste, ne pourront pas être contestés. Chaque Partie s'oblige à procéder à toute constitution ou rétrocession de Marge lui incombant dans les délais spécifiés à l'annexe 1 C.

7.3 Pour l'application des dispositions de l'article 7 et de l'annexe 1 C, la *constitution de la Marge* (ou *remise complémentaire* au sens de la Loi) s'entend de la remise en pleine propriété de sommes d'argent libellées dans la Devise de Référence (sous forme de virement irrévocable) ou, si la Partie destinataire du transfert l'accepte, de Titres (sous forme de livraison *Franco*) en faveur de cette Partie. De même, la *rétrocession de Marge* s'entend, lorsqu'une Marge a été constituée chez une Partie, d'une remise en pleine propriété de sommes d'argent libellées dans la Devise de référence (sous forme de virement irrévocable) ou, si la Marge a été constituée en Titres, du transfert en pleine propriété desdits Titres (sous forme de livraison *Franco*), au bénéfice de l'autre Partie. Si la rétrocession de Marge n'est que partielle, la Partie devant la rétrocéder aura toute latitude pour décider si cette rétrocession porte sur des sommes ou sur les Titres en question, dès lors que la valeur de la rétrocession est bien celle convenue. Une telle rétrocession diminuera d'autant la Valeur de la Marge maintenue.

Article 8 – retards de paiement ou de livraison

8.1 Retards de paiement ou de livraison à la Date de Cession

8.1.1. En cas de paiement avec retard du Prix de Cession, la Pension considérée sera maintenue sans changement, y compris pour ce qui concerne les Prix de Cession et de Rétrocession, même si les Titres concernés n'ont pas été livrés à bonne date par le cédant du fait du retard de paiement. Le cessionnaire s'oblige en toute hypothèse à verser, en plus du Prix de Cession, des Intérêts de Retard qui seront dus sans délai, de plein droit et sans mise en demeure préalable, et seront calculés sur le Prix de Cession de la Date de Cession (incluse) jusqu'à la date de son paiement effectif (exclue).

8.1.2. En cas de livraison avec retard des Titres mis en pension, la Pension considérée sera maintenue sans changement, y compris pour ce qui concerne les Prix de Cession et de Rétrocession, même si le Prix de Cession n'a pas été versé à bonne date par le cessionnaire du fait de la non-livraison des Titres. Si toutefois le Prix de cession a été versé au cédant, celui-ci s'oblige alors, en plus de la livraison des Titres, à verser des Intérêts de Retard qui seront dus sans délai, de plein droit et sans mise en demeure préalable, et seront calculés sur le Prix de Cession de la date de son versement (incluse) jusqu'à la date de livraison effective des Titres mis en pension (exclue).

8.2. Retards de paiement ou de livraison à la Date de Rétrocession

8.2.1. En cas de paiement avec retard du Prix de Rétrocession, le Prix de Rétrocession sera recalculé comme si la Pension considérée devait dès l'origine venir à échéance à la date de paiement effectif dudit prix, même si les Titres concernés n'ont pas été livrés à bonne date par le cessionnaire du fait du retard de paiement. Le cédant s'oblige en toute hypothèse à verser, en plus du Prix de Rétrocession ainsi recalculé, des Intérêts de Retard qui seront dus sans délai, de plein droit et sans mise en demeure préalable, et seront calculés sur le Prix de Rétrocession de la Date de Rétrocession telle que prévue initialement (incluse) jusqu'à la date de son paiement effectif (exclue).

8.2.2 En cas de rétrocession avec retard des Titres mis en pension et dans l'hypothèse où le Prix de Rétrocession n'a pas été versé à bonne date du fait de la non-rétrocession des Titres, le Prix de Rétrocession ne sera aucunement modifié, de sorte qu'à la date de rétrocession effective des Titres mis en pension, le cédant ne soit tenu qu'au versement du Prix de Rétrocession initialement convenu. En cas de rétrocession avec retard des Titres mis en pension et dans l'hypothèse où le Prix de Rétrocession a été versé au cessionnaire, celui-ci s'oblige alors, en plus de la rétrocession des Titres, à verser des Intérêts de Retard sur le Prix de Rétrocession, calculés à un taux d'intérêt égal à la somme du Taux de la Pension considérée et du Taux de Retard, qui seront dus sans délai, de plein droit et sans mise en demeure préalable de la date de son versement (incluse) jusqu'à la date de rétrocession effective des Titres mis en pension (exclue).

8.2.3 Les dispositions de l'article 7 s'appliquent à toute Pension jusqu'à la date de versement effectif du Prix de Rétrocession (dans le cas visé à l'article 8.2.1) ou jusqu'à la date de rétrocession effective des Titres mis en Pension (dans le cas visé à l'article 8.2.2).

8.3 Remboursement des autres frais et pénalités ; incidences sur l'application des dispositions des articles 10 et 11

8.3.1 Sans préjudice des dispositions des articles 8.1 et 8.2, la Partie livrant ou payant avec retard à la Date de Cession ou de Rétrocession sera tenue de supporter tous frais, dommages et intérêts et pénalités dont l'autre Partie serait redevable du fait du retard en question, qui sont prévisibles à la date de conclusion de la Pension considérée et qu'elle serait en mesure de justifier.

8.3.2 Les dispositions du présent article ne sauraient restreindre d'une quelconque manière l'application des articles 10 et 11, et notamment de l'article 10.1.1.1.

Article 9 – déclarations

Chaque Partie déclare et atteste lors de la conclusion de la Convention :

9.1 Qu'elle est régulièrement constituée et qu'elle exerce ses activités conformément aux lois, décrets, règlements et statuts (ou autres documents constitutifs) qui lui sont applicables ;

9.2 Qu'elle a tout pouvoir et capacité de conclure la Convention et toute Pension s'y rapportant et que celles-ci ont été valablement autorisées par ses organes de direction ou par tout autre organe compétent ;

9.3 Que la conclusion et l'exécution de la Convention et de toute Pension s'y rapportant ne contreviennent à aucune disposition des lois, décrets, règlements et statuts (ou autres documents constitutifs) qui lui sont applicables ;

9.4 Que tous les permis, licences et autorisations éventuellement nécessaires à la conclusion et à l'exécution de la Convention et de toute Pension s'y rapportant ont été obtenus et demeurent valables ;

9.5 Que la Convention et les Pensions conclues en vertu des présentes constituent un ensemble de droits et obligations ayant force obligatoire à son encontre en toutes leurs dispositions ;

9.6 Qu'aucun Cas de Défaillance n'existe en ce qui la concerne ;

9.7 Qu'elle dispose des connaissances et de l'expérience nécessaires pour évaluer les avantages et les risques encourus au titre de chaque Pension et ne s'en est pas remise pour cela à l'autre Partie ; et

9.8 Qu'il n'existe pas à son encontre d'action ou de procédure arbitrale ou judiciaire, ou de mesure administrative ou autre dont il pourrait résulter une détérioration manifeste et substantielle de son

activité, de son patrimoine ou de sa situation financière ou qui pourrait affecter la validité ou la bonne exécution de la Convention ou de toute Pension.

Article 10 – résiliation des opérations de pension

10.1 Résiliation en Cas de Défaillance

10.1.1 Constitue un Cas de Défaillance pour l'une des Parties (la « Partie Défaillante ») l'un des événements suivants :

10.1.1.1 l'inexécution d'une quelconque disposition de la Convention ou d'une Pension (relative à un paiement, une livraison ou autre), à laquelle il n'aurait pas été remédié soit dès notification de l'inexécution par l'autre Partie (la « Partie Non Défaillante ») lorsque cette inexécution porte sur une constitution ou rétrocession de Marge, soit dans un délai de trois Jours Ouvrés à compter de ladite notification, dans les autres cas ;

10.1.1.2 une quelconque déclaration de l'article 9 se révèle avoir été inexacte au moment où elle a été faite par cette Partie, ou cesse d'être exacte, sur un point important ;

10.1.1.3 la déclaration par cette Partie à l'autre Partie de l'impossibilité ou du refus de régler tout ou partie de ses dettes ou d'exécuter ses obligations, l'octroi administratif ou judiciaire d'un moratoire, une procédure de règlement amiable de créanciers, la nomination d'un administrateur à la demande des tribunaux, l'interdiction d'une autorité réglementaire d'émettre sur un marché, ainsi que toute procédure équivalente ;

10.1.1.4 la cessation de fait d'activité, l'ouverture d'une procédure de liquidation amiable ou de toute autre procédure équivalente ;

10.1.1.5 l'ouverture d'une procédure de redressement ou liquidation judiciaires ou de toute autre procédure équivalente, affectant le siège ou l'une quelconque des succursales de cette Partie ;

10.1.1.6 l'inexécution d'une quelconque obligation de paiement à l'égard de la Partie Non Défaillante ou de tout tiers, autre que celles résultant de la Convention ou d'une Pension, sauf en cas d'erreur manifeste et à moins que le paiement de ce montant ne soit l'objet d'une contestation sérieuse au fond ;
ou

10.1.1.7 tout événement susceptible d'entraîner la nullité, l'inopposabilité, la disparition d'une quelconque sûreté ou garantie consentie par acte séparé en faveur de la Partie Non Défaillante au titre d'une ou plusieurs Pensions, ainsi que tout événement visé aux articles 10.1.1.3 à 10.1.1.6 affectant un tiers ayant délivré sa garantie personnelle au titre de la Convention ou d'une Pension.

10.1.2 La survenance d'un Cas de Défaillance donne à la Partie Non Défaillante le droit, sur simple notification adressée à la Partie Défaillante, de suspendre l'exécution de ses obligations de paiement et de livraison et de résilier l'ensemble des Pensions en cours entre les Parties, quel que soit le lieu de leur conclusion ou d'exécution. Cette notification précisera le Cas de Défaillance invoqué ainsi que la Date de Résiliation retenue.

10.2 Résiliation en cas de Circonstance Nouvelle

10.2.1 Constitue une Circonstance Nouvelle pour une Partie (la « Partie Affectée »), l'un des événements suivants :

10.2.1.1 l'entrée en vigueur d'une nouvelle loi ou d'une nouvelle réglementation, la modification d'une loi ou d'un quelconque texte à caractère obligatoire ou la modification de l'interprétation judiciaire ou administrative qui en est faite, dont il résulte qu'une Pension est illicite pour la Partie concernée ou qu'il doit être procédé à une déduction ou retenue nouvelle de nature fiscale sur un montant qu'elle doit recevoir de l'autre Partie au titre de ladite Pension ; ou

10.2.1.2 toute fusion ou scission affectant la Partie concernée ou toute cession d'actif effectuée par celle-ci se traduisant par une détérioration manifeste et substantielle de son activité, de son patrimoine ou de sa situation financière.

10.2.2 Lors de la survenance d'une Circonstance Nouvelle visée à l'article 10.2.1.1, toute Partie en prenant connaissance la notifiera dans les meilleurs délais à l'autre Partie ainsi que les Pensions concernées par cette Circonstance Nouvelle. Les Parties suspendront alors l'exécution de leurs obligations de paiement et de livraison pour les seules Pensions affectées et rechercheront de bonne foi pendant un délai de 30 jours une solution mutuellement satisfaisante visant à rendre licite ces Pensions ou éviter la déduction ou retenue. Si à l'issue de cette période aucune solution mutuellement satisfaisante ne peut être trouvée, chacune des Parties (en cas d'illégalité) ou la Partie recevant un montant inférieur à celui prévu (en cas de déduction ou retenue sur un montant versé par l'autre Partie) pourra notifier à l'autre la résiliation des seules Pensions affectées par la Circonstance Nouvelle. Cette notification précisera la Date de Résiliation retenue.

10.2.3 Lors de la survenance d'une Circonstance Nouvelle visée à l'article 10.2.1.2, toutes les Pensions seront considérées affectées. L'autre Partie (la « Partie Non Affectée ») aura alors le droit, sur simple notification adressée à la Partie Affectée, de suspendre l'exécution de ses obligations de paiement et de livraison et de résilier l'ensemble des Pensions en cours entre les Parties, quel que soit le lieu de leur conclusion ou d'exécution. Cette notification précisera la Date de Résiliation retenue.

10.2.4 Si une Circonstance Nouvelle entraîne directement la survenance d'un Cas de Défaillance, ce Cas de Défaillance sera réputé ne pas avoir eu lieu et seules les dispositions de l'article 10.2 seront alors applicables.

10.3 Effets de la résiliation

Les Parties sont déliées, à compter de la Date de Résiliation, de toute obligation de paiement ou livraison pour les Pensions résiliées. La résiliation donne toutefois droit, pour ces Pensions, au paiement du Solde de Résiliation et, lorsqu'elle résulte de la survenance d'un Cas de Défaillance, au remboursement des frais prévus à l'article 12.5.

Article 11 – calcul et paiement du Solde de Résiliation

11.1 Calcul du Solde de Résiliation

11.1.1 À la Date de Résiliation, la Partie Non Défaillante ou la Partie Non Affectée (ci-après la « Partie en charge des calculs ») aura seule la responsabilité de déterminer le Solde de Résiliation.

11.1.2 À cet effet, la Partie en charge des calculs déterminera, pour chaque Pension résiliée, son Écart de Valeur à la Date de Résiliation ainsi que, s'ils existent, les Montants Dus par chaque Partie au titre de ladite Pension. Cette détermination interviendra, que la Pension en question soit avec Marge ou non.

11.1.3 La somme des Écarts de Valeur positifs pour la Partie en charge des calculs et des Montants Dus par l'autre Partie, diminuée du total des Écarts de Valeur négatifs pour la Partie en charge des calculs et des Montants Dus par elle déterminera le risque brut de la Partie en charge des calculs (ci-après « le Risque Brut »). Tout Écart de Valeur ou Montant Dû exprimé dans une Devise autre que la Devise de Référence sera converti dans cette Devise à la Date de Résiliation sur la base des cours de change au comptant disponibles pour la Partie en charge des calculs à 12 h 00 à cette date.

11.1.4 La Partie en charge des calculs comparera alors son Risque Brut à la Valeur de la Marge à la Date de Résiliation (si une Marge a été constituée) et déterminera de la façon suivante le Solde de Résiliation :

a) si aucune Marge n'a été constituée, le Solde de Résiliation sera égal au Risque Brut de la Partie en charge des calculs. Il sera dû par la Partie Défaillante ou Affectée s'il est positif et par la Partie en charge des calculs s'il est négatif ;

b) si une Marge a été constituée chez la Partie en charge des calculs et si cette Partie a un Risque Brut positif, le Solde de Résiliation sera égal à la différence entre le Risque Brut et la Valeur de la Marge. Il sera dû par la Partie Défaillante ou Affectée s'il est positif et par la Partie en charge des calculs s'il est négatif. Si par contre la Partie en charge des calculs a un Risque Brut négatif, le Solde de Résiliation sera égal au total de la valeur absolue du Risque Brut et de la Valeur de la Marge et sera dû par la Partie en charge des calculs ;

c) si une Marge a été constituée chez la Partie Défaillante ou la Partie Affectée et si la Partie en charge des calculs a un Risque Brut négatif, le Solde de Résiliation sera égal à la différence entre la valeur absolue du Risque Brut et la Valeur de la Marge. Il sera dû par la Partie en charge des calculs s'il est positif et par la Partie Défaillante ou Affectée s'il est négatif. Si par contre la Partie en charge des calculs a un Risque Brut positif, le Solde de Résiliation sera égal au total du Risque Brut et de la Valeur de la Marge et sera dû par la Partie Défaillante ou Affectée.

Une présentation sous forme de tableau du calcul du Solde de Résiliation figure à l'annexe 2, qui fait partie intégrante de la Convention.

11.1.5 Lors de la survenance d'une Circonstance Nouvelle visée à l'article 10.2.1.1 et dans l'hypothèse où seules certaines des Pensions en cours seraient affectées, la Marge sera alors déterminée par référence aux seules Pensions avec Marge affectées, s'il y en a.

11.2 Notification et versement du Solde de Résiliation

11.2.1 La Partie en charge des calculs notifiera à l'autre dans les meilleurs délais le montant du Solde de Résiliation ainsi que le détail des calculs ayant permis de le déterminer. Ces calculs seront définitifs dès leur notification et, en l'absence d'erreur manifeste, ne pourront pas être contestés.

11.2.2 La Partie redevable du Solde de Résiliation procédera au versement correspondant à l'autre Partie dans les trois Jours Ouvrés à compter de la réception de la notification visée à l'article 11.2.1. Toutefois, dans l'hypothèse où un tel versement serait, suite à la survenance d'un Cas de Défaillance, dû par la Partie Non Défaillante à la Partie Défaillante, la Partie Non Défaillante est irrévocablement autorisée à le compenser avec tout montant qui lui serait dû par la Partie Défaillante à quelque titre que ce soit.

11.2.3 En cas de retard de versement du Solde de Résiliation, le montant concerné sera majoré des Intérêts de Retard afférents, qui seront dus de plein droit et sans mise en demeure préalable et seront calculés de la Date de Résiliation (inclusive) jusqu'à la date du paiement effectif du Solde de Résiliation (exclue).

Article 12 – divers

12.1 Notifications

Toute notification effectuée en vertu de la Convention devra être faite par lettre, télex, télécopie ou toute transmission télématique présentant un degré suffisant de fiabilité pour les Parties et prendra effet à la date de sa réception. Les notifications seront faites selon les indications fournies à l'annexe 1 B.

12.2 Paiement dans une monnaie autre que celle prévue

Dans le cas où pour une raison quelconque, un paiement est effectué dans une monnaie autre que la Devise prévue pour une Pension et s'il y a une différence entre ce montant converti dans cette Devise et le montant en cette Devise que prévoyait ladite Pension, la Partie débitrice devra, à titre d'obligation indépendante, indemniser à première demande et sans pouvoir soulever d'exception, l'autre Partie de tous frais et pertes qui en résulteraient.

12.3 Non-renonciation

Le non-exercice ou l'exercice tardif par une Partie de tout droit, pouvoir ou privilège découlant de la Convention ne constitue pas une renonciation au droit, pouvoir ou privilège en cause.

12.4 Cession à un tiers

La Convention, toute Pension ou l'un quelconque des droits ou obligations en découlant pour une Partie ne pourront être transférés ou cédés sans l'accord préalable de l'autre Partie.

12.5 Frais et débours

La résiliation des Pensions ouvre droit, pour la seule Partie Non Défaillante, au remboursement des frais et débours engagés, y compris de procédure judiciaire, le cas échéant, qu'elle aurait subis du fait de la survenance d'un Cas de Défaillance et qu'elle serait en mesure de justifier.

Article 13 – durée de la Convention

13.1 La Convention est conclue pour une durée indéterminée. Elle pourra être dénoncée à tout moment, par lettre recommandée avec accusé de réception ; ladite dénonciation prenant effet à l'expiration d'un délai de cinq Jours Ouvrés suivant sa réception.

13.2 La Convention continuera toutefois à régir les rapports entre les Parties pour toutes les Pensions conclues avant la prise d'effet de ladite dénonciation.

Article 14 – renonciation aux immunités

La Convention est de nature commerciale. Les Parties renoncent irrévocablement à toute immunité de Juridiction ou d'exécution dont elles pourraient bénéficier tant pour elles-mêmes que sur leurs biens présents ou futurs.

Article 15 – loi applicable, attribution de compétence

15.1 La Convention est soumise au droit français. En cas de traduction, seule la version signée fera foi.

15.2 Tout litige, relatif notamment à sa validité, son interprétation ou son exécution, sera soumis à la compétence des juridictions du ressort de la Cour d'Appel de Paris.

PARAMÈTRES ET DISPOSITIONS TECHNIQUES APPLICABLES À LA CONVENTION

A – PARAMÈTRES FINANCIERS

Agent de Calcul : La Banque de France

(cf. définition et art. 7)

Place financière pour la détermination

des Jours Ouvrés : Paris

(cf. définition *Jour Ouvré*)

Date de Valorisation : Chaque jour ouvré à Paris

(cf. définition et art. 7)

Devise de Référence : Le franc français

(cf. définition, art. 7 et 11)

Taux de Référence : Le TMP

(cf. définition *Valeur de la Marge*)

Taux de Retard : Le taux le plus élevé consenti par la Banque de France pour l'alimentation en liquidités du destinataire du paiement fait avec retard.

(cf. définition Intérêts de Retard)

Seuil de déclenchement des ajustements de Marge (cf. Annexe I. C) : Le seuil de déclenchement sera indiqué pour les pensions qui donneront lieu à constitution ou rétrocession d'une marge par accord express entre la Banque de France et ses contreparties.

B – PARAMÈTRES ADMINISTRATIFS

Paramètres administratifs concernant Partie A

Adresse à laquelle les notifications doivent être faites : (à défaut d'indication, le siège social)

Service concerné : (à défaut d'indication, le siège social)

N° de télex : (à défaut d'indication, celui du siège social)

N° de télécopie : (à défaut d'indication, celui du siège social)

N° de téléphone : (à défaut d'indication, celui du siège social)

Nom des personnes habilitées

à conclure des Pensions : (à défaut d'indication, le mandataire social)

Nom du responsable hiérarchique : (facultatif)

Paramètres administratifs concernant Partie B

Adresse à laquelle les notifications doivent être faites : (à défaut d'indication, le siège social)

Service concerné : (à défaut d'indication, le siège social)

N° de télex : (à défaut d'indication, celui du siège social)

N° de télécopie : (à défaut d'indication, celui du siège social)

N° de téléphone : (à défaut d'indication, celui du siège social)

Nom des personnes habilitées à conclure des Pensions : (à défaut d'indication, le mandataire social)

Nom du responsable hiérarchique : (facultatif)

C – DISPOSITIONS RELATIVES À LA GESTION DES MARGES

C. 1 Détermination de l'Écart de Valeur d'une Pension avec Marge et du Solde net de chaque Partie

C. 1.1 À chaque Date de Valorisation, l'Agent de Calcul déterminera, pour chaque Pension avec Marge en cours à cette date, la différence, positive ou négative, entre :

- a) la Valeur des Titres mis en pension, ajustée de la Marge Initiale de Sécurité (si elle existe) ; et
- b) le Prix de Cession desdits Titres majoré des intérêts courus afférents, calculés au Taux de la Pension depuis la Date de Cession (incluse) jusqu'à la Date de Valorisation considérée (exclue).

C. 1.2 Une fois cette différence déterminée, l'Agent de Calcul calculera pour chaque Partie l'Écart de Valeur de chaque Pension avec Marge en cours, lequel sera égal :

– pour toute Pension pour laquelle la Partie concernée est cédant, à la différence entre les deux montants visés ci-dessus, et de même signe que celle-ci ;

– pour toute Pension pour laquelle la Partie concernée est cessionnaire, à la différence entre les deux montants visés ci-dessus, mais de signe opposé.

C. 1.3 Une fois l'Écart de Valeur de chaque Pension avec Marge déterminé, l'Agent de Calcul déterminera le solde net des Écarts de Valeur de chaque Partie (ci-après le « Solde Net »), lequel sera égal à la somme algébrique des Écarts de Valeur de cette Partie pour chacune des Pensions avec Marge en cours. À cet effet, tout Écart de Valeur exprimé dans une Devise autre que la Devise de Référence sera converti dans cette Devise à la Date de Valorisation sur la base des cours de change au comptant disponibles pour l'Agent de Calcul à 12 h 00 à cette date.

C. 2 Constitution ou rétrocession de Marge en fonction du Solde Net

C. 2.1 À chaque Date de Valorisation, L'Agent de Calcul demandera à la Partie ayant un Solde Net de signe négatif de constituer en faveur de la Partie ayant un Solde Net de signe positif une Marge d'une valeur égale à ce Solde Net, sous réserve des dispositions de l'article C.2.2.

C. 2.2 Si, à une Date de Valorisation quelconque, une Marge a déjà été constituée par une Partie en faveur de l'autre, l'Agent de Calcul comparera à cette date la Valeur de la Marge et le Solde Net, et :

a) si la Marge a été constituée chez la Partie ayant un Solde Net de signe positif et si la Valeur de la Marge est inférieure à ce Solde Net, l'Agent de calcul demandera à la Partie au Solde Net négatif de constituer une Marge complémentaire d'une Valeur égale à la différence. Si par contre la Valeur de la Marge est supérieure à ce Solde, la valeur de la Marge est supérieure à ce Solde Net, l'Agent de Calcul demandera à la Partie au Solde Net positif de rétrocéder l'excédent de la Marge (telle que constatée à la Date de Valorisation concernée) sur le Solde Net ;

b) si la Marge a été constituée chez la Partie ayant un Solde Net de signe négatif, l'Agent de Calcul demandera à cette Partie de rétrocéder cette Marge en totalité et de constituer en faveur de la Partie au Solde Net de signe positif une Marge nouvelle d'une Valeur égale à ce Solde Net.

C. 2.3 La Partie en faveur de qui doit être constituée ou rétrocédée une Marge à une date donnée pourra accepter, sur notification adressée à la Partie devant procéder à ladite constitution ou rétrocession, de réduire la Valeur de la Marge à constituer ou à rétrocéder à ladite date.

C. 2.4 Toute constitution ou rétrocession de Marge notifiée par l'Agent de Calcul relativement à une Date de Valorisation considérée interviendra le Jour Ouvré suivant.

C. 3 Seuil de déclenchement des constitutions et rétrocessions de Marge

C. 3.1 Une constitution ou rétrocession de Marge n'interviendra à une Date de Valorisation considérée que pour autant que la Valeur de la Marge ainsi constituée ou rétrocedée dépasse le Seuil de Déclenchement, tel que défini ci-dessus, et sera alors faite pour la totalité de son montant, sans franchise. Toutefois, si la Marge est seulement constituée de Titres, l'ajustement de Marge sera d'une Valeur arrondie à la quantité de Titres immédiatement inférieure. Dans le cas prévu à l'article C. 2.2 b, le Seuil de Déclenchement s'apprécie par rapport au total de la rétrocession et de la constitution de Marge.

C. 3.2 Les dispositions qui précèdent ne s'appliquent pas à la rétrocession totale de la Marge survenant à la fin de la dernière des Pensions en cours entre les Parties.

D – AUTRES MODIFICATIONS À LA CONVENTION

Article 2 – définitions

« Devise » : le franc et l'Écu.

Article 5 – conclusion des pensions

5.2 La conclusion de chaque pension pourra être suivie d'un échange de confirmations par lettre, télex, télécopie ou toute transmission télématique présentant un degré suffisant de fiabilité pour les parties (le reste sans changement).

Article 7 – appels et gestion des marges

7.1 Sauf s'il en est disposé autrement lors de leur conclusion, les pensions conclues avec la Banque de France ne donneront pas lieu à constitution ou, le cas échéant, à la rétrocession d'une marge.

S'il est disposé lors de la conclusion de la pension qu'elle donnera lieu à constitution de marge, la marge ainsi constituée pourra s'appliquer à l'ensemble des pensions, que celles-ci soient ou non des pensions avec marge.

Article 8 – retard de paiement ou de livraison

8.1.1 Au cas où le cessionnaire ne serait pas en mesure de payer le prix de cession, la pension sera annulée sans que cette annulation n'entraîne nécessairement la résiliation des autres pensions conclues entre la Banque de France et le cessionnaire défaillant.

8.1.2 Au cas où le cédant ne serait pas en mesure de livrer les bons du Trésor ou autres titres admissibles aux interventions de la Banque de France mis en pension, la pension sera annulée, sans que cette annulation n'entraîne nécessairement la résiliation des autres pensions conclues entre la Banque de France et le cédant.

Au cas où le cédant serait en mesure de procéder à une livraison partielle de bons du Trésor ou autres titres admissibles aux interventions de la Banque de France, le prix de cession pourra être recalculé à due concurrence des bons du Trésor ou autres titres admissibles aux interventions de la Banque de France, effectivement livrés.

Article 9 – déclarations

Les déclarations visées à l'article 9 sont sans objet pour la Banque de France.

Article 10 – résiliation des opérations de pension

10.1.1.1 Constitue un cas de défaillance l'inexécution d'une quelconque disposition de la présente convention (relative à un paiement, une livraison ou autre), dès notification de l'inexécution par la Banque de France.

10.2.1.1 Cette disposition ne saurait être invoquée à l'encontre de la Banque de France.

Les articles, paragraphes et alinéas non modifiés s'appliquent sans changement.

TABLEAU RÉCAPITULATIF DU SOLDE DE RÉSILIATION

	$RB_{pc} > 0$	$RB_{pc} < 0$
PAS DE MARGE CONSTITUÉE	$SR = RB_{pc}$ SR dû par la Partie Défaillante ou Affectée	$SR = RB_{pc} $ SR dû par la Partie en charge des calculs
MARGE CONSTITUÉE CHEZ LA PARTIE EN CHARGE DES CALCULS	$M < RB_{pc}$ $SR = RB_{pc} - M$ SR dû par la Partie Défaillante ou Affectée	$SR = RB_{pc} + M$ SR dû par la Partie en charge des calculs
	$M > RB_{pc}$ $SR = M - RB_{pc}$ SR dû par la Partie en charge des calculs	
MARGE CONSTITUÉE CHEZ LA PARTIE DÉFAILLANTE OU AFFECTÉE	$SR = RB_{pc} + M$ SR dû par la Partie Défaillante ou Affectée	$M < RB_{pc} $ $SR = RB_{pc} - M$ SR dû par la Partie en charge des calculs
		$M > RB_{pc} $ $SR = M - RB_{pc} $ SR dû par la Partie Défaillante ou Affectée

Partie en charge des calculs :

RB_{pc} :

M :

SR :

Partie Non Défaillante ou Partie Non Affectée, selon le cas

Risque Brut de la Partie en charge des calculs

$RB_{pc} = \Sigma$ Écarts de Valeur positifs de cette Partie et des Montants Dus par l'autre Partie – Σ Écarts de Valeur négatifs de cette Partie et des Montants Dus par elle

Marge constituée, telle que valorisée à la Date de Résiliation

Solde de Résiliation

CONVENTION DE MOBILISATION GLOBALE DE CRÉANCES PRIVÉES

Entre la Banque de France, Institution régie par la loi n° 93-980 du 4 août 1993 modifiée, au capital de 3 000 000 000 de francs, dont le siège est 1 rue de La Vrillière à Paris 1^{er} arrondissement, représentée par M. J. -P. Redouin, directeur général du Crédit, ci-après dénommée « la Banque »,

et

(dénomination de l'établissement, siège social)

représentée par M.

(représentant légal ou mandataire habilité), ci-après dénommé « l'Établissement cédant ».

Étant préalablement exposé que :

- La Banque peut mobiliser des créances sur des entreprises dès lors que ces créances répondent à certains critères d'éligibilité fixés par le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France,
- Ces mobilisations doivent donner lieu à cession préalable desdites créances conformément aux dispositions de la loi modifiée n° 81-1 du 2 janvier 1981 facilitant le crédit aux entreprises ;

Il est convenu ce qui suit :

1. L'établissement cédant peut céder à la Banque les créances :

- dont il est titulaire du fait des opérations de crédit mises en place au profit de sa clientèle et régies par le droit français et
- dont les caractéristiques correspondent aux critères d'éligibilité fixés par le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France.

2. Les cessions de créances proposées par l'établissement cédant sont acceptées par la Banque dans les conditions fixées par avis de la Banque de France.

3. Les cessions de créances donnent lieu à la remise à la Banque de bordereaux intitulés « actes de cession de créances financières » faisant référence à la loi modifiée du 2 janvier 1981 facilitant le crédit aux entreprises.

Les éléments permettant l'identification des créances cédées sont enregistrés dans un fichier de déclaration qui est transmis par un procédé informatique, selon les modalités indiquées par un avis de la Banque.

Les bordereaux, qui comportent les mentions visées par l'article 1^{er}, alinéa 4, de la loi précitée, sont établis par l'établissement cédant conformément au modèle joint à la présente convention. Ils sont datés par l'établissement cédant conformément aux dispositions d'un avis de la Banque de France. Les bordereaux sont signés par l'établissement cédant, la signature pouvant être apposée conformément à l'article 2 de la loi modifiée du 2 janvier 1981, soit à la main, soit par tout procédé non manuscrit. Les bordereaux doivent parvenir à la Banque avant la fin de la plage de remise fixée par avis de la Banque.

Le montant des créances cédées est égal au montant des créances détaillées dans le fichier de déclaration adressé à la Banque.

4. Les cessions de créances sont faites sans stipulation de prix, à titre de propriété et en garantie des concours que l'établissement cédant aura obtenus de la Banque ou, lorsque c'est possible, d'une autre banque centrale faisant partie du Système européen de banques centrales.

Les cessions de créances garantissent également les intérêts, pénalités de retard, frais de recouvrement et tous autres débours supportés par la Banque pour faire valoir ses droits sur les créances cédées.

5. Lorsque les créances cédées ont donné lieu ou sont susceptibles de donner lieu à l'émission d'effets de commerce, lesdits effets sont remis à la Banque, sur simple demande de celle-ci, après avoir été endossés en blanc ou à son ordre.

De même, lorsque les créances cédées ont entraîné des cessions de créances professionnelles en faveur de l'établissement cédant, les bordereaux correspondant aux cessions primaires sont remis à la Banque, sur simple demande de celle-ci, après avoir été endossés en blanc ou à son ordre.

6. Les cessions de créances sont effectuées pour une durée qui prend fin le jour où la cession suivante est acceptée par la Banque.

La cession suivante garantit en tant que de besoin les refinancements en cours.

Les créances cédées reviendront rétroactivement à l'établissement cédant par l'effet d'une condition résolutoire pour leur valeur nominale si les concours de toute nature accordés au dit établissement cédant sont remboursés en principal, intérêts et frais.

7. L'établissement cédant s'engage à ne pas céder, ni remettre en propriété par quelque technique que ce soit, ni à donner en gage à un tiers les créances déjà cédées à la Banque ainsi que les effets primaires qui auraient été créés en représentation des créances en cause et, le cas échéant, les bordereaux correspondant à des cessions de créances primaires, visés à l'article 5 ci-dessus.

La Banque se réserve le droit d'interdire, à tout moment, au débiteur cédé de payer entre les mains de l'établissement cédant.

Dans l'hypothèse où les concours accordés par la Banque ne sont pas remboursés à l'échéance, la Banque applique une pénalité de retard dont le taux est porté à la connaissance de l'établissement cédant.

8. Chaque opération de refinancement donne lieu à la confection d'un billet global de mobilisation.

L'établissement cédant donne mandat à la Banque d'établir, de dater et de signer pour son propre compte les billets globaux de mobilisation dont l'échéance et le montant sont :

– fonction du résultat de l'appel d'offres auquel l'Établissement cédant a participé,

– ou indiqués à la Banque par l'établissement cédant pour les opérations qui ne donnent pas lieu à appel d'offres, par télécopie, messagerie électronique ou tout autre moyen convenu entre les parties,

– ou encore indiqués par la banque centrale de refinancement après accord entre celle-ci et l'établissement cédant, pour le cas où ce dernier se finance auprès d'une autre banque centrale du SEBC.

9. Les opérations de refinancement garanties par les cessions de créances régies par la présente convention sont soumises aux conditions de participation aux opérations de politique monétaire et aux mesures de contrôle des risques précisées par le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France ainsi que, s'agissant des opérations de refinancement intra-journalières, aux conditions fixées pour ce type d'opérations par les avis de la Banque de France.

10. Lorsque l'établissement cédant participe à un appel d'offres, il s'engage à ne pas soumissionner pour un montant supérieur à celui de la valeur des créances dont la propriété aura été cédée à la Banque, augmentée le cas échéant de la valeur des autres actifs éligibles dont il aura la disponibilité au jour du règlement de la soumission, la valeur des créances et des autres actifs éligibles s'entendant après application des principes de valorisation, des marges et des quotités indiquées par la Banque.

L'établissement cédant s'engage également à ne pas céder à la Banque des créances sur des entreprises avec lesquelles il entretient des liens étroits au sens précisé par le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France.

Tout manquement à ces engagements, outre le fait qu'il peut donner lieu aux mesures de restriction, suspension ou interdiction prévues par le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France ou constituer un cas de défaillance tel que défini par ledit Conseil, peut donner lieu au versement à la Banque d'une indemnité pécuniaire dont le montant est fixé conformément aux règles établies au sein du Système européen de banques centrales.

11. La Banque donne mandat, en tant que de besoin, à l'établissement cédant de recouvrer les créances exigibles et d'en encaisser le prix, comme aussi de faire toute production ou déclaration aux procédures collectives et plus généralement d'intenter toutes voies d'exécution.

12. Lorsque l'établissement cédant est établi sur le territoire de la France métropolitaine :

– La Banque peut, à tout moment, mettre fin par anticipation aux concours qu'elle a consentis à l'établissement cédant en cas de survenance d'un des cas de défaillance tels que définis par le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France.

– L'établissement cédant autorise la Banque à débiter le ou les comptes centraux de règlement n° et n° du montant des billets globaux de mobilisation émis dans le cadre de la présente convention, à leur date d'échéance ou à celle à laquelle ils sont mis en remboursement.

13. Les parties conviennent que les documents reçus par télécopie et les enregistrements informatiques reçus ou envoyés par la Banque ou leur reproduction sur support papier constituent la preuve des informations transmises.

Les indications données à la Banque pour l'établissement des billets globaux de mobilisation, en application de l'article 8 ci-dessus, sont conservées par la Banque pendant une durée d'un mois après l'échéance de l'opération de refinancement. L'établissement cédant ne peut exiger la production de ces documents s'il n'a pu présenter sa réclamation avant l'expiration de ce délai.

14. La présente convention est soumise au droit français.

Tout litige est porté devant le Tribunal de commerce de Paris.

15. La présente convention entre en vigueur le ; elle est conclue sans limitation de durée.

Paris, le

Signature de personnes accréditées :

– pour la Banque

– pour l'établissement cédant

ACTE DE CESSION DE CRÉANCES FINANCIÈRES

(Loi n° 81-1 du 2 janvier 1981 modifiée – article 9)

Établissement cédant

Bénéficiaire

Raison sociale :

(Nom de l'organisme intermédiaire)

Siège social :

Code Banque :

Le présent acte, établi à l'ordre de *(Nom de l'organisme mobilisateur intermédiaire)*, intervient dans le cadre de la loi susvisée du 2 janvier 1981 facilitant le crédit aux entreprises et de la convention conclue à cet effet, à laquelle l'établissement de crédit soussigné déclare expressément se référer.

Identification des créances cédées en propriété :

– nombre de créances :

– montant global :

– références du fichier informatique décrivant les caractéristiques de ces créances ¹ :

Signature du cédant

Date de la cession

Endossé au profit de la Banque de France
(Signature de l'organisme mobilisateur intermédiaire)

¹ Nature du support utilisé pour la transmission (disquette, cassette, ou télétransmission), et tout élément permettant d'identifier de manière unique le fichier informatique

AVENANT À LA CONVENTION DE MOBILISATION GLOBALE DE CRÉANCES PRIVÉES

Entre la Banque de France, Institution régie par la loi n° 93-980 du 4 août 1993 modifiée, au capital de 3 000 000 000 de francs, dont le siège est 1 rue de La Vrillière à Paris 1^{er} arrondissement, représentée par M. J.-P. Redouin, directeur général du Crédit, ci-après dénommée « la Banque »,

et

(dénomination de l'établissement, siège social)

représentée par M.

(représentant légal ou mandataire habilité), ci-après dénommé « l'Établissement cédant ».

Il est convenu ce qui suit :

Jusqu'au 31 décembre 1998 ou, si elle est différente, jusqu'à la date à partir de laquelle les opérations de la Banque de France se feront dans le cadre du Système européen de banques centrales, les dispositions ci-après s'appliquent par dérogation à celles de la Convention de mobilisation globale de créances privées :

– Les créances cédées doivent répondre aux critères d'éligibilité fixés par la décision du Conseil de la politique monétaire n° 97-2 du 27 mars 1997, modifiée, et par l'instruction de la Banque de France n° 2-98 du 1998 ou tous textes s'y substituant.

– Les quotités de financement des créances cédées sont celles fixées par l'instruction de la Banque de France n° 2-98 précitée ou tous textes s'y substituant et les mesures de contrôle des risques visées à l'article 9 de la Convention ne sont pas applicables.

– La Banque se réserve la possibilité de mettre fin à la présente Convention, avec ou sans préavis, en cas de surveillance d'un des cas de défaillance suivants :

a) ouverture d'une procédure de liquidation judiciaire de l'établissement cédant affectant le siège ou l'une quelconque des succursales, ou toute procédure équivalente pouvant entraîner la liquidation de l'établissement cédant ;

b) ouverture d'une procédure de redressement judiciaire de l'établissement cédant affectant le siège ou l'une quelconque des succursales, ou toute procédure équivalente ;

c) toute démarche visant à obtenir le bénéfice d'une procédure mentionnée en (a) ou (b) et toute décision préliminaire liée à l'engagement d'une desdites procédures ;

d) un état de cessation des paiements de l'établissement cédant ou une défaillance dans le remboursement de ses dettes ; l'octroi administratif ou judiciaire d'un moratoire ; la nomination d'un administrateur à la demande des tribunaux ; une procédure de règlement amiable entre l'Établissement cédant et tout ou partie de ses créanciers ;

e) une déclaration écrite de l'établissement cédant de l'impossibilité ou du refus d'exécuter l'une de ses obligations liées aux opérations de politique monétaire, notamment les obligations reprises dans les contrats-cadres de la Banque de France ;

f) une déclaration concernant l'établissement cédant, son activité, ses pouvoirs ou ceux de ses dirigeants ou ceux des personnes habilitées à le représenter, se révélant inexacte ou mensongère ;

g) la suspension ou le retrait de l'agrément de l'établissement cédant en tant qu'établissement de crédit ; la suspension, le retrait ou l'annulation de toute autorisation équivalente accordée à l'établissement cédant en vertu des dispositions de transposition dans le droit d'un État membre de l'Union européenne des directives du Conseil EEC/77/780 et EEC/93/22 ;

h) la suspension ou l'exclusion de l'établissement cédant de sa participation à un système de paiement ou à un système de livraison de titres ; la suspension ou l'exclusion de l'établissement cédant de sa participation à un marché d'instruments financiers ou à tout organisme professionnel regroupant des opérateurs sur instruments financiers ; l'interdiction par une autorité réglementaire ou professionnelle d'émettre sur un marché ou de négocier des instruments financiers ;

i) la violation par l'établissement cédant des dispositions du titre IV bis de la loi du 24 janvier 1984 ; la violation des dispositions équivalentes de transposition dans le droit d'un État membre de l'Union européenne de l'article 21 de la directive du Conseil EEC/89/646 ;

Paris, le

Signature de personnes accréditées :

– pour la Banque

– pour l'établissement cédant

CONTRÔLE DES SOUMISSIONS AUX APPELS D'OFFRES DE LA BANQUE DE FRANCE

1. Soumissions contre créances privées mobilisables, billets de trésorerie et BMTN

– Les établissements effectuent leurs soumissions sur la base du montant des créances cédées à la Banque de France par la procédure de TRaitement Informatisé des Créances Privées (TRICP) et de leurs encours de billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables.

– En date de valeur de l'opération, la Banque de France vérifie que les soumissions présentées à un appel d'offres par un établissement n'excèdent pas son stock disponible. Ce stock est constitué des encours de créances privées déclarés dans la base TRICP et disponibles (non affectés aux autres opérations de politique monétaire ou à la garantie des concours intrajournaliers dans TBF) et des encours de billets de trésorerie et de bons à moyen terme négociables.

– La Banque de France se réserve la possibilité de mettre en place, à tout moment, la procédure déclarative décrite ci-dessous pour contrôler les soumissions contre billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables.

2. Soumissions contre titres d'État en francs et en écus

L'établissement adresse à la direction des marchés de capitaux (DMC)¹, à midi le jour du lancement d'un appel d'offres (à 11 heures dans le cas d'une opération valeur-jour), une déclaration signée² indiquant son encours de titres livrables le jour de mise en place de la pension. Cet encours exprimé en valeur nominale comprend, à cette date de valeur, outre les titres éventuellement détenus en position (net des achats et ventes), le montant net des opérations de cessions temporaires mises en place ou à échoir (pensions et prêts/emprunts de titres). Il s'agit de l'ensemble des opérations déjà conclues et notifiées au système RGV au moment de l'envoi de la déclaration (cf. modèle fourni ci-après).

Une fois connus les résultats de l'appel d'offres, rien ne s'oppose à ce qu'un établissement prélève sur son portefeuille, à la date de mise en place de la pension, les titres non destinés à être livrés à la Banque de France.

La cellule de contrôle de la direction des Marchés de capitaux est habilitée à requérir auprès de Sicovam SA toute information utile en vue d'assurer des vérifications *a posteriori* de l'exactitude des déclarations d'encours de titres livrables.

Dans le cas où le montant de la soumission excède notablement l'encours de titres livrables observé sur le compte, l'établissement ne sera pas autorisé à soumissionner (contre titres d'État en francs ou en écus) aux deux appels d'offres suivants. Pour tenir compte d'éventuels défauts de livraison, des difficultés d'ajustement sur des tombées et des mises en place d'opérations de pension ou d'opérations ferme valeur jour, on considérera qu'il y a dépassement manifeste lorsque la soumission excédera 1,1 fois l'encours de titres livrables.

¹ Envoi à la DMC – Secrétariat, par télécopie : 01 42 92 41 90

² Des déclarations distinctes doivent être effectuées pour les titres en francs et ceux en écus.

Précisions

- Les opérations de cession temporaire de titres sont prises en compte sans considération d'un éventuel préavis. En conséquence, les titres faisant l'objet de pensions livrées à préavis peuvent être retenus dans l'encours déclaré par le cessionnaire mais sont, en revanche, à exclure de l'encours déclaré par le cédant.
- Le calcul de l'encours déclaré de titres livrables est effectué sur le compte global indiqué par l'établissement soumissionnaire (compte propre et sous-comptes). Il ne s'agit ici que d'une base de calcul qui ne préjuge en rien les facultés d'emprunt qui existent entre le titulaire d'un compte propre et les titulaires des sous-comptes. En cas d'insuffisance de provision constatée sur le compte propre de l'établissement soumissionnaire lors de la mise en place de la pension, la Banque de France réduira le montant de celle-ci à hauteur des titres dont dispose effectivement le soumissionnaire.
- En ce qui concerne les établissements de crédit résidents qui soumissionnent aux appels d'offres par l'intermédiaire d'un adhérent Telma sans se faire connaître de la Banque de France, la déclaration sera effectuée par l'adhérent (également affilié Sicovam SA), sur la base de son seul compte-titres. C'est donc à ce dernier de s'assurer qu'il disposera bien de la provision titres correspondant à sa soumission, ce qui signifie concrètement qu'il conviendra avec ses clients d'un moyen pour que ces derniers procèdent à une cession temporaire de leurs titres en sa faveur, à la date de mise en place de la pension.
- Il appartient aux établissements de crédit de porter ces dispositions à la connaissance de leurs clients.

EXEMPLES DE RÉPONSES AUX APPELS D'OFFRES

Les établissements adhérant à Telma peuvent effectuer des soumissions pour leur propre compte et pour le compte de contreparties de la Banque de France non adhérentes à ce système de télétransmission. Les modalités pratiques de la participation aux adjudications des contreparties non adhérentes sont expliquées dans le manuel des utilisateurs de Telma.

1. Appel d'offres à taux variable avec répartition à taux multiple (adjudication « à l'américaine »)

Selon cette méthode, les offres sont servies en totalité aux taux auxquels elles ont été soumises si ces taux sont supérieurs au taux dit marginal. Les offres soumises et servies au taux marginal peuvent ne l'être que partiellement.

Soient 3 banques, parmi lesquelles la Banque 1 est seule adhérente à Telma. Elles soumettent les offres suivantes.

Tableau 1

	Taux de soumission (en pourcentage)	Volumes souhaités (en francs)	Taux servis (en pourcentage)	Volumes alloués (en francs)
Banque 1	5,52	5 000	5,52	2 500
	5,53	4 000	5,53	4 000
	5,55	4 000	5,55	4 000
Banque 2	5,50	5 000		
	5,54	4 000	5,54	4 000
	5,55	3 000	5,55	3 000
	5,56	3 000	5,56	3 000
Banque 3	5,51	1 000		
	5,52	1 000	5,52	500
	5,53	1 000	5,53	1 000

La Banque de France décide d'allouer 22 000 francs. Au vu des soumissions, le taux marginal ressort donc à 5,52 %. Aux taux supérieurs ou égaux à 5,52 %, la Banque peut en effet prêter la totalité des 22 000 francs (colonne 4). Les contreparties ayant fait des offres au taux de 5,52 % ne peuvent être servies que partiellement, à hauteur de 50 % de leurs offres.

Après l'annonce des résultats, la Banque 1, adhérente à Telma, répartit, pour chacune des trois contreparties, le volume de financement alloué pour chaque taux (tableau 2 ci-après).

Les intérêts dus, à l'échéance du financement, par chaque contrepartie sont ensuite déterminés par application d'un taux moyen pondéré correspondant à la moyenne arithmétique pondérée des taux servis, exprimée avec un arrondi commercial à la 6^e décimale.

Tableau 2

Taux servis	Volume pour la banque 1	Volume pour la banque 2	Volume pour la banque 3
5,52	2 500	–	500
5,53	4 000	–	1 000
5,54	–	4 000	–
5,55	4 000	3 000	–
5,56	–	3 000	–
Taux moyens	5,535238	5,549000	5,526666

2. Appel d'offres à taux variable avec répartition à taux unique (à la hollandaise)

Les offres sont effectuées à des taux différents mais elles sont toutes servies, dans leur totalité ou dans une proportion identique, au taux marginal. En reprenant l'exemple précédent.

Tableau 3

	Taux de soumission (en pourcentage)	Volumes souhaités (en francs)	Taux servis (en pourcentage)	Volumes alloués (en francs)
Banque 1	5,52	5 000	5,52	2 500
	5,53	4 000	5,52	4 000
	5,55	4 000	5,52	4 000
Banque 2	5,50	5 000		
	5,54	4 000	5,52	4 000
	5,55	3 000	5,52	3 000
	5,56	3 000	5,52	3 000
Banque 3	5,51	1 000		
	5,52	1 000	5,52	500
	5,53	1 000	5,52	1 000

La Banque de France décide également d'accorder un refinancement de 22 000 francs.

3. Appel d'offres à taux fixe

On rappellera que dans le cadre d'une même opération à taux fixe, la Banque de France peut procéder à des appels d'offres distincts suivant les supports de garantie.

Dans ce cas, les demandes de monnaie centrale exprimées par les contreparties peuvent être servies selon des pourcentages différents suivant les supports.

En retenant dans notre exemple l'hypothèse qu'aucune distinction n'est faite suivant les supports, les 3 banques sont servies au taux unique préannoncé pour leur quote-part dans le total des offres exprimées.

Tableau 4

	Volumes souhaités en francs	Volumes alloués en francs
Banque 1	13 000	9 226
Banque 2	15 000	10 644
Banque 3	3 000	2 130
TOTAL	31 000	22 000

TRAITEMENT DES OPÉRATIONS DE PENSION LIVRÉE DE LA BANQUE DE FRANCE DANS LE SYSTÈME RGV

Les pensions contre titres d'État (en francs ou en écus), billets de trésorerie ou bons à moyen terme négociables (BMTN), consenties par la Banque de France s'effectuent dans le cadre du système de règlement-livraison RGV conformément aux modalités fixées pour les titres dématérialisés par le décret n° 94-350 du 2 mai 1994 pris en application de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993.

La présente annexe décrit les principes généraux du traitement des opérations de pension livrée spécifiques de la Banque de France (appel d'offres et pensions négociées). Les documents de référence décrivant de façon détaillée ces traitements sont le « Manuel d'instruction RGV, sous système SLAB et Dénouement » et « le dictionnaire de données RGV étape 2-3 ».

1. Mise en place d'une pension

Les établissements bénéficiaires d'une pension adressent au système RGV, dans les conditions décrites ci-dessous, les instructions indiquant les titres livrés à la Banque de France.

Les pensions sont traitées distinctement par type de support (titres d'État en francs, titres d'État en écus, billets de trésorerie et BMTN en francs) et sont repérées par des références spécifiques (références Banque de France). Pour chaque type de support, plusieurs lignes de titres peuvent faire l'objet d'une livraison dans le cadre de la même pension ; en revanche, aucune substitution de titres entre les différents supports n'est possible.

1.1. Pension sur appel d'offres

Les caractéristiques de l'appel d'offres sont transmises à RGV par la direction des Marchés de capitaux (DMC) dès le lancement de l'opération, c'est-à-dire en règle générale le lundi ou le jeudi matin ; elles comprennent la (ou les) référence(s) de l'opération, la date de valeur, la date d'échéance, le taux en cas d'appel d'offres à taux fixe, la date des taux ou cours de référence qui serviront à la valorisation des titres.

Dans le cas d'un appel d'offres à taux fixe, trois références (une par famille de support) sont indiquées dans le message d'annonce de l'appel d'offres communiqué par la DMC aux établissements de crédit. À ces trois références correspondent trois soumissions distinctes des établissements (dans le système de télétransmission Telma).

Dans le cas d'un appel d'offres à taux variable, une seule référence est indiquée dans le message de lancement de l'appel d'offres, les établissements procédant dans ce cas à une soumission globale.

En revanche, les caractéristiques de l'appel d'offres transmises par la DMC à RGV comportent trois références distinctes selon le type de support qui sera effectivement livré en garantie (ces références sont décrites au paragraphe 2.1. ci-après).

À réception des informations en provenance de la Banque de France, communiquant les caractéristiques de l'opération et les montants espèces accordés, RGV diffuse aux établissements bénéficiaires un ou des message(s) MT010 « Caractéristiques de l'opération Banque de France et montant espèces accordé ».

NB : La saisie des instructions de mise en pension de titres auprès de la Banque de France (message MT005) n'est pas conditionnée par la diffusion aux établissements bénéficiaires du message MT010.

1.2. Pensions négociées avec la DMC

Pour les pensions négociées, la DMC transmet à chaque établissement concerné, lors de la négociation, l'ensemble des caractéristiques de l'opération : bénéficiaire, date de valeur, date d'échéance, taux, montant attribué, montant à l'échéance, référence. Ces caractéristiques sont ensuite transmises à RGV.

2. Instructions de livraison des titres

2.1. Contenu des instructions

Chaque bénéficiaire d'une pension transmet à RGV les instructions indiquant la nature et le montant des titres livrés à la Banque de France. Parallèlement, la DMC adresse à Sicovam SA les montants espèces accordés relatifs à chaque établissement ainsi que les montants dus à l'échéance. Dans le cas d'un appel d'offres à taux variable (adjudication à taux multiple), les montants dus à l'échéance sont calculés sur la base du taux moyen pondéré ¹ auquel a été servi l'établissement.

Référence de l'opération

Chaque instruction doit comporter un numéro de référence permettant d'identifier l'opération ; il est constitué à partir de la référence de l'appel d'offres ou, dans le cas d'une pension négociée, du numéro d'opération communiqué par le *Front office* (DMC), complété du caractère suivant :

- « » (blanc) pour les emprunts d'État en francs ;
- « X » pour les emprunts d'État en écus ;
- « B » pour les billets de trésorerie et BMTN.

Code affilié

- Les *opérations spécifiques* (pensions sur appels d'offres et pensions négociées) conclues entre la DMC et les banques sont dénouées dans RGV sous le code affilié Sicovam SA 228 associé au code de l'adhérent « 00801 ».
- Pour les *autres opérations standard* (pensions livrées standard, achats/ventes ferme), la DMC utilise son code affilié 100 associé au code adhérent « 00601 ».

2.2. Horaires limite

Afin de permettre à Sicovam SA d'effectuer le règlement de ces opérations aux heures prévues (10 h 00 le matin en règle générale) ², les instructions doivent lui parvenir dans des délais stricts qui lui permettront à la fois d'effectuer les contrôles nécessaires, de relancer les établissements en cas de défaut d'appariement et de s'assurer que les titres livrés par les établissements, une fois valorisés et après application de la quotité prévue, couvrent bien le montant des opérations conclues avec la Banque de France.

Pour les pensions sur appel d'offres en valeur J + 1, ces instructions doivent parvenir à RGV au plus tard à 16 h 30 le soir du lancement de l'appel d'offres. Pour les appels d'offres valeur jour, ces instructions doivent parvenir au plus tard à 15 h 30.

Pour les pensions négociées, les instructions doivent être transmises dès la négociation avec les opérateurs de la DMC et au plus tard à 17 h 00 le jour de valeur de l'opération. Toute instruction de pension négociée non appariée à 17 h 15, heure de fermeture du SLAB, fera l'objet d'une péremption et ne pourra plus être réintroduite dans le système.

¹ Ce taux moyen pondéré de l'opération est calculé dans TELMR.

² Compte tenu du préavis d'une demi-heure dans TBF, les VGM doivent être émis par la Sicovam au plus tard à 9 h 30.

3. Traitement des opérations dans RGV

Le traitement dans RGV des opérations de pension de la DMC comprend les étapes suivantes.

– Rapprochement de l'instruction de mise en pension de titres auprès de la Banque de France transmise par l'établissement avec les caractéristiques et le montant espèces accordé communiqués par la DMC.

– S'agissant des titres d'État, valorisation des titres mis en pension à partir des taux de référence publiés par la Banque de France pour les bons du Trésor et des cours de clôture publiés par la Société des bourses françaises pour les autres emprunts d'État puis application de quotités prédéterminées³. Le montant obtenu doit être au moins égal au montant de remboursement communiqué par la DMC. L'évaluation des autres catégories de support s'effectue par application de quotités prédéterminées au montant nominal des titres mis en pension.

– Contrôle de provision sur le compte-titres (de type « avoirs propres » ou de type « avoirs indifférenciés ») de l'établissement livreur. Si les contrôles de provision sont satisfaits, le dénouement de l'opération est effectué par livraison des titres au compte spécifique de la DMC et imputation des mouvements espèces. Les opérations de politique monétaire font l'objet de modalités de règlement spécifique dans RGV :

– la mise en place donne lieu à transfert systématique des espèces correspondantes dans TBF afin d'assurer la liquidité de la place en monnaie centrale. Dans le cas d'un appel d'offres, Sicovam SA émet un VGM à échéance horaire, imputé à 10 h 00 par le Safire ;

– le remboursement est, après contrôle du pouvoir d'achat RGV des établissements, imputé sur la position espèces réservée Banque de France et en cas d'insuffisance de celle-ci sur la position espèces des dénouements RGV.

Toutefois, afin d'éviter des situations de blocage, les mises en place et les remboursements d'opérations spécifiques présents dans RGV à un même instant sont dénoués de façon simultanée :

– un net créditeur se traduira par l'émission d'un VGM (montants de mise en place-montants de remboursement) ;

– un net débiteur sera imputé sur la position espèces réservée Banque de France et en cas d'insuffisance de celle-ci sur la position espèces des dénouements RGV. Si les contrôles opérés par RGV ne sont pas satisfaits, l'ensemble des opérations spécifiques de l'établissement reste en suspens.

NB : Les titres disponibles lors d'un traitement des pensions DMC ne sont pas bloqués au compte de l'établissement. Si en raison d'un contrôle non satisfait, la pension n'est pas dénouée lors de ce traitement, les titres en question sont alors susceptibles d'être livrés pour toute autre opération avec une contrepartie quelconque.

4. Modification/annulation

Si l'un des contrôles effectués lors du traitement de la pension, valorisation ou provision titres, n'est pas satisfait, la DMC conserve la maîtrise de l'opération. En particulier, il n'y a pas de crédit partiel automatique au compte espèces du bénéficiaire et l'ensemble du mouvement est bloqué. La DMC est alors avisée et prend contact avec l'établissement concerné afin d'examiner la possibilité de mettre en œuvre l'une des trois solutions suivantes :

– le montant espèces est inchangé : si le contrôle n'est pas satisfait en raison d'une valorisation trop faible, le bénéficiaire annule l'ensemble des lignes de l'opération, et réémet une nouvelle opération : s'il s'agit d'un défaut de provision titres, soit le bénéficiaire constitue une provision suffisante, soit il annule l'ensemble des lignes de l'opération, et réémet une nouvelle opération après s'être assuré de ses provisions ;

³ Pour les bons en écus, la contre-valeur en francs des titres est calculée à partir du cours indicatif publié par la Banque de France, la veille du jour de l'opération dans le cas des pensions négociées ou l'avant-veille, dans le cas des pensions sur appel d'offres.

– le montant espèces initial est réduit à concurrence de l'insuffisance de couverture : la DMC annule l'opération initiale et transmet à RGV le nouveau montant espèces accordé ; si l'opération du bénéficiaire est en suspens titres, RGV annule automatiquement l'ensemble des lignes de l'opération, et le bénéficiaire devra réémettre une nouvelle opération. Si l'opération est non rapprochée pour cause de valorisation insuffisante, le nouveau montant espèces accordé se rapprochera avec l'opération du bénéficiaire déjà présente dans RGV ;

– la pension est annulée en totalité : envoi par la DMC à RGV d'une notification d'annulation ; l'instruction de la contrepartie, en suspens titres, sera automatiquement annulée par RGV.

5. Substitution

Après accord de la DMC, un établissement peut remplacer une (ou plusieurs) ligne(s) de titres ayant été livrée(s) à l'occasion d'une pension sur appel d'offres ou d'une pension négociée. Cette procédure doit concerner le même type de support et peut être utilisée dès le dénouement de la mise en place de la pension.

L'établissement de crédit initie une « Demande de substitution de titres mis en pension auprès de la Banque de France » (message MT006), qui lui permet de notifier à RGV les titres qu'il souhaite récupérer et ceux qu'il souhaite livrer. La DMC doit également initier une demande du même type.

L'établissement et la DMC doivent initier autant de doubles notifications que de lignes à substituer. En aucun cas, une substitution ne peut modifier l'échéance initiale de l'opération.

La tarification d'une opération de substitution repose sur les deux éléments suivants :

- le coût d'une instruction RGV selon le tarif de droit commun en vigueur ;
- un taux fixe et une base de calcul d'intérêts stipulés lors de l'opération de substitution.

6. Modalités pratiques de transmission des instructions

Les établissements peuvent transmettre les différentes informations par le réseau Sigma ou par le poste de travail RGV. Dans les deux cas, les messages supports de ces informations sont les suivants :

- appel d'offres : message MT005, code type d'instruction « AO » ;
- pension négociée : message MT005, code type d'instruction « PN » ;
- demande de substitution : message MT006 ;
- demande d'annulation de mise en place d'appel d'offres ou de pension négociée : message MT003.

DIRECTION GÉNÉRALE DU CRÉDIT
Direction des Marchés de capitaux

17 juin 1998

**AVIS AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT RELATIF
AUX QUOTITÉS APPLICABLES AUX TITRES NÉGOCIABLES PRIS EN GARANTIE
PAR LA BANQUE DE FRANCE À COMPTER DU 29 JUIN 1998**

Titres	Quotité (en pourcentage)
• BT et OAT ≤ 2 ans	98
• 2 ans < BT et OAT ≤ 5 ans	96
• 5 ans < OAT ≤ 10 ans.....	93
• 10 ans < OAT ≤ 30 ans	88
• OAT démembrées ≤ 5 ans	95
• 5 ans < OAT démembrées ≤ 10 ans.....	90
• 10 ans < OAT démembrées ≤ 30 ans.....	70
• Titres d'État hors bons du Trésor et OAT.....	85
• Billet de trésorerie ≤ 1 an	93
• BMTN ≤ 2 ans	95

Les quotités sont appliquées à la valeur de marché (coupon couru inclus) calculée en date d'échéance de l'opération à partir des taux de référence de la veille de la mise en place de la pension pour les bons du Trésor, des cours de clôture de la veille diffusés par la SBF pour les autres titres d'État : OAT et autres emprunts.

Pour les billets de trésorerie et les BMTN, les quotités s'appliquent sur leur valeur nominale.

**Pension sur appel d'offres lancé le 6 avril 1998 valeur 7 avril 1998
au taux de 3,30 % – échéance de l'opération le 14 avril 1998**

1^{er} cas : Montant espèces accordé de 100 millions de francs (MF)
Mise en pension de BTF échéance 30 juillet 1998

Les intérêts de la pension sont de : $100 \text{ MF} \times \frac{3,30 \% \times 7}{360} = 64 \text{ 166 francs}$

La valeur des bons retenue après application de la quotité doit être au moins égale à :
100 064 166 francs.

Le taux retenu pour l'évaluation du bon est de : 3,43 % (taux de référence du 3 avril 1998, dernier jour
ouvré précédant le lancement de l'appel d'offres).

Date retenue pour l'évaluation du bon : date d'échéance de la pension, soit le 14 avril.

La quotité applicable est de 98 %.

La valeur retenue des bons après application de la quotité est de : 97,01 (98,99 x 0,98).

La valeur nominale minimale des bons à livrer pour couvrir la valeur de la pension à l'échéance est de :

$$\frac{100 \text{ 064 166}}{0,9701} = 103 \text{ 148 300 francs}$$

2^e cas : Pension sur appels d'offres portant sur 100 millions de francs (MF)
Mise en pension de BTAN en écus échéance mars 1999, coupon 5 %

Les intérêts de la pension sont de : $100 \text{ MF} \times \frac{3,30 \% \times 7}{360} = 64 \text{ 166 francs}$

Cours de change retenu pour l'évaluation du bon : 6,5965 (sauf indication contraire, cours indicatif
diffusé par la Banque de France la veille du jour du lancement de l'appel d'offres).

La valeur des bons retenue après application de la quotité doit être au moins égale à :
100 064 166 francs.

Le taux retenu pour l'évaluation du bon est de : 4,19 % (taux de référence du 3 avril 1998, dernier jour
ouvré précédant le lancement de l'appel d'offres).

Date retenue pour l'évaluation du bon : date d'échéance de la pension, soit le 14 avril.

La quotité applicable est de 98 %.

La valeur retenue des bons après application de la quotité est de : 99,075 (101,097 x 0,98).

La valeur nominale minimale de bons à livrer pour couvrir la valeur de la pension à l'échéance est de :

$$\frac{100\,064\,166}{0,99075} = 100\,998\,401 \text{ francs.}$$

Exprimée en écus, la valeur minimale nominale des bons à livrer est de :

$$\frac{100\,998\,401}{6,5965} = 15\,310\,907 \text{ écus.}$$

Le même type de calcul est à appliquer pour les autres titres d'État.

Informations relatives à la constitution d'un dossier de candidature pour le statut de contrepartie de réglage fin

Les établissements candidats doivent déposer, au plus tard le 31 juillet 1998, auprès de la direction générale du Crédit de la Banque de France un dossier établi selon le modèle joint.

Ce dossier a pour objet d'évaluer, à partir d'informations quantitatives et qualitatives si l'établissement candidat remplit, outre les critères d'éligibilité généraux des contreparties de la Banque de France définies au chapitre premier de l'instruction n° 2-98, les conditions pour participer efficacement à des opérations de réglage fin. À cet égard, sont visés en particulier les trois principaux critères qui ont été proposés par l'IME pour fonder la sélection des contreparties de réglage fin dans le cadre du Système européen de banques centrales¹ :

1. la réalisation sur la place de Paris d'un volume important d'opérations sur les différents marchés de taux comptant (marché interbancaire, pension livrée) et dérivés ;
2. la détention d'un montant important d'actifs mobilisables ;
3. la mise en œuvre de moyens assurant un traitement efficace et sécurisé des opérations (moyens logistiques et humains des tables d'opérateurs et du *post*-marché). Il est rappelé à cet égard que la participation aux appels d'offres rapides susceptibles d'être mis en œuvre dans le cadre du futur Système européen de banques centrales implique que les contreparties de réglage fin adhèrent au système de télétransmission Telma.

Le dossier de candidature peut être complété par toute information jugée utile par l'établissement.

La Banque de France prendra une décision d'agrément ou de refus qui sera notifiée à chaque établissement.

¹ Cf. Rapport de l'IME intitulé : *La politique monétaire unique en phase III* (septembre 1997)

⇒ Ce dossier est à adresser à :

BANQUE DE FRANCE
Direction des Marchés de capitaux
« Contreparties de réglage fin »
37-1332 – DMC
39 rue Croix des Petits-Champs
75049 PARIS CEDEX 01

Toutes informations complémentaires peuvent être obtenues en contactant :
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 28 07 ou 41 98

Date limite d'envoi : **31 juillet 1998**

Identification de l'établissement

Dénomination :

CIB :

Personne(s) ayant établi le dossier

Nom :

Adresse courrier :

Téléphone :

Télécopie :

Informations quantitatives

(mentionner, le cas échéant, les références de l'état Bafi correspondant)

Ces informations sont à remettre obligatoirement sous la forme d'un fichier informatique EXCEL.

1. Fonds propres nets sociaux et consolidés

au 31 décembre 1997 et, si disponibles, au 30 juin 1998

2. Opérations réalisées (tableaux 1 à 7 bis)

Sont recensés *les flux du premier trimestre 1998* des opérations appartenant aux catégories suivantes :

- opérations de prêts et emprunts sur le marché interbancaire ;
- opérations de mise et prise en pension livrée ;
- opérations de *swaps*.

De manière générale, les opérations demandées sont toujours retenues en fonction de la date à laquelle elles ont été engagées sans tenir compte de leur éventuelle venue à échéance durant la période de recensement. Par ailleurs, les durées qui doivent être fournies dans certains tableaux sont les durées initiales.

Tableau 1*(en millions de francs)*

Durée	Prêts sur le marché interbancaire			
	Prêts en blanc	Prêts/effets non livrés	Pensions livrées	Total
Jour le jour.....				
< 1 mois.....				
De 1 mois à 3 mois.....				
De 3 mois à 6 mois.....				
De 6 mois à 1 an.....				
> 1 an.....				

Tableau 2*(en millions de francs)*

Durée	Emprunts sur le marché interbancaire			
	Emprunts en blanc	Emprunts/effets non livrés	Pensions livrées	Total
Jour le jour.....				
< 1 mois.....				
De 1 mois à 3 mois.....				
De 3 mois à 6 mois.....				
De 6 mois à 1 an.....				
> 1 an.....				

Tableau 3*(en millions de francs)*

Durée	Prêts en <i>swaps</i> de francs contre toutes devises	Emprunts en <i>swaps</i> de francs contre devises
Jour le jour.....		
< 1 mois.....		
De 1 mois à 3 mois.....		
De 3 mois à 6 mois.....		
De 6 mois à 1 an.....		
> 1 an.....		

Tableau 4*(en millions de francs)*

Montant notionnel des <i>swaps</i> de taux d'intérêt recevant le taux fixe		
Durée	Avec les institutions financières	Avec d'autres contreparties
≤ 1 an.....		
> 1 an ≤ 2 ans		
> 2 ans ≤ 5 ans.....		
> 5 ans.....		

Tableau 5*(en millions de francs)*

Montant notionnel des <i>swaps</i> de taux d'intérêt payant le taux fixe		
Durée	Avec les institutions financières	Avec d'autres contreparties
≤ 1 an.....		
> 1 an ≤ 2 ans		
> 2 ans ≤ 5 ans.....		
> 5 ans.....		

Tableau 6*(en millions de francs)*

Total des ressources collectées auprès des OPCVM	
Pensions	Autres

Tableau 7*(en millions de francs)*

Type d'opérations	Prêts et emprunts interbancaires	Pensions livrées	<i>Swaps</i> de devises	<i>Swaps</i> de taux
Montant moyen quotidien (premier semestre 1998).....				

Tableau 7 bis

Type d'opérations (montant moyen quotidien premier semestre 1998)	Contrat Pibor	Contrat Matif 5 ans	Contrat notionnel OAT
Position ouverte			
Nombre de contrats négociés.....			

3. Actifs éligibles

Tableau 8

(en millions de francs)

ACTIFS DÉTENUS EN PROPRE			
Type d'actif	Encours au 31 décembre 1997	Encours au 31 décembre 1998	Encours au 30 juin 1998
Effets privés sur des entreprises cotées « 3 »			
Billets de trésorerie et BMTN émis par des entreprises cotées « 3 ».....			
BTF (écus et francs)			
BTAN (écus et francs)			
OAT (écus et francs)			
Autres titres de l'État français.....			
Titres représentatifs de dettes souveraines d'autres États appartenant à l'Union monétaire.....			

Tableau 9

(en millions de francs)

ACTIFS DÉTENUS PAR LE GROUPE (périmètre de consolidation résident)			
Type d'actif	Encours au 31 décembre 1997	Encours au 31 décembre 1998	Encours au 30 juin 1998
Effets privés sur des entreprises cotées « 3 »			
Billets de trésorerie et BMTN émis par des entreprises cotées « 3 ».....			
BTF (écus et francs)			
BTAN (écus et francs)			
OAT (écus et francs)			
Autres titres de l'État français.....			
Titres représentatifs de dettes souveraines d'autres États appartenant à l'Union monétaire.....			

Informations qualitatives

1. Informations relatives au respect des critères généraux d'éligibilité des contreparties fixés au chapitre 1 de l'instruction n° 2-98

Tableau 10

SITUATION AU REGARD DES SYSTÈMES		
Systeme	Date de signature ou prise d'effet	Observations (a) (le cas échéant)
Convention TBF		
Affiliation RGV		
Adhésion à Telma		
Convention TRICP		

(a) Signaler lorsque plusieurs entités du groupe sont signataires.

Autres (joindre toute documentation utile)

2. Informations relatives à la nature et la diversité des activités de l'établissement

Cette rubrique doit, en particulier, décrire les activités de l'établissement sur les marchés de taux — comptant et dérivés — (régularité des interventions, rôle de centrale de trésorerie...). Elle doit préciser quels types d'activités sur le marché de l'euro seront exercées à partir de Paris. Elle doit également inclure des informations sur la nature et la diversité de la clientèle de l'établissement.

En outre, elle doit comporter toute indication utile sur les aspects suivants :

- organisation du *front* et du *back office* : moyens humains et techniques, logistiques et financiers ;
- comportement en matière de cotations (affichage de cotations sur le marché interbancaire, sur le marché de la pension livrée...) ;
- procédures de contrôle interne et de contrôle des risques de taux.

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 mai 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)

- ♦ BankBoston NA, succursale, Paris 8^e, 104 avenue des Champs-Élysées, Boston, (US),
(prise d'effet le 29 juin 1998)
- ♦ BankBoston SA, SA, Paris 8^e, 104 avenue des Champs-Élysées,
(prise d'effet le 29 décembre 1998)
- ♦ L'Immobilière de crédit, SA, Paris 8^e, 30 avenue Franklin-Roosevelt,
(prise d'effet immédiat)

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

du 1^{er} au 30 juin 1998

Banque de France

***Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 5,25 % avril 2008, TEC 10 janvier 2009, 5,50 % avril 2029 et 5,25 % avril 2008
(Communiqué de la Banque de France)***

– en date du 2 juin 1998 ¹

¹ Le détail de ces opérations peut être consulté sur Internet.

Journal officiel du 19 juin 1998 – Seuils de l'usure applicables à compter du 1^{er} juillet 1998

TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Taux effectifs pratiqués au 2 ^e trimestre 1998	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 ^{er} juillet 1998
CRÉDITS AUX PARTICULIERS		
<i>Crédits immobiliers</i>		
– Prêts à taux fixe	6,92	9,23
– Prêts à taux variable	6,25	8,33
– Prêts relais.....	7,23	9,64
<i>Crédits de trésorerie</i>		
– Prêts d'un montant ≤ à 10 000 francs.....	14,08	18,77
– Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 10 000 francs.....	12,79	17,05
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs.....	9,28	12,37
CRÉDITS AUX ENTREPRISES		
– Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	7,70	10,27
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable.....	5,73	7,64
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe.....	6,66	8,88
– Découverts en compte (a).....	9,47	12,63
– Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans.....	8,05	10,73

Note : Les taux moyens ont été calculés à partir des données des enquêtes sur le coût du crédit aux entreprises et aux particuliers effectuées par la Banque de France.

- (a) *Commissions de plus fort découvert* : ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois d'avril 1998 s'est élevé à 0,06 % du plus fort découvert du mois. La commission de plus fort découvert a été calculée à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux entreprises effectuée par la Banque de France.

Source : Journal officiel
 Réalisation : Banque de France
 Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 49 43

Comité de la réglementation bancaire et financière

Règlement n° 98-01 du Comité de la réglementation bancaire et financière publié au Journal officiel du 7 juin 1998 (Arrêté du 6 juin 1998)

Arrêté du 6 juin 1998 portant homologation d'un règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière

Le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie,

Vu la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 modifiée relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit ;

Vu le décret n° 84-708 du 24 juillet 1984 pris pour l'application de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit,

Arrête :

Article premier. – Le règlement n° 98-01 du 6 juin 1998 du Comité de la réglementation bancaire et financière annexé au présent arrêté est homologué.

Article 2. – Le règlement n° 98-01 du 6 juin 1998 est étendu, pour les dispositions qui les concernent, aux services financiers de La Poste, à la Caisse des dépôts et consignations et aux comptables du Trésor assurant un service de dépôts de fonds de particuliers.

Article 3. – Le présent arrêté et le règlement qui lui est annexé seront publiés au Journal officiel de la République française.

A N N E X E

Règlement n° 98-01 du 6 juin 1998

modifiant le règlement n° 86-13 du 14 mai 1986 relatif à la rémunération des fonds reçus par les établissements de crédit

Le Comité de la réglementation bancaire et financière,

Vu la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 modifiée relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment son article 33 ;

Vu le règlement n° 86-13 du 14 mai 1986 modifié relatif à la rémunération des fonds reçus par les établissements de crédit,

Décide :

Article premier – L'article 3 du règlement n° 86-13 susvisé est rédigé comme suit :

« *Article 3.* – Le taux d'intérêt nominal annuel des comptes énumérés ci-dessous est fixé ainsi qu'il suit :

« – premiers livrets des caisses d'épargne, comptes spéciaux sur livret du crédit mutuel, livrets d'épargne institués au profit des travailleurs manuels, comptes pour le développement industriel : 3 % ;

« – comptes sur livret d'épargne populaire : 4,75 % ;

« – livrets d'épargne entreprise : 2,25 % ;

« – comptes d'épargne-logement : 2 % ;

« – plans d'épargne-logement : 4 %. »

Article 2 – Après le troisième tiret de l'article 4 du règlement n° 86-13 susvisé, sont ajoutées les dispositions suivantes :

« – comptes sur livret ordinaire et livrets jeunes.

« Toutefois, le taux de rémunération des fonds déposés sur livrets jeunes ne pourra être inférieur à celui fixé pour les fonds déposés sur les premiers livrets des caisses d'épargne. »

Article 3 – Le présent règlement entre en vigueur le 16 juin 1998 pour les premiers livrets des caisses d'épargne, les comptes spéciaux sur livret du crédit mutuel, les livrets d'épargne institués au profit des travailleurs manuels, les comptes pour le développement industriel, les comptes sur livret d'épargne populaire, les livrets d'épargne entreprise, les comptes d'épargne-logement, les comptes sur livret ordinaire et les livrets jeunes. Il s'applique aux plans d'épargne-logement ouverts à compter du 9 juin 1998.

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 6 JUIN 1998

Arrêté du 4 juin 1998 fixant les modalités du transfert au secteur privé de la majorité du capital de Thomson-CSF.

Avis de la Commission des participations et des transferts du 7 mai 1998 relatif au transfert au secteur privé de la majorité du capital de Thomson-CSF.

JO DU 7 JUIN 1998

Arrêté du 6 juin 1998 portant homologation d'un règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière.

Arrêté du 6 juin 1998 relatif aux taux d'intérêt des dépôts et des prêts d'épargne logement et au montant de la prime sur compte et plan d'épargne-logement.

JO DU 14 JUIN 1998

Arrêté du 29 mai 1998 relatif à la frappe et à la mise en circulation de pièces commémoratives de 100 francs, de pièces commémoratives de 50 francs et de pièces commémoratives de 10 francs.

JO DU 18 JUIN 1998

Arrêté du 10 juin 1998 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de mars 1998.

Arrêté du 10 juin 1998 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois d'avril 1998.

JO DU 19 JUIN 1998

Avis concernant l'application de l'article L. 313-3 du code de la consommation relatif à l'usure.

C O M M U N I C A T I O N S

COMMUNICATIONS

LETTRE INTRODUCTIVE AU RAPPORT ANNUEL DE LA BANQUE DE FRANCE

Lettre introductive au *Rapport* annuel de la Banque de France adressée à
Monsieur le Président de la République,
à Monsieur le Président du Sénat,
à Monsieur le Président de l'Assemblée nationale

JEAN-CLAUDE TRICHET
Gouverneur de la Banque de France

J'ai l'honneur de vous adresser, conformément à la loi, le rapport sur les opérations de la Banque de France, la politique monétaire et ses perspectives et je vous transmets, comme chaque année, les réflexions que m'inspire le dernier exercice de l'Institution monétaire.

L'accélération de la croissance, amorcée dans la dernière partie de l'année 1996, s'est confirmée en 1997. La progression du PIB s'est établie à 2,3 % en moyenne annuelle, après 1,6 % en 1996. En glissement annuel, elle a atteint 3 % en fin d'année.

Cette croissance affermie s'est accompagnée d'un rééquilibrage progressif de ses principales composantes. Au second semestre, sous l'effet d'une meilleure orientation de la consommation des ménages puis de l'investissement, la demande intérieure a pris le relais des échanges extérieurs de biens et de services. Ceux-ci ont néanmoins apporté une contribution prépondérante à l'activité sur l'ensemble de l'année.

En liaison avec le renforcement de l'activité, le nombre des emplois salariés dans le secteur marchand a augmenté de 160 000 en 1997 selon l'INSEE. Le taux de chômage a légèrement diminué, revenant, d'une fin d'année à l'autre, de 12,5 % en 1996 à 12,2 % en 1997. (Il se situe à 11,9 % aujourd'hui).

L'inflation est demeurée maîtrisée. La hausse des prix à la consommation s'est élevée en glissement annuel à 1,1 % en décembre 1997, après 1,7 % en décembre 1996. Elle s'est ainsi établie en dessous de 2 %, conformément à l'objectif que le Conseil de la politique monétaire avait fixé.

L'objectif intermédiaire de stabilité de la valeur externe du franc vis-à-vis des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen a été tenu. Cette évolution est allée de pair avec un renforcement de la bonne situation compétitive d'ensemble de l'économie française. L'excédent de la balance des transactions courantes a atteint 233 milliards de francs en 1997 (soit 2,9 % du PIB), en net accroissement par rapport à 1996 où il s'était établi à 105 milliards (1,3 % du PIB).

S'agissant de l'objectif intermédiaire interne, les principaux agrégats monétaires étroits et larges se sont inscrits sur des tendances ascendantes. Stimulée par le faible coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction, imputable à la forte baisse des taux d'intérêt à court terme au cours des dernières années, la formation de liquidités a été dynamique : M1 a marqué une hausse de 6,5 % en glissement annuel en décembre 1997 (13,4 % en avril 1998). L'essor des placements à vue rémunérés à taux réglementés s'étant amplifié, M2 a aussi connu une progression soutenue (+ 7,8 %) (11,6 % en avril 1998). De ce fait, et compte également tenu d'une atténuation du repli des placements référencés aux taux monétaires, l'évolution annuelle de M3, encore légèrement négative en milieu d'année, est redevenue nettement positive ; elle s'est établie à 1,9 % en décembre 1997 (5,5 % à fin avril 1998). La croissance des placements d'épargne contractuelle recensés dans l'agrégat P1 se poursuivant à un rythme toujours soutenu, l'ensemble M3 + P1 a enregistré une sensible accélération de sa progression annuelle, qui s'est élevée à 4,9 % en décembre 1997 (et à 6,6 % en avril 1998).

Les financements ont également fait preuve de dynamisme. L'endettement intérieur total (EIT) — indicateur qui regroupe les concours obtenus auprès des établissements de crédit et des marchés par les agents non financiers résidents (sociétés, ménages et État), que ce soit sous forme de crédits ou par émission de titres sur les marchés intérieurs et internationaux — s'est inscrit en hausse de 3,8 % sur un an en décembre 1997 (4,4 % en mars 1998). Cette évolution globale recouvre un ralentissement de la croissance de l'endettement de l'État, une progression assez soutenue de l'endettement des ménages et un moindre désendettement des sociétés. L'évolution annuelle de l'encours des crédits à l'économie s'est raffermie, atteignant 2,3 % en décembre 1997, sous l'influence d'une reprise de la demande de crédit. D'après l'enquête suivie par la Banque de France auprès d'un échantillon de banques, les flux décaissés en 1997 au titre des prêts nouveaux auraient augmenté de 10,1 % par rapport à 1996. Les prêts à l'habitat auraient constitué la composante la plus active (+ 10,2 %). On note également une reprise de la distribution de prêts nouveaux à l'investissement (+ 8,3 %).

S'agissant des taux d'intérêt, la Banque de France a réduit le taux de ses appels d'offres à 3,10 % le 31 janvier 1997, puis l'a porté à 3,30 % le 9 octobre. Cette dernière décision a visé à atteindre trois objectifs qui se renforcent mutuellement.

Le premier objectif était de préserver une croissance durable parce que non inflationniste. L'ensemble des indicateurs conjoncturels monétaires et des résultats d'enquêtes disponibles confirment que l'économie française était — et est — dans une phase de renforcement de la croissance, ce qui est le cas de l'ensemble des économies de l'Europe continentale. Or, l'action des banques centrales doit nécessairement s'exercer à titre préventif, afin de tenir compte des délais de transmission des décisions monétaires sur l'inflation. Cette légère adaptation de la politique monétaire visait à influencer favorablement les anticipations des agents économiques en les maintenant durablement sur une tendance d'inflation modérée, ne dépassant pas 2 %, et donc en préservant toutes les chances d'une croissance aussi durable que possible.

Le deuxième objectif était de maintenir, au profit de notre monnaie aujourd'hui et de l'euro demain, le meilleur niveau possible de confiance et de crédibilité aux yeux des épargnants français, européens et mondiaux, donc le meilleur niveau possible des taux d'intérêt de marché à moyen et long terme. C'est bien ce que nous avons observé : en fin d'année, nous avons les plus bas taux historiques pour les taux longs français.

Le troisième objectif visait à renforcer la cohésion au cœur du mécanisme de change européen, puisque les taux des appels d'offres sont désormais au même niveau en France, en Allemagne et dans le Bénélux, et constituent le socle des taux d'intérêt dans la future zone euro.

Mention doit être faite des taux administrés. Le Conseil de la politique monétaire avait indiqué dans le rapport annuel sur l'exercice 1996 que les taux administrés se situaient à des niveaux anormalement élevés et que les procédures de fixation des taux devaient évoluer substantiellement. Un pas vient d'être fait dans la bonne direction.

Il y a six ans, en signant le Traité sur l'Union européenne, les Européens se sont fixé un objectif ambitieux : organiser la convergence de leurs monnaies, de l'évolution des prix, des taux d'intérêt de

long terme et des gestions budgétaires, afin de pouvoir se doter d'une même monnaie, au plus tard le 1^{er} janvier 1999. La situation de départ étant celle d'économies encore très hétérogènes sur les plans monétaire, financier et budgétaire, et les difficultés n'ayant pas manqué sur la route, le défi que les Européens ont relevé était redoutable. Le succès est incontestable. La décision, prise à Bruxelles le 2 mai par les chefs d'État et de gouvernement, fixant la liste des pays membres de l'euro en porte le témoignage.

Il faut souligner que la convergence monétaire, financière et budgétaire n'est pas le propre de quelques pays seulement, mais celui de l'Union européenne dans son ensemble au sein de laquelle quatorze pays sur quinze ont respecté le critère du déficit annuel des finances publiques, le critère d'inflation et le critère de taux d'intérêt de long terme. Il est remarquable que même les pays auxquels le Traité réserve la possibilité de ne pas entrer dans la monnaie unique satisfont à ces critères. Tous les pays européens ont considéré qu'il était à la fois de leur intérêt national et de l'intérêt de l'Europe de mener des politiques de stabilité des prix, et de réduction progressive et ordonnée des déficits publics.

Par ailleurs, dans ce contexte, la performance de notre pays mérite d'être soulignée. Nous sommes l'un des trois pays qui ont respecté strictement les valeurs de référence de tous les critères de Maastricht, y compris celui de l'encours de la dette en proportion du PIB. Nous avons été parmi les trois premiers pour la stabilité des prix et pour les bas taux d'intérêt de long terme. Conformément au Traité, nos propres résultats ont donc constitué une référence pour l'appréciation des résultats de nos partenaires. Observons que le Conseil de la politique monétaire avait dit, depuis sa création, que la stabilité interne et externe de la monnaie — gage essentiel de confiance — nous permettrait d'avoir de bas taux d'intérêt de marché : au regard du critère de Maastricht, nous avons atteint les plus bas taux d'intérêt à long terme de l'Union européenne, *ex aequo* avec les Pays-Bas.

Il convenait de vérifier la convergence des économies européennes au moment de l'entrée dans l'euro pour s'assurer de la solidité initiale de la construction. C'est ce qui a été fait en avril et au début du mois de mai. Mais il faut aussi — et surtout — garantir dans la durée les performances réalisées par les différentes économies appelées à partager une même monnaie unique. Il est essentiel, en effet, pour le bon fonctionnement de la zone euro, que les économies des pays membres continuent à être efficacement gérées dans les domaines monétaire et budgétaire, de manière à assurer durablement la cohésion, la stabilité et donc la prospérité de la zone euro.

La politique monétaire

La solidité et la stabilité de l'euro doivent être au moins aussi bonnes que celles des meilleures monnaies de l'Union européenne et au moins aussi bonnes que celles du franc aujourd'hui. C'est ce que demande le Traité. C'est ce que souhaitent nos concitoyens qui n'imaginent pas qu'il leur soit demandé d'échanger leur monnaie contre une autre qui serait moins bonne. C'est indispensable pour préserver la compétitivité de l'économie, permettre de bas taux d'intérêt de marché et donc favoriser la croissance, la création d'emplois et la lutte contre le chômage.

La politique monétaire de stabilité de la Banque centrale européenne, qui a été juridiquement mise en place le 1^{er} juin 1998, et du Système européen de banques centrales sera garantie par l'indépendance de l'Institution, scellée par le Traité, et aidée par le soutien de l'opinion publique européenne profondément attachée, comme l'est la nôtre, à la stabilité de la monnaie. En dernier ressort, c'est devant l'opinion publique qu'une Institution indépendante est responsable.

D'ici au 1^{er} janvier 1999, le Conseil de la politique monétaire continuera de veiller à ce que le franc préserve intégralement son haut niveau de crédibilité afin que la Banque centrale européenne hérite, pour l'euro, d'une confiance au moins aussi élevée que celle du franc et des meilleures monnaies européennes.

La politique budgétaire

Dans le domaine de la future politique budgétaire européenne, le Conseil de la politique monétaire appelle plus particulièrement l'attention sur les trois points suivants.

– En premier lieu, un très bon fonctionnement de la surveillance mutuelle de chacune des politiques budgétaires nationales par les gouvernements de la zone euro, dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance, est indispensable. En effet, l'Union européenne ne dispose pas d'un budget significatif du point de vue de la politique économique : le budget européen représente 1,27 % du PIB de l'Union. C'est donc l'ensemble des budgets nationaux des États membres qui jouent le rôle de budget de l'Union du point de vue du maniement de la politique budgétaire. De la qualité de cette surveillance budgétaire dépendra la préservation de la confiance dans l'euro, donc la prospérité, la croissance, la création d'emplois dans la zone.

– En deuxième lieu, tous les pays européens se sont fixé l'objectif à moyen terme d'avoir des finances publiques « proches de l'équilibre ou en excédent » en adoptant le Pacte de stabilité et de croissance. Le Conseil de la politique monétaire insiste sur ce point, essentiel pour la stabilité de la monnaie unique, et nécessaire pour favoriser la croissance, la création d'emplois et la lutte contre le chômage. Quatre arguments simples fondent cette recommandation : préserver les bas taux d'intérêt de marché, dégager les moyens financiers nécessaires aux investissements du secteur productif, conforter la confiance des ménages, conforter la confiance des entreprises. Il faut y ajouter un cinquième élément qui, à lui seul, est décisif : un pays membre de l'Union doit avoir un budget proche de l'équilibre ou en excédent en période de croissance, précisément pour permettre aux finances publiques de jouer un rôle éventuel de « stabilisation automatique » en période de basse conjoncture. Ce point est essentiel, tout particulièrement si l'on est en présence de « chocs asymétriques », c'est-à-dire de difficultés économiques particulières frappant un État membre et pas l'ensemble des autres.

– Enfin, comme il l'avait déjà fait en 1996 et 1997, le Conseil de la politique monétaire appelle l'attention sur la nécessité d'une réduction progressive de la part des dépenses publiques dans le PIB, part qui est en France (selon la méthodologie de l'OCDE) de 54,1 %, largement au-dessus de la moyenne de l'Union européenne (48,2 %) et de la moyenne du Groupe des Sept (38,3 %).

Les réformes structurelles

Le FMI et l'OCDE estiment que 75 % à 80 % environ du chômage enregistré en France et en Europe continentale, c'est-à-dire dans la future zone euro, est d'origine structurelle. Le Conseil de la politique monétaire partage ce sentiment. La meilleure politique monétaire et la meilleure politique budgétaire possibles sont des conditions nécessaires pour créer le plus d'emplois possible et pour lutter efficacement contre le chômage. Mais ce ne sont pas des conditions suffisantes.

Dans le cas de l'économie française, mais aussi de la plupart des autres économies de la zone euro, qui présentent malheureusement des niveaux de chômage anormalement importants, des réformes structurelles apparaissent particulièrement nécessaires.

La coordination renforcée entre les politiques économiques, décidée l'an dernier par le Conseil européen de Luxembourg, porte en particulier sur « l'encouragement de réformes fiscales de nature à améliorer l'efficacité » de l'économie européenne. C'est une orientation importante dans la perspective du marché intégré des capitaux de la zone euro. La coordination renforcée porte aussi sur « la surveillance des politiques structurelles menées par les États membres ». Cette coordination doit permettre d'identifier et de promouvoir les meilleures mesures structurelles favorables à la croissance, à la création d'emplois et à la lutte contre le chômage. Plus particulièrement à l'échelle de la future zone euro, il conviendrait peut-être d'envisager de prendre en compte, en les adaptant aux caractéristiques particulières de chaque pays, les réformes qui ont fait l'objet, dans tel ou tel pays membre, d'un consensus des grandes sensibilités politiques, d'un accord entre le patronat et les syndicats, et qui sont considérées comme ayant donné de bons résultats en matière d'emplois.

Enfin, le Conseil de la politique monétaire rappelle — comme il l'a fait au cours de chacune des années précédentes — l'importance de la modération des coûts dans l'économie et la nécessité

d'assurer un environnement favorable à la compétitivité des entreprises. La raison n'en est pas seulement que la modération des coûts est une condition nécessaire de la faible inflation. Mais aussi et surtout que dans une économie française, européenne et mondiale régie par la liberté de choix des consommateurs et la liberté d'investissement des entreprises, les emplois seront créés préférentiellement dans les économies qui présenteront un niveau modéré des coûts unitaires de production, et un environnement sûr et stable, favorable à la compétitivité des entreprises. C'était vrai dans le passé. C'est encore plus vrai dans l'espace de la monnaie unique dans lequel les indicateurs de compétitivité deviennent nécessairement des indicateurs essentiels.

DEUXIÈME RÉUNION DU CONSEIL DES GOUVERNEURS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Déclaration introductive du Président de la BCE
lors de la conférence de presse,
à Francfort, le mercredi 8 juillet 1998

Mesdames et messieurs, le vice-président et moi-même sommes ici aujourd'hui pour vous faire part des décisions prises lors de la deuxième réunion du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE), qui s'est tenue hier.

Le Conseil des gouverneurs s'est d'abord livré à une évaluation de la situation économique actuelle dans la zone euro. Le tableau d'ensemble fait apparaître une poursuite de la croissance économique associée à un niveau d'inflation globalement peu élevé.

Plusieurs prévisions effectuées au cours du printemps 1998 ont même indiqué que les taux d'inflation de 1998-1999 seraient légèrement plus faibles qu'on ne le prévoyait à l'automne 1997. En ce qui concerne l'évolution des prix, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a, selon les estimations, légèrement augmenté en avril, pour se chiffrer à 1,4 %, mais cette hausse ne s'est pas poursuivie en mai.

La croissance de la production est demeurée vigoureuse au cours des derniers trimestres, avec des taux annuels proches de, voire supérieurs, à 3 %. La croissance économique a été tirée de plus en plus par la demande intérieure plutôt que par les exportations nettes, comme on pouvait s'y attendre à ce stade du cycle. La consommation privée et la constitution de stocks sont, jusqu'à présent, les principaux facteurs sous-tendant la demande intérieure.

La situation conjoncturelle favorable a commencé à produire ses effets sur le marché du travail, bien que les améliorations en ce domaine aient tardé à se manifester dans certains pays. Il est toutefois évident que la croissance économique à elle seule ne dispensera pas de procéder rapidement aux ajustements structurels nécessaires pour lutter contre des taux de chômage d'un niveau inacceptable.

En ce qui concerne les évolutions monétaires et financières récentes de la zone euro, la croissance annuelle de l'agrégat large (M3H) s'est accélérée en avril, pour s'établir à 6 % environ, contre 5,5 % en mars. Le taux de croissance de M1, l'agrégat monétaire étroit, a également augmenté, pour ressortir à quelque 10 %. Nous suivrons très attentivement ces évolutions.

En principe, la situation économique que je viens de décrire constitue un environnement favorable pour la poursuite de l'assainissement budgétaire. Nous observons avec une certaine préoccupation que, dans un certain nombre de pays membres, les perspectives d'une évolution en ce sens semblent être, à tout le moins, plutôt faibles.

À cet égard, je tiens à souligner trois aspects. Tout d'abord, tout « dividende de la croissance » résultant de la reprise conjoncturelle actuelle devrait être utilisé pour réduire les niveaux de déficit et d'endettement, plutôt que pour relâcher l'effort de maîtrise des dépenses. Ensuite, la plupart des États membres doivent aller plus loin et améliorer effectivement leurs soldes structurels, car ils ne satisfont pas encore aux obligations du Pacte de stabilité et de croissance. Cela implique que la référence en

matière de politique budgétaire doit être désormais un budget proche de l'équilibre ou en excédent, en excédent en particulier dans les pays qui ont des ratios élevés d'endettement par rapport au PIB. Enfin, la poursuite des ajustements structurels dans le cadre de la politique budgétaire contribuerait également à améliorer le dosage des politiques économiques dans certains pays et dans l'ensemble de la zone euro à partir du démarrage de la phase III.

Je ne voudrais pas, à ce stade, trop m'appesantir sur les conséquences de ces diverses évolutions économiques pour l'orientation appropriée des politiques monétaires dans les pays membres de la zone euro. Bien que la responsabilité de ces politiques continue d'incomber aux banques centrales nationales jusqu'à la fin de cette année, le Conseil des gouverneurs a débattu de façon approfondie des perspectives de la politique monétaire dans la zone euro. Nous continuerons à étudier attentivement cette question avant d'entrer dans le régime de la politique monétaire unique. Pour le moment, il est encourageant de voir la crédibilité de la politique monétaire se refléter dans les taux de change des pays de la zone euro. Il n'y a actuellement aucun signe de tension sur les taux de change entre monnaies de la zone euro. Les taux de change à terme sont pratiquement les mêmes que les cours pivots, ce qui donne à penser que les taux préannoncés sont considérés comme crédibles. J'estime qu'il s'agit là d'un résultat remarquable.

Après avoir passé en revue ces évolutions économiques, le Conseil des gouverneurs a réglé un certain nombre de questions relatives à l'organisation du Système européen de banques centrales (SEBC).

– Il a adopté le *Règlement intérieur* de la Banque centrale européenne, qui sera publié dans le Journal officiel des Communautés européennes.

– Il a approuvé, conformément au *Règlement intérieur*, la création de onze Comités du SEBC qui apporteront leur concours aux travaux du SEBC. Les comités créés sont les suivants : Comité de la comptabilité et du revenu monétaire, Comité de la surveillance bancaire, Comité des billets, Comité de la communication externe, Comité informatique, Comité des auditeurs internes, Comité juridique, Comité des opérations de marché, Comité de la politique monétaire, Comité des systèmes de paiement et de règlement et Comité des statistiques.

– Il a officiellement adopté un budget pour la Banque centrale européenne pour le second semestre 1998 et décidé de créer un Comité du budget en vue d'assister le Conseil des gouverneurs sur les questions relatives au budget de la BCE.

– Il a fixé des règles spécifiques applicables au personnel transféré de l'Institut monétaire européen à la Banque centrale européenne. Les décisions de la BCE relatives aux conditions d'emploi seront publiées au Journal officiel des Communautés européennes.

Le Conseil des gouverneurs a également pris un certain nombre de décisions relatives à divers aspects de ses travaux préparatoires en vue de la phase III.

1. Questions de politique monétaire

Le Conseil des gouverneurs a décidé l'introduction par le SEBC d'un système de réserves obligatoires lors du démarrage de la phase III. Parmi les trois principales fonctions qu'un système de réserves obligatoires peut utilement remplir, le Conseil des gouverneurs attache une importance particulière au fait qu'un tel système concourt, d'une part, à la stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire et, d'autre part, à l'élargissement de la demande de monnaie de banque centrale en créant ou en accentuant un besoin structurel de liquidités sur le marché.

Considérant le fardeau potentiel qu'un système de réserves obligatoires pourrait faire peser sur le secteur privé et les incidences qu'il pourrait avoir sur l'activité financière des établissements de crédit dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs a opté pour des caractéristiques satisfaisant aux deux objectifs de gestion du marché monétaire mentionnés ci-dessus, tout en autorisant parallèlement une rémunération adéquate des réserves obligatoires.

Un certain nombre de détails relatifs au système de réserves obligatoires qui sera appliqué ont déjà été précisés dans des documents antérieurs publiés par l'Institut monétaire européen. Parmi les caractéristiques supplémentaires décidées hier figurent l'assiette des réserves sur les exigibilités, l'abattement forfaitaire et le taux de rémunération. En ce qui concerne ce dernier point, la BCE rémunérera les avoirs de réserves à un niveau correspondant au taux de ses principales opérations de refinancement. Le Conseil des gouverneurs se propose de définir en détail le régime de réserves obligatoires au plus tard en novembre 1998. Cette décision, en particulier en ce qui concerne le taux des réserves (actuellement défini dans une fourchette de 1,5 % -2,5 %), se fondera sur les premières données fournies par le nouveau système de statistiques monétaires et bancaires.

On trouvera de plus amples détails dans le communiqué de presse séparé qui a été distribué ce matin (cf. annexe 1).

Les caractéristiques précises du système de réserves obligatoires seront publiées sous forme d'un Règlement du Conseil de l'Union européenne (UE). À cet effet, le Conseil des gouverneurs a adopté *une recommandation de la BCE pour un règlement du Conseil de l'UE relatif à l'application de réserves obligatoires par la Banque centrale européenne*. Conformément aux dispositions des statuts du SEBC, le Conseil de l'UE, agissant à la majorité qualifiée et après consultation du Parlement européen et de la Commission, doit adopter ce Règlement.

Le Conseil des gouverneurs a également adopté *les Recommandations de la BCE pour les Règlements du Conseil de l'UE concernant la collecte d'informations statistiques par la BCE et les pouvoirs de sanction de la BCE*. Ces trois recommandations de la BCE seront publiées au Journal officiel des Communautés européennes.

2. Questions relatives aux changes

Le Conseil des gouverneurs a décidé du montant et de la forme que prendra *le transfert initial d'avoirs de réserve de change à la Banque centrale européenne* par les banques centrales nationales (BCN) participant à la zone euro. Ce transfert interviendra le 1^{er} janvier 1999. Il a été décidé que le transfert initial correspondra au montant maximum autorisé de 50 milliards d'euros, ajusté à la baisse en déduisant les parts dans la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE des banques centrales de l'Union européenne qui ne participeront pas dès le début à la zone euro. Le transfert s'élèvera donc à 78,9153 % de 50 milliards d'euros, soit approximativement 39,46 milliards d'euros.

En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé que ce transfert initial s'effectuerait en or à hauteur de 15 % de la somme précitée, les 85 % restant étant transférés en avoirs de réserve de change. Il convient de souligner que la décision relative au pourcentage d'or devant être transféré à la BCE n'aura pas de conséquences pour les avoirs consolidés en or du SEBC.

Les modalités précises du transfert initial seront mises au point d'ici à la fin de l'année.

Avant la fin de l'année en cours, le Conseil des gouverneurs devra également adopter une orientation de la BCE conformément à l'article 31.3 des statuts du SEBC, qui soumettra toutes les opérations sur les avoirs de réserve de change conservés par les banques centrales nationales, y compris les avoirs en or, à l'approbation de la BCE.

Dans le cadre de la *fixation de normes communes de marché*, le Conseil des gouverneurs a également trouvé un accord sur un certain nombre de questions liées à la cotation et à la publication de taux de change de référence pour l'euro. En particulier, il a été décidé de recommander aux acteurs des marchés la méthode « du certain » pour coter les taux de change de l'euro (c'est-à-dire 1 euro = x unités de devise étrangère) et de faire calculer et publier quotidiennement par la BCE les taux de change de référence de l'euro.

De plus amples détails figurent dans le communiqué de presse qui a été distribué ce matin (cf. annexe 2).

3. Questions relatives aux systèmes de paiement

Le Conseil des gouverneurs a décidé des conditions de participation des banques centrales et des établissements de crédit des pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro au système *Target* (transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel). Dans le cadre de *Target*, le SEBC fournira de la liquidité de banque centrale en cours de journée (liquidité intrajournalière) dans la mesure nécessaire pour éviter des retards dans l'exécution des ordres de paiement. Si la liquidité intrajournalière n'est pas remboursée à la fin de la journée, elle est transformée en crédit à 24 heures octroyé par le SEBC, ce qui, pour des raisons évidentes de politique monétaire, ne peut être proposé à des institutions extérieures à la zone euro. Il n'en demeure pas moins que les banques centrales de l'UE extérieures à la zone euro et les institutions de ces pays seront connectées à *Target*.

Le Conseil des gouverneurs a estimé que donner à ces institutions implantées en dehors de la zone euro un accès illimité au crédit intrajournalier aurait créé des risques, qu'il n'est pas disposé à prendre, pour la conduite de la politique monétaire. Un dispositif sera donc mis en place pour permettre aux banques centrales de l'UE extérieures à la zone euro d'alimenter leurs établissements de crédit en crédit intrajournalier garanti en euros, dans la limite d'un plafond tant pour les banques centrales de l'UE ne participant pas à la zone euro que pour les établissements de crédit extérieurs à la zone euro. Les établissements de crédit implantés hors de la zone euro se verront également opposer une heure limite au crédit intrajournalier, fixée à 17 heures, pour ne pas avoir à enregistrer de découvert à 24 heures en euros.

De plus amples détails figurent dans le communiqué de presse séparé qui a été distribué ce matin (cf. annexe 3).

Le Conseil des gouverneurs a également décidé qu'un rapport sur les récentes évolutions dans le domaine de la monnaie électronique — et leurs implications pour la politique monétaire — serait publié en septembre 1998.

4. Protection juridique des billets libellés en euros

Enfin, le Conseil des gouverneurs a arrêté un certain nombre d'instruments juridiques visant à renforcer la protection des billets en euros. En particulier, une *Décision de la BCE sur les libellés, spécifications, la reproduction, l'échange et le retrait des billets* a été adoptée, ainsi qu'une *Recommandation de la BCE concernant l'adoption de certaines mesures destinées à renforcer la protection juridique des billets et pièces libellés en euros*. Ces deux documents seront publiés au Journal officiel des Communautés européennes.

De plus amples détails sont fournis dans le communiqué de presse qui a été distribué ce matin (cf. annexe 4).

UTILISATION D'UN SYSTÈME DE RÉSERVES OBLIGATOIRES PAR LE SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES EN PHASE III

Lors de sa réunion du 7 juillet 1998, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a définitivement mis au point sa recommandation pour un règlement du Conseil (UE) relatif à l'application de réserves obligatoires par la Banque centrale européenne (BCE). Ce règlement définira le cadre des principales caractéristiques de tout système de réserves obligatoires susceptible d'être utilisé par le Système européen de banques centrales (SEBC) en phase III.

Lors de cette réunion, le Conseil des gouverneurs a également évoqué l'utilisation et la définition concrètes d'un système de réserves obligatoires au début de la phase III.

Le Conseil des gouverneurs considère qu'un système de réserves obligatoires pourrait utilement remplir trois fonctions durant la phase III. Premièrement, il peut contribuer à la stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire. Deuxièmement, un tel système contribuera à élargir la demande de monnaie de banque centrale, créant ou accentuant ainsi un déficit structurel de liquidités sur le marché ; cet élément est jugé de nature à améliorer la capacité du SEBC à opérer de façon efficace en tant que fournisseur de liquidités et, à long terme, à répondre au développement de nouvelles technologies en matière de paiements, comme la monnaie électronique. Troisièmement, le système de réserves obligatoires du SEBC peut également concourir à la maîtrise de la croissance des agrégats monétaires en renforçant l'élasticité de la demande de monnaie par rapport aux taux d'intérêt.

Le Conseil des gouverneurs attache une importance toute particulière aux deux premières fonctions, qui ont trait à la régulation des marchés monétaires. Sans l'existence d'un système de réserves obligatoires, le SEBC serait exposé à une volatilité relativement forte des taux d'intérêt du marché monétaire, qui imposerait un fréquent recours aux opérations d'*open market* pour des besoins de réglage fin. Une telle situation présenterait, à l'évidence, des inconvénients d'ordre pratique et risquerait de compromettre l'efficacité de la politique monétaire, les signaux envoyés par la banque centrale risquant d'être brouillés si les marchés éprouvent des difficultés à distinguer ce qui relève des signaux de politique monétaire des ajustements techniques. En réduisant le besoin d'intervention de la banque centrale sur le marché, un système de réserves obligatoires permettra au SEBC de tirer des informations précieuses des évolutions du marché. En outre, le Conseil des gouverneurs considère que le recours à un système de réserves obligatoires est indispensable pour agir sur la situation structurelle du marché monétaire dans la zone euro, sauvegardant ainsi le rôle des banques centrales nationales en tant que fournisseurs de liquidités au système bancaire.

Le Conseil des gouverneurs est conscient du fait que l'introduction d'un système de réserves obligatoires doit être examinée au regard du fardeau potentiel ainsi imposé au secteur privé et des incidences éventuelles sur l'activité financière des établissements de crédit dans la zone euro. Dans ce contexte, il se propose de mettre en œuvre, dès le début de la phase III, un système de réserves obligatoires qui visera essentiellement à remplir les deux fonctions précitées relatives à la régulation du marché, tout en autorisant parallèlement une rémunération appropriée des réserves.

Les caractéristiques envisagées du futur système de réserves obligatoires sont les suivantes.

1. Établissements assujettis

En vertu de l'article 19.1 des statuts du SEBC, la BCE imposera, au début de la phase III, aux établissements de crédit (correspondant à la définition de l'article 1 de la première Directive de coordination bancaire) établis dans la zone euro la constitution de réserves obligatoires sur des comptes ouverts sur les livres des banques centrales nationales.

2. Assiette des réserves sur les exigibilités

La BCE se propose d'inclure dans l'assiette des réserves les catégories d'exigibilités suivantes : « dépôts », « titres de créance » et « instruments du marché monétaire », telles que définies dans le cadre de son dispositif relatif à la collecte des statistiques monétaires et bancaires. Les exigibilités interbancaires et les exigibilités vis-à-vis du SEBC ne seront pas assujetties à la constitution de réserves. En outre, un taux zéro de réserves sera appliqué aux « pensions », aux « dépôts assortis d'une échéance convenue supérieure à deux ans » et aux « titres de créance assortis d'une échéance convenue supérieure à deux ans ».

3. Taux des réserves

Le SEBC appliquera un taux de réserves compris entre 1,5 % et 2,5 % des postes du passif du bilan inclus dans l'assiette des réserves. Un taux compris dans cette fourchette est jugé nécessaire pour garantir la réalisation des deux fonctions relatives à la régulation du marché. En même temps, un tel taux serait suffisamment bas pour ne pas imposer une rigidité inopportune à la structure des actifs d'un établissement de crédit.

4. Abattement forfaitaire

La BCE autorisera la déduction d'une somme forfaitaire de l'ordre de 100 000 euros du montant des réserves obligatoires exigibles d'un établissement, de façon à permettre aux petits établissements de crédit ayant une faible assiette de réserves d'être exemptés de la constitution de réserves.

5. Rémunération

La BCE rémunérera les réserves obligatoires à un niveau correspondant au taux de ses opérations principales de refinancement. En pratique, la rémunération sera calculée sur la base de la moyenne, sur la période de constitution, du taux (pondéré en fonction du nombre de jours de calendrier) appliqué par le SEBC à ses opérations principales de refinancement. Cette rémunération sera versée le premier jour ouvrable suivant la fin de la période de constitution ayant donné lieu à rémunération.

6. Autres aspects

De plus amples détails relatifs au système de réserves obligatoires ont déjà été précisés dans des documents antérieurs publiés par l'Institut monétaire européen (IME), en particulier dans le rapport intitulé : « *La politique monétaire unique en phase III : documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC* » (septembre 1997).

Le Conseil des gouverneurs a l'intention de se prononcer, au plus tard en novembre 1998, sur la spécification exacte du système de réserves obligatoires. Cette décision se fondera sur les premières données fournies par le nouveau système de statistiques monétaires et bancaires. Les caractéristiques précises du système de réserves obligatoires doivent être publiées sous forme d'un règlement du Conseil.

MISE EN PLACE DE NORMES COMMUNES DE MARCHÉ

Lors de sa réunion du 7 juillet 1998, le Conseil de la Banque centrale européenne a statué sur un certain nombre de points concernant la cotation et la publication de cours de change de référence pour l'euro.

1. Aucune procédure de fixage officiel valable pour l'ensemble de la zone euro et impliquant le SEBC, c'est-à-dire la BCE et les BCN, ne sera mise en place. Toutefois, du fait de la nécessité de publier quotidiennement des cours de change, la BCE calculera et publiera des cours de change de référence contre euros sur une base quotidienne pour les devises suivantes :

AUD	dollar australien
CAD	dollar canadien
CHF	franc suisse
CYP	livre chypriote
CZK	couronne tchèque
DKK	couronne danoise
EEK	couronne estonienne
GBP	livre sterling
GRD	drachme grecque
HUF	forint hongrois
JPY	yen japonais
NOK	couronne norvégienne
NZD	dollar néo-zélandais
PLN	zloty polonais
SEK	couronne suédoise
SIT	tolar slovénien
USD	dollar américain

2. Par ailleurs, le Conseil a décidé que :

– les taux de référence seront basés sur une procédure de concertation régulière quotidienne entre banques centrales, qui a normalement lieu à 14 heures 15 (heure de Francfort). Les taux de change de référence seront publiés électroniquement par les agences d'information de marché peu après la concertation ;

– un seul cours de référence (le cours milieu de fourchette) sera publié par devise, en utilisant la méthode au certain (c'est-à-dire 1 euro = x unités de devise étrangère) ;

– le nombre de décimales utilisées peut varier d'une devise à l'autre, selon les conventions de marché. Cependant, dans la plupart des cas, cinq chiffres significatifs seront utilisés ;

– les BCN de la zone euro peuvent ajouter des devises à la liste publiée par la BCE.

CONDITIONS DE LA PARTICIPATION DES BANQUES CENTRALES NATIONALES ET DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE L'UE HORS ZONE EURO À *TARGET*

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé hier d'accorder l'accès à *Target* aux banques centrales nationales (BCN) et aux participants aux systèmes de règlement brut en temps réel (*Real Time Gross Settlement* – RTGS) opérant en euros, mais installés dans des pays de l'UE hors zone euro. Cette décision constitue une innovation car, jusqu'ici, aucune banque centrale n'a donné l'accès à des systèmes de règlement à des institutions implantées en dehors de sa zone monétaire.

Selon la décision qui a été prise, les BCN implantées en dehors de la zone euro pourront alimenter leurs établissements de crédit en liquidité intrajournalière sur la base d'un dépôt en euros auprès du SEBC. Le montant de ce dépôt sera fixé pour chacune d'entre elles. La liquidité intrajournalière fournie aux établissements de crédit connectés à *Target* sera également plafonnée. Les garanties nécessaires pour assurer la couverture des crédits intrajournaliers en euros seront assujetties aux mêmes critères d'éligibilité que les actifs éligibles dans la zone euro.

Les conditions de la participation à *Target* ont été conçues de façon à donner à la BCE l'assurance que les établissements de crédit à l'extérieur de la zone euro seront toujours en mesure de rembourser à temps le crédit intrajournalier, évitant ainsi tout risque d'extension en crédit de banque centrale à 24 heures. Ces dispositions reposeront sur le plafonnement du crédit intrajournalier, la fixation d'une heure limite anticipée pour les crédits intrajournaliers et sur un système d'imposition de taux de pénalité en cas de non-remboursement du crédit intrajournalier.

Les détails sont indiqués en annexes 3.1. et 3.2.

**LES CONDITIONS SUIVANTES SONT OFFERTES PAR LA BCE
AUX BCN HORS ZONE EURO
POUR L'ALIMENTATION EN LIQUIDITÉ INTRAJOURNALIÈRE
DES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT BRUT EN TEMPS RÉEL
PARTICIPANT À TARGET**

1. Conditions s'appliquant aux BCN hors zone euro

- Pas de découvert vis-à-vis d'autres BCN ;
- Dépôt¹ constitué auprès du SEBC (faisant partie de leurs réserves de change) ;
 - Plafond : 3 milliards d'euros pour la Banque d'Angleterre et 1 milliard d'euros pour les autres BCN hors zone euro,
 - Rémunération : taux de la facilité de dépôt du SEBC (pas de rémunération au-delà du plancher) ;

2. Conditions s'appliquant aux établissements de crédit hors zone euro

- Crédit intrajournalier garanti octroyé par leur BCN ;
 - Plafond : 1 milliard d'euros maximum,
 - Heure limite de 17 heures : après 17 heures, les établissements de crédit ne peuvent effectuer de paiements que si leur solde est positif ;
 - Taux de pénalité en cas de débordement : 5 % de plus que le taux de prêt marginal ;
 - Rémunération des soldes auprès de la BCN : doit être fixée entre 0 % et le taux de la facilité de dépôt du SEBC ;
 - Garanties : mêmes critères d'éligibilité que les actifs éligibles du SEBC. Les garanties pourraient être admises dans la liste des actifs de niveau 2 de toutes les BCN, le risque étant supporté par les BCN hors zone euro.

¹ Ce dépôt permet aux BCN hors zone euro de couvrir leurs besoins en liquidité intrajournalière de manière à pouvoir échanger des paiements avec les autres systèmes de règlement brut en temps réel participant ou connectés à Target.

LA PARTICIPATION DES BANQUES CENTRALES NATIONALES ET DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT HORS ZONE EURO À TARGET

Note d'explication

Au cours des dix dernières années, les banques centrales du monde entier ont mis au point des systèmes de règlement brut en temps réel (*Real Time Gross Settlement – RTGS*) pour réduire le risque systémique dans les systèmes de paiement. En 1995, le Conseil de l'Institut monétaire européen (IME) est convenu que toutes les banques centrales nationales de l'UE devaient se préparer à se connecter à *Target* au titre des préparatifs à la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM). La question de connecter les systèmes RTGS extérieurs à la zone euro à *Target* et, en particulier, celle de savoir si des institutions hors zone euro devraient avoir accès au crédit intrajournalier — et selon quelles modalités — a été soumise au Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne.

Contrairement aux systèmes de compensation, dans lesquels la monnaie de banque centrale n'est utilisée que pour régler les soldes en fin de journée, dans les systèmes RTGS comme *Target*, la monnaie de banque centrale est utilisée en continu pendant toute la journée pour traiter les paiements opération par opération. Par rapport aux systèmes de compensation, on utilise davantage de monnaie de banque centrale, mais l'ensemble du processus est plus sûr (caractère définitif des paiements en cours de journée) et le mécanisme de transmission est plus efficace (exécution en temps réel). Le crédit intrajournalier octroyé par la banque centrale est une caractéristique fondamentale de tout système RTGS parce que les moments et les volumes des paiements effectués et reçus ne s'apparient pas au cours de la journée.

Du point de vue des systèmes de paiement, la liquidité de banque centrale doit être fournie de manière à éviter des retards dans l'exécution des ordres de paiement. Pour permettre au SEBC de couvrir les risques liés à l'octroi de crédits, l'accès à la liquidité intrajournalière doit être intégralement garanti.

La décision prise hier par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne répond aux préoccupations concernant les systèmes de paiement et la politique monétaire pour laquelle un dispositif a été mis en place pour faire en sorte que le montant de crédits intrajournaliers soit limité et ne déborde pas vers un crédit à 24 heures

PROTECTION JURIDIQUE DES BILLETS EN EUROS

Lors de sa réunion du 7 juillet 1998, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a approuvé une recommandation aux institutions européennes et aux États membres demandant l'adoption de plusieurs mesures destinées à renforcer la protection des nouveaux billets en euros, à la fois pour la période précédant leur émission (par exemple en s'assurant que la mise en circulation de vignettes en euros est sous contrôle) et pour la période suivant leur introduction (par exemple en harmonisant les dispositifs de lutte contre la contrefaçon des nouveaux billets).

En outre, le Conseil des gouverneurs a approuvé une décision fixant les spécifications des billets en euros à la suite des résultats du concours organisé par l'Institut monétaire européen sur les dessins des billets. Des règles relatives aux reproductions autorisées des billets en euros, au régime d'échange des billets mutilés ainsi qu'à l'éventuel retrait de la circulation des billets en euros ont été également établies.

Les recommandation et décision précitées seront publiées, le moment venu, au Journal officiel des Communautés européennes.

Enfin, le Conseil des gouverneurs a adopté un ensemble de recommandations établissant les dispositions que les banques centrales nationales devront appliquer en matière de protection des billets en euros.

PUBLICATION DU RECUEIL DES TEXTES RELATIFS À L'EXERCICE DES ACTIVITÉS BANCAIRES ET FINANCIÈRES 1998

Communiqué de presse publié le 23 juin 1998

La nouvelle édition du *Recueil des textes relatifs à l'exercice des activités bancaires et financières*, mise à jour au 1^{er} mars 1998, est disponible à partir de ce jour.

Ce recueil, publié conjointement par le Comité de la réglementation bancaire et financière et la Banque de France, reprend l'ensemble des dispositions en vigueur applicables aux établissements de crédit et les principaux textes concernant les prestataires de services d'investissement. Il comprend ainsi la loi bancaire, la loi de modernisation des activités financières et les textes réglementaires pris pour leur application, les parties du Code de la consommation concernant certaines opérations de banque, la loi et le décret relatifs à la Banque de France et les décisions prises par le Conseil de la politique monétaire. Ces textes sont classés selon huit thèmes principaux : les conditions d'exercice de l'activité bancaire et financière, les caractéristiques des opérations effectuées par les établissements, l'organisation du marché interbancaire et des marchés des titres de créances négociables, les réglementations comptables, les règles de gestion, les règles de bonne conduite, la surveillance des compagnies financières et la politique monétaire.

La nouvelle édition tient compte de tous les textes entrés en vigueur au 1^{er} mars 1998, en particulier des règlements n° 97-02 relatif au contrôle interne des établissements de crédit, n° 97-03 et n° 97-04 concernant, respectivement, l'établissement et la publication des comptes des entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille et les normes de gestion qui leur sont applicables, ainsi que du règlement n° 97-05 relatif au marché interbancaire. Les dispositions antérieures ont, en tant que de besoin, été modifiées ou supprimées.

Comme précédemment, le recueil comprend également l'ensemble des textes communautaires intéressant les établissements de crédit, qu'ils soient déjà adoptés ou qu'il s'agisse encore de propositions.

La consultation du recueil, qui comprend cette année 766 pages, est facilitée par un index chronologique et un index alphabétique. Pour répondre aux besoins des lecteurs (membres de la profession bancaire, universitaires, conseils juridiques, commissaires aux comptes...), celui-ci a été nettement enrichi.

Le *Recueil des textes relatifs à l'exercice des activités bancaires et financières* peut être obtenu au prix de FRF 375 TTC auprès de la Banque de France – service Relations avec le public
48 rue Croix-des-Petits-Champs, 75049 PARIS Cedex 01
Tél. : 01 42 92 39 08 – télécopie : 01 42 92 39 40.

Il est rappelé à cette occasion que le Comité de la réglementation bancaire et financière publie également un recueil en langue anglaise rassemblant les principaux textes que doivent respecter les établissements de crédit et les entreprises d'investissement opérant en France. L'édition 1997 de ce

recueil, intitulé « *French Selected Banking and Financial Regulations* », comprend 436 pages ; elle est disponible, également au prix de FRF 375 TTC, à la même adresse.