

# **BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 56**

**AOÛT 1998**

# ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

## La situation économique de la France

### *La conjoncture économique récente*

Selon l'indice provisoire de l'INSEE, les prix de détail ont diminué de 0,4 % en juillet, leur hausse sur un an ressortant à 0,8 %. Au premier trimestre, le PIB total a progressé de 0,6 % en volume, après une progression de 0,8 % le trimestre précédent. Durant les trois derniers mois (avril à juin), le nombre de logements commencés s'est inscrit en hausse de 1,8 % par rapport à la période correspondante de 1997. Également au deuxième trimestre, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 0,5 % ; le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1) a diminué en juin de 0,9 % sur un mois et de 5,6 % sur un an, pour atteindre 2 952 400 unités, le taux de chômage (au sens du BIT) étant stable, à 11,8 % de la population active.

### *La balance des paiements en mai*

En données FAB-FAB cvs, l'excédent commercial s'est établi à 14,3 milliards de francs, niveau très proche de celui atteint en avril (14,9 milliards) et de la moyenne des douze derniers mois (14,8 milliards). En cumul sur les cinq premiers mois de l'année, il atteint 70,4 milliards de francs, contre 61,9 milliards pour la période correspondante de 1997.

L'*excédent du compte des transactions courantes* s'est élevé à 19,5 milliards de francs en données brutes, contre 17,1 milliards en avril. En cumul depuis le début de l'année, il s'établit à 101,2 milliards de francs (dont 71,5 milliards pour les biens), contre 92,7 milliards pour les cinq premiers mois de 1997.

Le *compte financier*, hors avoirs de réserve, a enregistré des sorties nettes de 12,4 milliards de francs. Les *investissements directs* ont été à l'origine de sorties nettes de 23,6 milliards de francs, contre des entrées nettes de 16 milliards en avril, en raison du dynamisme des investissements français à l'étranger et d'un repli des investissements étrangers en France. Les *investissements de portefeuille* ont suscité des sorties nettes de 23,9 milliards de francs (produits financiers dérivés inclus), tandis que les *autres investissements* dégageaient des entrées nettes de 35,1 milliards, la diminution des avoirs (59,6 milliards) ayant été compensée partiellement par la contraction des engagements (24,5 milliards). Les *avoirs de réserve* se sont accrus de 8,7 milliards de francs, ce qui porte leur progression à 45,3 milliards depuis le début de l'année.

## Les agrégats monétaires

Les moyens de paiement (*M1*) ont progressé de 0,4 % en juin 1998, après + 1,5 % en mai. Quoiqu'en léger ralentissement (+ 10,2 %, après + 10,6 % en mai), leur glissement annuel a continué de faire preuve de dynamisme, reflétant le faible coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction et la vigueur de la croissance économique. Après le fléchissement des rémunérations intervenu à la mi-juin, qui a résulté de la baisse des taux des livrets défiscalisés, à l'exception des livrets d'épargne populaire, et de la déréglementation des taux des livrets soumis à l'impôt comme des livrets « jeunes », la croissance mensuelle des placements recensés dans *M2 – M1* s'est légèrement ralenti (+ 0,5 %, après + 0,9 % en mai) et leur glissement annuel est revenu à + 9,4 % (après + 9,9 % en mai). Les placements liquides rémunérés à des taux indexés sur ceux du marché monétaire (*M3 – M2*) ont légèrement progressé (+ 0,4 %, au lieu de - 0,8 % en mai), mais ont continué de baisser en rythme annuel. Le glissement annuel de *M3* est passé de + 4,5 % en mai à + 5,1 % en juin. Celui des placements d'épargne contractuelle (*P1*) a atteint + 9,2 %, en ralentissement par rapport aux mois précédents. Au total, *M3 + P1* a conservé un glissement annuel (+ 6,2 % en juin) proche de ceux observés depuis le début de l'année.

L'endettement intérieur total a progressé de 3,7 % sur un an à fin mai 1998, pourcentage identique à celui observé à fin avril. Le glissement annuel des crédits à l'économie s'est stabilisé à +2,0 %. Le ralentissement de la croissance des financements levés sur les marchés internes s'est poursuivi (+5,4 %, après +7,5 % à fin avril).

## Les marchés de change et de l'or

Le mois de juillet a été caractérisé par le net recul du yen contre toutes devises et par la sensible dépréciation du dollar canadien. Le dollar des États-Unis a enregistré également un léger repli face aux devises européennes avec l'accalmie relative constatée dans certains pays émergents, cédant près de 1,4 % face au deutschemark et au franc français. Ce dernier est resté stable vis-à-vis des principales devises du mécanisme de change européen.

## Les marchés de capitaux en juillet

Les taux français se sont détendus sur toutes les échéances. Cette évolution a été particulièrement sensible sur le marché obligataire où le rendement de l'emprunt d'État français à 10 ans a atteint de nouveaux plus bas niveaux historiques, ressortant à 4,74 % le 31 juillet.

Sur le compartiment court, la baisse des taux s'est produite durant la première semaine du mois. En France, comme à l'étranger, les intervenants ont tiré les conséquences des évolutions économiques en Asie du Sud-Est, notamment au Japon, tandis que l'anticipation d'effets sensibles sur la croissance européenne était alimentée par la publication de plusieurs indicateurs reflétant l'insuffisant dynamisme du commerce international. En revanche, le scénario de convergence des taux courts au sein de la zone euro, qui suscitait des anticipations parfois diversifiées au cours des deux mois précédents, n'a que peu mobilisé les acteurs du marché. Ainsi, durant la seconde moitié du mois, les opérateurs n'ont pas modifié leurs positions.

Sur le compartiment long, les taux se sont nettement détendus. Le rendement de l'emprunt phare à 10 ans a franchi plusieurs fois son plus bas niveau historique, passant de 4,83 % le 30 juin à 4,74 % le 31 juillet. Au cours de la première quinzaine, les facteurs de soutien ont été les mêmes que sur le compartiment court. Durant la seconde quinzaine, le marché a moins progressé, bénéficiant toutefois d'un afflux de liquidités en provenance du marché boursier. La préparation des arbitrages budgétaires n'a pas eu d'incidence marquante sur ce compartiment du marché.

Sur les autres marchés européens, les évolutions ont été comparables à celles du marché français. Les écarts de taux entre la France d'une part, l'Espagne et l'Italie d'autre part, sont restés globalement stables. En revanche, l'écart de taux avec le marché britannique a fluctué sensiblement, les opérateurs s'étant montrés partagés entre d'un côté la crainte de nouvelles tensions inflationnistes et de l'autre les signes manifestes d'un ralentissement de la croissance outre-Manche.

Enfin, l'écart de taux entre la France et les États-Unis sur l'emprunt phare à 10 ans s'est élargi d'une quinzaine de points de base, le marché obligataire américain réagissant négativement à la volatilité du dollar contre yen et à des statistiques attestant d'une activité toujours soutenue.

L'encours global des titres de créances négociables s'est élevé à 1 284,7 milliards de francs à la fin du mois de juillet, contre 1 316,5 milliards à fin juin. Cette baisse a pour origine la diminution de l'encours des certificats de dépôt, qui recule de 27,9 milliards de francs, de celui des billets de trésorerie, qui perd 6,3 milliards, et de celui des bons à moyen terme négociables, qui régresse de 1,8 milliard. À l'inverse, l'encours des bons des institutions et sociétés financières progresse de 4,2 milliards de francs.

Sur l'ensemble des titres émis à moins de 1 an, une grande stabilité a été constatée en même temps qu'un léger rallongement dans la durée des émissions. Sur le marché des BMTN, les taux ont enregistré un net repli, en liaison avec la baisse des taux observée sur le marché obligataire.

Dans un contexte caractérisé par une nouvelle baisse des taux d'intérêt à long terme, le montant des émissions obligataires réglées en juillet a légèrement reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte,

essentiellement, d'une diminution de la demande de capitaux sur le marché international, malgré l'arrivée de nombreux nouveaux émetteurs non résidents.

La Bourse de Paris a enregistré en juillet un léger mouvement de consolidation. Cette évolution est similaire à celle des autres places européennes et liée à la correction, plus marquée, des bourses américaines. Toutefois, les publications de bons chiffres semestriels en Europe, notamment en France, ont permis une relative déconnexion des évolutions de part et d'autre de l'Atlantique.

## 2. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

### 2.1. La conjoncture économique récente<sup>1</sup>

#### Les indicateurs

En juillet, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), les prix de détail ont diminué de 0,4 %, après une hausse de 0,1 % en juin. Sur un an, l'indice des prix à la consommation s'est accru de 0,8 %, contre 1,0 % 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 (d'avril à juin 1998), le nombre de logements commencés s'est inscrit en hausse de 1,8 % par rapport à la période correspondante de l'an dernier. Cette augmentation a concerné la construction collective (+ 2,3 %) et, dans une moindre mesure, les mises en chantier de maisons individuelles (+ 1,5 %).

En juin, la consommation des ménages en produits manufacturés s'est accrue de 0,2 %, après une hausse de 0,4 % en mai ; elle progresse de 8,3 % sur un an. En juillet, les immatriculations de voitures neuves se sont accrues de 44,9 % par rapport au mois précédent (données cvs-cjo) ; sur douze mois, en données brutes, le marché automobile connaît une progression sensible (+ 13,0 %).

L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 0,5 % au cours du deuxième trimestre 1998 et s'établit à 13 652 400 emplois. Sur douze mois, les créations nettes d'emplois atteignent 266 100 postes.

En juin, le nombre des demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1) a diminué de 0,9 % par rapport à mai (- 5,6 % sur un an), pour atteindre 2 952 400 unités. Le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1 + 6) a, quant à lui, diminué de 0,8 % sur le mois, s'établissant à 3 453 500.

Le taux de chômage (au sens du BIT) est stable, à 11,8 % 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.

<sup>1</sup> La Banque de France ne réalise pas d'enquête mensuelle de conjoncture pour le mois de juillet, faute d'un nombre suffisant d'informateurs.

## 2.2. La balance des paiements en mai 1998

Les recettes et les dépenses enregistrées en données brutes dans le compte des transactions courantes ont progressé, dans les deux cas, de 10 % pour les cinq premiers mois de l'année par rapport à la période correspondante de 1997 et se sont soldées par un excédent de 101,2 milliards de francs (dont 71,5 milliards pour les biens), dont 19,5 milliards pour le seul mois de mai, contre 92,7 milliards au cours des cinq premiers mois de l'année 1997. La progression est comparable en données cvs (97,2 milliards de francs, au lieu de 89,2 milliards sur les cinq premiers mois).

Dans les services, les recettes du tourisme ont augmenté depuis le début de l'année de 9 % par rapport à la période correspondante de 1997 et le solde, en dépit des dépenses accrues des Français à l'étranger (+ 11 %), s'est renforcé (23,6 milliards de francs, contre 22,4 milliards).

Les flux d'investissements directs à l'étranger, qui s'accélèrent depuis octobre 1997, ont atteint 32,7 milliards de francs en mai. Pour les cinq mois cumulés depuis le début de l'année, ils ont presque doublé par rapport à la période correspondante de 1997, mais ils ne dépassent que de 27 milliards de francs les investissements directs étrangers en France, dans la mesure où ces derniers font, eux aussi, l'objet d'une croissance très soutenue (+ 40 % entre les deux mêmes périodes).

De même, le montant des titres étrangers achetés par les résidents a été multiplié par deux au cours des cinq premiers mois de 1998 par rapport à la période correspondante de 1997, mais, grâce à une reprise des achats de titres français par les non-résidents (+ 130 %), le solde net des investissements de portefeuille, toujours déficitaire depuis 1996, a été limité à 160 milliards de francs depuis le début de l'année, dont 23,9 milliards en mai.

Enfin, les flux nets au titre des « autres investissements » (pour l'essentiel : dépôts-crédits des non-résidents dans les banques résidentes) ont contribué au financement de la balance des paiements à hauteur de 147,4 milliards de francs sur cette période de cinq mois, contre des sorties de 32,3 milliards pour la période correspondante de 1997.

Au total, les avoirs de réserve ont progressé de 8,7 milliards de francs en mai, ce qui porte leur renforcement à 45,3 milliards depuis le début de l'année.

## BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

(données brutes – en millions de francs)

	Année 1997 (a)	Année 1996 (a)	Février 1998 (b)	Mars 1998 (b)	Avril 1998 (c)	Mai 1998 (c)	5 mois 1997 (a)	5 mois 1998 (c)
<b>COMPTE</b>								
<b>DE TRANSACTIONS COURANTES ....</b>	<b>230 117</b>	<b>104 984</b>	<b>13 128</b>	<b>19 901</b>	<b>17 066</b>	<b>19 498</b>	<b>92 688</b>	<b>101 221</b>
<i>Biens .....</i>	164 298	76 515	12 145	16 874	16 470	13 979	56 615	71 521
<i>Services.....</i>	102 623	77 281	2 668	7 567	6 979	8 789	33 465	32 443
<i>Autres biens et services .....</i>	0	5 965	0	0	0	0	0	0
<i>Total « Biens et services ».....</i>	<b>266 921</b>	<b>159 761</b>	<b>14 813</b>	<b>24 441</b>	<b>23 449</b>	<b>22 768</b>	<b>90 080</b>	<b>103 964</b>
<i>Revenus.....</i>	19 161	- 10 019	4 647	1 416	- 2 123	1 715	8 669	10 728
<i>Transferts courants .....</i>	- 55 965	- 44 758	- 6 332	- 5 956	- 4 260	- 4 985	- 6 061	- 13 471
<b>COMPTE DE CAPITAL.....</b>	<b>8 564</b>	<b>6 295</b>	<b>411</b>	<b>- 183</b>	<b>537</b>	<b>88</b>	<b>3 964</b>	<b>2 995</b>
<b>COMPTE FINANCIER.....</b>	<b>- 264 400</b>	<b>- 115 872</b>	<b>- 4 808</b>	<b>- 13 423</b>	<b>- 21 685</b>	<b>- 21 162</b>	<b>- 148 586</b>	<b>- 85 200</b>
<i>Investissements directs.....</i>	- 72 436	- 43 275	- 4 376	- 829	16 017	- 23 564	- 3 660	- 26 863
– Français à l'étranger .....	- 207 688	- 155 615	- 10 626	- 17 960	- 22 747	- 32 733	- 55 942	- 100 140
– Étrangers en France .....	135 252	112 340	6 250	17 131	38 764	9 169	52 282	73 277
<i>Investissements de portefeuille.....</i>	- 149 078	- 308 995	- 82 594	9 554	- 17 874	- 23 908	- 92 664	- 160 440
– Avoirs .....	- 415 255	- 271 414	- 104 880	- 52 026	- 41 915	- 67 384	- 169 357	- 342 491
– Engagements.....	266 177	- 37 581	22 286	61 580	24 041	43 476	76 693	182 051
<i>Autres investissements.....</i>	- 8 607	237 627	86 829	- 16 244	117	35 051	- 32 993	147 394
– Avoirs .....	- 304 794	136 858	2 103	- 37 544	61 882	59 573	- 79 251	15 726
– Engagements.....	296 187	100 769	84 726	21 300	- 61 765	- 24 522	46 258	131 668
<i>Avoirs de réserve.....</i>	- 34 279	- 1 229	- 4 667	- 5 904	- 19 945	- 8 741	- 19 269	- 45 291
<b>ERREURS ET OMISSIONS NETTES....</b>	<b>25 719</b>	<b>4 593</b>	<b>- 8 731</b>	<b>- 6 295</b>	<b>4 082</b>	<b>1 576</b>	<b>51 934</b>	<b>- 19 016</b>
(a) Chiffres définitifs								
(b) Chiffres semi-définitifs								
(c) Chiffres provisoires								
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85						Mise à jour le 6 août 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)	Avril 1998 (b)	Mai 1998 (b)	5 mois 1997 (a)	5 mois 1998 (b)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES..</b>						
<b>Biens .....</b>	<b>230 117</b>	<b>104 984</b>	<b>17 066</b>	<b>19 498</b>	<b>92 688</b>	<b>101 221</b>
<i>Marchandises générales.....</i>	<b>164 298</b>	<b>76 515</b>	<b>16 470</b>	<b>13 979</b>	<b>56 615</b>	<b>71 521</b>
<i>Services .....</i>	<b>102 623</b>	<b>77 281</b>	<b>6 979</b>	<b>8 789</b>	<b>33 465</b>	<b>32 443</b>
<i>Transports.....</i>	- 2 158	- 2 306	- 64	- 202	- 1 639	- 972
– Transports maritimes.....	- 7 852	- 6 082	- 663	- 230	- 3 183	- 2 347
– Transports aériens.....	- 285	- 1 811	480	56	- 551	893
– Autres.....	5 979	5 587	119	- 28	2 095	482
<i>Voyages.....</i>	66 732	54 287	5 950	5 622	22 414	23 641
<i>Autres services aux entreprises .....</i>	32 742	21 216	1 887	2 551	11 712	9 153
<i>Services personnels, culturels et récréatifs .....</i>	- 2 379	- 2 139	- 244	7	- 803	- 1 072
<b>Autres biens et services .....</b>	<b>0</b>	<b>5 965</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Total « Biens et services ».....</b>	<b>266 921</b>	<b>159 761</b>	<b>23 449</b>	<b>22 768</b>	<b>90 080</b>	<b>103 964</b>
<b>Revenus .....</b>	<b>19 161</b>	<b>- 10 019</b>	<b>- 2 123</b>	<b>1 715</b>	<b>8 669</b>	<b>10 728</b>
<b>Transferts courants .....</b>	<b>- 55 965</b>	<b>- 44 758</b>	<b>- 4 260</b>	<b>- 4 985</b>	<b>- 6 061</b>	<b>- 13 471</b>
<i>dont : Secteur des administrations publiques.....</i>	- 46 836	- 40 301	- 3 169	- 3 738	- 3 757	- 10 760
<b>COMPTE DE CAPITAL .....</b>	<b>8 564</b>	<b>6 295</b>	<b>537</b>	<b>88</b>	<b>3 964</b>	<b>2 995</b>
<i>dont : Acquisitions d'actifs non financiers.....</i>	- 128	- 94	- 21	- 34	- 43	- 212

(données cvs-cjo – en millions de francs)

	Année 1997 (a)	Année 1996 (a)	Avril 1998 (b)	Mai 1998 (b)	5 mois 1997 (a)	5 mois 1998 (b)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES..</b>						
<b>Biens .....</b>	<b>228 525</b>	<b>105 033</b>	<b>21 073</b>	<b>21 736</b>	<b>89 163</b>	<b>97 212</b>
<i>Marchandises générales.....</i>	<b>163 795</b>	<b>78 048</b>	<b>13 643</b>	<b>13 843</b>	<b>54 517</b>	<b>69 021</b>
<i>Services .....</i>	<b>101 261</b>	<b>77 004</b>	<b>6 027</b>	<b>10 536</b>	<b>39 363</b>	<b>38 431</b>
<i>Transports .....</i>	- 2 174	- 2 388	- 3	- 320	- 1 455	- 783
– Transports maritimes.....	- 7 802	- 6 027	- 635	- 337	- 3 127	- 2 301
– Transports aériens.....	- 417	- 1 838	617	114	70	1 629
– Autres.....	6 095	5 599	114	- 123	1 933	314
<i>Voyages .....</i>	66 189	54 187	6 013	5 717	26 083	27 626
<i>Autres services aux entreprises.....</i>	32 511	21 021	600	3 724	12 390	9 996
<b>Revenus .....</b>	<b>21 326</b>	<b>- 9 250</b>	<b>3 561</b>	<b>- 2 118</b>	<b>16 979</b>	<b>20 843</b>
<i>Rémunération des salariés .....</i>	10 853	10 652	994	728	4 203	4 559
<i>Revenus des investissements .....</i>	10 623	- 19 913	2 349	- 3 066	12 696	16 177
– Revenus des investissements directs.....	22 715	32 263	1 713	1 019	17 465	19 764
– Revenus des investissements de portefeuille ....	- 48 067	- 65 117	- 290	- 7 099	- 14 936	- 9 434
– Autres revenus des investissements .....	23 193	20 559	891	1 585	10 166	12 909
<b>Transferts courants .....</b>	<b>- 55 326</b>	<b>- 45 532</b>	<b>- 4 545</b>	<b>- 4 724</b>	<b>- 11 652</b>	<b>- 17 659</b>
<i>dont : Secteur des administrations publiques.....</i>	- 45 005	- 40 677	- 3 818	- 3 189	- 7 780	- 14 012

(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 6 août 1998

## 2.2.1. Les transactions courantes

Avec 21,7 milliards de francs en données cvs en mai, l'excédent des transactions courantes s'inscrit en légère hausse par rapport au résultat du mois d'avril (21,1 milliards de francs). En mai, le retournement du solde des revenus, qui était positif en avril, s'est trouvé totalement compensé par la forte progression du solde excédentaire des services, les autres postes faisant preuve d'une assez grande stabilité.

En cumul sur les cinq premiers mois de l'année, le solde des transactions courantes demeure, avec 97,2 milliards de francs, sensiblement supérieur à celui de 1997 à la même époque (89,2 milliards de francs). On observe, toutefois, une accélération des dépenses, celles-ci progressant dorénavant au même rythme que les recettes (+ 9,8 % en cumul sur cinq mois).

### 2.2.1.1. Évolutions du commerce extérieur de marchandises

(source Douanes)

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

Avec 14,3 milliards de francs en mai, l'excédent du commerce extérieur, bien qu'en très léger retrait, reste à un niveau très proche de celui atteint en avril (14,9 milliards) et de la moyenne des douze derniers mois (14,8 milliards).

Les exportations, en s'établissant à 148,7 milliards de francs, demeurent proches des niveaux des six derniers mois. En mai, la forte hausse des ventes de biens d'équipement professionnels a permis de compenser le repli des ventes de biens intermédiaires et de biens de consommation. En cumul sur les cinq premiers mois de l'année, les exportations vers l'Asie ont chuté de 12,6 %, alors qu'elles ont progressé sur toutes les autres destinations, à l'exception du Moyen-Orient (- 5,6 %).

Les importations se stabilisent d'un mois à l'autre, à 134,3 milliards de francs. Cette stabilité masque, toutefois, une hausse des importations industrielles, une réduction des achats de produits énergétiques et un ralentissement des importations de produits agricoles.

Malgré le creusement du déficit avec les pays d'Asie, le commerce extérieur de la France reste encore bien orienté, grâce notamment à la réduction du déficit bilatéral avec les États-Unis. Au total, de janvier à mai, l'excédent cumulé s'élève à 70,4 milliards de francs, contre 61,9 milliards sur la période correspondante de 1997.

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

– L'excédent des échanges avec l'*Union européenne* s'est contracté en mai, portant le solde très en deçà de la moyenne des douze derniers mois (4,1 milliards de francs, contre une moyenne de 7 milliards). L'effritement des exportations (- 1,3 % par rapport à avril) touche pratiquement tous les pays de la zone à l'exception de la *Péninsule ibérique* et des *Pays-Bas*. Cette baisse concerne la majorité des secteurs d'activité, au premier rang desquels les biens intermédiaires, l'électronique et les machines de bureau. Les importations restent, pour leur part, globalement orientées à la hausse (+ 1,6 %), malgré un sensible tassement des achats en provenance d'*Italie* et du *Portugal*.

– Après l'amélioration constatée en avril, le déficit bilatéral avec les *États-Unis* s'est à nouveau réduit en mai, pour passer sous le milliard de francs, ce qui constitue le meilleur résultat sur les trente-six derniers mois. Sont à l'origine de cette performance les ventes du secteur de l'aéronautique, qui s'inscrivent toutefois en léger retrait par rapport à avril, et le fléchissement des importations (- 3,9 %), qui reviennent à des niveaux plus proches de ceux atteints au dernier trimestre 1997. L'amélioration du solde commercial avec les *autres pays de l'OCDE* a également bénéficié d'une poussée des exportations vers le Japon, mouvement à porter, de la même manière, au compte de l'aéronautique. Ces résultats ont permis de compenser sans difficulté la réduction de l'excédent envers la *Suisse*.

– Les échanges avec la zone des *pays hors OCDE* se caractérisent par une orientation très favorable de l'excédent résultant d'une hausse des exportations et d'une baisse des importations. En mai, c'est la zone *reste du monde* qui a bénéficié d'un fort développement des exportations (+ 65,9 %), suite à diverses opérations exceptionnelles. En revanche, les exportations à destination du *Moyen-Orient*, de l'*Afrique* et les *pays de l'Est* se sont contractées, conduisant à une

réduction généralisée des excédents bilatéraux envers ces trois zones. Le déficit avec les pays d'Asie à économie en développement rapide, quoiqu'en léger repli, est resté élevé.

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

Grâce aux exportations de biens d'équipement professionnels et de matériel militaire, l'excédent militaire et civil repasse au-dessus des 10 milliards de francs. Ces résultats masquent les moindres performances réalisées dans les autres secteurs, notamment les biens intermédiaires et les biens de consommation.

– La progression de 5,7 % des exportations de *biens d'équipement professionnels*, qui s'explique par la vente de onze Airbus, pour un montant de 5,1 milliards de francs (contre dix en avril, pour 3,2 milliards) et par le lancement de trois satellites depuis Kourou, se traduit par une augmentation du solde excédentaire du secteur de près de 2,6 milliards.

– Les exportations de *biens intermédiaires* flétrissent de 5,6 % en mai, portant le solde déficitaire du secteur à 2 milliards de francs, contre – 0,6 milliard en avril. Cette baisse provient essentiellement d'une contraction des ventes de métaux et de demi-produits non métalliques à destination de la Belgique et de l'Allemagne.

– Le solde excédentaire de l'*équipement automobile des ménages* se consolide à 2,6 milliards de francs, suite à une progression des ventes d'automobiles plus vigoureuse que celle des achats. Toutefois, en cumul sur les cinq premiers mois de l'année, ceux-ci progressent plus rapidement que les ventes par rapport à la période correspondante de l'année précédente (respectivement + 14,5 % et + 11,2 %). Les importations d'*électroménager et d'électronique grand public* ralentissent en mai, mais figurent encore au-dessus de la moyenne des douze derniers mois, car toujours favorisées par les grands événements sportifs du début de l'été. Les *biens de consommation* voient leur solde se retourner, pour devenir déficitaire de 0,8 milliard de francs.

– Après le montant record d'avril dû au niveau exceptionnel des exportations, l'excédent *agro-alimentaire* se contracte, sous l'effet de moindres ventes de produits transformés (produits laitiers, produits à base de céréales) et retrouve un niveau plus conforme à la moyenne. Également en recul sensible sont les exportations de vins à destination du Japon, après la progression remarquable du début de l'année. Des hausses de ventes de céréales sont, par ailleurs, enregistrées à destination de l'Afrique et du Moyen-Orient.

– La progression des exportations de *produits énergétiques* a permis de réduire le déficit énergétique à 5,3 milliards de francs en mai, contre 5,7 milliards en avril.

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

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

Directement lié à l'évolution du commerce douanier qui en constitue la part essentielle, l'excédent des biens se stabilise depuis quatre mois dans une fourchette s'établissant entre 13 milliards de francs et 14 milliards. En cumul sur les cinq premiers mois de 1998, l'excédent a bénéficié d'une progression plus rapide des recettes (+ 10,1 %) que des dépenses (+ 8,6 %) et ressort à 69 milliards de francs, contre 54,5 milliards pour la période correspondante de 1997. Cette avance pourrait toutefois se réduire, en raison du raffermissement de la demande intérieure et du ralentissement de la demande mondiale.

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

Après une période de stabilité, les échanges de services affichent un excédent en vive progression (+ 10,5 milliards de francs, contre + 6 milliards en avril), sous l'effet conjugué d'une hausse des recettes (+ 8,3 %) et d'une baisse des dépenses (– 4,2 %).

En cumul sur cinq mois, le solde des services s'inscrit, toutefois, en léger retrait par rapport à la période correspondante de l'année précédente (+ 38,4 milliards de francs, contre + 39,4 milliards en 1997). Les autres services aux entreprises et, plus particulièrement, l'amoindrissement des recettes enregistrées au titre du négoce international, sont essentiellement à l'origine de cette évolution.

– Le solde des *transports*, qui avait atteint pratiquement l'équilibre en avril, devient déficitaire de 0,3 milliard de francs en mai, en raison d'une baisse des recettes des *transports aériens* et des *autres transports*, alors qu'une hausse des dépenses est observée pour ces deux mêmes postes. La division par deux du solde négatif des *transports maritimes* (– 0,3 milliard de francs, au lieu de – 0,6 milliard) a

permis de limiter l'accroissement du déficit global de la ligne d'un mois à l'autre. En cumul à fin mai, le redressement du solde des transports se poursuit (- 0,8 milliard de francs, contre - 1,5 milliard sur la période correspondante de 1997). Les transports aériens, dynamisés par l'amélioration des résultats d'Air France, et les transports maritimes sont à l'origine de ce résultat.

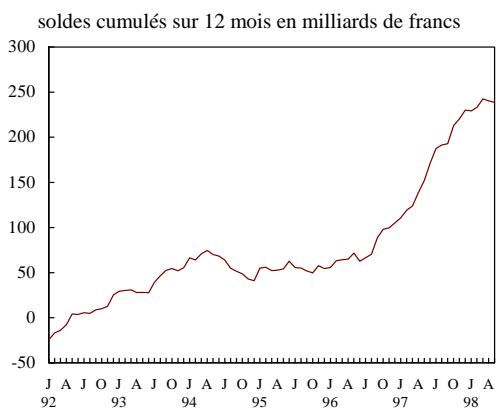
– La progression du solde excédentaire des *voyages* se poursuit dans un environnement fortement porteur. Toutefois, si l'attrait de la France ne se dément pas, les Français semblent renouer avec le désir de voyager plus régulièrement à l'étranger. En effet, le rythme de progression des dépenses touristiques des Français en dehors du territoire tend à devenir plus rapide que celui des recettes (respectivement + 11,7 % et + 9,4 % sur les cinq premiers mois de l'année par rapport à la période correspondante de 1997). L'effet masse joue, cependant, toujours en faveur de la progression du solde (23,6 milliards de francs, contre 22,4 milliards en 1997). Pour la direction du Tourisme, le résultat de 1998 devrait être au moins équivalent à celui de 1997.

– Les *services de construction*, après un certain essoufflement depuis le début de l'année malgré des flux d'échanges plus importants liés à la présence en France d'une filiale américaine, chargée de centraliser les encaissements et les paiements relatifs à la tenue de chantiers en Asie, semblent retrouver une certaine vigueur (+ 5,1 milliards de francs, contre + 4,7 milliards sur la période correspondante de 1997).

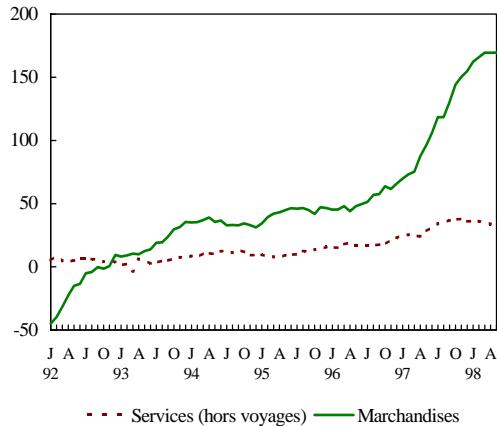
– Bénéficiant d'une forte croissance des recettes de négoce international dans le domaine de l'énergie pétrolière et des matières premières, et d'une progression presque aussi vigoureuse de celles des services divers aux entreprises (coopération technique, abonnements-publicité...), le solde excédentaire des autres services aux entreprises passe de 0,6 milliard de francs à 3,7 milliards d'un mois à l'autre. Cependant, en cumul sur les cinq premiers mois de l'année, l'évolution inverse est observée (10 milliards de francs, au lieu de 12,4 milliards sur la période correspondante de 1997).

## BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

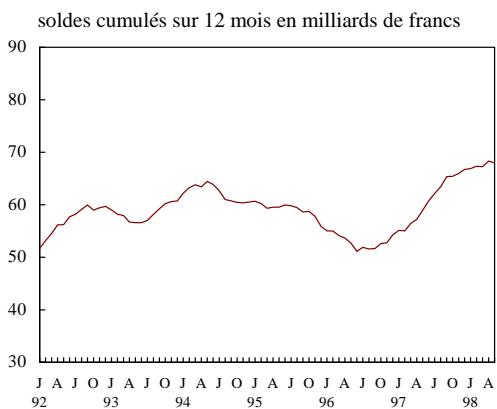
### Transactions courantes



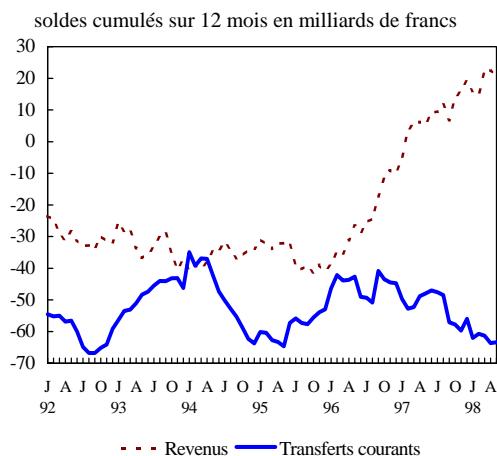
### Marchandises et services (hors voyages)



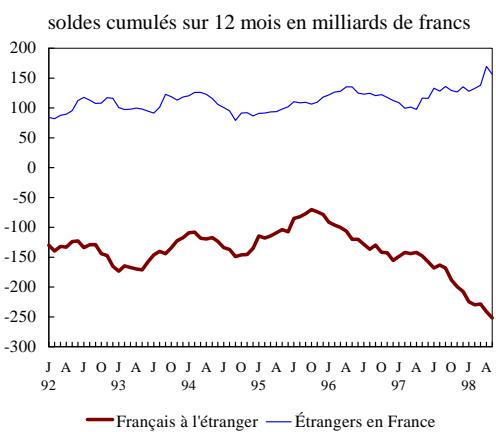
### Voyages



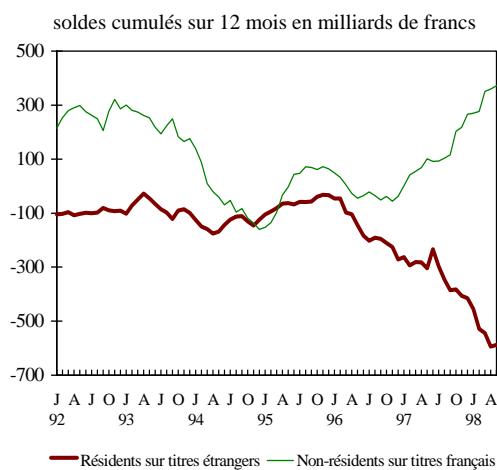
### Autres lignes des transactions courantes



### 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 6 août 1998

Cette situation s'explique, essentiellement, par l'évolution des recettes de négoce international qui, malgré le résultat favorable de mai, reculent sur la période (+ 4,8 milliards de francs, contre + 9,7 milliards en 1997). En 1997, les négociants avaient notamment profité de la hausse du dollar en milieu d'année pour déstocker, ce qui explique le montant assez exceptionnel des recettes de négoce enregistrées au titre de cet exercice.

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

Fortement excédentaires depuis trois mois, les *revenus* affichent en mai un solde déficitaire de plus de 2 milliards de francs, avec un déficit de 3,1 milliards pour les revenus d'investissement. Cependant, en cumul à fin mai, les *revenus d'investissements* s'améliorent nettement (+ 16,2 milliards de francs, contre + 12,7 milliards en 1997), en liaison avec l'accumulation des excédents courants depuis plus de cinq ans.

– En mai, le fléchissement des *revenus d'investissements directs* reflète la forte progression des dépenses, les recettes demeurant pratiquement stables. Cette évolution traduit une augmentation des rapatriements de dividendes effectués par les maisons mères étrangères. Toutefois, depuis le début de l'année, les versements à ces dernières (9 milliards de francs) apparaissent moins importants que ceux effectués au cours de la période correspondante de 1997 (10,6 milliards). Les revenus en provenance des filiales de groupes français implantées à l'étranger, pour leur part, restent stables d'une période à l'autre, légèrement en deçà de 28 milliards de francs. Ces deux mouvements expliquent l'orientation à la hausse du solde des revenus d'investissements directs sur les cinq premiers mois de 1998 (19,8 milliards de francs, au lieu de 17,5 milliards en 1997).

– En mai, le solde net des *investissements de portefeuille* redevient fortement négatif (- 7,1 milliards de francs, contre - 0,3 milliard en avril), en raison d'une augmentation des dépenses et d'une forte contraction des recettes. Le fléchissement de ces dernières résulte d'une baisse sensible des intérêts perçus par les banques sur leur portefeuille de titres non résidents, tandis que la hausse des dépenses provient d'un accroissement des dividendes versés aux non-résidents sur leur portefeuille d'actions françaises. En cumul sur cinq mois, le solde net négatif des revenus de portefeuille se réorbe sensiblement (- 9,4 milliards de francs, contre - 14,9 milliards en avril), les achats de titres étrangers par les résidents ayant été, en 1997, proportionnellement plus importants que les acquisitions de titres français par les non-résidents.

– Enfin, les revenus nets des autres investissements progressent en mai (+ 1,6 milliard de francs, au lieu de 0,9 milliard en avril), suite à une réduction globale des flux touchant plus fortement les dépenses que les recettes. En cumul à fin mai, le solde excédentaire du poste se consolide (12,9 milliards de francs, contre 10,2 milliards à fin mai 1997), essentiellement grâce à une progression des intérêts perçus par les banques françaises sur leurs opérations avec des correspondants étrangers.

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

Le déficit des transferts courants se creuse légèrement en mai (- 5 milliards de francs, contre - 4,3 milliards en avril). Principal poste des transferts courants, les opérations des administrations publiques présentent un déficit structurel de 3,7 milliards de francs, ce qui porte le solde sur les cinq premiers mois de l'année à - 10,8 milliards, contre - 3,8 milliards en 1997. Les transferts de la France avec les institutions de l'Union européenne (hors *Feoga-orientation* et *Feder*) sont comptabilisés dans le compte de capital. La France connaît, en effet, depuis le début de l'année, en liaison avec la reprise de l'activité économique, un relèvement très sensible de ses contributions TVA et PNB au budget européen, tandis que les versements reçus de l'Europe au titre du *Feoga-garantie* restent pratiquement équivalents à ceux encaissés en 1997.

## 2.2.2. Le compte de capital

(en données brutes)

Le solde excédentaire des transferts en capital se contracte d'un mois à l'autre (+ 0,1 milliard de francs, contre + 0,5 milliard en avril), suite à de moindres versements de l'Union européenne au titre du *Feoga-orientation* et du *Feder*.

## 2.2.3. Le compte financier

En mai, le compte financier — hors avoirs de réserve — a enregistré des sorties nettes à hauteur de 12,4 milliards de francs. Les avoirs de réserve se sont accrus de 8,7 milliards de francs.

### ***Investissements directs***

Les investissements directs (y compris les bénéfices réinvestis) ont été à l'origine de sorties nettes de 23,6 milliards de francs, contre des entrées nettes de 16 milliards le mois précédent, en raison du dynamisme des investissements français à l'étranger et d'un repli des investissements étrangers en France.

Les *investissements français à l'étranger* ont fortement progressé, pour s'établir à 32,7 milliards de francs, dont 10,6 milliards d'apports nets en capital et 21,3 milliards au titre des « autres opérations ». Quatre opérations supérieures à 1 milliard de francs sont à l'origine de 73 % des investissements en capital. Par ailleurs, les prêts à court terme et les flux de trésorerie entre affiliés sont à l'origine de la progression des « autres opérations ».

Au total, sur les cinq premiers mois de 1998, les flux ont presque doublé par rapport à la période correspondante de 1997 (100,1 milliards de francs, contre 55,9 milliards).

Par contre, les *investissements étrangers en France* ont fortement fléchi en mai, pour s'établir à 9,2 milliards de francs, après l'importance des flux enregistrés en avril (38,8 milliards). Ce recul tient à la faiblesse des opérations en capital (2,1 milliards de francs, contre 33,4 milliards), tandis que le montant des « autres opérations » progresse légèrement (6,8 milliards, au lieu de 5,1 milliards).

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

Des sorties nettes de 23,9 milliards de francs ont été enregistrées en mai (produits financiers dérivés inclus).

Les *achats nets de titres étrangers par les résidents* ont atteint 67,4 milliards de francs. Ces acquisitions ont concerné les obligations (principalement européennes) pour 25 milliards de francs et les instruments du marché monétaire pour 33,3 milliards, tandis qu'un recul des achats d'actions étrangères a été observé (1,4 milliard de francs, contre 9 milliards en avril).

Depuis le début de 1998, les investissements de portefeuille des résidents s'élèvent à 342,5 milliards de francs, soit plus du double du chiffre atteint au cours des cinq premiers mois de 1997 (169,4 milliards).

Les *non-résidents* ont été acquéreurs de titres français à hauteur de 43,5 milliards de francs. Deux catégories de titres ont été à nouveau privilégiées : les achats d'actions se sont élevés à 16,4 milliards de francs dans un contexte haussier du marché boursier parisien, les acquisitions d'obligations et assimilés ont été soutenues (29 milliards de francs), notamment sur les OAT pour 10,8 milliards, après les dégagements enregistrés en avril (15,1 milliards).

Par ailleurs, comme les mois précédents, les non-résidents ont procédé à des cessions nettes d'instruments du marché monétaire (6,8 milliards de francs), dont 1,4 milliard pour les BTF.

Sur les cinq premiers mois, les acquisitions des non-résidents atteignent ainsi 182,1 milliards de francs, soit près de deux fois et demi le montant enregistré pour la période correspondante de 1997.

### **Autres investissements**

Les « autres investissements » sont à l'origine d'entrées nettes de 35,1 milliards de francs, qui résultent d'une diminution des avoirs de 59,6 milliards, compensée partiellement par une contraction des engagements de 24,5 milliards.

L'essentiel des mouvements est imputable aux opérations du secteur bancaire, qui dégagent un solde net positif de 22,8 milliards de francs. L'encours des créances des banques vis-à-vis des non-résidents a baissé au cours du mois de mai aussi bien en francs (30,8 milliards de francs) qu'en devises (22 milliards de francs). Les engagements ont également diminué (- 30 milliards de francs), mais l'évolution a principalement affecté les devises (- 25 milliards de francs).

Les opérations initiées par les autorités monétaires et les administrations publiques ont conduit à un solde très légèrement négatif (- 0,9 milliard de francs).

Enfin, le flux net enregistré au titre des autres secteurs s'élève à 13,1 milliards de francs et résulte notamment de liquidations d'avoirs des résidents à l'étranger.

### **Avoirs de réserve**

En mai, les avoirs de réserve bruts ont progressé de 8,7 milliards de francs.

### 3. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Les moyens de paiement ( $M1$ ) ont progressé de 0,4 % en juin 1998, après + 1,5 % en mai. Quoiqu'en léger ralentissement (+ 10,2 %, après + 10,6 % en mai), leur glissement annuel a continué de faire preuve de dynamisme, reflétant le faible coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction et la vigueur de la croissance économique. Après le fléchissement des rémunérations, intervenu à la mi-juin, qui a résulté de la baisse des taux des livrets défiscalisés, à l'exception des livrets d'épargne populaire, et de la déréglementation des taux des livrets soumis à l'impôt comme des livrets jeunes, les placements recensés dans  $M2 - M1$  ont vu leur croissance mensuelle légèrement ralentir (+ 0,5 %, après + 0,9 % en mai) et leur glissement annuel revenir à + 9,4 % (après + 9,9 % en mai). Les placements liquides rémunérés à des taux indexés sur ceux du marché monétaire ( $M3 - M2$ ) ont légèrement progressé (+ 0,4 %, au lieu de - 0,8 % en mai), mais ont continué de baisser en rythme annuel. Le glissement annuel de  $M3$  est passé de + 4,5 % en mai à + 5,1 % en juin. Celui des placements d'épargne contractuelle ( $P1$ ) a atteint + 9,2 %, en ralentissement par rapport aux mois précédents. Au total,  $M3 + P1$  a conservé un glissement annuel proche de ceux observés depuis le début de l'année (+ 6,2 % en juin).

L'*endettement intérieur total* a progressé de 3,7 % sur un an à fin mai 1998, pourcentage identique à celui observé à fin avril. Le glissement annuel des crédits à l'économie s'est stabilisé à + 2 %. Le ralentissement de la croissance des financements levés sur les marchés internes s'est poursuivi (+ 5,4 %, après + 7,5 % à fin avril).

## AGRÉGATS

*(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)*

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle (a)	Variation sur 12 mois (b)
AGRÉGATS DE MONNAIE À FIN JUIN 1998			
M1 .....	1 921,4	0,4	10,2
M2 .....	3 677,9	0,4	9,8
M3 .....	5 531,2	0,4	5,1
AGRÉGATS DE PLACEMENT À FIN JUIN 1998			
P1 .....	2 249,8	0,5	9,2
M3 + P1 .....	7 781,0	0,4	6,2
AGRÉGATS DE FINANCEMENT À FIN MAI 1998			
Endettement intérieur total .....	11 435,4	0,2	3,7
dont :   État .....	3 958,5		6,3
Crédits à l'économie (c) .....	6 416,1	0,2	2,0
ESTIMATION DES PRÊTS NOUVEAUX À FIN MAI 1998 (d) .....	–	–	11,2
(a) Calculée à partir des encours fin de mois cvs			
(b) Calculée à partir des encours fin de mois bruts			
(c) Distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents			
(d) Flux cumulés depuis le 1 <sup>er</sup> janvier Données portant sur un échantillon d'établissements de crédit			
Source et réalisation :Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14			Mise à jour le 31 juillet 1998

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

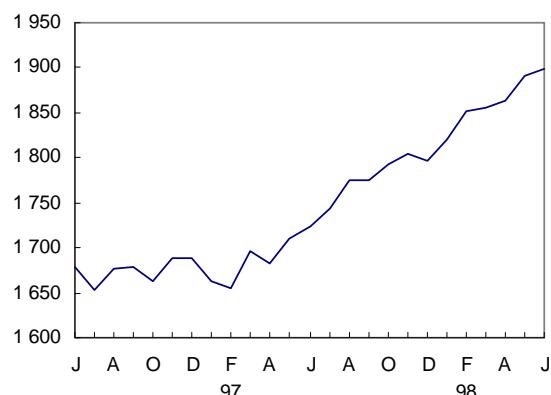
(à fin juin 1998)

(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs		Variation sur 12 mois des encours fin de mois bruts		
		Juin 1998	Mai 1998	Juin 1998	Décembre 1997	
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>						
<i>Billets et monnaies</i>						
<i>Dépôts à vue</i>	259,4	1,1	- 1,4	1,1	1,7	
<b>Total M1</b>	<b>1 662,0</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>7,4</b>	<b>11,6</b>	
<b>M2 – M1</b>	<b>1 921,4</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>6,5</b>	<b>10,2</b>	
<i>Livrets A</i>	1 756,5	0,9	0,5	9,2	9,4	
<i>Livrets bleus</i>	712,0	0,8	0,2	3,0	5,2	
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	97,9	1,2	- 0,2	4,2	6,4	
<i>Codevi</i>	166,6	0,9	0,4	5,5	5,9	
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	227,6	1,4	0,8	8,1	9,3	
<i>Livrets jeunes</i>	218,2	0,5	2,1	20,1	17,4	
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	30,4			17,6	12,0	
<b>Total M2</b>	<b>3 677,9</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>7,8</b>	<b>9,8</b>	
<i>M3 – M2</i>	1 853,4	- 0,8	0,4	- 8,3	- 3,2	
<i>Dépôts et TCN en devises</i>	130,6			4,3	15,9	
<i>Dépôts à terme (a)</i>	330,4	- 1,7	1,9	- 12,8	- 4,2	
<i>Bons de caisse et d'épargne</i>	151,6	- 1,3	- 1,1	- 3,8	- 10,4	
<i>Titres de créances négociables (b)</i>	281,5	1,6	- 1,3	2,8	- 7,7	
– Certificats de dépôt et BMTN	269,6			5,6	- 6,9	
– Bons et BMTN des ISF	11,9			- 39,0	- 22,9	
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	949,9	- 0,8	1,4	- 11,6	- 2,3	
<i>Parts de fonds communs de créances</i>	9,3					
<b>Total M3</b>	<b>5 531,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,9</b>	<b>5,1</b>	
<i>M4 – M3</i>	97,7	- 7,3	2,6	52,0	- 1,8	
<i>Bons du Trésor négociables</i>	79,4			80,6	3,2	
<i>Billets de trésorerie et BMTN (b)</i>	18,3			- 20,3	- 18,8	
<b>Total M4</b>	<b>5 628,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	
<b>AGRÉGATS DE PLACEMENT</b>						
<i>Plans d'épargne-logement</i>	1 085,6	1,1	1,2	13,8	8,6	
<i>Autres comptes d'épargne (c)</i>	28,7					
<i>Plans d'épargne populaire</i>	660,2	0,6	- 0,7	12,6	7,5	
– dont : Entreprises d'assurance	163,8					
<i>Titres d'OPCVM garantis</i>	177,4			44,9	37,0	
<i>Bons de capitalisation</i>	297,9	- 0,1	- 0,1	- 1,7	- 0,5	
<b>Total P1</b>	<b>2 249,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>13,2</b>	<b>9,2</b>	
<b>Total M3 + P1</b>	<b>7 781,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>4,9</b>	<b>6,2</b>	
(a) Comptes à terme, comptes d'affacturage indisponibles et opérations à terme sur titres						
(b) Les titres de créances négociables en francs détenus par les agents non financiers résidents sont classés dans M3 – M2						
s'ils sont émis par des établissements de crédit (et assimilés), ou dans M4 – M3 s'ils sont émis par des agents non financiers résidents						
(c) Comptes espèces associés aux plans d'épargne en actions, contrats de crédit différencié 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 juillet 1998						

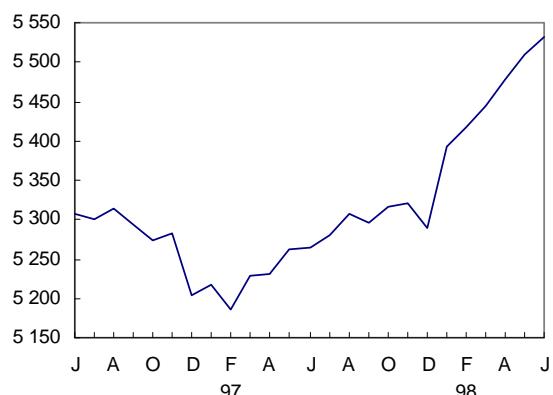
## AGRÉGAT M1

encours fin de mois cvs – en milliards de francs



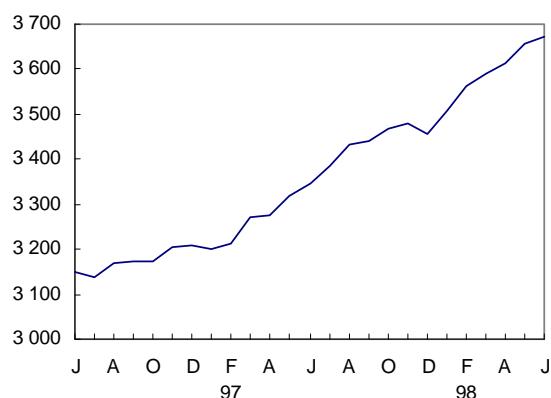
## AGRÉGAT M3

encours fin de mois cvs – en milliards de francs



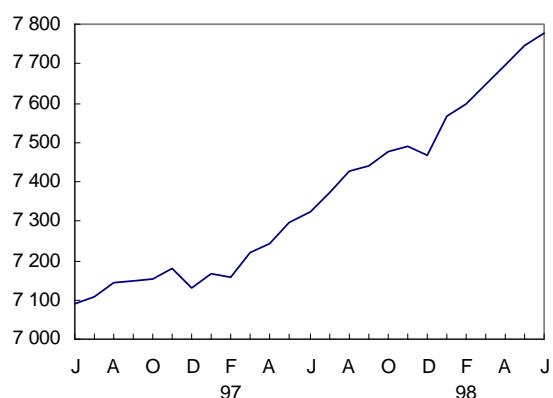
## AGRÉGAT M2

encours fin de mois cvs – en milliards de francs



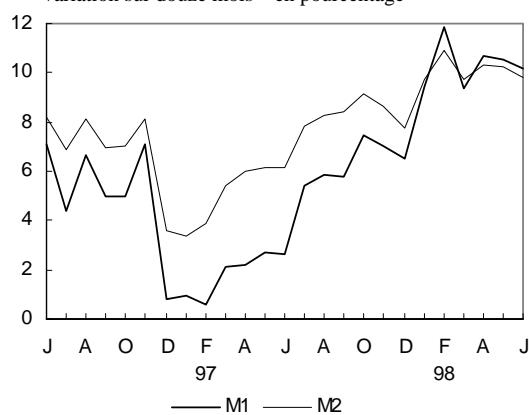
## AGRÉGAT M3 + P1

encours fin de mois cvs – en milliards de francs



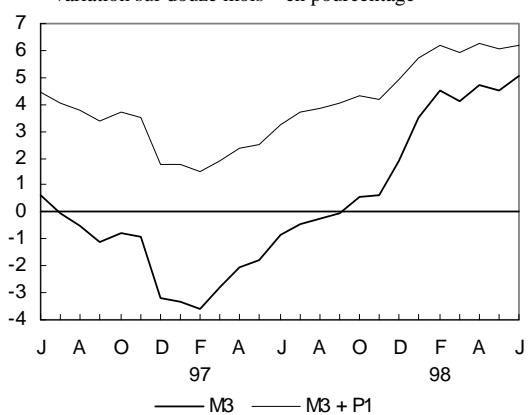
## AGRÉGATS M1 ET M2

variation sur douze mois – en pourcentage



## AGRÉGATS M3 ET M3 + P1

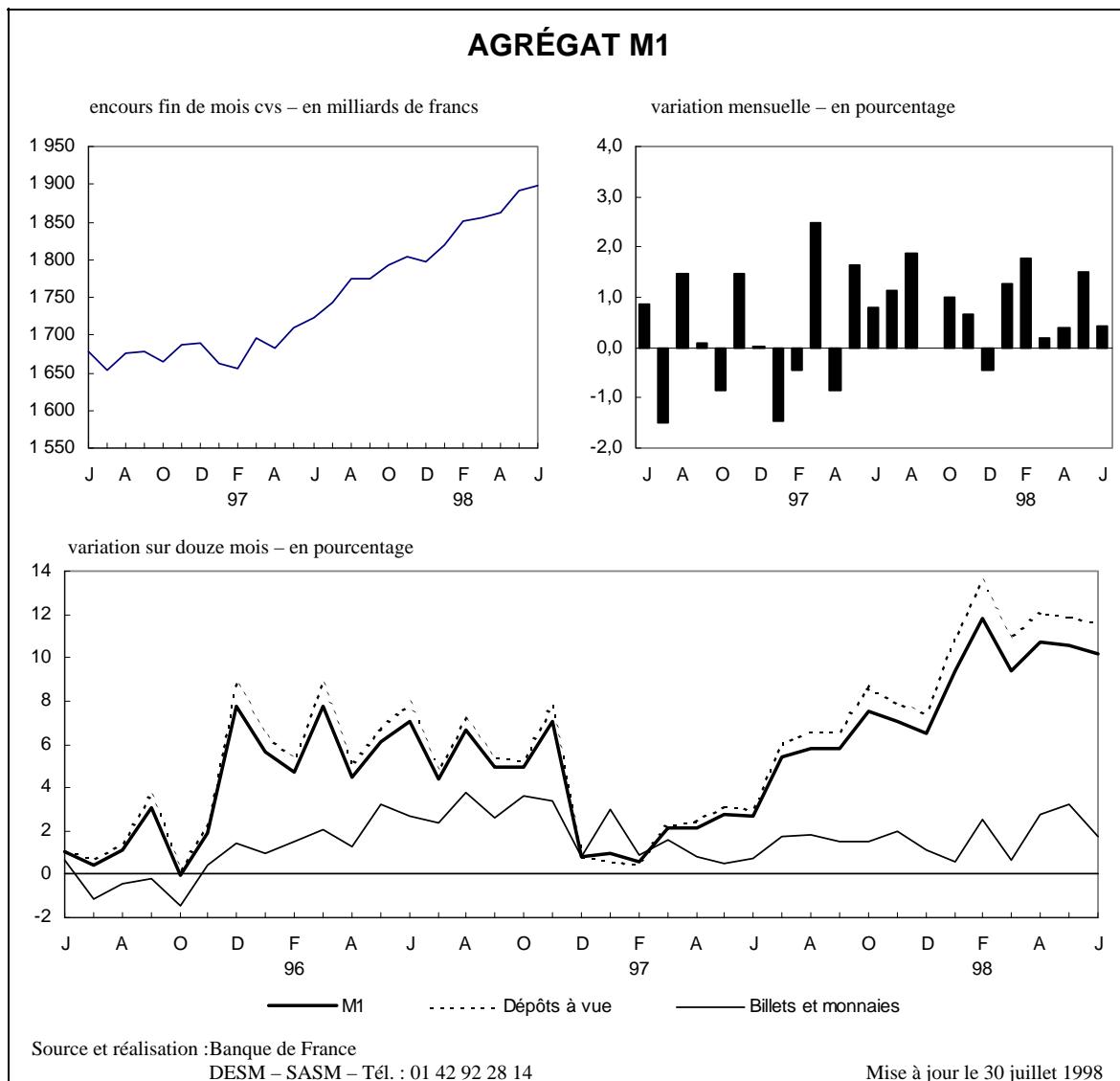
variation sur douze mois – en pourcentage



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

Mise à jour le 30 juillet 1998

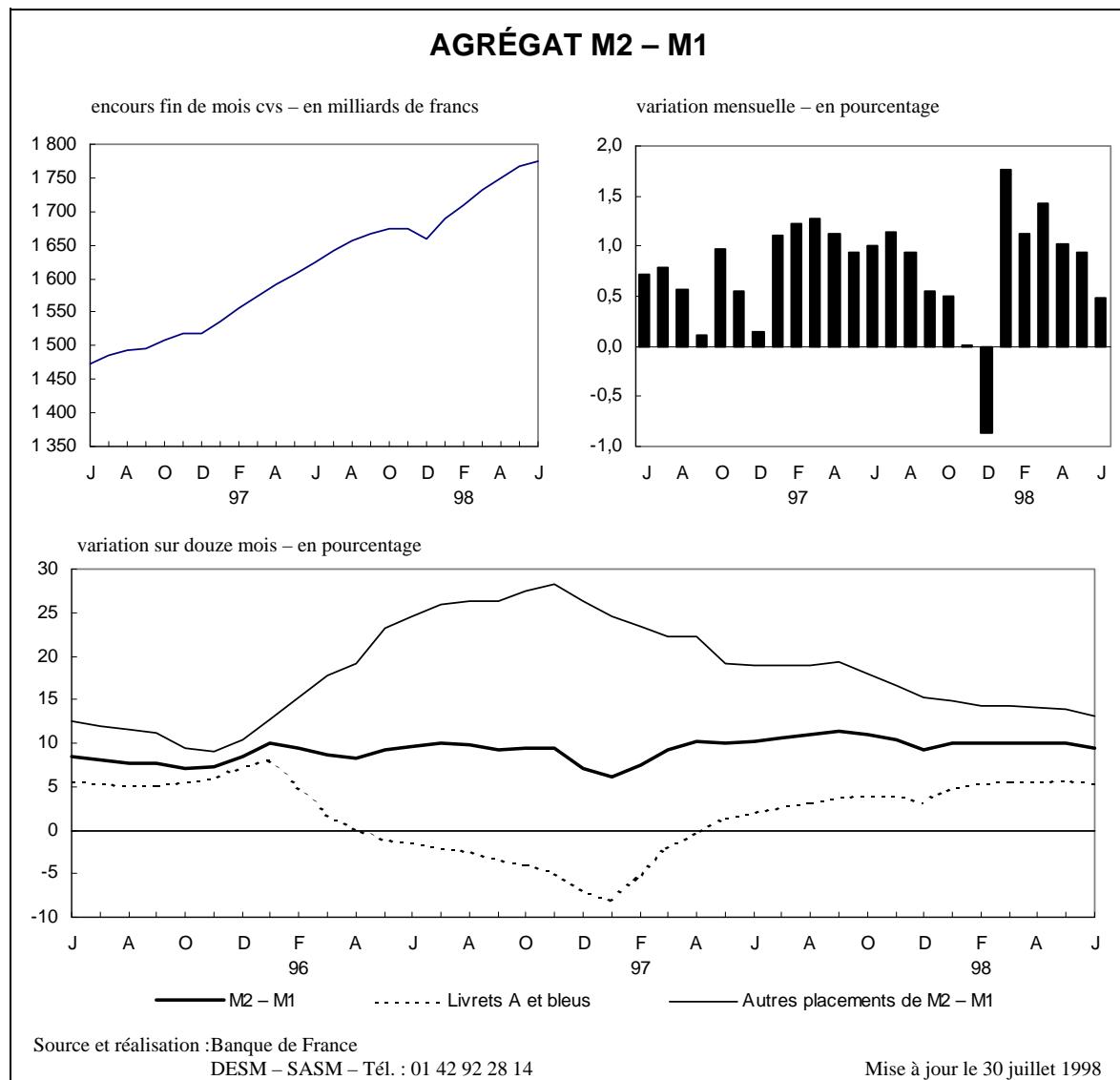
### 3.1.1. Les moyens de paiement (M1)



En juin, l'agrégat M1 a progressé de 0,4 %, après + 1,5 % en mai. Son encours brut s'est élevé à 1 921,4 milliards de francs.

En glissement annuel, l'accroissement de M1 est resté très dynamique (+ 10,2 %, après + 10,7 % en avril et + 10,6 % en mai). En particulier, les dépôts à vue ont conservé un rythme de croissance annuelle très soutenu, même si celui-ci s'est légèrement ralenti pour le deuxième mois consécutif.

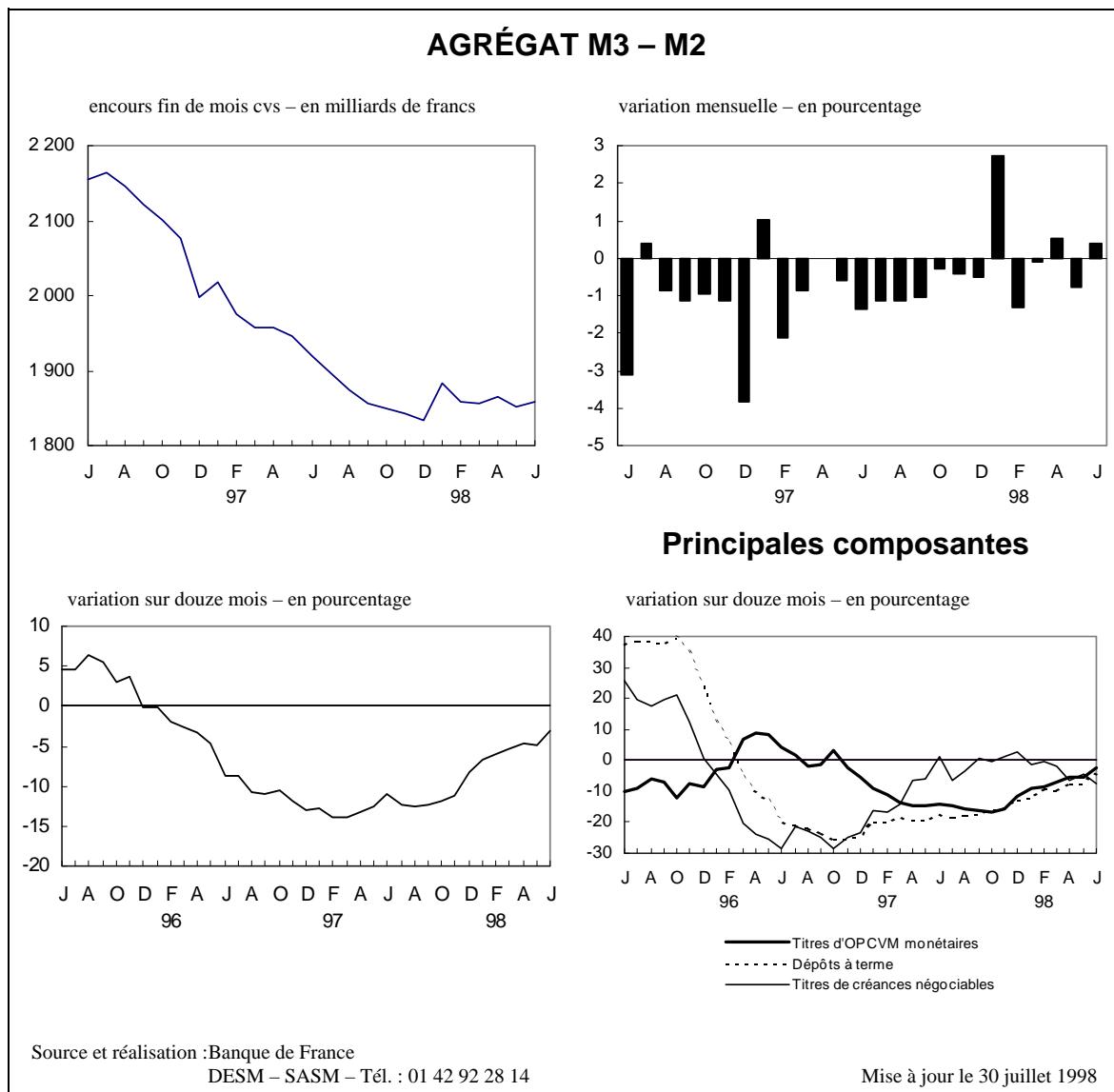
### 3.1.2. Les placements à vue à taux réglementé (M2 – M1)



La progression mensuelle de l'agrégat M2 – M1 a continué de décélérer (+ 0,5 %, après + 0,9 % en mai et + 1,8 % en janvier). Son encours brut s'est établi à 1 756,5 milliards de francs.

Son glissement annuel est revenu à + 9,4 %, après s'être établi autour de 10 % depuis le début de l'année. Ce ralentissement a notamment reflété la baisse de rémunération de cette forme de placement intervenue à la mi-juin, du fait de la diminution du taux des livrets défiscalisés et la déréglementation du taux des livrets soumis à l'impôt et des livrets jeunes. Ainsi, le glissement annuel des livrets A est ressorti à + 5,4 % (après + 5,7 % en mai) et celui des livrets soumis à l'impôt à + 17,3 % (après + 19,6 % en mai). La baisse des taux a également eu un léger impact sur les Codevi et les comptes d'épargne-logement. En revanche, les livrets d'épargne populaire, dont la rémunération n'a pas été modifiée (4,75 % l'an), ont conservé en juin un glissement annuel (+ 17,4 %) comparable à celui de mai (+ 17,2 %).

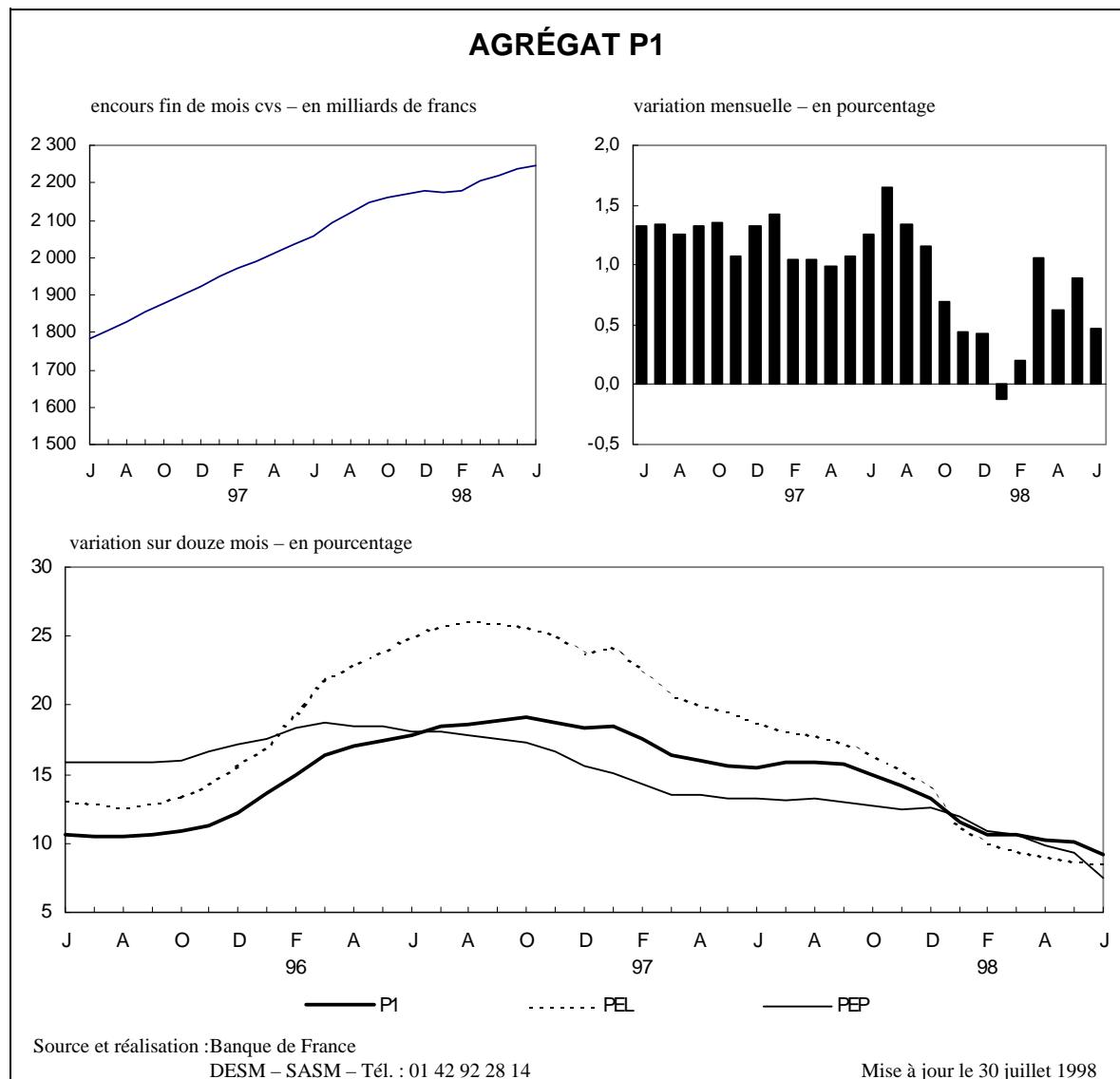
### 3.1.3. Les placements liquides à taux de marché (M3 – M2)



Après avoir baissé en mai (- 0,8 %), l'agrégat M3 – M2 s'est légèrement accru (+ 0,4 %). Son encours brut s'est établi à 1 853,4 milliards de francs.

Son glissement annuel a continué de se redresser, mais est resté négatif (- 3,2 % en juin, après - 4,9 % en mai). Ce mouvement a principalement reflété le comportement des agents économiques en matière de détention de titres d'OPCVM monétaires, dont le glissement annuel est revenu à - 2,3 %, après - 5,3 % en mai, la rémunération de ce type de placement devenant relativement plus avantageuse que celle des comptes sur livrets. En revanche, on a observé également une accentuation du repli des placements en titres de créances négociables (- 7,7 %, après - 4,5 % en mai), tandis que les dépôts en devises ont continué de progresser à un rythme très élevé (+ 15,9 % sur douze mois).

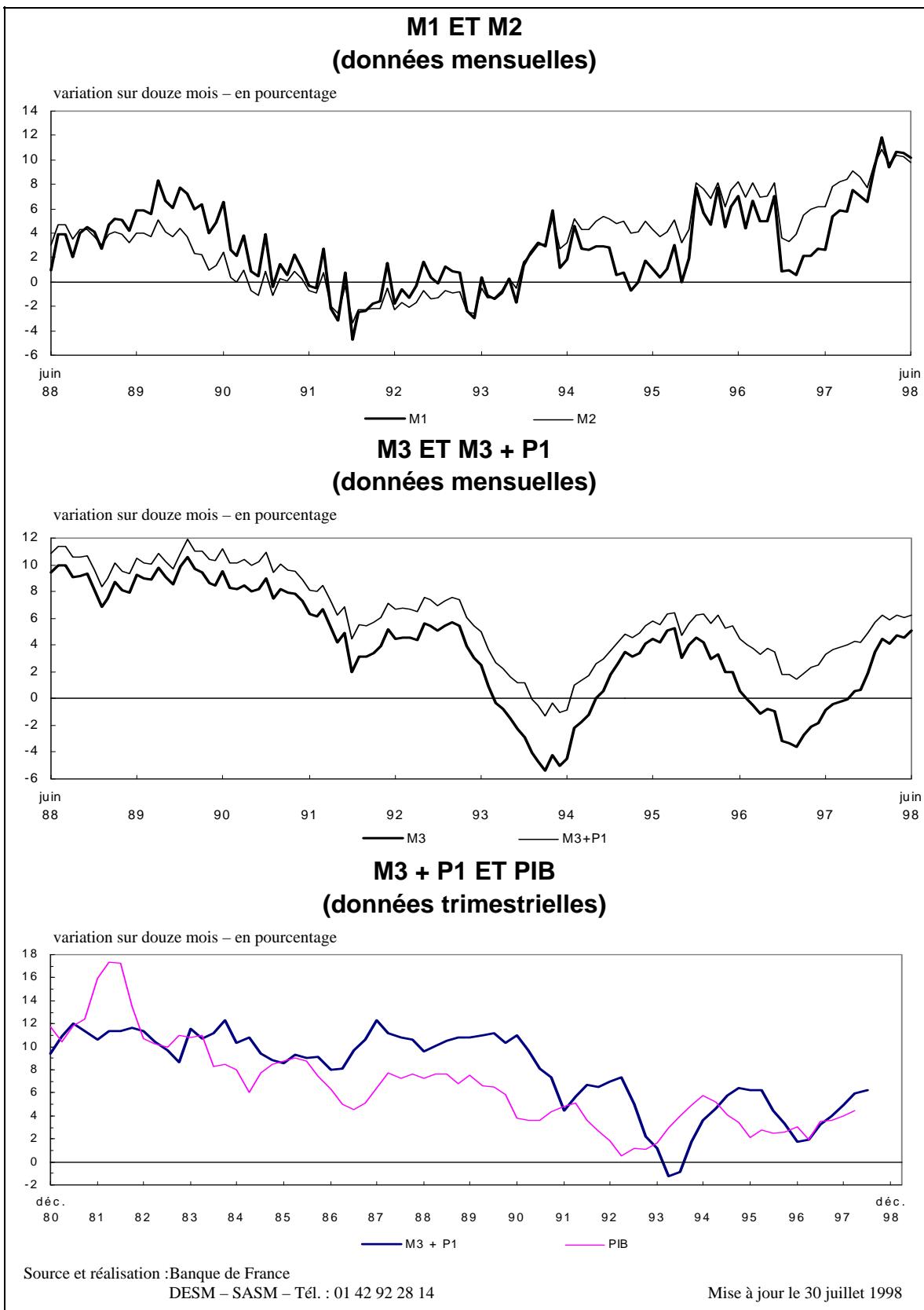
### 3.1.4. L'épargne contractuelle (P1)



La progression mensuelle de l'agrégat P1 a ralenti, s'établissant à 0,5 % en juin, après + 0,9 % le mois précédent. Son encours brut a atteint 2 249,8 milliards de francs.

En glissement annuel, la décélération s'est poursuivie (+ 9,2 % en juin, après + 10,6 % en mars et + 13,2 % en décembre 1997). Sur un an, les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire se sont accrus de, respectivement, 8,6 % et 7,5 %, et n'ont donc pas bénéficié d'une réallocation de l'épargne des placements de court terme vers le plus long terme. L'accroissement des OPCVM garantis est resté très soutenu (+ 37 %). Les plans d'épargne-logement (PEL) ont continué de progresser à un rythme rapide (+ 8,6 %, après + 8,7 % en mai), la baisse du taux de rémunération intervenue le 9 juin n'affectant que les nouveaux plans. Néanmoins, cette forme de placement progresse deux fois moins rapidement qu'il y a un an, du fait de l'arrivée à échéance des PEL massivement ouverts au début des années quatre-vingt-dix. La même évolution explique le repli des encours de plans d'épargne populaire, en baisse en juin (- 0,7 %) et dont le glissement annuel est revenu à + 7,5 %.

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



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

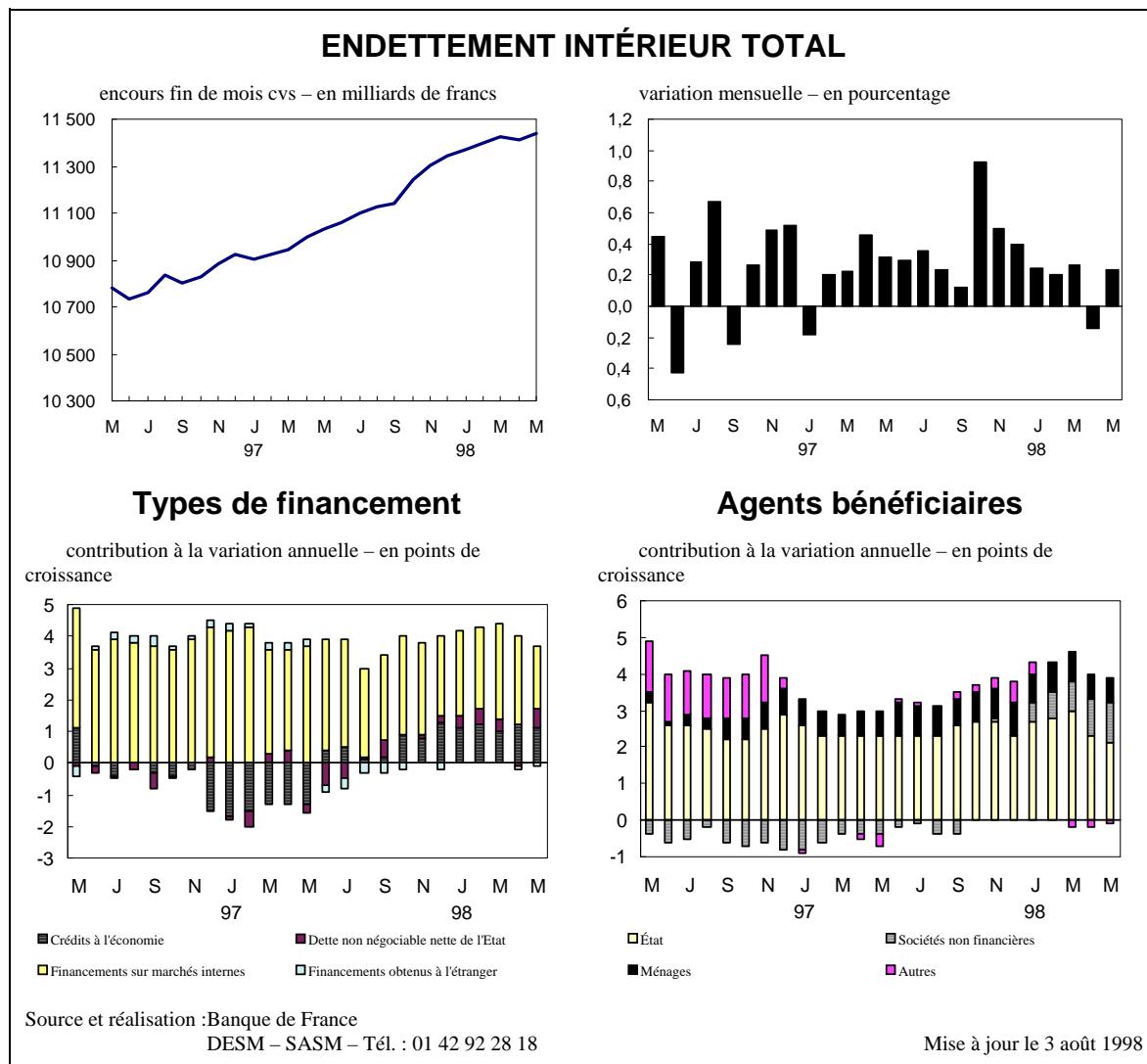
Mise à jour le 30 juillet 1998

## 3.2. Le financement de l'économie

(à fin mai 1998)

<b>L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)</b>				
	(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)			
	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs (a)	Variation sur 12 mois des encours fin de mois bruts (a)	
	Mai 1998	Avril 1998	Mai 1998	Décembre 1997
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL</b>	<b>11 435,4</b>	<b>- 0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>3,8</b>
– État	3 958,5			7,2
– Sociétés	3 836,7			- 0,1
– Ménages	2 677,6			3,8
– Autres (b)	962,6			- 1,6
<b>CRÉDITS À L'ÉCONOMIE</b>	<b>6 416,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>2,3</b>
– Sociétés	2 938,5	0,5	- 0,4	0,2
– Ménages	2 677,6	0,1	0,1	3,8
– Autres (b)	800,0	- 0,1	2,3	4,7
<b>DETTE NON NÉGOCIABLE</b>				
NETTE DE L'ÉTAT (c)	405,3	- 16,9	18,5	6,3
<b>FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)</b>	<b>4 374,7</b>	<b>1,0</b>	<b>- 1,0</b>	<b>6,9</b>
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>1 517,7</i>	<i>3,9</i>	<i>- 4,9</i>	<i>8,9</i>
– État	1 261,7			10,8
– Sociétés	237,0			- 0,2
– Autres (b)	19,0			–
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>2 857,0</i>	<i>- 0,7</i>	<i>1,7</i>	<i>5,9</i>
– État	2 264,4			6,3
– Sociétés	482,9			2,3
– Autres (b)	109,8			–
<b>CRÉDITS OBTENUS AUPRÈS DES NON-RÉSIDENTS</b>	<b>114,0</b>	<b>- 0,9</b>	<b>- 2,2</b>	<b>- 18,4</b>
<b>OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER</b>	<b>125,4</b>	<b>- 6,9</b>	<b>- 1,4</b>	<b>0,4</b>
(a) Pour le calcul des glissements, le cumul des opérations de défaisance de la période considérée est réintégré dans l'encours de fin de période. (b) Ce poste regroupe les administrations publiques hors État, les administrations privées et les entreprises d'assurance. (c) Ce poste reprend le total des monnaies divisionnaires en circulation, des dépôts collectés par le Trésor, du net des comptes à la Banque de France et des remises de dettes (Dakar 1 et 2), après déduction des opérations de pension sur titres réalisées avec les institutions financières. (d) 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 3 août 1998				

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

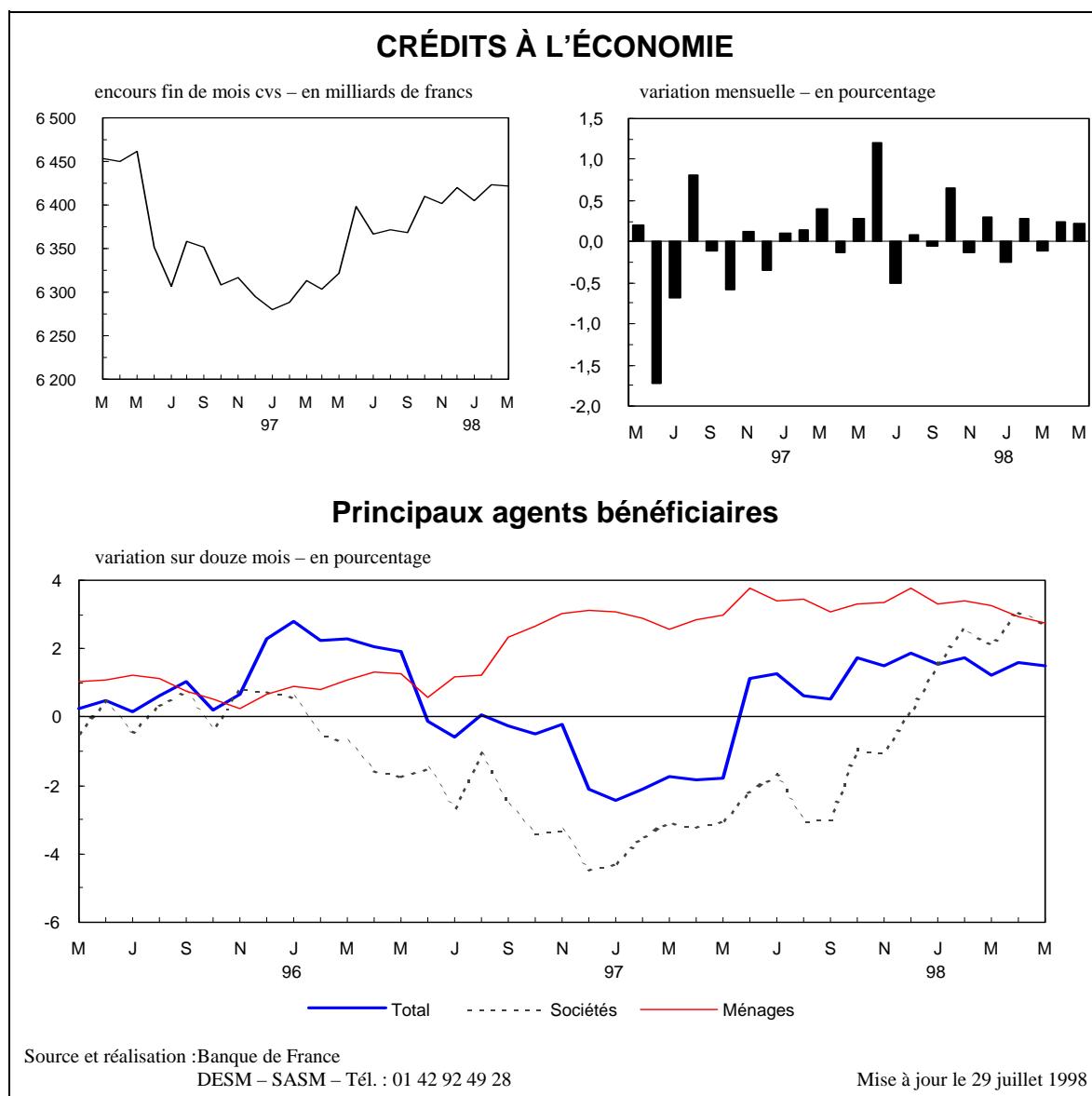


L'endettement intérieur total a enregistré une hausse de 0,2 % en mai 1998, après une légère contraction le mois précédent (- 0,1 %). Son encours brut s'est établi à 11 435,4 milliards de francs.

En glissement annuel, la croissance de l'EIT s'est maintenue au même rythme que le mois précédent (+ 3,7 %). En mai, la progression de l'endettement de l'État s'est légèrement ralentie (+ 6,3 %, après + 6,9 % en avril), ainsi que celle des ménages (+ 2,8 %, après + 2,9 % en avril), alors que celle des sociétés s'est renforcée (+ 3,2 %, après + 2,9 % le mois précédent), en raison d'un recours accru aux financements de marché.

Le glissement annuel des crédits à l'économie s'est stabilisé (+ 2 % pour les deux mois). Pour sa part, le glissement annuel des financements obtenus sur les marchés internes s'est ralenti (+ 5,4 %, après + 7,5 % en avril), notamment sur le marché monétaire (+ 6,4 %, après + 13,2 % en avril), en raison de la réduction du besoin de financement de l'État d'une année à l'autre.

### 3.2.2. Les crédits<sup>1</sup>

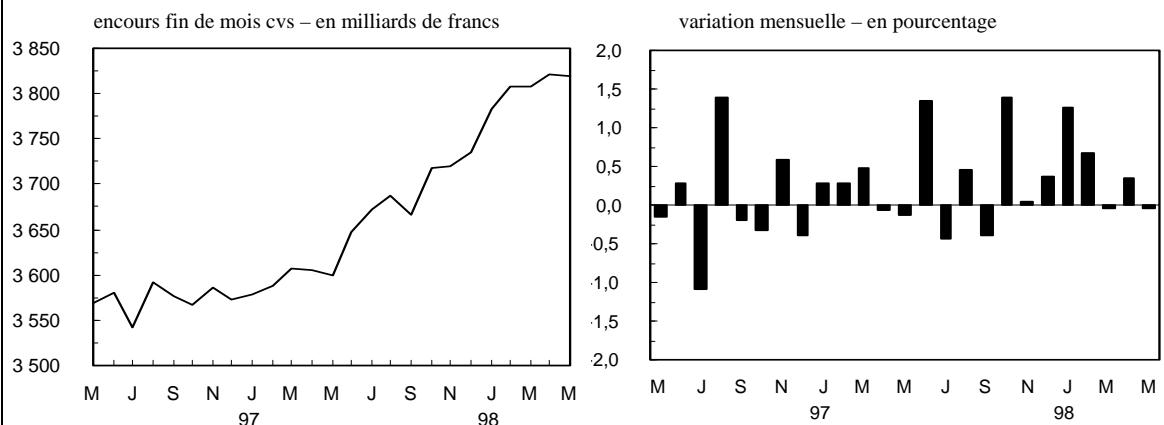


En mai 1998, les crédits à l'économie ont atteint 6 416,1 milliards de francs (encours brut), progressant de 0,2 % comme le mois précédent.

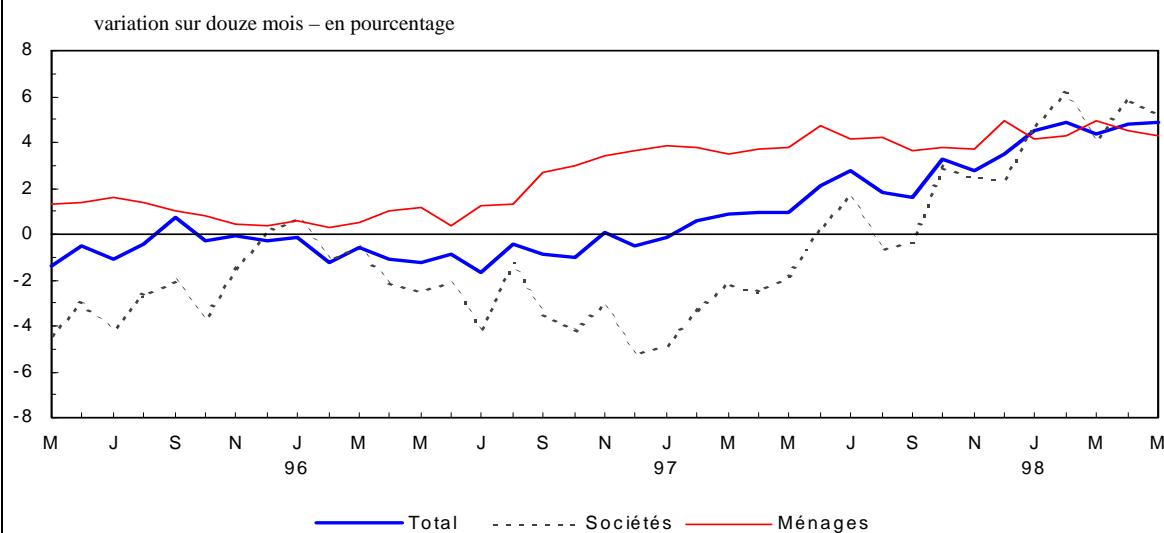
En glissement annuel, ils ont augmenté de 2,0 % (+ 2,6 % hors concours à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale – Acoss). En particulier, les crédits aux ménages ont progressé de 2,8 % sur douze mois et ceux attribués aux sociétés de 2,7 %, ces deux types de crédits marquant une légère inflexion par rapport au mois précédent.

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

## CRÉDITS BANCAIRES



## Principaux agents bénéficiaires



Source et réalisation :Banque de France

DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 28

Mise à jour le 29 juillet 1998

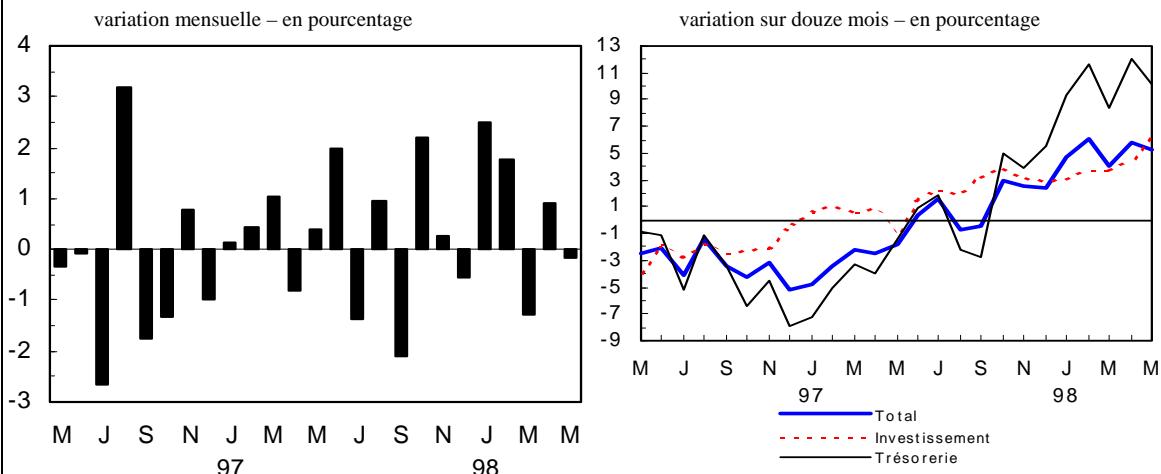
En mai, les crédits bancaires, atteignant 3 802 milliards de francs (encours brut), ont été stables, après une hausse de 0,4 % en avril.

Leur glissement annuel est toujours en phase d'accélération et s'est établi à + 5,1 %<sup>1</sup>. Notamment, les crédits bancaires aux sociétés ont augmenté de 5,3 % et ceux destinés aux ménages se sont accrus de 4,3 % sur un an. Les banques confirment ainsi qu'elles sont le moteur du regain de dynamisme de la distribution du crédit, notamment aux sociétés, la part des crédits bancaires dans le total des crédits à l'économie passant de 57,9 % en décembre 1997 à 59,3 % en mai 1998 (hors effet de structure).

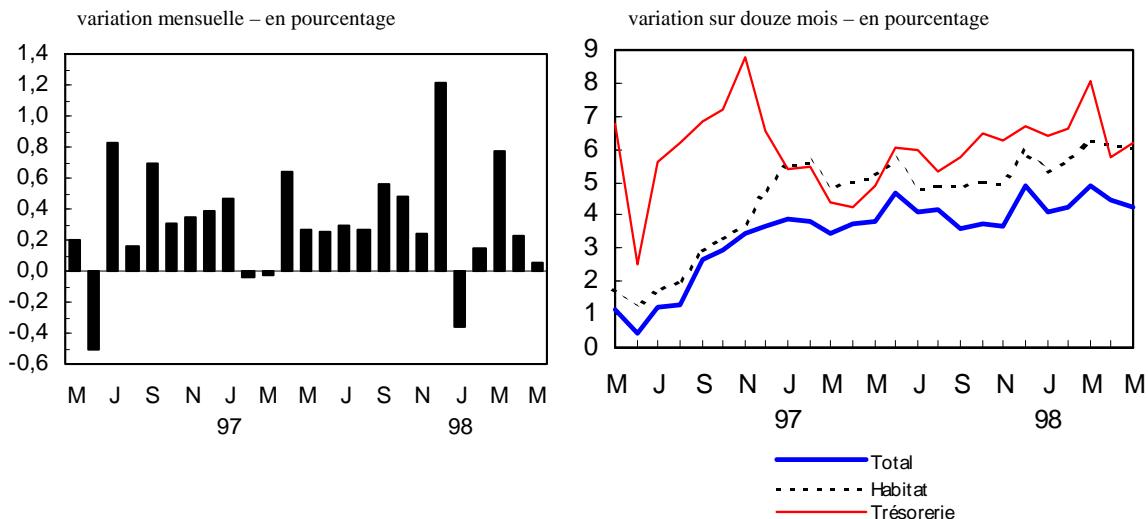
<sup>1</sup> Après correction de l'effet positif induit par la reprise des encours du Crédit national par la BFCE, devenue Natixis Banque

## CRÉDITS BANCAIRES PAR AGENTS ET PAR OBJETS

### Sociétés



### Ménages



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

Mise à jour le 29 juillet 1998

Les crédits bancaires aux sociétés ont légèrement baissé (-0,2 % en mai, après +0,9 % en avril). Sur un an, leur hausse s'est établie à 5,3 %<sup>1</sup>. Les crédits d'investissement ont vu leur glissement annuel s'accélérer (+6,1 %, après +4,5 %), tandis que celui des crédits de trésorerie est resté très soutenu (+10,2 %, après +12,1 % en avril).

Les crédits bancaires aux ménages ont peu varié en mai (+0,1 %, après +0,2 % en avril). En glissement annuel, ils se sont accrus de 4,3 %. Sur douze mois, la hausse des concours aux particuliers s'est établie à 5,8 % et celle des prêts aux entrepreneurs individuels à 1,2 %. Le glissement annuel des crédits à l'habitat et celui des crédits de trésorerie aux particuliers sont restés proches de +6 %.

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

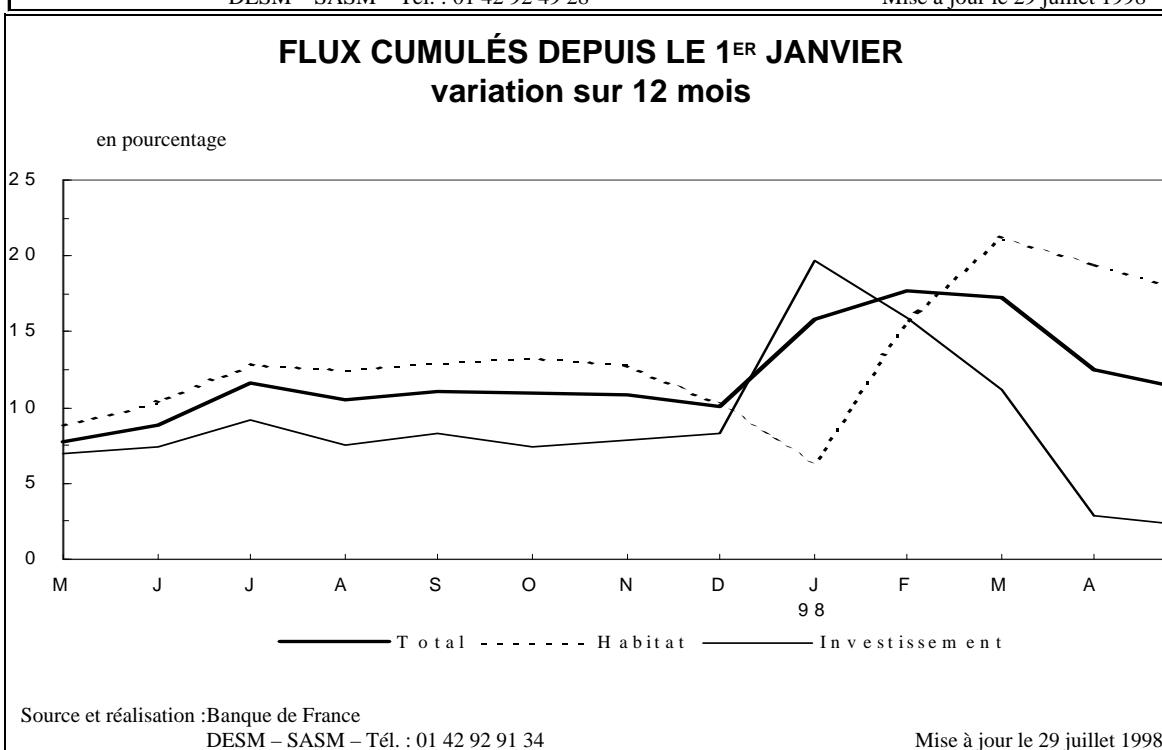
### 3.2.3. Estimation des prêts nouveaux<sup>1</sup>

DÉCAISSEMENTS DE PRÊTS NOUVEAUX				
flux cumulés depuis le 1 <sup>er</sup> janvier				
(variation sur 12 mois en pourcentage)				
	Total	Habitat	Investissement	Autres prêts
1997				
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	6,3	19,6	39,5
Février	17,7	15,7	15,9	28,7
Mars	17,3	21,1	11,1	21,7
Avril	12,5	19,5	2,9	18,0
Mai	11,2	17,7	2,2	15,5

Source et réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 28

Mise à jour le 29 juillet 1998



Les prêts nouveaux décaissés au cours des cinq premiers mois de l'année 1998 se sont accrus de 11,2 % par rapport à la période correspondante de 1997.

Cette progression globale, toujours soutenue par rapport aux évolutions passées, recouvre un contraste marqué entre le dynamisme des prêts à l'habitat (+ 17,7 % sur un an pour les flux des cinq premiers mois de l'année), avec la reconduction temporaire des avantages fiscaux de la loi Périssol, et l'atonie des prêts à l'investissement (+ 2,2 % sur un an pour le flux de janvier à mai).

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

# 4. LES MARCHÉS DE CHANGE ET DE L'OR

## 4.1. L'évolution des principales devises

Le mois de juillet a été caractérisé par le net recul du yen contre toutes devises et par la sensible dépréciation du dollar canadien. Le dollar des États-Unis enregistre également un léger repli face aux devises européennes avec l'accalmie relative constatée dans certains pays émergents, cédant près de 1,4 % face au deutschmark et au franc français.

---

Dans un marché très volatil, le **yen** s'est très sensiblement affaibli face au dollar (-4,02 %) et face au deutschmark (-5,48 %). Plusieurs éléments peuvent expliquer ce net recul de la devise japonaise :

- manque de confiance des opérateurs dans la classe politique (départ de M. Hashimoto, divergences au sein du PLD) ;
- craintes d'un regain d'instabilité des devises asiatiques avec les rumeurs de dévaluation du yuan chinois et les pressions sur le dollar de Hong-Kong ;
- inquiétudes sur l'état de santé du système financier japonais avec l'abaissement de la note de Sumitomo et de plusieurs compagnies d'assurances ;
- mise sous surveillance de la dette du Japon, avec implication négative, par Moody's ;
- incertitudes sur la politique de change du nouveau gouvernement : les opérateurs craignant que la politique de reflation que le gouvernement Obuchi pourrait adopter ne pèse sur le yen et que les autorités monétaires japonaises ne renoncent à intervenir pour défendre la valeur externe de ce dernier ;
- signes persistants de faiblesse économique (nouveau record du taux de chômage à 4,3 % en juin, recul de 2,0 % de la production industrielle et de 0,6 % des dépenses des ménages en mai).

Le yen a renoué en fin de période avec des niveaux proches de ceux auxquels la Banque de réserve fédérale de New York et la Banque du Japon étaient intervenues à la mi-juin (146,75). Face au deutschmark, la devise japonaise a atteint son plus bas niveau depuis septembre 1991.

---

D'une fin de mois à l'autre, le **dollar** s'est modérément déprécié face à la plupart des devises européennes, perdant 1,4 % face au deutschmark et au franc français et 1,6 % face au franc suisse. Malgré un début de mois marqué par la hausse de la monnaie américaine, en raison des inquiétudes des marchés vis-à-vis de la situation dans certains pays émergents et en Russie, le dollar finit en léger repli face aux devises européennes en raison de plusieurs facteurs :

- amorce de résolution de la crise financière russe (une aide de 22,6 milliards de dollars a été accordée au gouvernement russe par le FMI et la Banque mondiale contre un plan d'austérité) ;
- rebondissements dans l'affaire Lewinsky.

Les divers indicateurs économiques publiés pendant la période n'ont pas modifié la perception dominante de croissance soutenue sans pression inflationniste aux États-Unis.

---

En juillet, le **franc français** est resté stable face aux principales devises du mécanisme de change européen. Il a progressé de 1,4 % face au dollar, pour s'établir en fin de période à 5,9628.

Les indicateurs publiés pendant la période sous revue ont confirmé le retour de la croissance économique. La balance des transactions courantes continue d'afficher de solides excédents (21,07 milliards de francs en avril), la production industrielle progresse à un rythme soutenu (+ 7,5 % en rythme annuel en avril), alors que la consommation des ménages repart fortement (+ 0,2 % en juin, soit + 8,3 % sur un an). L'enquête INSEE menée dans l'industrie a, par ailleurs, révélé une très nette amélioration des perspectives générales de production (indice à + 35 en juillet, contre + 22 en mai, soit son plus haut niveau depuis 3 ans), alors que le chômage continue de refluer et s'établit à 11,8 % en juin.

---

Le **deutschmark** a enregistré de très faibles variations face aux principales devises européennes. Les chiffres publiés ont confirmé la modération de l'inflation allemande : l'indice des prix à la consommation et celui des prix à l'importation se sont inscrits, respectivement, en baisse de 0,1 % et de 0,9 % en juin. La bonne orientation de l'activité allemande a aussi été confirmée par la publication de différents indicateurs : le nombre de demandeurs d'emploi a baissé de 49 000 (cvs), le taux de chômage passant de 10,9 % à 10,5 %, alors que la production industrielle a progressé de 0,9 % en mai.

---

Le **dollar canadien** a atteint ses plus bas niveaux historiques face au dollar, reculant de 2,7 %. Nouvelle victime de la crise financière asiatique, la devise canadienne continue de pâtir de la faiblesse des cours des matières premières, qui constituent une part importante des échanges commerciaux du pays avec le reste du monde. En outre, la maîtrise de l'inflation et le ralentissement de l'activité au Canada rendent délicate une hausse des taux d'intérêt, qui sont actuellement à un niveau sensiblement inférieur aux taux prévalant aux États-Unis.

---

La **livre sterling** s'est sensiblement dépréciée face au deutschmark (- 3,38 %), passant nettement en dessous de 3 deutschmarks. La devise britannique a, en effet, subi les effets du ralentissement économique patents dans les derniers indicateurs et études économiques publiés pendant le mois de juillet. Ces études suggérant, selon certains analystes, une stagflation au Royaume-Uni ont rendu incertaines les prochaines décisions du Comité de politique monétaire et persuadé certains opérateurs que la Banque d'Angleterre pourrait renoncer à relever ses taux. Ces anticipations ont incité plusieurs fonds et banques d'investissement à se défaire massivement des livres sterling qu'il détenaient. La devise britannique a néanmoins réussi à se stabiliser autour de 2,90 deutschmarks à la faveur des propos du gouvernement, qui a écarté toute idée de dévaluation de la livre sterling, afin d'atténuer les difficultés rencontrées par les industriels britanniques à l'exportation.

---

Le **dollar australien** s'est légèrement déprécié sur la période, passant de 0,62 dollar des États-Unis à 0,6070. Le recul du yen, la faiblesse persistante du prix des matières premières, et de l'or en particulier, ont en effet nettement pesé sur le cours de la devise australienne.

---

Le **franc suisse** a enregistré des variations limitées face au deutschmark. Il n'a que très peu bénéficié de l'intensification des crises financières dans certains pays émergents (Russie, Afrique du Sud). En effet, de nombreux fonds spéculatifs ont financé leurs positions longues en dollar en vendant

du franc suisse : compte tenu des bas rendements offerts mais aussi d'une assez forte exposition aux risques internationaux du système bancaire helvétique, le franc suisse tend à perdre sa fonction traditionnelle de monnaie refuge.

---

La **drachme** s'est raffermie face aux devises européennes (+ 1,4 %), à la suite de la publication d'indicateurs faisant état d'une décélération de l'inflation (5,2 % en juin sur un an). Cette bonne tenue de la devise grecque a permis à la Banque centrale de réduire de 75 points de base son taux d'intervention le 8 juillet.

---

Le cours de la **couronne norvégienne** ne s'est que très peu raffermi face aux devises européennes, en dépit du relèvement de 50 points de base, en début de mois, des taux d'intervention de la Banque de Norvège. Ce durcissement monétaire a été rendu nécessaire par le creusement du déficit des comptes extérieurs norvégiens avec la baisse du cours du pétrole.

En liaison avec les perspectives de résolution de la crise financière russe et dans un contexte de ralentissement de l'inflation, le **zloty polonais** et la **couronne tchèque** ont été bien orientés en fin de période. Le **rouble** a, quant à lui, vu ses marges de fluctuations autorisées élargies au plus fort du mouvement de défiance des investisseurs étrangers qui a particulièrement affecté la Bourse moscovite.

---

Malgré le très fort recul du yen, plusieurs devises asiatiques se sont plutôt bien comportées pendant le mois de juillet. La **roupie indonésienne**, en particulier, a gagné plus de 15 %, en liaison avec le déblocage de nouvelles aides internationales par le FMI (6 milliards de dollars) et le groupe consultatif pour l'Indonésie (7,9 milliards de dollars), passant de plus de 15 000 unités pour 1 dollar à environ 13 000 unités en fin de période.

---

Après les importantes attaques subies à la fin du mois de juin et qui ont culminé le 6 juillet (USD/ZAR à 6,76), le **rand sud-africain** s'est stabilisé légèrement en dessous de 6,20 unités pour 1 dollar. Des informations encourageantes émanant du FMI sur la situation économique du pays et la confirmation de la notation de la dette sud-africaine par l'agence Duff & Phelps ont, en effet, permis au rand de regagner une partie du terrain qu'il avait cédée.

## COURS DE CHANGE À PARIS

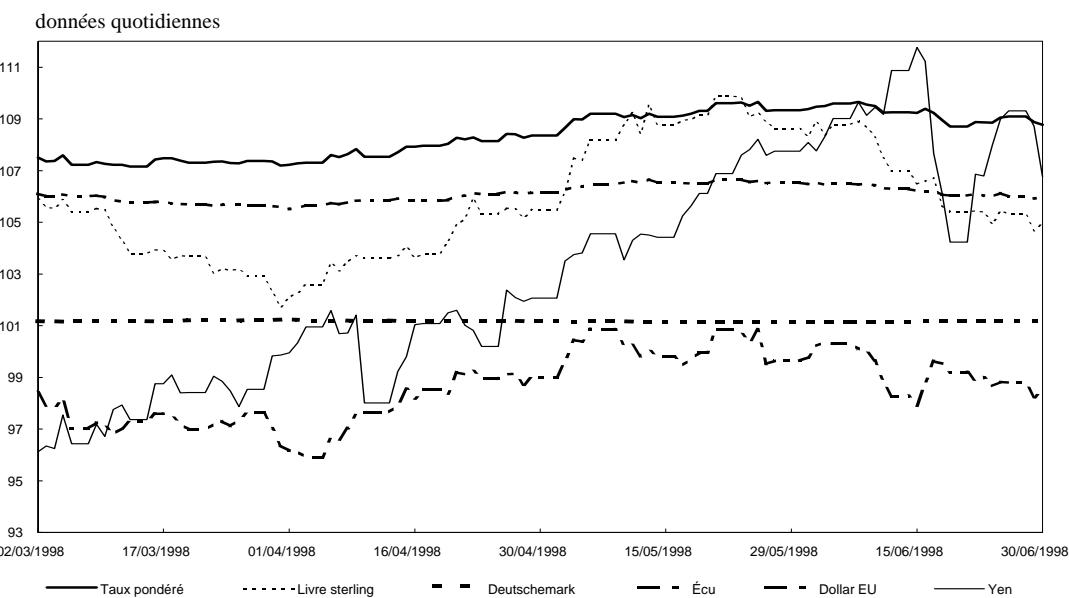
*(en francs)*

Principales monnaies étrangères à Paris		30 juin 1998	31 juillet 1998	Variation (en pourcentage)
États-Unis .....	1 USD	6,0504	5,9628	- 1,45
Écu privé.....	1 XEU	6,6405	6,608	- 0,49
Allemagne.....	100 DEM	335,2	335,27	0,02
Belgique.....	100 BEF	16,2535	16,2585	0,03
Pays-Bas .....	100 NLG	297,35	297,335	- 0,01
Danemark .....	100 DKK	88,01	87,975	- 0,04
Espagne .....	100 ESP	3,949	3,948	- 0,03
Portugal .....	100 PTE	3,275	3,275	0
Irlande.....	1 IEP	8,4415	8,4235	- 0,21
Royaume-Uni .....	1 GBP	10,091	9,7625	- 3,26
Italie.....	1 000 ITL	3,4025	3,398	- 0,13
Grèce.....	100 GRD	1,988	2,0165	1,43
Suède .....	100 SEK	75,9	75,275	- 0,82
Finlande .....	100 FIM	110,29	110,33	0,04
Autriche .....	100 ATS	47,645	47,649	0,01
Norvège .....	100 NOK	78,91	79,02	0,14
Suisse.....	100 CHF	398,45	399,65	0,30
Japon.....	100 JPY	4,3553	4,13335	- 5,10

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

Mise à jour le 31 juillet 1998

## TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS Base 100 en 1988



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.

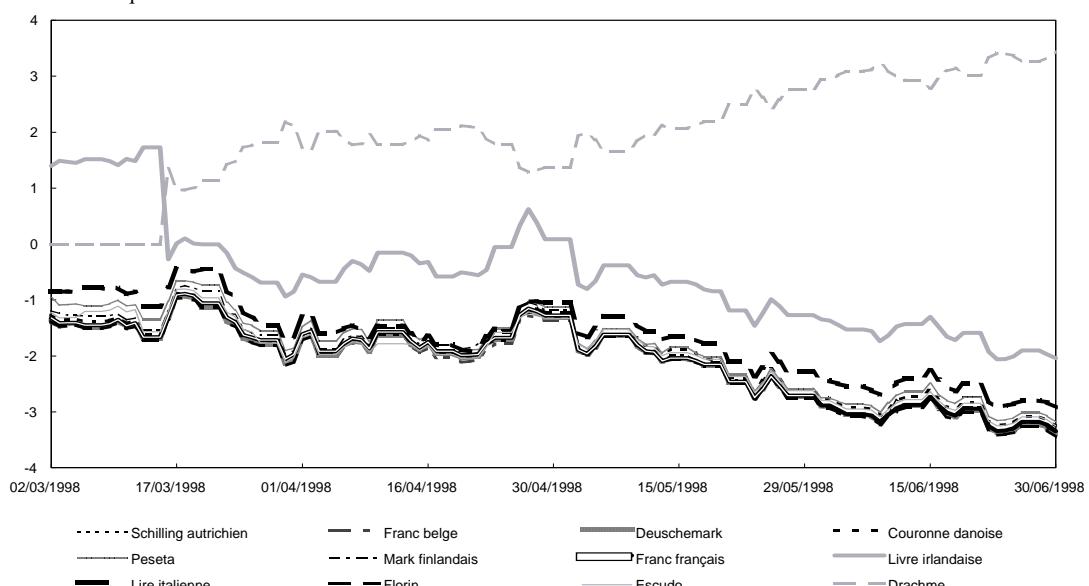
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

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

Mise à jour le 4 août 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.

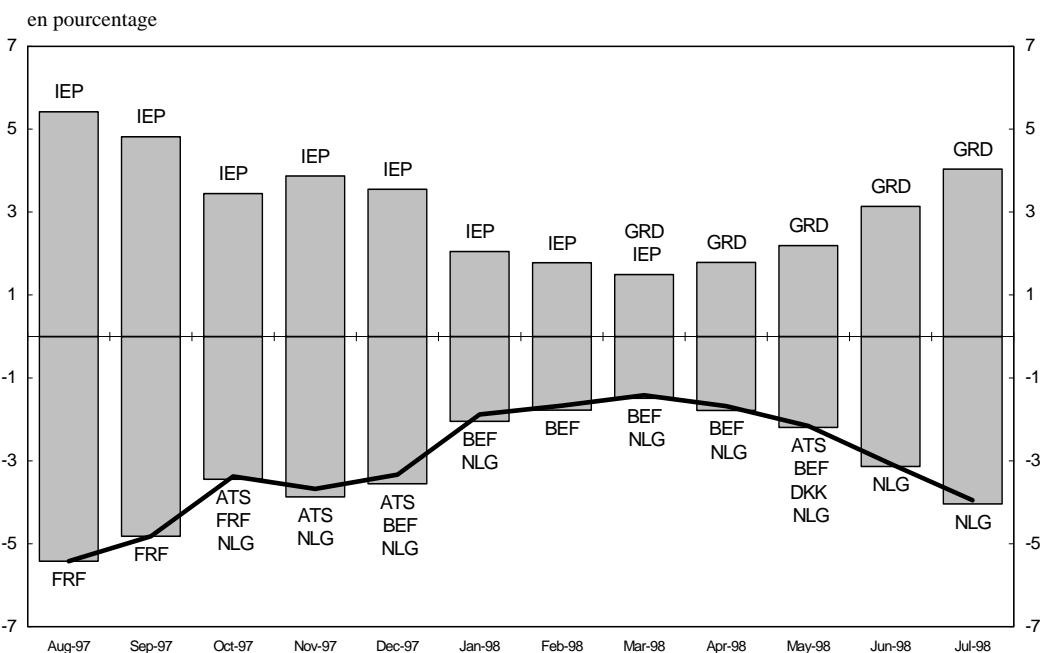
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 août 1998

Depuis fin juin, la situation des monnaies au sein du mécanisme de change européen a peu varié. La drachme est demeurée en tête du système, la livre irlandaise venant toujours en deuxième position. Le franc français est resté situé au-dessus du deutschmark, du florin et du franc belge.

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

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

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 août 1998

À l'intérieur de la bande communautaire, la drachme a enregistré en juillet l'écart positif moyen le plus important. Cette monnaie est restée durant toute la période en opposition avec le florin. Globalement, l'écart a continué de s'accroître.

## TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

(en pourcentage)

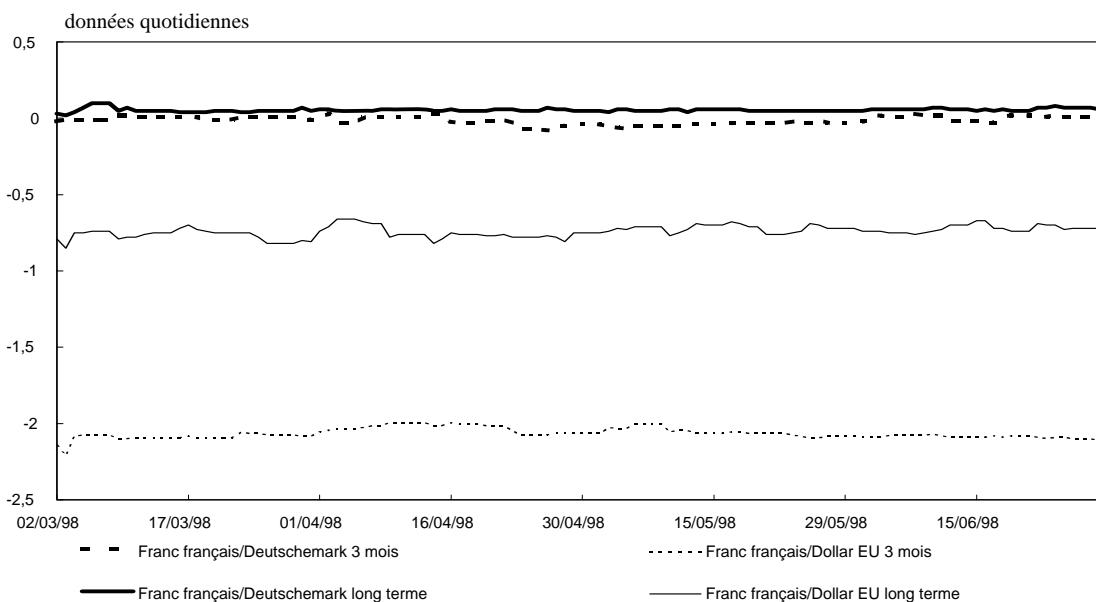
	1 mois		3 mois	
	30 juin 1998	31 juillet 1998	30 juin 1998	31 juillet 1998
Dollar.....	5,58	5,59	5,63	5,61
Livre sterling .....	7,52	7,50	7,775	7,7
Deutschemark .....	3,44	3,43	3,5	3,48
Franc suisse .....	2,12	1,75	2,12	1,9
Franc français .....	3,45	3,45	3,51	3,51

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 31 juillet 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 4 août 1998

En juin, l'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne est demeuré pratiquement nul, les taux ayant peu évolué dans les deux pays. De même, l'écart négatif entre taux français et américains est resté stable.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart de taux entre la France et l'Allemagne a très légèrement progressé, la baisse des taux allemands ayant été un peu plus accentuée que celle des taux français. L'écart négatif entre taux français et américains, de son côté, a peu varié d'une fin de période à l'autre, au terme d'une évolution irrégulière.

## 4.2. Le marché de l'or

Le prix de l'once d'**or** a sensiblement baissé durant le mois de juillet. De 296,30 dollars le 30 juin, les prix internationaux de l'or sont passés à 288,85 dollars le 31 juillet. L'annonce faite par la Banque centrale européenne que l'or constituera 15 % de ses réserves n'a pas suffi à rassurer le marché, les opérateurs estimant manquer encore d'assurances quant à l'utilisation que feront les banques centrales nationales de leurs réserves propres en métal précieux. En effet, ce pourcentage a été perçu par le marché comme un aspect partiel du problème, la quantité d'or transmis dépendant du cours de réévaluation commun choisi.

Le cours de l'or a, par ailleurs, été fortement influencé par les turbulences sur le marché des devises, et en particulier du yen. La faiblesse de ce dernier et des autres devises asiatiques face au dollar, en augmentant le prix de l'or dans ces monnaies, a été perçue comme un facteur pouvant décourager la demande locale. De plus, les achats des bijoutiers européens, qui avaient ralenti la baisse du cours du métal fin ces derniers mois, fléchissent durant la période estivale. Enfin, des ventes de producteurs et de fonds de placement en fin de mois ont contribué à la baisse du prix de l'once.

COURS DE L'OR			
	30 juin 1998	31 juillet 1998	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français) <i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	57 800,00	55 700,00	- 3,63
Lingot (le kg).....	58 400,00	56 150,00	- 3,85
<i>Pièces</i>			
Napoléon .....	330,00	322,00	- 2,42
Vreneli .....	331,00	323,00	- 2,42
Union latine .....	331,00	323,00	- 2,42
Souverain.....	445,00	444,00	- 0,22
20 dollars .....	2 755,00	2 740,00	- 0,54
Peso mexicain.....	2 150,00	2 075,00	- 3,49
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	296,30	288,85	- 2,51
Source et réalisation :Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31	Mise à jour le 31 juillet 1998		

# 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

Au cours du mois de juillet, les taux français se sont détendus sur toutes les échéances. Cette évolution a été particulièrement sensible sur le marché obligataire, où le rendement de l'emprunt d'État français à 10 ans a atteint de nouveaux plus bas niveaux historiques, ressortant à 4,74 % le 31 juillet.

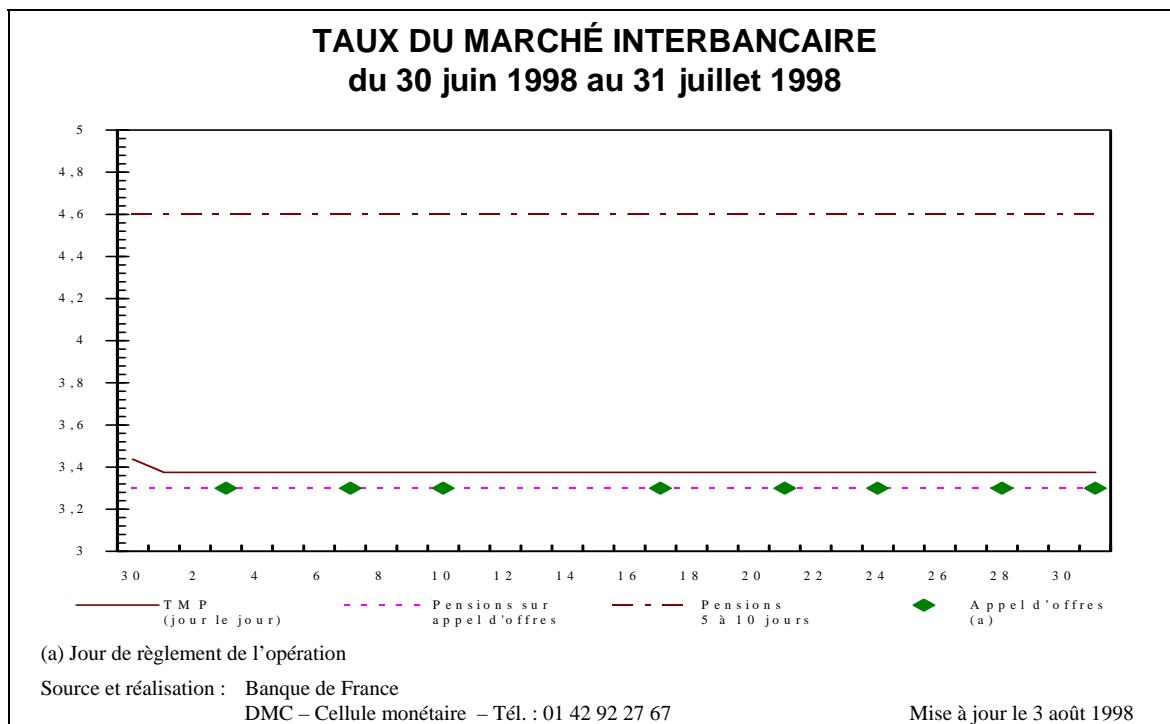
Sur le compartiment court, la baisse des taux s'est produite durant la première semaine du mois de juillet. En France, comme à l'étranger, les intervenants ont tiré les conséquences des évolutions économiques en Asie du Sud-Est, et notamment au Japon. Ainsi, un consensus s'est affirmé pour n'envisager une sortie de crise de cette zone géographique qu'à moyen terme, tandis que l'anticipation d'effets sensibles sur la croissance européenne était alimentée par la publication de plusieurs indicateurs reflétant l'insuffisant dynamisme du commerce international. En revanche, le scénario de convergence des taux courts au sein de la zone euro, qui suscitait des anticipations parfois diversifiées au cours des deux mois précédents, n'a que peu mobilisé les acteurs du marché. Ainsi, durant la seconde moitié du mois de juillet, les opérateurs n'ont pas modifié leurs anticipations.

Sur le compartiment long, les taux se sont nettement détendus. Le rendement de l'emprunt phare à 10 ans a franchi plusieurs fois son plus bas niveau historique, passant de 4,83 % le 30 juin à 4,74 % le 31 juillet. Au cours de la première quinzaine, les facteurs de soutien ont été les mêmes que sur le compartiment court. Durant la seconde quinzaine, le marché obligataire a moins progressé, bénéficiant toutefois d'un afflux de liquidité en provenance du marché boursier. La discussion budgétaire n'a pas eu d'incidence marquante sur ce compartiment du marché.

Sur les autres marchés européens, les évolutions ont été comparables à celles du marché français. Les écarts de taux entre la France d'une part, l'Espagne et l'Italie d'autre part, sont restés globalement stables. En revanche, l'écart de taux avec le marché britannique a fluctué sensiblement au cours du mois, les opérateurs s'étant montrés partagés entre d'un côté la crainte de nouvelles tensions inflationnistes et de l'autre les signes manifestes d'un ralentissement de la croissance outre-Manche.

Enfin, l'écart de taux entre la France et les États-Unis sur l'emprunt phare à 10 ans s'est élargi d'une quinzaine de points de base, le marché obligataire américain réagissant négativement à la volatilité du dollar contre yen et à des statistiques attestant d'une activité toujours soutenue.

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



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

Les réserves obligatoires constituées au cours de la période allant du 16 mai au 15 juin se sont établies à 21,7 milliards de francs (dont 16,4 milliards sous forme d'encaisses en billets) pour une moyenne requise de 21,3 milliards.

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

(en milliards de francs)

	Juin 1998	Juillet 1998	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	- 260,0	- 267,9	- 7,9
RÉSERVES OBLIGATOIRES (a) .....	- 6,6	- 5,8	0,8
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	189,8	194,6	4,8
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU			
AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	8,5	8,2	- 0,3
DIVERS .....	- 4,7	- 2,1	2,6
<b>TOTAL .....</b>	<b>- 73,0</b>	<b>- 73,0</b>	<b>0,0</b>
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres .....	44,2	41,7	- 2,5
– Autres pensions .....	15,5	18,1	2,6
– Bons du Trésor achetés ferme .....	17,8	17,9	0,1
– Opérations d'escompte net .....	0,0	0,0	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	- 4,5	- 4,7	- 0,2
<b>TOTAL .....</b>	<b>73,0</b>	<b>73,0</b>	<b>0,0</b>

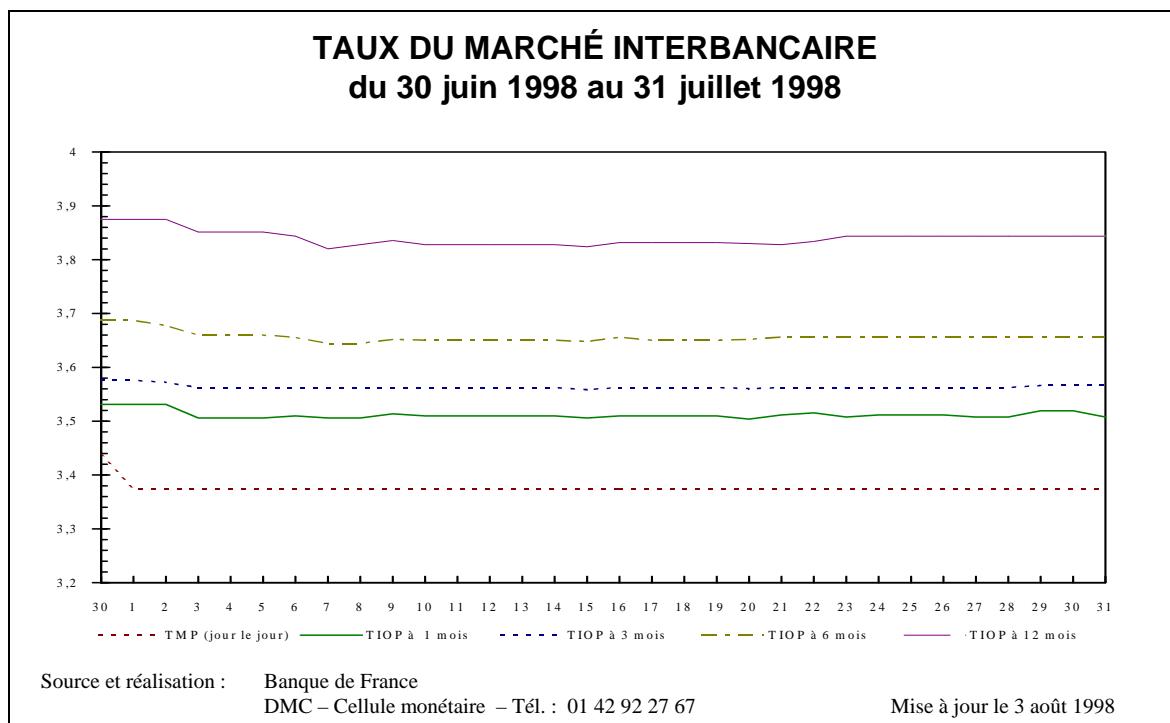
NB : Les facteurs précédés du signe négatif agissent dans le sens d'une diminution de la liquidité.

(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 août 1998

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



Les taux du marché interbancaire se sont détendus sur l'ensemble des échéances, le mouvement étant plus prononcé sur la première quinzaine que sur la seconde.

Au cours de la première quinzaine, la détente des taux courts a été franche et régulière. Elle semble moins liée à une modification des anticipations du scénario de convergence des taux courts des pays de la zone euro qu'à un effet direct de la crise asiatique sur la partie courte de la courbe des taux. En effet, l'impact de la crise s'inscrit désormais dans les différentes statistiques du commerce extérieur des pays occidentaux, leurs exportations à destination du Sud-Est asiatique se réduisant sous l'effet d'une contraction de la demande interne dans ces pays. Dès lors, un resserrement de la politique monétaire semble moins nécessaire aux yeux des opérateurs. Une telle analyse est accréditée par :

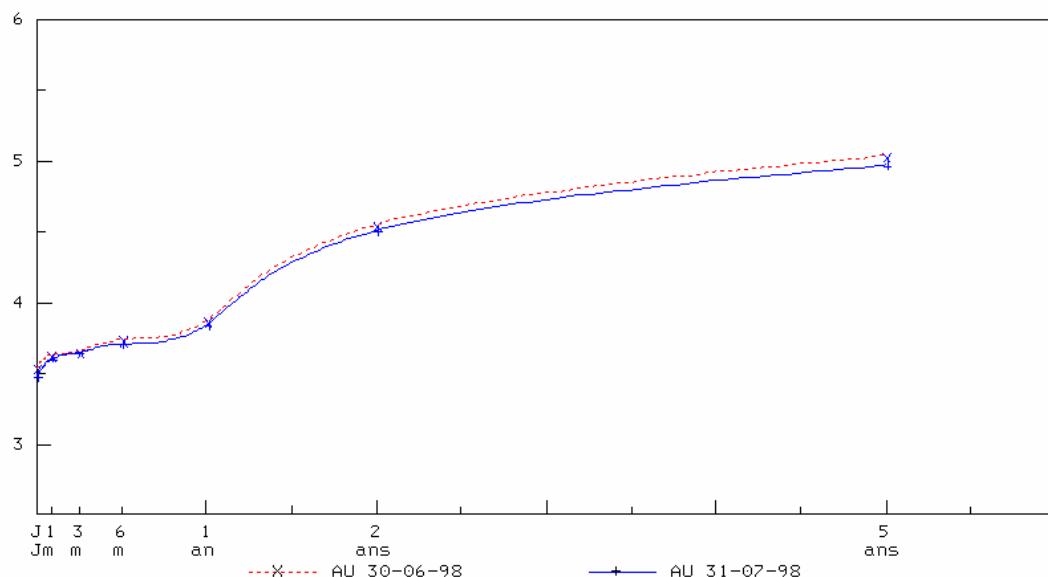
- les déclarations de plusieurs banquiers centraux des pays du cœur de la future zone euro, jugeant peu probable une hausse significative des taux d'intérêt dans les prochains mois, certains anticipant même un ralentissement du rythme de croissance ;
- des statistiques d'inflation toujours favorablement orientées (1,0 % en glissement annuel en juin en France et 1,2 % en Allemagne) ;
- les difficultés économiques persistantes du Japon, et notamment les incertitudes relatives à la politique fiscale.

## ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	30 juin 1997	31 juillet 1997	Variation
TIOP à 1 mois .....	3,53125	3,50781	- 0,02344
TIOP à 3 mois .....	3,57617	3,56640	- 0,00977
TIOP à 6 mois .....	3,68750	3,65625	- 0,03125
TIOP à 1 an .....	3,87500	3,84375	- 0,03125
Taux à 2 ans .....	4,55000	4,51000	- 0,04000
Taux à 5 ans .....	5,04000	4,97000	- 0,07000

À l'opposé, les informations internes à la zone euro expliquent la stabilisation des taux interbancaires au cours de la seconde quinzaine. Plusieurs indicateurs ont confirmé le contexte macroéconomique globalement positif, notamment en France (enquête INSEE auprès des industriels, et nouvelle baisse du chômage au mois de juin) et en Allemagne (progression de la confiance des consommateurs). L'accélération de la croissance monétaire en Europe (6,5 % en avril en rythme annuel pour l'agrégrat M3H publié par la Banque centrale européenne) a suscité quelques inquiétudes, à l'approche des réunions du Conseil de la politique monétaire de la Banque de France et du Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne du 23 juillet. Le maintien des taux directeurs français et allemands à leurs niveaux actuels a, toutefois, permis d'apaiser cette tension passagère.

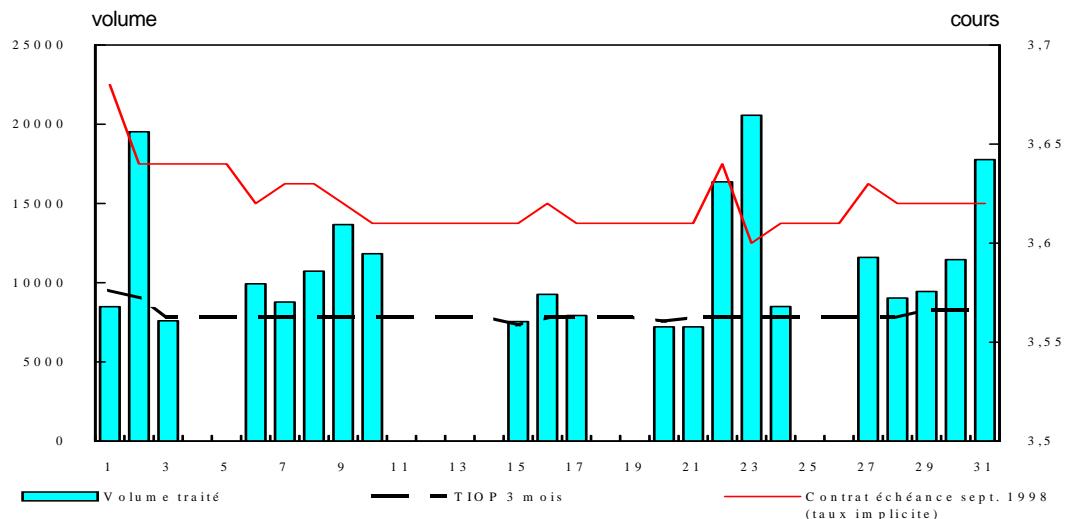
## STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels



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

Mise à jour le 3 août 1998

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



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

Mise à jour le 3 août 1998

Cette analyse peut être affinée en observant l'évolution des taux implicites des contrats Pibor. Globalement proche de celle des taux 3 mois au comptant, elle accuse une amplitude plus marquée sur les deux premières échéances. La très légère remontée des taux implicites des contrats décembre 1998 (3,83 % au 31 juillet, après un plus bas niveau à 3,80 % le 20 juillet 1998) illustre l'influence des évolutions économiques propres à la zone euro.

Sur le Matif, les volumes enregistrés ont été plus faibles que les mois précédents, en liaison avec la baisse saisonnière d'activité constatée sur l'ensemble des marchés de capitaux.

### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

#### *Adjudications*

Au cours du mois de juillet, le Trésor a procédé à l'adjudication de 195,9 milliards de francs de bons du Trésor (160,9 milliards de francs de BTF et 35 milliards de francs de BTAN).

L'encours total de bons du Trésor en circulation s'élevait au 31 juillet à 1 343,6 milliards de francs, contre 1 306 milliards le mois précédent. Le montant des bons en écus est passé de 18,2 milliards d'écus le 30 juin à 14,8 milliards le 31 juillet.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXE									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis-sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuariel annuel moyen	Taux inter-bancaire (f)
					(d)				
6 juillet 1998	BTF	13 sem.	58 600	14 002	0	3,40	3,40	3,49	3,66
6 juillet 1998	BTF	46 sem.	24 150	4 004	0	3,66	3,66	3,72	3,78
15 juillet 1998	BTF	13 sem.	51 517	15 688	678	3,40	3,41	3,50	3,66
15 juillet 1998	BTF	45 sem.	19 350	4 020	16	3,66	3,70	3,72	3,74
16 juillet 1998	BTAN 4,00 %	2 ans	26 400	7 673	823	100,01	100,00	3,99	4,50
16 juillet 1998	BTAN 4,50 %	5 ans	23 950	8 424	494	100,44	100,32	4,40	4,87
16 juillet 1998	BTAN 4,00 %	2 ans	1 805	388	20	99,77	99,64	4,12	4,50
16 juillet 1998	BTAN 4,50 %	5 ans	1 785	390	4	100,24	100,14	4,44	4,87
20 juillet 1998	BTF	13 sem.	56 700	18 172	168	3,40	3,41	3,50	3,69
20 juillet 1998	BTF	28 sem.	23 000	5 217	214	3,52	3,52	3,59	3,77
20 juillet 1998	BTF	6 sem.	32 993	6 351	444	3,35	3,40	3,45	3,61
20 juillet 1998	BTF	13 sem.	53 609	22 939	2 683	3,42	3,44	3,52	3,66

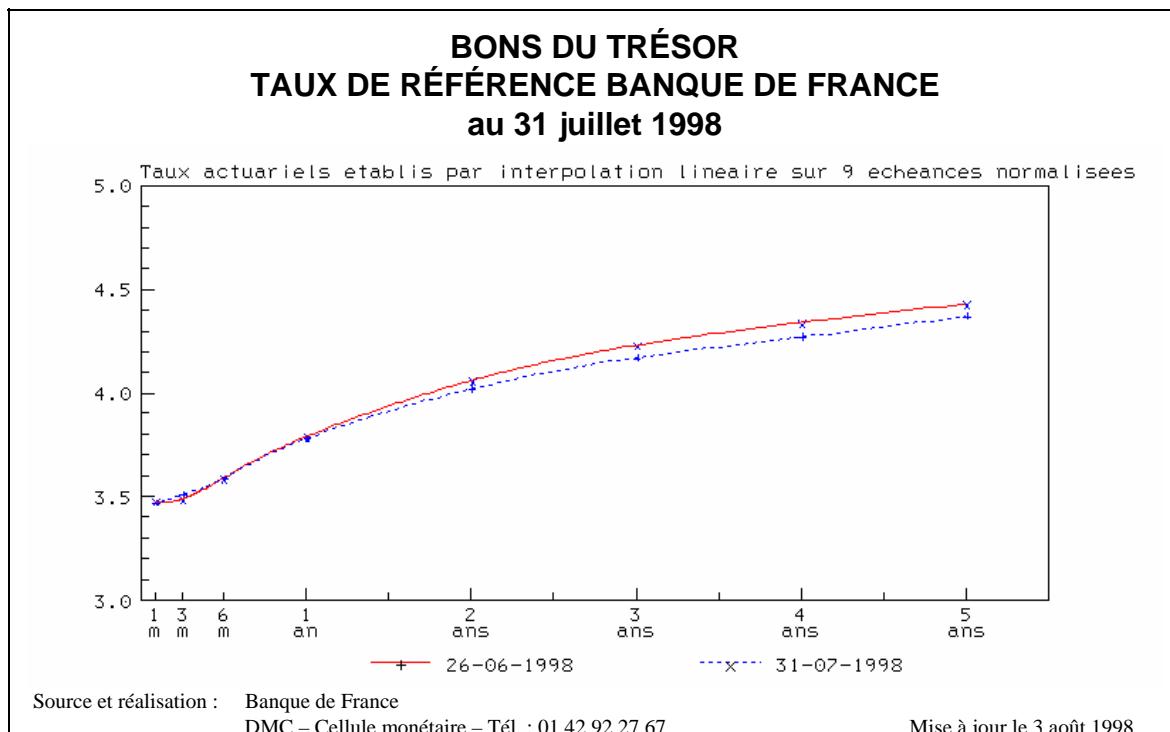
(a) Date d'adjudication  
(b) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés ; BTAN : Bons du Trésor à intérêts annuels  
(c) En millions de francs ou en millions d'écus pour les bons émis en écus  
(d) Montants additionnels au taux moyen réservé aux spécialistes en valeurs du Trésor (adjudications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

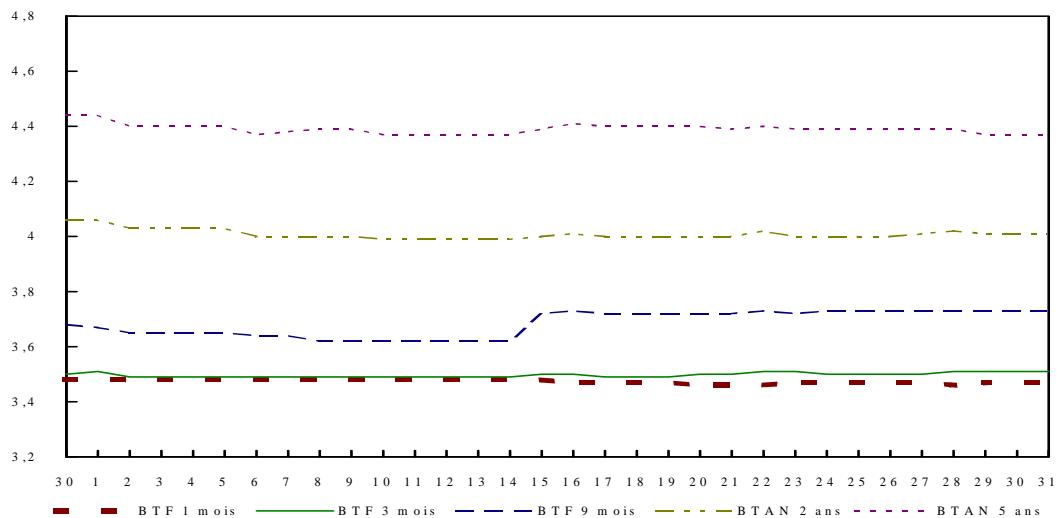
Mise à jour le 3 août 1998

Entre les dernières adjudications des mois de juin et de juillet, les taux à l'émission se sont détendus (4 points de base) sur les BTF 28 semaines (de 3,63 % à 3,59 %). Le mouvement de baisse est plus marqué en ce qui concerne les BTAN 5 ans, puisqu'il atteint 7 points de base (de 4,51 % à 4,44 %).

### Marché secondaire



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



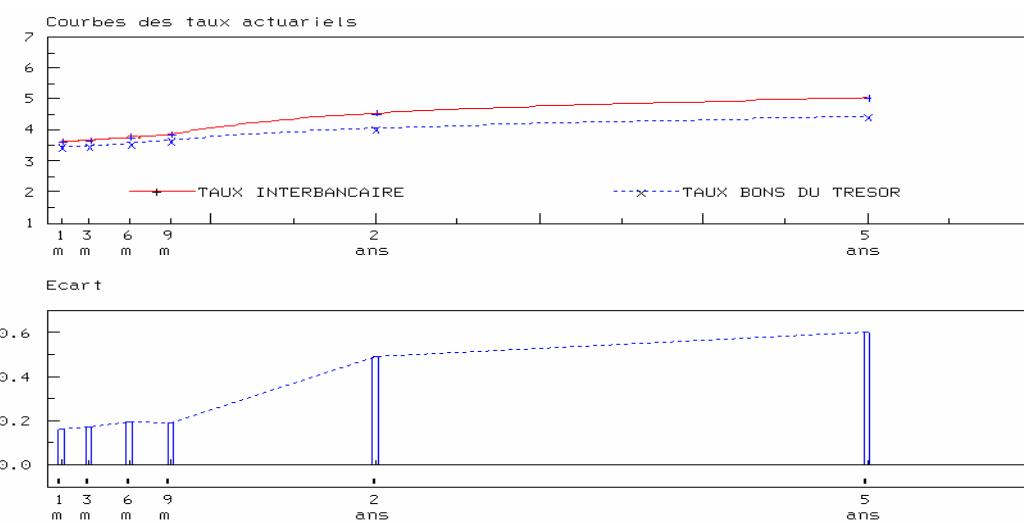
NB : Le mouvement observé sur la série BTF 9 mois en milieu de période correspond à un changement de référence (substitution du BTF 27 mai 1999 au BTF 25 février 1999)

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

Mise à jour le 3 août 1998

La courbe des rendements des bons du Trésor s'est caractérisée par un mouvement d'aplatissement. Le rendement du BTAN à 5 ans a reculé de 7 points de base dans le sillage de la détente des taux sur les marchés obligataires, alors que les rendements sur les maturités inférieures à 1 an n'ont quasiment pas varié en raison de la stabilisation des premières échéances des contrats Pibor.

## COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR ET MARCHÉ INTERBANCAIRE au 31 juillet 1998



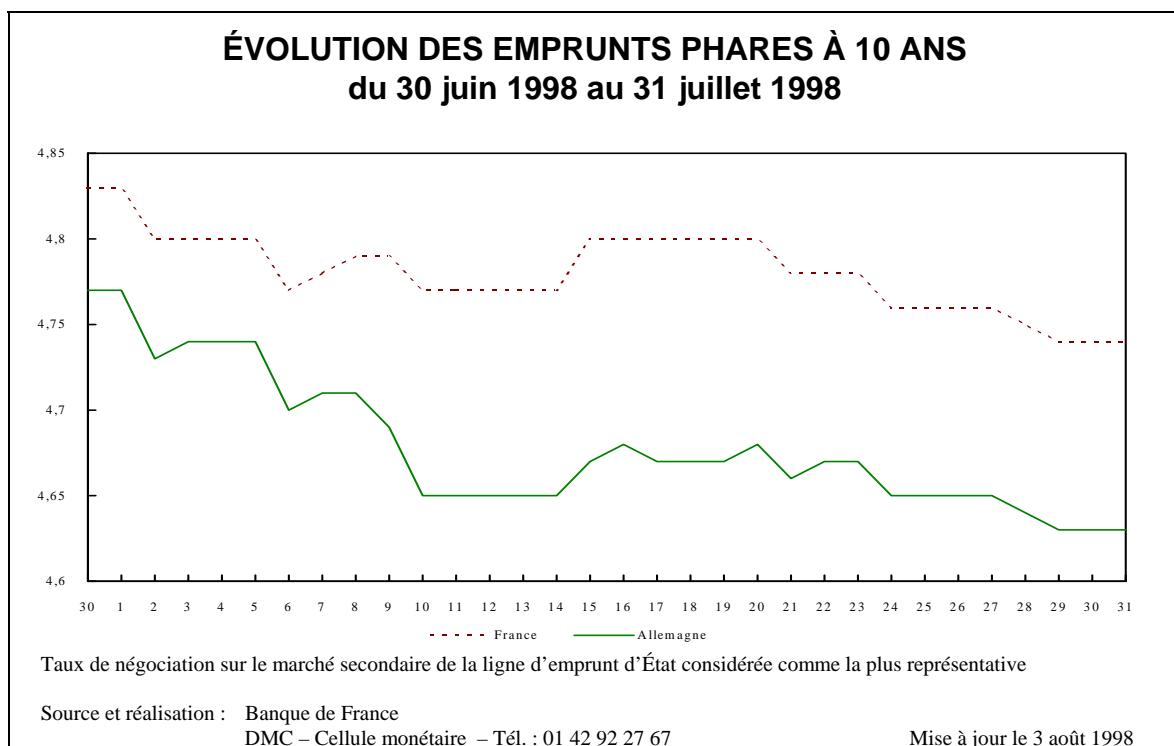
Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 3 août 1998

La hiérarchie des écarts entre les rendements des bons du Trésor et les taux du marché interbancaire n'enregistre pas de variations notables d'un mois à l'autre.

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

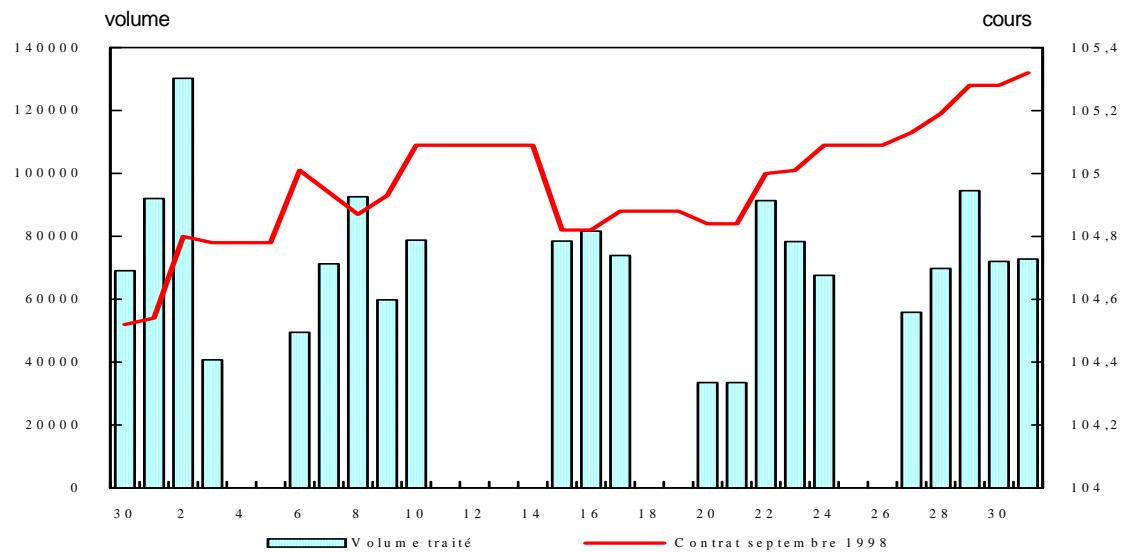
Au cours du mois de juillet, les rendements obligataires ont atteint de nouveaux plus bas niveaux historiques, le taux de l'emprunt phare français se détendant de 11 points de base, pour se fixer à 4,74 % en fin de période. Cette évolution est intervenue dans un contexte international favorable aux marchés de taux longs : les incertitudes liées à la situation des économies japonaise et russe, ainsi que l'impact attendu de la crise asiatique sur les économies occidentales, ont constitué des facteurs de soutien aux marchés obligataires.



L'Europe a plus particulièrement bénéficié de ce repli de rendements, comme l'illustre l'élargissement de l'écart de taux à 10 ans États-Unis-France, passé de 67 points de base à 85 points de base.

Au sein de la future zone euro, les performances ont également été différencieres. L'écart de taux à 10 ans France-Allemagne s'est légèrement accentué, pour atteindre 11 points de base (contre 6 points de base précédemment). Ce mouvement a pu être observé concomitamment à l'émission, en milieu de mois, d'un nouvel emprunt phare allemand.

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



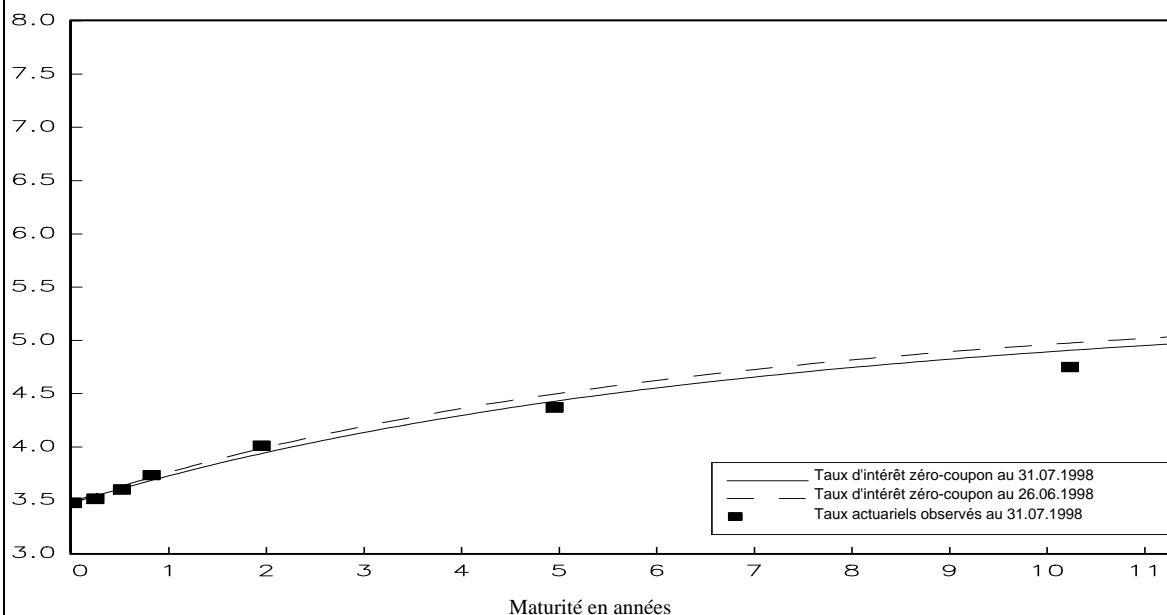
Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 3 août 1998

Le cours du contrat notionnel échéance septembre affiche une nette progression sur la période, pour atteindre en fin de mois un niveau de 105,33.

Toutes échéances confondues, la moyenne quotidienne des échanges sur contrats notionnels s'est élevée à 75 600 lots au mois de juillet. La position ouverte se monte à 135 000 lots au 31 juillet, soit une progression mensuelle de 8 %.

## TAUX D'INTÉRÊT ZÉRO-COUPON ET TAUX ACTUARIELS



NB : 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 5 août 1998

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

(arrêtée au 10 août)

Au début du mois d'août, les taux d'intérêt ont poursuivi leur détente.

Sur le compartiment court, les opérateurs semblent avoir revu à la baisse leurs anticipations de hausse des taux d'ici à la fin de l'année. Cette révision s'est opérée dans le sillage de différentes publications, notamment les statistiques d'inflation en France ( $-0,4\%$  en juillet et  $+0,9\%$  sur un an) et en Allemagne, ainsi que les données sur l'activité en Allemagne (poursuite du recul des commandes à l'industrie en juin).

Sur le compartiment long, la détente a été sensible, le rendement de l'emprunt phare à 10 ans ressortant le 7 août à  $4,65\%$ , prolongeant, voire renforçant, les évolutions observées en juillet.

## 5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est élevé à 1 284,7 milliards de francs à la fin du mois de juillet, contre 1 316,5 milliards à fin juin. Cette baisse a pour origine la diminution de l'encours des certificats de dépôt, qui recule de 27,9 milliards de francs, de celui des billets de trésorerie, qui perd 6,3 milliards, et de celui des bons à moyen terme négociables, qui régresse de 1,8 milliard. À l'inverse, l'encours des bons des institutions et sociétés financières progresse de 4,2 milliards de francs.

Sur l'ensemble des titres émis à moins de 1 an, une grande stabilité a été constatée en même temps qu'un léger rallongement dans la durée des émissions. Sur le marché des BMTN, les taux ont enregistré un net repli, en liaison avec la baisse des taux observée sur le marché obligataire.

Dans un contexte caractérisé par une nouvelle baisse des taux d'intérêt à long terme, le montant des émissions obligataires réglées en juillet a légèrement reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte, essentiellement, d'une diminution de la demande de capitaux sur le marché international, malgré l'arrivée de nombreux nouveaux émetteurs non résidents.

### 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 597,9 milliards de francs le 31 juillet, contre 625,8 milliards le 26 juin et 653,5 milliards le 29 mai.

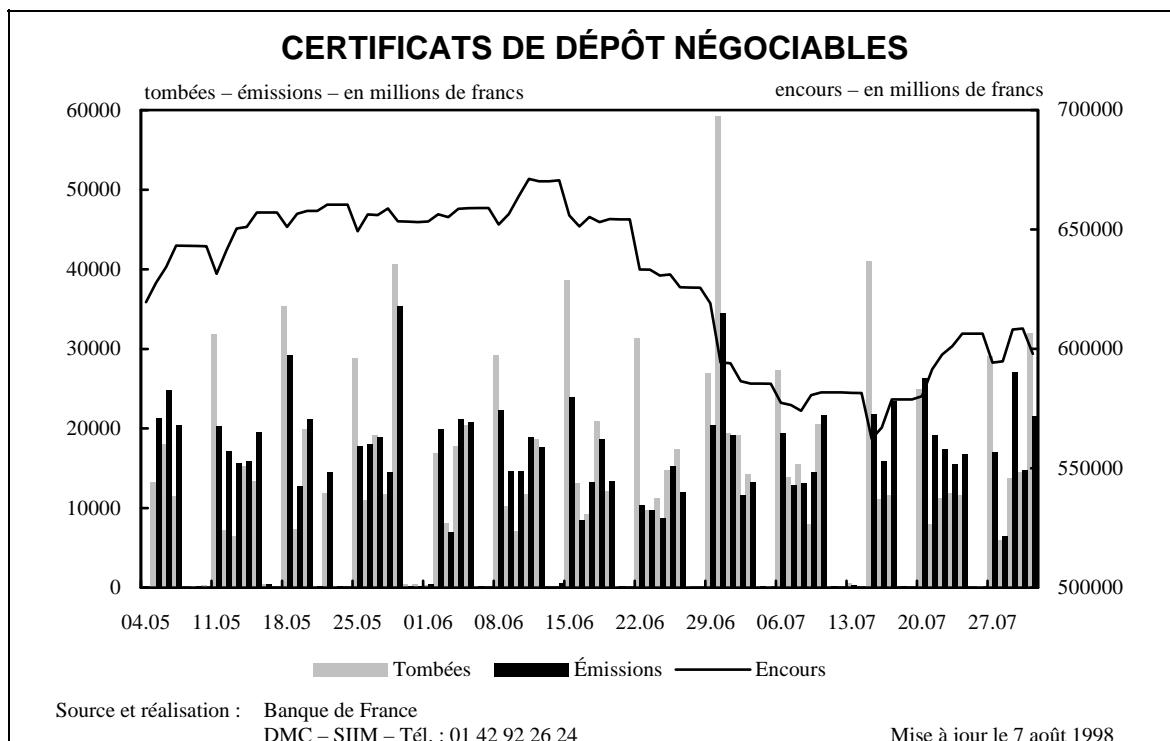
Les émissions réalisées au cours du mois de juillet ont atteint 425,3 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 292,9 milliards en juin et 454,1 milliards en mai (respectivement 453,1 milliards, contre 320,6 milliards et 422,7 milliards, pour les tombées).

Onze émetteurs ont augmenté leur encours de 1 milliard de francs ou plus au cours du mois sous revue : le Crédit lyonnais (2,6 milliards), Sovac (2,3 milliards), la Caisse des dépôts et consignations (2,2 milliards), BRED-Banque populaire (2,1 milliards), la Banque Worms et le Crédit du Nord (1,6 milliard chacun), le Crédit commercial de France (1,5 milliard), la Caisse régionale de crédit agricole du Finistère (1,3 milliard), le Crédit industriel et commercial ainsi que la Banque d'Orsay (1,2 milliard chacun) et Électro Banque (1 milliard). Dans le même temps, l'encours de dix-huit établissements a diminué de plus de 1 milliard de francs, les baisses les plus conséquentes, supérieures à 2 milliards de francs, concernent ING Bank NV-ING Barings (10,5 milliards), la Caisse nationale de crédit agricole (5,1 milliards), la Banque CPR (4,1 milliards), la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (3,3 milliards), la Deutsche Bank (2,7 milliards), la Caisse centrale du crédit mutuel (2,5 milliards) et Kredietbank (2,3 milliards).

La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteur* est demeurée très proche de celle des deux mois précédents. Les établissements de crédit ont recueilli 31,6 % du montant total d'émission, contre 30,0 % pour le mois de juin, précédant les sociétés et entreprises individuelles (23,0 %, contre 25,2 %), les OPCVM (21,8 %, contre 21,2 %) et les assurances, caisses de retraite et mutuelles (17,6 %, contre 15,7 %).

La ventilation des opérations, selon les durées à l'émission, traduit un léger allongement des maturités par rapport au mois de juin. La part des émissions d'une durée initiale comprise entre dix jours et un mois recule de 9 points, avec 21,7 % du total, contre 30,7 % précédemment. Cette diminution s'effectue au profit des trois autres tranches : la plage comprise entre un mois et trois mois a recueilli 46,8 % du montant global d'émission (contre 41,7 %), les opérations d'une durée initiale supérieure à trois mois et inférieure à six mois ont représenté 27,9 % (contre 25,3 %) et celles se rapportant à la maturité supérieure à six mois ont recueilli 3,6 % (contre 2,3 % en juin).

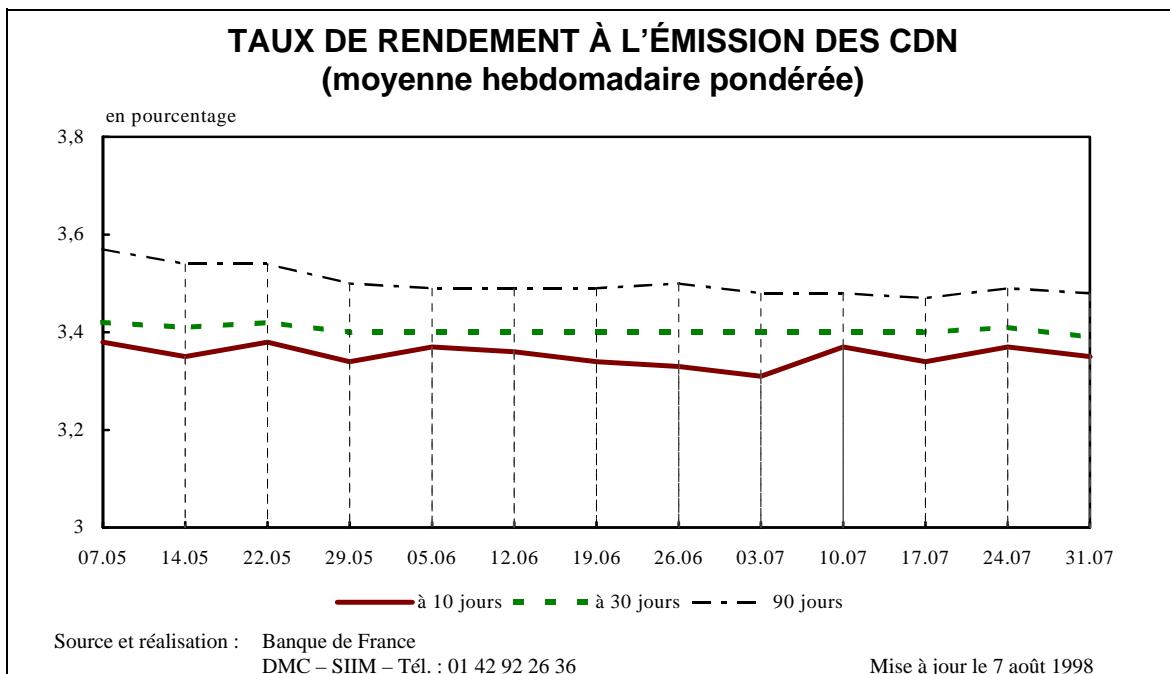
Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	92,3	21,7
De 1 mois à moins de 3 mois .....	198,9	46,8
De 3 mois à moins de 6 mois .....	118,5	27,9
De 6 mois à 1 an .....	15,6	3,6
<b>Total .....</b>	<b>425,3</b>	<b>100,0</b>



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 302 le 31 juillet, contre 307 le 26 juin et 309 le 29 mai.

Les taux à l'émission sont restés à des niveaux très proches de ceux du mois de juin pour la totalité des échéances.

	TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN				
	(en pourcentage)				
	29 juin au 3 juillet	6 au 10 juillet	13 au 17 juillet	20 au 24 juillet	27 au 31 juillet
Certificats à 10 jours (moyenne).....	3,37	3,37	3,34	3,37	3,35
Certificats à 30 jours (moyenne).....	3,40	3,40	3,40	3,41	3,39
Certificats à 90 jours (moyenne).....	3,48	3,48	3,47	3,49	3,48
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas).....	3,05	2,95	2,95	3,01	3,00
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,44	3,44	3,43	3,43	3,43
TIOP à 1 mois (plus bas).....	3,51	3,51	3,51	3,50	3,51
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,53	3,51	3,51	3,52	3,52



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

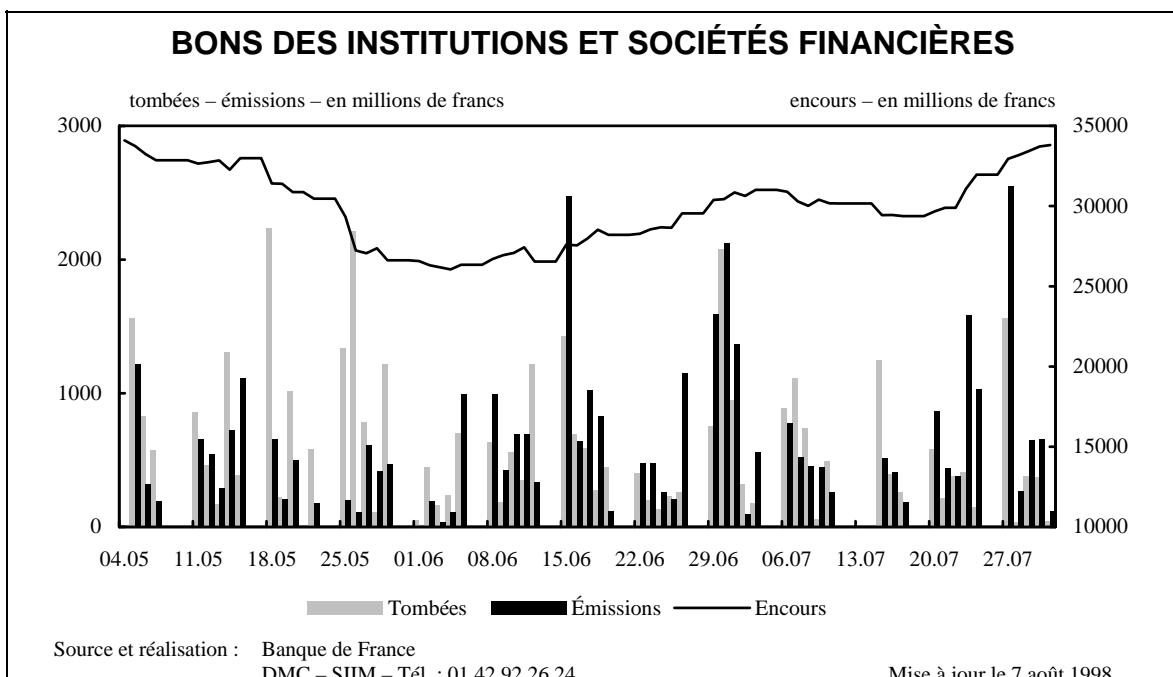
L'encours de ces bons s'élevait à 33,8 milliards de francs le 31 juillet, contre 29,6 milliards le 26 juin et 26,6 milliards le 29 mai. À fin juillet, 93,4 % de l'encours global correspondait aux opérations de sept établissements disposant d'un encours supérieur à 1 milliard de francs. Le Crédit local de France demeure le principal émetteur, avec un encours de 17 milliards de francs, contre 11,6 milliards le mois précédent, suivi par Diac et Cofidis (respectivement 3,8 milliards et 3,6 milliards).

Les émissions réalisées au cours du mois de juillet ont atteint 17,8 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 12,1 milliards en juin et 11,1 milliards en mai (respectivement 13,6 milliards, contre 9,2 milliards et 20,4 milliards, pour les tombées).

La part des établissements de crédit dans la souscription des BISF s'est légèrement amenuisée par rapport au mois précédent (60,8 %, contre 66,7 %) tout en restant prédominante. Les OPCVM ont acquis 33,5 % des titres émis, le solde provenant essentiellement des assurances, caisses de retraite et mutuelles (3,74 %, contre 1,0 % en juin).

Les durées à l'émission ont été marquées par un léger glissement de la part des opérations effectuées entre dix jours et un mois (0,6 % du total, contre 3,6 % en juin) et de celles réalisées sur la maturité comprise entre trois mois et six mois (59,3 %, contre 60,7 %) au profit des durées comprises entre un mois et trois mois (37,7 %, contre 33,7 %).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	0,1	0,6
De 1 mois à moins de 3 mois.....	6,7	37,7
De 3 mois à moins de 6 mois.....	10,6	59,3
De 6 mois à 1 an .....	0,4	2,4
<b>Total.....</b>	<b>17,8</b>	<b>100,0</b>



Confirmant la tendance à la stabilité relevée sur les certificats de dépôt, les *taux de rendement à l'émission* ont été caractérisés par des fluctuations d'ampleur limitée autour des niveaux atteints en fin de période précédente, quelles que soient les échéances.

### **Billets de trésorerie (BT)**

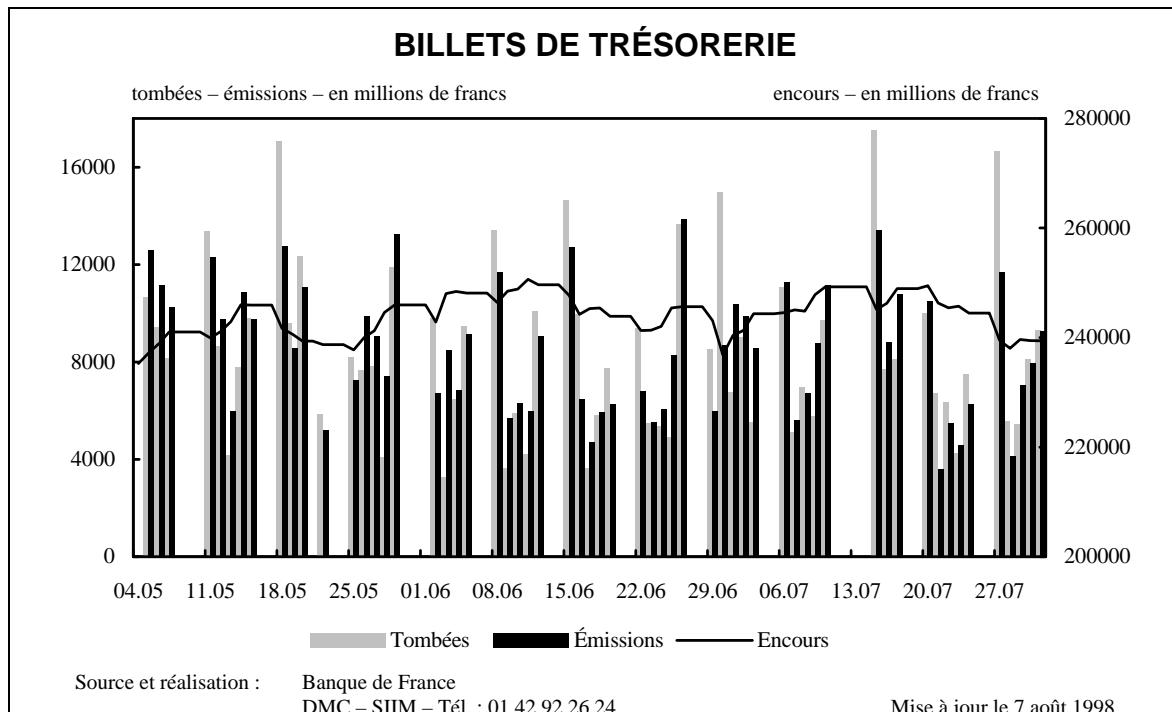
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 239,4 milliards de francs le 31 juillet, contre 245,7 milliards le 26 juin et 245,9 milliards le 29 mai. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 190,5 milliards de francs, contre 146,5 milliards en juin et 207,7 milliards en mai (respectivement 196,7 milliards, contre 146,8 milliards et 210,2 milliards, pour les tombées).

Le 31 juillet, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 91, contre 92 à fin juin et 91 à fin mai. Cinq émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs entre fin juin et fin juillet ; il s'agit de Total CFP (9,3 milliards), PPR Finance (2 milliards), EDF (1,6 milliard), Pechiney (1,4 milliard), Usinor et Cie SNC (1,3 milliard chacun). À l'opposé, neuf émetteurs ont réduit leur encours de plus de 1 milliard de francs, les retraits les plus marqués étant ceux de la Cades (7 milliards), Vivendi (3,3 milliards), Morgan Stanley Dean Witter (2,4 milliards), Danone Finance et Lafarge (2 milliards chacun).

La structure des émissions selon le type de *souscripteurs* a peu varié par rapport au mois précédent. Les établissements de crédit se sont portés acquéreurs de 76,6 % du montant global, contre 79,5 % en juin, les OPCVM ont contribué à hauteur de 13,0 %, contre 11,3 % le mois précédent, les sociétés et entreprises individuelles de 5,3 %, contre 5,0 % et les assurances, caisses de retraite et mutuelles de 3,6 %, contre 2,1 %.

La répartition des émissions selon la maturité d'origine révèle une légère accentuation de l'activité sur les durées comprises entre un mois et six mois. La part des opérations ayant un terme compris entre un mois et trois mois augmente de 9 points, avec 74,4 % du total, contre 65,5 % le mois précédent, et celle se rapportant à l'échéance comprise entre trois mois et six mois gagne 2 points (10,8 % du total, contre 8,4 % en juin). À l'opposé, la part des émissions d'une durée initiale comprise entre dix jours et un mois s'est rétractée de plus de 10 points par rapport à celle du mois précédent (14,6 %, contre 25,5 %).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	27,7	14,6
De 1 mois à moins de 3 mois.....	141,8	74,4
De 3 mois à moins de 6 mois.....	20,5	10,8
De 6 mois à 1 an .....	0,5	0,2
<b>Total .....</b>	<b>190,5</b>	<b>100,0</b>



Les *taux de rendement à l'émission* ont été caractérisés par une grande stabilité en début de période, suivie d'une très légère baisse à partir de la quatrième semaine.

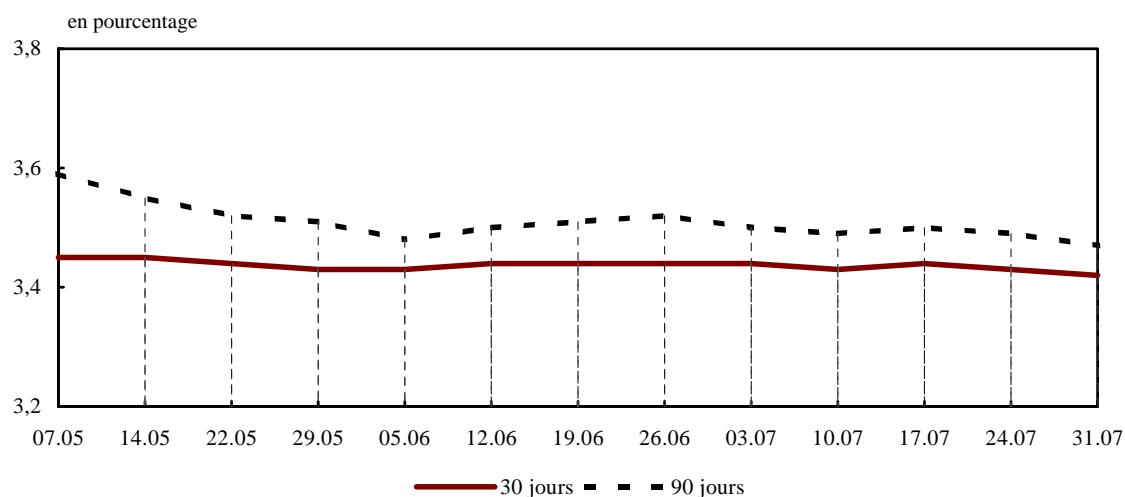
## TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT

(en pourcentage)

	29 juin au 3 juillet	6 au 10 juillet	13 au 17 juillet	20 au 24 juillet	27 au 31 juillet
Billets à 10 jours (moyenne).....	3,37	3,40	3,39	3,40	3,39
Billets à 30 jours (moyenne).....	3,44	3,43	3,44	3,43	3,42
Billets à 90 jours (moyenne).....	3,50	3,49	3,50	3,49	3,47
Billets de 20 à 40 jours (plus bas).....	3,39	3,37	3,39	3,37	3,38
Billets de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,51	3,50	3,49	3,50	3,48
TIOP à 1 mois (plus bas).....	3,51	3,51	3,51	3,50	3,51
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,53	3,51	3,51	3,52	3,52

## TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT

**(moyenne hebdomadaire pondérée)**



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

Mise à jour le 7 août 1998

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

Les BMTN ont atteint un encours de 413,6 milliards de francs le 31 juillet (dernier chiffre provisoire disponible), contre 415,4 milliards au 26 juin et 419,4 milliards au 29 mai.

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

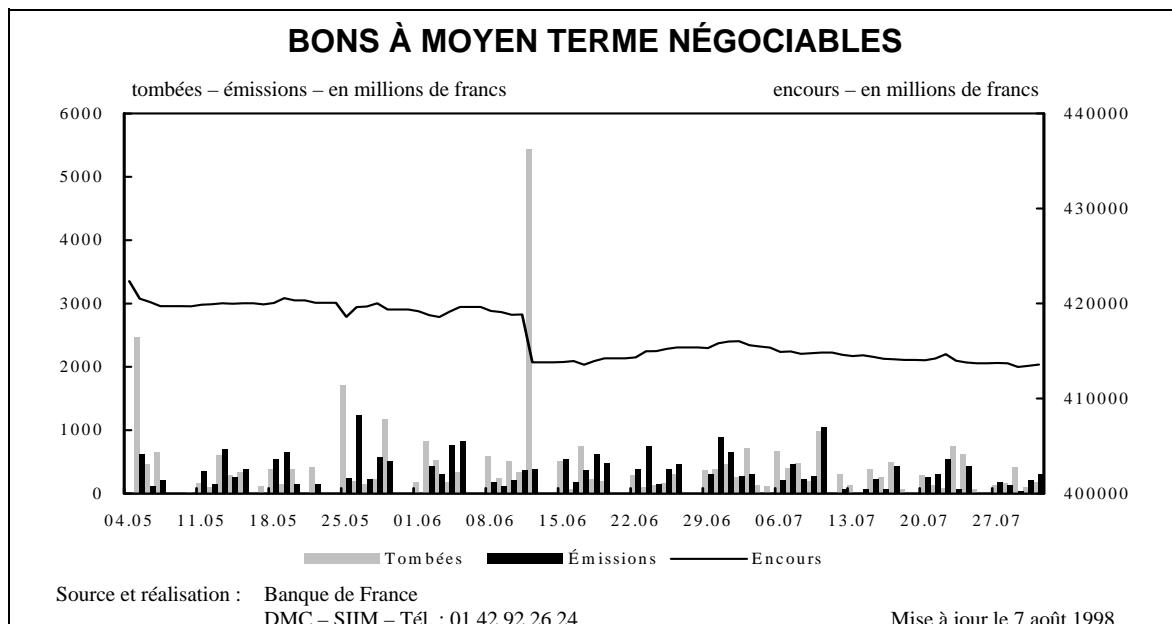
Le nombre d'émetteurs présents sur le marché au 31 juillet s'est établi à 225, contre 226 à fin juin et fin mai. Cinq établissements ont accru leur encours de plus de 200 millions de francs : la Caisse nationale de crédit agricole (491 millions), la Banque de réescompte et de placement (466 millions), la Société générale (325 millions), le Crédit industriel et commercial (229 millions) et la Société de crédit des sociétés d'assurances à caractère mutuel Socram (220 millions). À l'opposé, les baisses les plus conséquentes proviennent de BRED-Banque populaire (889 millions de francs), le Crédit lyonnais (666 millions), la Banque Sofinco (537 millions), Paribas SA (488 millions) et Natexis Banque (336 millions).

Au 31 juillet, la Société générale demeurait le principal émetteur sur le marché des BMTN, avec 27,2 milliards de francs, devant le Crédit lyonnais (25,3 milliards) et la Caisse des dépôts et consignations (22,9 milliards).

La répartition mensuelle par catégories de souscripteurs révèle une diminution de la participation des établissements de crédit, avec 58,5 % du montant global d'émission, contre 75,2 % pour le mois précédent ; la part des OPCVM est restée pratiquement identique, avec 12,9 % du total, contre 11,9 % en juin, alors que la présence des assurances, caisses de retraite et mutuelles s'est fortement accrue (10,8 % du total), après le creux trimestriel de juin que connaît habituellement cette famille d'investisseurs (1,5 % en juin). La contribution des sociétés et entreprises individuelles s'est également accentuée (16,7 %, contre 9,1 % le mois précédent).

La ventilation du montant global des émissions selon leur maturité initiale traduit une diminution des opérations réalisées sur les maturités inférieures à trois ans (60,5 % de la production, contre 70,1 % en juin) et, à l'inverse, une augmentation sensible de la part des montants relatifs aux titres ayant une durée initiale excédant sept ans (13,4 % du montant total, contre 4,3 % pour le mois précédent), phénomène lié à la présence des investisseurs institutionnels.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans .....	3,2	39,6
De 2 ans à moins de 3 ans.....	1,7	20,9
De 3 ans à moins de 5 ans.....	1,4	17,5
De 5 ans à moins de 7 ans.....	0,6	8,6
De 7 ans et plus .....	1,1	13,4
<b>Total .....</b>	<b>8,0</b>	<b>100,0</b>



Les taux à l'émission traduisent une détente sur les maturités d'un an et trois ans dans des proportions comprises entre 6 points de base et 18 points de base.

	TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BMTN				
	(en pourcentage)				
Bons à 1 an 1 jour (moyenne) .....	29 juin au 3 juillet	6 au 10 juillet	13 au 17 juillet	20 au 24 juillet	27 au 31 juillet
Bons à 2 ans (moyenne) .....	3,86	3,77	3,81	3,69	3,68
Bons à 3 ans (moyenne) .....	4,16	4,10	–	(–)	4,19
Bons à 5 ans (moyenne) .....	4,36	4,45	4,43	4,31	4,30
Bons à 7 ans (moyenne) .....	–	4,79	–	4,65	–
Bons à 10 ans (moyenne) .....	5,18	–	–	–	–

## 5.2.2. Les OPCVM

ENCOURS DE TITRES D'OPCVM (SICAV ET FCP)					
	(données brutes en milliards de francs)				
	1997		1998		
	Juillet	Décembre	Mai	Juin	Juillet
<b>SICAV</b> .....	<b>1 711,0</b>	<b>1 618,7</b>	<b>1 825,4</b>	<b>1 840,5</b>	<b>1 852,8</b>
– monétaires .....	807,2	745,6	809,7	803,3	805,9
– obligations et autres titres de créance .....	471,9	446,2	460,2	464,5	467,3
– actions .....	271,0	264,8	358,8	370,3	372,6
– diversifiées .....	157,8	159,2	193,7	199,4	204,0
– garanties .....	3,1	2,9	3,0	3,0	3,0
<b>FCP</b> .....	<b>1 343,8</b>	<b>1 360,0</b>	<b>1 594,6</b>	<b>1 626,0</b>	<b>1 670,0</b>
– monétaires .....	300,2	274,8	309,3	307,2	312,0
– obligations et autres titres de créance .....	372,7	361,6	371,4	370,5	371,9
– actions .....	147,4	152,5	217,9	227,3	234,0
– diversifiés .....	372,4	405,7	509,2	533,4	554,8
– garantis .....	151,1	165,4	186,8	187,6	197,3
<b>OPCVM</b> .....	<b>3 054,8</b>	<b>2 978,7</b>	<b>3 420,0</b>	<b>3 466,5</b>	<b>3 522,8</b>
– monétaires .....	1 107,4	1 020,4	1 119,0	1 110,5	1 117,9
– obligations et autres titres de créance .....	844,6	807,8	831,6	835,0	839,2
– actions .....	418,4	417,3	576,7	597,6	606,6
– diversifiés .....	530,2	564,9	702,9	732,8	758,8
– garantis .....	154,2	168,3	189,8	190,6	200,3

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

Mise à jour le 7 août 1998

En juillet, l'encours de titres d'OPCVM « monétaires » s'est situé à 1 117,9 milliards de francs. Pour la première fois depuis novembre 1996, son évolution appréciée sur douze mois s'est inscrite à la hausse (+ 0,9 %, après – 0,9 % en juin et – 3,3 % en mai).

Le marché des titres d'OPCVM « obligations » est resté relativement atone, avec un encours de 839,2 milliards de francs. En glissement annuel, cet encours a continué de se replier (– 0,6 %, après – 0,2 % en juin et en mai).

L'encours des titres d'OPCVM « actions » a atteint 606,6 milliards de francs. Sa progression annuelle est demeurée soutenue, bien qu'inférieure à celle des mois précédents (+ 45,0 %, contre + 55,7 % en juin et + 61,7 % en mai), en raison de la récente baisse du CAC 40. Le montant des souscriptions est resté cependant relativement élevé.

L'encours de titres d'OPCVM « diversifiés » s'est élevé à 758,8 milliards de francs (+ 43,1 % sur un an) et celui des OPCVM « garantis » à 200,3 milliards (+ 29,9 % en glissement annuel).

L'encours de l'ensemble des titres d'OPCVM s'est établi à 3 522,8 milliards de francs. Sous l'effet du dynamisme des titres d'OPCVM « actions », « diversifiés » et « garantis », sa progression annuelle est demeurée vive (+ 15,3 %, après + 16,1 % en juin).

## 5.2.3. Le marché primaire obligataire en juillet

### 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 juillet a légèrement reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte, essentiellement, d'une diminution de la demande de capitaux sur le marché international, malgré l'arrivée de nombreux nouveaux émetteurs non résidents.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 76,2 milliards de francs, après 78 milliards en juin et 57,8 milliards en mai. Plus de 58 % des titres réglés en juillet ont été émis en francs sur le marché intérieur, et près de 7 % l'ont été en écus. Le compartiment international a, pour sa part, enregistré 35,0 % des émissions, dont 11,8 % en euro-écus et 2,6 % en eurodeutschemarks.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES							
ventilation par marché							
				(en milliards de francs)			
Brutes				Nettes			
Juillet 1998	7 mois 1998	7 mois 1997	Année 1997	En date de règlement			
				<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>			
27,7	201,2	206,6	336,0	État	27,7	68,0	84,0
10,9	44,1	48,3	75,6	Établissements de crédit et assimilés	2,6	- 67,8	- 31,2
9,6	46,8	23,9	46,2	Sociétés non financières	7,3	24,9	0,4
1,5	8,2	15,2	16,6	Autres émetteurs résidents	0,8	7,2	13,8
<b>49,7</b>	<b>300,3</b>	<b>294,0</b>	<b>474,3</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>38,4</b>	<b>32,3</b>	<b>67,0</b>
-	2,6	0,1	0,2	Non-résidents	-	1,6	- 4,2
<b>49,7</b>	<b>302,8</b>	<b>294,1</b>	<b>474,5</b>	<b>TOTAL</b>	<b>38,4</b>	<b>33,9</b>	<b>62,8</b>
5,2	23,3	23,7	34,5	dont émissions en écus	5,2	- 38,3	17,4
				<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>			
-	-	-	-	État	-	-	-
-	21,5	15,3	25,6	Établissements de crédit et assimilés	- 1,0	14,9	3,1
8,6	21,4	2,1	6,8	Sociétés non financières	7,1	16,2	- 3,3
1,3	15,7	-	-	Autres émetteurs résidents	1,3	15,7	-
<b>10,0</b>	<b>58,6</b>	<b>17,4</b>	<b>32,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>7,5</b>	<b>46,8</b>	<b>- 0,2</b>
16,5	116,8	96,5	168,7	Non-résidents	15,5	91,9	77,0
<b>26,5</b>	<b>175,4</b>	<b>113,9</b>	<b>201,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>23,0</b>	<b>138,7</b>	<b>76,8</b>
9,0	24,9	3,8	4,7	dont émissions en écus	9,0	22,9	- 4,8
9,0	24,9	2,4	3,4	dont émissions en écus des résidents	9,0	24,9	- 4,8
2,0	8,2	-	8,8	dont émissions en devises	2,0	8,2	-
-	1,0	-	1,4	dont émissions en devises des résidents	-	1,0	-

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

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

Mise à jour le 3 août 1998

La **collecte des résidents** est ressortie à 59,7 milliards de francs (49,2 milliards en juin), soit plus de 78 % des émissions réglées en juillet.

## ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES

### ventilation par devise

*(en milliards de francs)*

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Juillet 1998	7 mois 1998	7 mois 1997	Année 1997		Juillet 1998	7 mois 1998	7 mois 1997	Année 1997
<b>ÉMISSIONS en FRANCS</b>								
22,5	178,1	182,9	301,7	État	22,5	106,6	66,6	117,3
11,0	58,4	61,1	96,1	Établissements de crédit et assimilés	1,7	- 60,1	- 23,2	- 71,6
10,6	50,6	26,0	53,0	Sociétés non financières	6,8	23,4	- 3,0	5,3
1,5	22,5	15,2	16,6	Autres émetteurs résidents	0,8	21,5	13,8	13,9
<b>45,6</b>	<b>309,6</b>	<b>285,2</b>	<b>467,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>31,7</b>	<b>91,5</b>	<b>54,3</b>	<b>64,8</b>
<b>14,5</b>	<b>112,2</b>	<b>95,3</b>	<b>160,2</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>13,5</b>	<b>88,2</b>	<b>72,7</b>	<b>118,6</b>
<b>60,0</b>	<b>421,8</b>	<b>380,5</b>	<b>627,5</b>	<b>TOTAL</b>	<b>45,2</b>	<b>179,7</b>	<b>127,0</b>	<b>183,4</b>
44,5	279,5	270,3	440,0	dont émissions intérieures	33,2	72,2	45,4	61,6
44,5	277,0	270,2	439,8	dont émissions intérieures des résidents	33,2	70,6	49,6	66,7
<b>ÉMISSIONS en ÉCUS</b>								
5,2	23,0	23,7	34,3	État	5,2	- 38,6	17,4	27,9
-	6,2	2,4	3,7	Établissements de crédit et assimilés	-	6,2	- 4,8	- 3,6
7,6	17,6	-	-	Sociétés non financières	7,6	17,6	-	-
1,3	1,3	-	-	Autres émetteurs résidents	1,3	1,3	-	-
<b>14,1</b>	<b>48,2</b>	<b>26,2</b>	<b>38,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>14,1</b>	<b>- 13,4</b>	<b>12,5</b>	<b>24,3</b>
-	-	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>Non-résidents</b>	-	<b>- 2,0</b>	-	-
<b>14,1</b>	<b>48,2</b>	<b>27,5</b>	<b>39,3</b>	<b>TOTAL</b>	<b>14,1</b>	<b>- 15,4</b>	<b>12,5</b>	<b>24,3</b>
5,2	23,3	23,7	34,5	dont émissions intérieures	5,2	- 38,3	17,4	28,2
5,2	23,3	23,7	34,5	dont émissions intérieures des résidents	5,2	- 38,3	17,4	28,2
<b>ÉMISSIONS en DEVISES</b>								
-	1,0	-	1,4	Établissements de crédit et assimilés	-	1,0	-	1,4
2,0	7,2	-	7,4	Non-résidents	2,0	7,2	-	7,4
<b>2,0</b>	<b>8,2</b>	-	<b>8,8</b>	<b>TOTAL</b>	<b>2,0</b>	<b>8,2</b>	-	<b>8,8</b>
-	-	-	-	dont émissions intérieures	-	-	-	-

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

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

Mise à jour le 3 août 1998

Les émissions brutes de l'**État** se sont élevées à 27,7 milliards de francs (26,5 milliards en juin). Les fonds en francs ont été levés sur trois lignes, l'OAT 5,25 % avril 2008<sup>1</sup>, l'OAT TEC 10 janvier 2009 et l'OAT 6,50 % avril 2011. Lors de l'adjudication du 2 juillet, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 18,3 milliards de francs, auxquels il faut ajouter 2,4 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 4,82 %, en baisse de 8 points de base par rapport à l'adjudication du 4 juin.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée également le 2 juillet et qui portait sur l'OAT 5,25 % avril 2008. Le montant nominal émis s'est élevé à 756 millions d'écus, soit environ 5 milliards de francs. Le taux de rendement de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 4,86 %, en baisse de 9 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

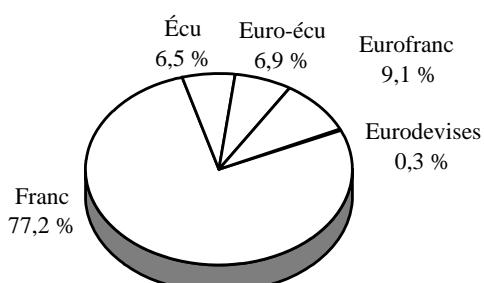
Hors État, la collecte des résidents, réalisée principalement sur le marché intérieur, est passée de 22,5 milliards de francs à 31,9 milliards d'un mois à l'autre. Les **établissements de crédit** et les **sociétés non financières** ont levé, respectivement, 10,9 milliards de francs et 18,2 milliards.

<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 2 au 24 juillet) ont atteint 872 millions de francs.  
Son taux de rendement actuariel a été fixé à 4,60 %.

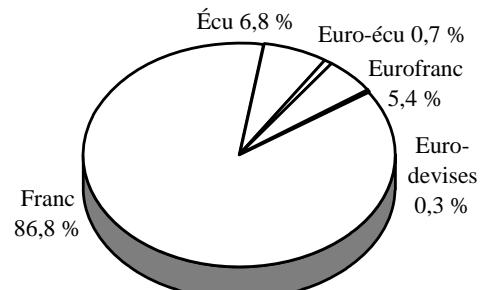
La collecte des **émetteurs non résidents**, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint 16,5 milliards de francs en juillet, après 28,9 milliards en juin.

## ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉS ET PAR DEVISES

7 mois 1998

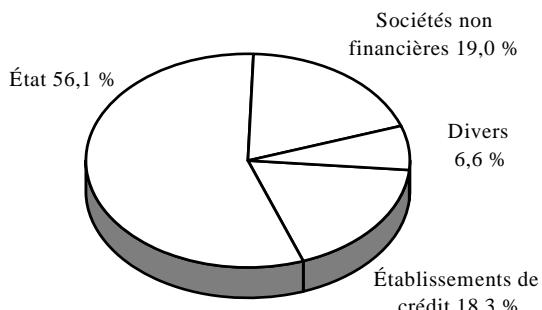


Année 1997

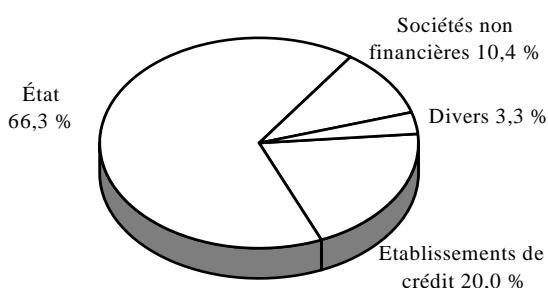


## ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEURS ÉMETTEURS

7 mois 1998



Année 1997



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

Mise à jour le 3 août 1998

Au terme des sept premiers mois de 1998, la collecte brute cumulée en francs et en devises des résidents s'est élevée à 359 milliards de francs, contre 311 milliards durant la période correspondante de 1997. Globalement, la proportion des émissions en francs a diminué au profit des émissions libellées en écus. La part de l'État<sup>2</sup> a représenté 56 % 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 juillet***

Selon le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, la première émission d'OAT indexées sur l'inflation sera réalisée en septembre. Les titres seront indexés sur l'indice hors tabac des prix à la consommation publié mensuellement par l'INSEE. La première émission s'effectuera par le biais d'un syndicat bancaire et les suivantes, sous forme d'adjudications, auront lieu de façon régulière pour assurer la liquidité des titres.

De même a été confirmée la suppression de la distinction entre le marché intérieur et le compartiment international de la Bourse de Paris à compter de janvier 1999.

<sup>2</sup> À fin juillet, l'État avait réalisé 63 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 320 milliards de francs.

Sur le marché international, six nouveaux émetteurs sont apparus, la société Vinci obligations (2,8 milliards de francs), SNS Bank Nederland NV (1,5 milliard), Swedbank (1 milliard), Bank of Nova Scotia (1 milliard), Stade Finance (799 millions) et Mazda Motor Corporation (500 millions).

Par ailleurs, la société Saint-Gobain Nederland BV a procédé à deux émissions aux caractéristiques identiques (coupon et date d'échéance), l'une de 2 milliards de francs et l'autre de 590 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.

En outre, la société Rémy Cointreau a émis une obligation à haut rendement, avec un taux d'intérêt de 10 % pour un montant de 150 millions d'euros.

Concernant le marché primaire des actions, cinq sociétés ont émis pour 786 millions de francs d'obligations convertibles en actions à tout moment à partir de juillet 1997.

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

<b>ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT</b>					
	<i>(en milliards de francs)</i>				
	Mai 1998	Juin 1998	6 mois 1998	6 mois 1997	Année 1997
<b>TOTAL ÉMIS (a).....</b>	<b>11,4</b>	<b>17,3</b>	<b>164,2</b>	<b>125,5</b>	<b>292,9</b>
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES.....	10,7	14,1	158,0	114,1	267,5
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT.....	0,7	3,1	5,1	2,1	7,2
COMPAGNIES D'ASSURANCE.....	–	0,1	1,1	9,3	18,2
dont :					
– Émissions de titres cotés (b).....	1,4	8,3	38,5	11,1	52,2
– Émissions avec appel public à l'épargne (c).....	0,7	5,8	21,5	9,0	46,0

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

(b) Cote officielle, Second marché

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

Sources : Société des bourses françaises – Banque de France

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

Mise à jour le 3 août 1998

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 17,3 milliards de francs en juin, après 11,4 milliards en mai. Au terme du premier semestre 1998, leur montant (164,2 milliards de francs) apparaît en progression d'environ 31 % d'une année à l'autre<sup>1</sup>.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont passées de 11,1 milliards de francs à 38,5 milliards. À fin juin 1998, elles représentaient 23 % du montant total des émissions d'actions, contre 18 % pour l'ensemble de l'année 1997. Les deux principales émissions d'actions en numéraire ont été effectuées par la société Ecia (2,2 milliards de francs) et par la Banque nationale de Paris (1,5 milliard).

Les émissions réalisées avec appel public à l'épargne sont également en forte hausse d'une année à l'autre : 21,5 milliards de francs sur les six premiers mois de 1998, contre 9 milliards sur la période correspondante de 1997.

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

## 5.3. Le marché secondaire des actions

La Bourse de Paris a enregistré en juillet un léger mouvement de consolidation. Cette évolution est similaire à celle des autres places européennes et liée à la correction, plus marquée, des bourses américaines. Toutefois, les publications de bons chiffres semestriels en Europe, et notamment en France, ont permis une relative déconnexion des évolutions de part et d'autre de l'Atlantique.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

La Bourse de Paris a connu une évolution heurtée au cours du mois de juillet. Celle-ci a été déterminée par :

- un mouvement de consolidation dont les caractéristiques principales sont :
  - des périodes systématiques de prises de bénéfice après de courtes phases de hausse ; il en a résulté une augmentation de la volatilité des cours depuis le mois de mai, ce qui reflète la fébrilité des investisseurs,
  - un effet différencié des informations économiques selon les secteurs, ce qui témoigne du lien toujours présent entre les données économiques fondamentales et la valorisation des actifs boursiers (ainsi les développements de la crise asiatique continuent de peser davantage, en termes relatifs, sur les valeurs bancaires),
  - des réactions marquées aux informations individuelles (telles que les chiffres d'affaires semestriels) ;
- la consolidation des marchés actions aux États-Unis. Si la croissance en Europe apparaît toujours robuste et soutient la forte progression des actifs boursiers observée ces derniers mois, plusieurs facteurs communs à l'Europe et aux États-Unis expliquent la corrélation des bourses américaines et européennes. C'est notamment le cas des évolutions de la situation en Asie, et des craintes associées d'ajustement des parités monétaires.

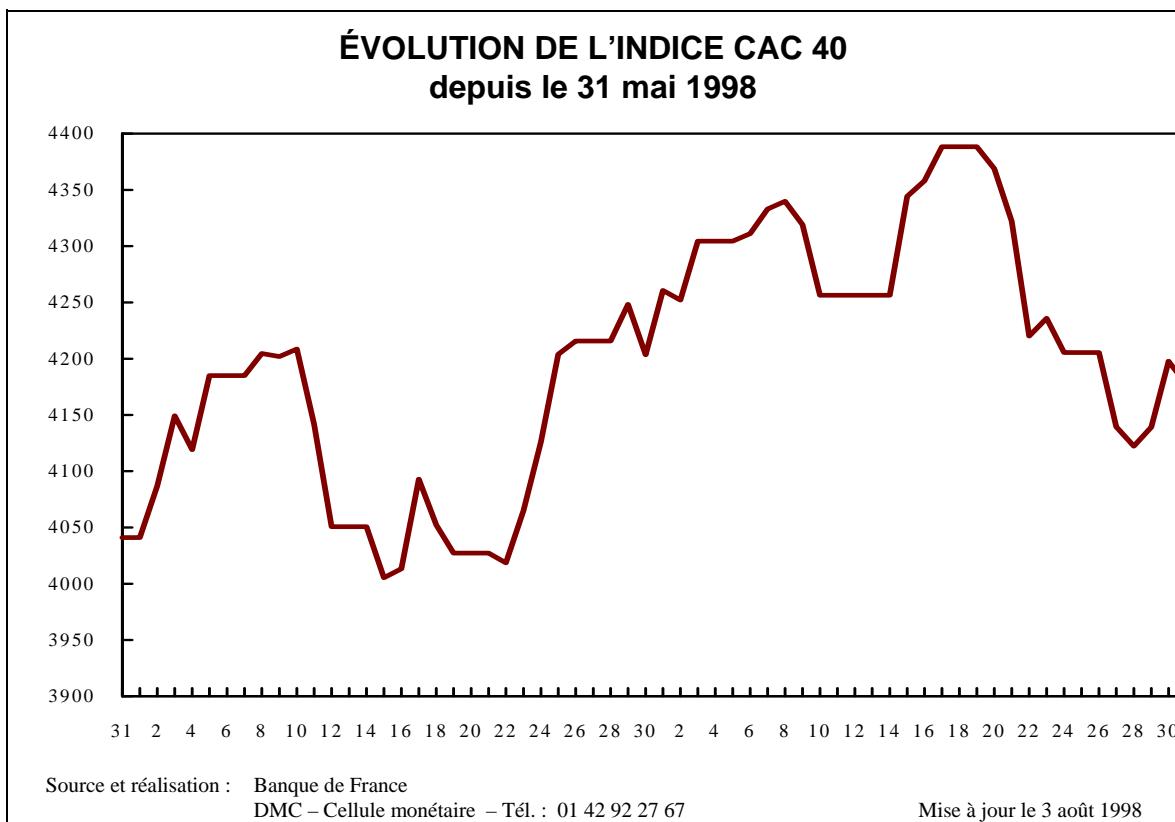
Au total, les phases de baisse l'ont emporté sur les phases de hausse, l'indice CAC 40 reculant de 0,62 % durant le mois de juillet, passant de 4 203,45 points le 30 juin à 4 177,31 points le 31 juillet.

#### INDICES BOURSIERS

	30 juin 1998	31 juillet 1998	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1998
New York (Dow Jones) .....	8 952,02	8 883,29	- 0,77	12,33
Londres (FT 100).....	5 832,50	5 837,00	0,08	13,66
Tokyo (Nikkei) .....	15 830,27	16 378,97	3,47	7,34
Paris (CAC 40).....	4 203,45	4 177,31	- 0,62	39,29
Francfort (DAX) .....	5 897,44	5 873,92	- 0,40	38,22

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

Mise à jour le 3 août 1998



### 5.3.2. La tendance au début du mois d'août

(arrêtée au 10 août)

Le repli amorcé à la fin du mois précédent s'est poursuivi au début du mois d'août sur toutes les grandes places boursières. Le repli de l'indice CAC 40 atteignait 9,7 % le 10 août par rapport au plus haut niveau observé le 20 juillet. Ce repli s'explique en grande partie par le contexte international. La forte volatilité de la parité yen/dollar a accrédité les rumeurs de dévaluations en Asie, ce qui fragilise les bourses de la région et par contrecoup les bourses occidentales. Des arbitrages entre placements obligataires et actions ont également renforcé certains mouvements observés.

# CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

## Le gouvernement et la politique générale

### *Les privatisations*

- 1<sup>er</sup> juillet** Le gouvernement choisit d'attribuer 87,1 % du capital du GAN au groupe mutualiste Groupama, qui était en concurrence avec Swiss Life, pour FRF 17,25 milliards.
- 22 juillet** Le gouvernement donne son accord à la création d'un partenariat stratégique privilégié entre Aerospatiale et le groupe Lagardère, via sa filiale Matra Hautes Technologies. Cette opération donnera naissance, dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999, au premier groupe européen d'aéronautique et de défense, dont Lagardère détiendra 30 % à 33 % du capital, tandis que la part de l'État sera légèrement inférieure à 50 %, le reste étant placé en Bourse. Les pouvoirs publics conserveront une action spécifique leur accordant un droit de veto sur toute opération stratégique.
- 23 juillet** Publication au Journal officiel du décret autorisant le transfert au secteur privé d'une participation minoritaire de l'État au capital de la Caisse nationale de prévoyance (CNP).
- 24 juillet** Les candidats à la reprise du Crédit foncier de France (CFF) présentent leur projet : les groupes américains GMAC et Bass détiendraient, à parité, 70 % du capital, les caisses d'épargne 20 % et le Crédit commercial de France 10 %. L'établissement serait réorienté vers la vente de produits financiers sophistiqués, la gestion pour compte de tiers et la titrisation.
- 28 juillet** Quatre syndicats du CFF (CFDT, CFE-CGC, CGT, FO) font connaître au ministère de l'Économie et des Finances leur refus du plan de reprise.
- 30 juillet** Le gouvernement autorise Thomson Multimédia à signer quatre protocoles d'accord industriels qui devraient se traduire par l'entrée de quatre partenaires à son capital : le français Alcatel, le japonais Nec et les américains Microsoft et DirecTv, qui prendront chacun 7,5 % à l'occasion d'une augmentation de capital.

### *Le passage à l'euro*

- 1<sup>er</sup> juillet** Le Conseil national de l'euro propose de raccourcir à six semaines la période d'échange des francs contre euros en 2002. Il obtient également l'engagement de la profession bancaire d'assurer la gratuité de la conversion des francs en euros et valide la possibilité, pour les entreprises qui le souhaiteront, d'établir leurs déclarations sociales en euros dès l'an 2000.

## ***Les finances publiques***

- 2 juillet** Le ministre de l'Économie et des Finances annonce le lancement, en septembre, d'obligations indexées sur l'indice des prix à la consommation.
- 9 juillet** Le Premier ministre propose une indexation progressive des dotations de l'État aux collectivités locales sur le PIB. Ce mécanisme entraînera une hausse des dotations de 0,15 % en 1999 et de 0,33 % en 2001.
- 15 juillet** À fin mai, le déficit budgétaire s'est établi à FRF 216,3 milliards, soit 25 milliards de moins qu'un an auparavant.
- 22 juillet** Le ministre de l'Économie et des Finances présente en Conseil des ministres les grandes orientations budgétaires pour 1999. Les dépenses augmenteront en moyenne de 2,2 % en valeur, mais une dizaine de ministères bénéficieront de crédits en progression plus sensible. Le volet recettes est marqué par une baisse nette des prélèvements fiscaux de FRF 16 milliards, en faveur principalement des entreprises. Celles-ci verront, en effet, la part des salaires dans l'assiette de la taxe professionnelle progressivement supprimée dans un délai de 5 ans. Pour les ménages, la principale mesure réside dans la baisse de 20,6 % à 5,5 % du taux de TVA applicable aux abonnements EDF-GDF. La taxe d'habitation bénéficiera également d'une actualisation des bases locatives dès le 1<sup>er</sup> janvier 2000. Concernant la fiscalité du patrimoine, le taux marginal de l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) est porté à 1,8 % pour les patrimoines dont la valeur nette est supérieure à FRF 100 millions, la majoration de 10 % existante est pérennisée et diverses mesures visent à limiter les possibilités d'évasion. L'exonération de droits de succession accordée à l'assurance-vie est plafonnée et les droits de mutation sur les ventes de logements sont allégés. En matière de fiscalité écologique, les taxes sur le gazole seront augmentées de 7 centimes par an pendant 7 ans, un taux réduit de TVA sera appliqué aux traitements des déchets faisant l'objet d'un tri sélectif et une taxe générale sur les activités polluantes remplacera cinq taxes existantes.

## ***La restructuration des armées***

- 7 juillet** Le ministre de la Défense annonce 335 mesures de fermetures de sites ou de regroupements d'activités, entraînant la suppression nette de 6 000 postes budgétaires d'ici à 2002.

## ***La loi contre les exclusions***

- 9 juillet** Le Parlement adopte définitivement la loi contre les exclusions qui crée, notamment, des parcours d'insertion pour les jeunes et une taxe sur les logements vacants, et comporte un volet relatif au surendettement.
- 29 juillet** Le Conseil constitutionnel invalide l'article de la loi contre les exclusions relatif aux saisies immobilières et délimite strictement le champ d'application de la taxe sur les logements vacants.

### ***La réduction du temps de travail***

**28 juillet** Conclusion dans la métallurgie, entre le patronat et certains syndicats, d'un premier accord de branche, qui, grâce à l'extension du contingent d'heures supplémentaires, à l'annualisation des horaires et à la généralisation des rémunérations au forfait, permettra aux entreprises de conserver une durée du travail effective supérieure à 35 heures et leur évitera d'avoir à procéder à des embauches supplémentaires.

Selon le ministère de l'Emploi et de la Solidarité, 80 accords ont été signés dans les entreprises depuis le vote de la loi sur les 35 heures le 13 juin dernier, concernant 27 707 salariés et permettant la création de 1 300 emplois ainsi que la sauvegarde de 385 postes.

### ***La protection sociale***

**28 juillet** Le gouvernement confirme le maintien de l'allocation de rentrée scolaire à FRF 1 600.

**29 juillet** La ministre de l'Emploi et de la Solidarité présente un ensemble de mesures d'économies sur l'assurance-maladie, représentant un total de FRF 2,7 milliards et destinées à permettre le respect des objectifs fixés par la loi de financement de la Sécurité sociale pour 1998, à savoir un déficit limité à 5 milliards pour l'assurance-maladie et à 12 milliards pour l'ensemble du régime général. La ponction sera de FRF 1,8 milliard pour l'industrie pharmaceutique, de 450 millions pour les radiologues et de 450 millions pour d'autres spécialistes.

Gilles Johanet est nommé directeur de la Caisse nationale d'assurance maladie.

### ***L'aménagement du territoire***

**28 juillet** La ministre de l'Environnement présente en Conseil des ministres le projet de loi d'orientation pour l'aménagement et le développement durable du territoire.

### ***Le passage à l'an 2000***

**29 juillet** La Banque de France, l'Afecei et le CFONB annoncent que le rôle des organismes interbancaires mis en place pour préparer le passage à l'euro sera étendu au passage à l'an 2000.

## **La Banque de France et la politique monétaire**

**9 juillet** Présentation du rapport annuel de la Commission bancaire par son président, Jean-Claude Trichet.

E T U D E S

# LES PROPRIÉTÉS DU CONTRAT « NOTIONNEL » DU MATIF SUR LA DÉCENNIE 1986-1996

---

BERNARD BENSAID

*Université Paris I, CEME et CERSERM*

MICHEL BOUTILLIER

*Université d'Évry – Val d'Essonne, EPEE*

■ Cet article<sup>1</sup> étudie le fonctionnement d'ensemble du contrat « notionnel » sur le Matif depuis sa création, soit sur une décennie. Quatre questions sont examinées. Peut-on caractériser l'évolution du marché à terme et des marchés au comptant qui lui correspondent par des indicateurs homogènes ? A-t-on observé des inefficiences sur le marché à terme dans le traitement

des informations externes au marché ? A-t-il existé des opportunités d'arbitrage entre marché au comptant et marché à terme ? L'un de ces deux marchés a-t-il joué un rôle de *leader* par rapport à l'autre ? La réponse positive à la première question permet des tests économétriques sur données quotidiennes qui apportent des réponses aux trois dernières questions.

---

<sup>1</sup> Version résumée de la Note d'études et de recherche de la Banque de France – n° 44, qui a été réalisée alors que les auteurs étaient consultants à la direction des Études économiques et de la Recherche de la Banque de France

- Si des opportunités d'arbitrage entre marché au comptant et marché à terme ont été décelées sur la période allant de décembre 1986 à juin 1990, certaines particularités institutionnelles du marché au comptant (quasi-absence d'un marché de prêt de titres) peuvent l'expliquer. Par ailleurs, l'hypothèse de la rationalité des anticipations des intervenants sur le marché à terme ne peut être rejetée.
- Enfin, l'étude de la causalité souligne la prééminence du marché à terme lors de la relative stabilité des prix à terme qui prévaut du début de 1990 à la mi-1993. Les résultats confirment que les informations

importantes sont assimilées simultanément sur tous les marchés. Par contre, celles de moindre importance sont traitées en priorité sur le marché à terme avant de l'être sur le comptant. La cotation du contrat « notionnel » joue ainsi un rôle conventionnel dans la diffusion des informations et des anticipations lors des phases calmes sur les marchés, tandis que lors de phases plus agitées aucun marché n'est véritablement directeur, les informations sont immédiatement et parallèlement intégrées sur les marchés au comptant et à terme. Au total, le contrat « notionnel » semble bien être parvenu à maturité.

En février 1996, le Matif, et tout particulièrement son compartiment du marché à terme des obligations de l'État français, ou marché du contrat « notionnel », a fêté ses dix ans. Frappé après un an et demi d'existence par la secousse d'octobre 1987, il s'est repris dès le début de l'année 1988. Il a ensuite connu l'effondrement du bloc soviétique en 1989, la guerre du Golfe en 1990, le mini-krach de septembre 1991 et le resserrement inattendu de la politique monétaire américaine au début de l'année 1994. Malgré ou à cause de ces événements exceptionnels, le développement du marché a été remarquable. Aux quelques milliers de lots traités quotidiennement à son ouverture, ont rapidement succédé quelques dizaines de milliers de lots les premiers mois. Aujourd'hui, après un léger recul, les volumes se sont stabilisés au niveau élevé d'une centaine de milliers de contrats par jour. Tout ceci confère au Matif une grande maturité et il semble légitime d'essayer d'en dresser un premier bilan.

On peut trouver ailleurs un bilan et une analyse économique des marchés dérivés en général (Lubochinsky, 1993) ou bien une réflexion de l'un des promoteurs du Matif sur sa création et son développement (de La Martinière, 1993). Avec des préoccupations prudentielles, le rapport Hannoun [1995] examine l'influence potentiellement néfaste des marchés dérivés lors des mouvements de 1993-1994. Enfin, les rares études empiriques publiées sur le Matif portaient seulement sur quelques mois (Artus, 1988), sur une année (Avouyi-Dovi, Lai-Tong et Salomon, 1993), voire sur quelques années (Avouyi-Dovi, Lai-Tong et Leroux, 1993). Le présent article se distingue en combinant les deux objectifs suivants. D'une part, il ne porte que sur le contrat « notionnel », dont l'encadré<sup>1</sup> rappelle les principaux traits, mais il l'étudie sur une longue durée (dix ans). D'autre part, son objet est la vérification de son bon fonctionnement, on dira son efficience, à la lumière de quelques tests économétriques.

Pour les praticiens, l'existence du contrat à terme « notionnel » du Matif est due à la nécessité de se couvrir contre les fluctuations des taux d'intérêt à long terme. Pourtant, même en l'absence d'un marché à terme, tout opérateur peut figer les conditions d'une émission ou d'un placement futur. Ainsi, un taux d'émission futur certain peut être obtenu en empruntant à long terme et en plaçant le produit de l'émission jusqu'à la date d'usage effective. Dans ces conditions, en l'absence d'imperfections sur le marché au comptant, l'existence du marché à terme paraît inutile pour l'économiste.

*A contrario*, l'existence du marché à terme s'explique par l'existence d'imperfections, c'est-à-dire par l'existence de coûts de transaction en général (coûts d'intermédiation financière ou coûts d'accès au marché) ou encore par l'existence de contraintes institutionnelles (impossibilité de vendre à découvert ...). L'ouverture et le succès d'un marché à terme, dans la mesure où il soulage toutes ces contraintes, permettent à de nouveaux agents de participer aux échanges et d'étoffer ces derniers.

La coexistence d'un marché au comptant avec des coûts de transaction élevés et d'un marché à terme avec des coûts de transaction plus faibles<sup>2</sup> donne naissance à au moins deux situations. Dans la première, la présence du marché à terme stabilise le marché au comptant et augmente l'efficience des prix. En effet, à cause de moindres coûts de transaction, les informations nouvelles sont d'abord intégrées au prix à terme et ensuite transmises au marché au comptant, soit directement parce que leur importance justifie des transactions au comptant, soit indirectement par les arbitrages entre terme et comptant. Ce *leadership* du marché à terme est probable dans les situations calmes où les informations sont de moindre importance et les variations de prix relativement faibles.

<sup>1</sup> Cet encadré figure à la fin de l'étude.

<sup>2</sup> L'effet de levier sur le Matif est de 25 fois la mise de fonds, tandis que les coûts de transaction proprement dits sont au moins 10 fois plus faibles que sur le marché au comptant.

Dans la deuxième situation, le marché à terme déstabilise le marché au comptant, par exemple par la transmission de mouvements spéculatifs facilités par les coûts de transaction plus faibles. On devrait alors observer de nombreux dysfonctionnements : existence durable d'opportunités d'arbitrage, absence de *leader* ou rôle de *leader* alternant entre les deux marchés... Toutefois, même si on est tenté d'incriminer le marché à terme, la présence d'éventuels dysfonctionnements ne prouve pas de manière formelle la responsabilité de ce marché.

Cet article se propose de reprendre ces interrogations avec le bénéfice d'une vue globale et de données quotidiennes sur les dix premières années du contrat « notionnel » du Matif. Nous nous attachons à donner des réponses aux quatre questions suivantes, la suite de cet article se décomposant de ce fait en quatre parties.

– Les dix ans correspondant à une quarantaine de contrats distincts, est-il possible de construire un indicateur homogène qui traduise l'évolution des prix sur le marché à terme sur la décennie ? De même, est-il possible de disposer d'un indicateur équivalent sur les marchés au comptant ? Ces indicateurs ne seront pas choisis arbitrairement mais en fonction des stratégies courantes sur les marchés (*roll over, cash and carry*).

– La deuxième question porte sur le caractère rationnel des anticipations des acteurs du marché : le prix à terme est-il un prédicteur efficace du prix au comptant futur ? Il s'agit particulièrement d'analyser la relation entre prix à terme courant et prix au comptant à l'échéance. La réponse à cette question devrait permettre de déterminer si le marché à terme a amélioré la rationalité des anticipations des agents ou s'il a participé à l'accroissement des mouvements mimétiques infondés souvent observés sur les marchés financiers et sources de fortes instabilités.

– La troisième question porte sur l'efficience des marchés financiers et sur l'existence d'opportunités d'arbitrage entre marchés à terme et marchés au comptant. Pour y répondre, on examine l'écart entre prix à terme et prix au comptant et on rapporte cet écart à d'éventuels coûts de transaction supportés par les arbitragistes.

– La dernière question porte sur la manière dont les informations nouvelles sont transmises aux marchés. Cette information passerait-elle d'abord par le marché au comptant puis serait-elle ensuite retransmise au marché à terme ? Si des raisons liées aux coûts de transaction et aux effets de levier semblent justifier la présence du marché à terme, des tests de causalité doivent la confirmer. Il faut noter également ici, que même si le marché à terme est *leader* par rapport au marché comptant, on ne peut pas conclure que le premier est déstabilisant ou plus propice à la formation de bulles. On peut seulement affirmer que l'information s'y traite plus rapidement.

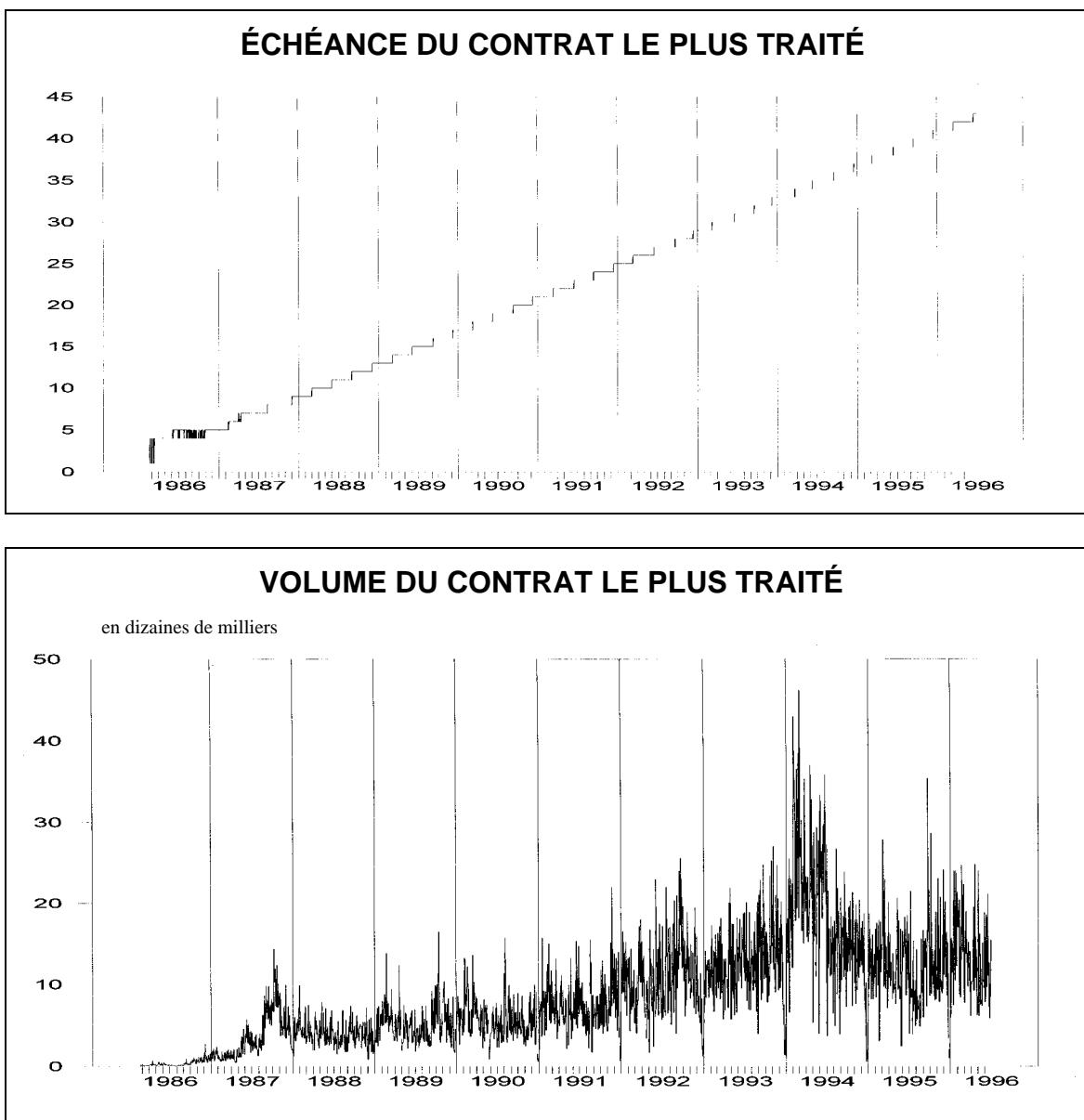
## 1. L'observation des prix à terme

Pour analyser le marché à terme, il convient de tirer des informations de ce marché mais aussi du marché obligataire et du marché monétaire<sup>1</sup>. Il est d'abord nécessaire de construire un indicateur homogène de prix à terme sur 1986-1996 à partir de prix portant sur des contrats d'échéances différentes et sur différents emprunts du gisement. Le principe de cette construction est fondé sur l'observation du contrat à terme le plus traité et de l'emprunt du gisement qui maximise le rendement de l'opération de *cash and carry* (*cf.* l'encadré).

<sup>1</sup> Les données sur le marché à terme (cotations et transactions du contrat « notionnel » depuis sa création, le 20 février 1986, jusqu'au 28 juin 1996) ont été obtenues auprès de Matif SA, les cotations sur les emprunts obligataires ayant appartenu au gisement au moins une fois (du 24 juin 1986 jusqu'au 28 juin 1996), auprès de Fininfo SA et les différents taux d'intérêt du marché monétaire (TMP, TIOP 1 mois, TIOP 3 mois, TIOP 6 mois et TIOP 1 an, depuis le 1<sup>er</sup> décembre 1986 jusqu'au 28 juin 1996), auprès de la direction des Marchés de capitaux de la Banque de France.

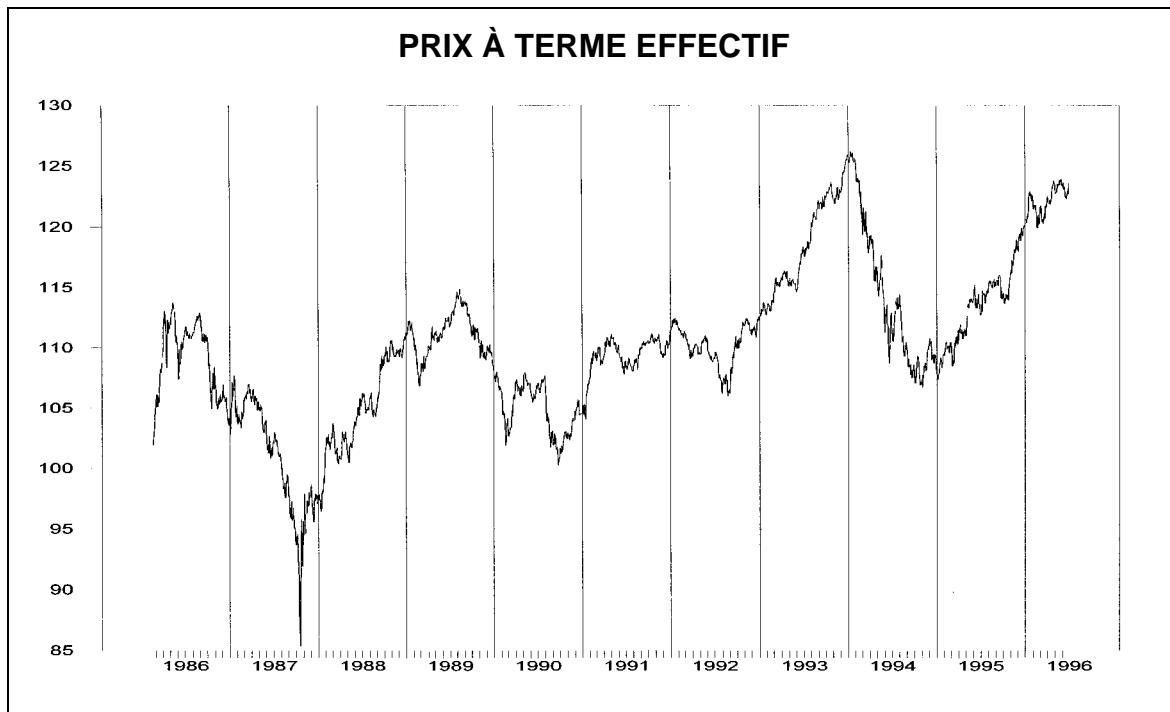
Sur le marché à terme, quatre contrats sont cotés en permanence mais un seul est activement traité. Les autres contrats font l'objet d'échanges sur la base de l'écart de leur prix avec celui du contrat le plus traité. Dans la figure 1, on a représenté le contrat le plus traité ainsi que les volumes échangés en fonction du temps. Les contrats sont représentés par leur numéro d'ordre sur l'axe vertical : par exemple, le premier contrat, dont l'échéance était en mars 1986, est numéroté 1. Après quelques hésitations initiales sur le contrat de référence, le caractère très régulier du premier graphique de la figure 1 indique que les opérateurs ont pris l'habitude de se focaliser sur le contrat dont l'échéance est la plus proche, sauf dans les derniers jours de vie de ce contrat. Ainsi, un contrat est activement traité en moyenne pendant 62 jours de cotation (soit environ un trimestre civil) et cesse d'être la référence en moyenne 14 jours de cotation avant son échéance. Le second graphique illustre l'explosion des volumes évoquée dans l'introduction.

Figure 1



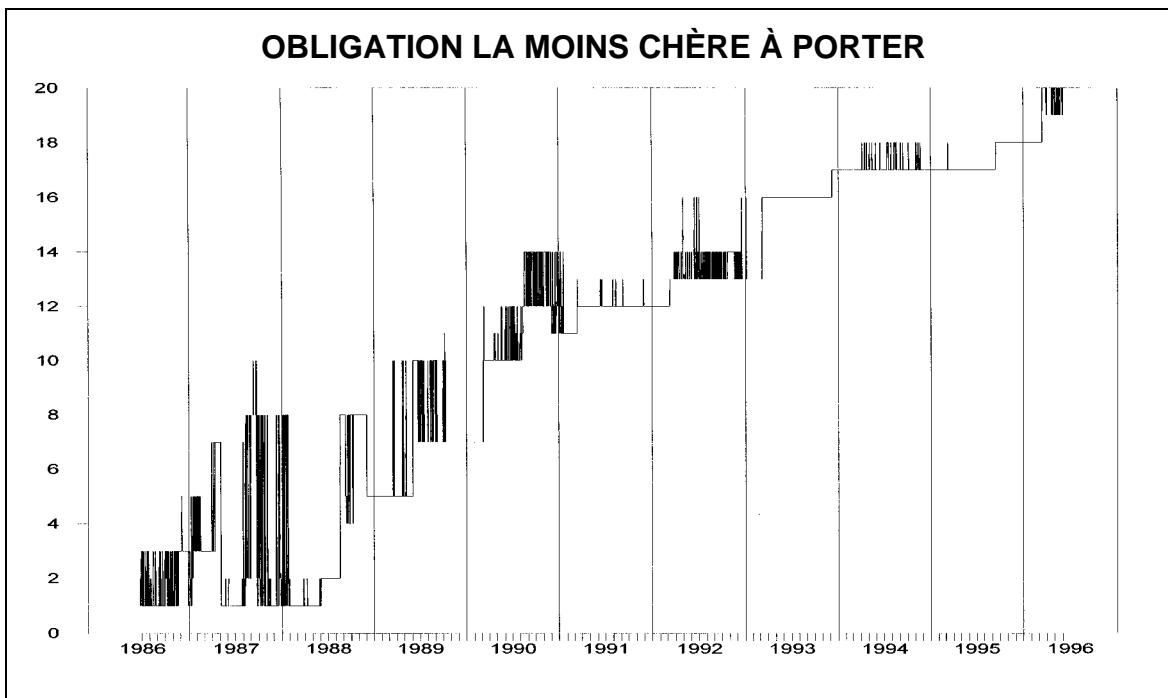
Ceci justifie la construction d'un indicateur qui, à chaque instant, reflète le prix du contrat le plus traité. Par construction, celui-ci présente des ruptures lors du changement de contrat de référence puisque deux contrats successifs portent sur des échéances différentes. Il doit donc être corrigé, en ayant pour base le contrat « mars 1986 », en ajoutant le cumul des sauts successifs depuis le contrat « mars 1986 ». La signification économique d'une telle série découle du fait que ses variations permettent de calculer les gains d'un opérateur qui aurait acheté le contrat « mars 1986 » et qui aurait reporté sa position (*roll over*) sur les contrats suivants chaque fois qu'un contrat devenait à son tour le plus actif. La figure 2 retrace l'évolution de cette série de prix à terme effectif notée  $f(t)$  par la suite.

Figure 2



Parallèlement, nous construisons un indicateur reflétant les prix des marchés au comptant et comparable à l'indicateur des prix à terme précédemment construit. Selon un principe simple et classique, nous répliquons le contrat à terme à partir d'une séquence d'opérations sur les marchés au comptant. L'existence de plusieurs emprunts livrables pour la même échéance du contrat à terme n'est pas une difficulté si on considère que le vendeur du contrat à terme a la possibilité de livrer l'obligation la moins chère à porter, c'est-à-dire l'obligation du gisement qui maximise le rendement du *cash and carry* (cf. l'encadré). Il semble clair que les informations nouvelles parvenant aux marchés affecteront en priorité cet emprunt. La figure 3 indique, en fonction du jour de cotation, le titre qui maximise le rendement de l'opération de *cash and carry* pour l'échéance la plus active à ce moment, chaque titre ayant appartenu au gisement figurant par un numéro d'ordre sur l'axe vertical. L'examen de cette figure nous apprend que l'emprunt qui maximise le rendement du *cash and carry* peut rester inchangé pendant plusieurs échéances de suite ou, au contraire, changer à plusieurs reprises pour une même échéance, lorsque deux au moins des emprunts du gisement impliquent des rendements du *cash and carry* très proches. Cette forte instabilité de l'obligation la moins chère à porter s'est cependant estompée avec le temps.

Figure 3



Enfin, il convient de remarquer que l'indicateur obtenu par réplication d'un contrat à terme reflète, outre le niveau des taux longs, le niveau des taux courts car ceux-ci déterminent les coûts de portage (*cf.* l'encadré). Le coût de cette stratégie, ou le prix de cet actif synthétique alternatif à une opération à terme sur le notionnel négociée au Matif, est donc une synthèse des prix d'actifs au comptant, à long terme et à court terme. Ce prix à terme théorique est lui aussi sujet à des sauts lors de chaque changement du contrat de référence et on utilise la même correction que pour le prix à terme effectif. On obtient la série  $g(t)$ .

Ces constructions nous permettent donc de disposer de deux séries de prix homogènes et comparables, l'une provenant uniquement du marché à terme  $f(t)$  et l'autre des marchés au comptant  $g(t)$ . Ces séries sont nécessaires pour répondre aux questions posées dans notre introduction. Avant d'examiner leurs relations d'égalité ou de causalité, il est nécessaire d'analyser le contenu en anticipations du prix à terme effectif.

## 2. La rationalité des anticipations

La littérature économique discute souvent de la rationalité des agents économiques, et particulièrement, depuis John Muth en 1960, de la rationalité de leurs anticipations. Or les anticipations des intervenants sur les marchés financiers, de par les motivations et les informations de ceux-ci, sont d'excellentes candidates pour l'hypothèse de rationalité. Sur un marché à terme, cette rationalité signifie que le prix à terme est l'anticipation des agents sur le prix au comptant lors de l'échéance du contrat. Autrement dit, le prix à terme d'un actif est un prédicteur sans biais (ou l'espérance mathématique) du prix au comptant de ce même actif à l'échéance, soit :

$$F_t^T = E_t(F_T^T)$$

où  $t$  désigne l'instant présent,  $T (> t)$  le terme du contrat,  $F_t^T$  le prix en  $t$  du contrat dont l'échéance est  $T$  (de ce fait,  $F_T^T$  désigne le prix en  $T$  du contrat arrivé à son échéance en  $T$ , c'est-à-dire le prix au comptant en  $T$ ) et  $E_t$  l'espérance à l'instant  $t$  (conditionnée par l'information disponible en  $t$ ). On note  $u_t^T$  l'erreur de prévision effectuée à l'instant  $t$  sur le prix au comptant à l'instant  $T$  :

$$F_T^T = F_t^T + u_t^T$$

Si le prix à terme  $F_{T-\tau}^T$  est un prédicteur sans biais du prix  $F_T^T$  au comptant à l'échéance, donc avec l'horizon  $\tau$ , alors l'erreur de prévision  $u_{T-\tau}^T$  est d'espérance ou de moyenne nulle pour cet horizon  $\tau$  :

$$E_{T-\tau}(u_{T-\tau}^T) = 0$$

Un premier test d'anticipations rationnelles est la vérification de l'absence de biais systématique pour différents horizons. Pour un horizon donné, on calcule donc la moyenne de l'erreur d'anticipation sur l'ensemble des 42 contrats traités depuis la création du Matif et parvenus à maturité au 30 juin 1996. Bien que l'erreur de prévision moyenne ne soit jamais nulle sur l'échantillon étudié, elle n'est jamais significativement différente de zéro. En conséquence, ce test ne conduit pas au rejet de l'hypothèse d'anticipations rationnelles.

Le résultat précédent sort renforcé de l'étude d'une relation plus générale entre la réalisation du prix et son anticipation, c'est-à-dire, pour un horizon d'anticipation  $\tau$ , de :

$$F_T^T = \alpha_\tau F_{T-\tau}^T + \beta_\tau + \varepsilon_{i-\tau}$$

Lorsque les égalités «  $\alpha_\tau = 1$  » et «  $\beta_\tau = 0$  » sont vérifiées, on retrouve la relation établie plus haut, c'est-à-dire l'absence de biais. En retenant le cadre défini par Johansen [1991]<sup>1</sup>, il est possible de tester ces égalités sur les coefficients  $\alpha_\tau$  et  $\beta_\tau$  pour différentes valeurs de l'horizon  $\tau$ .

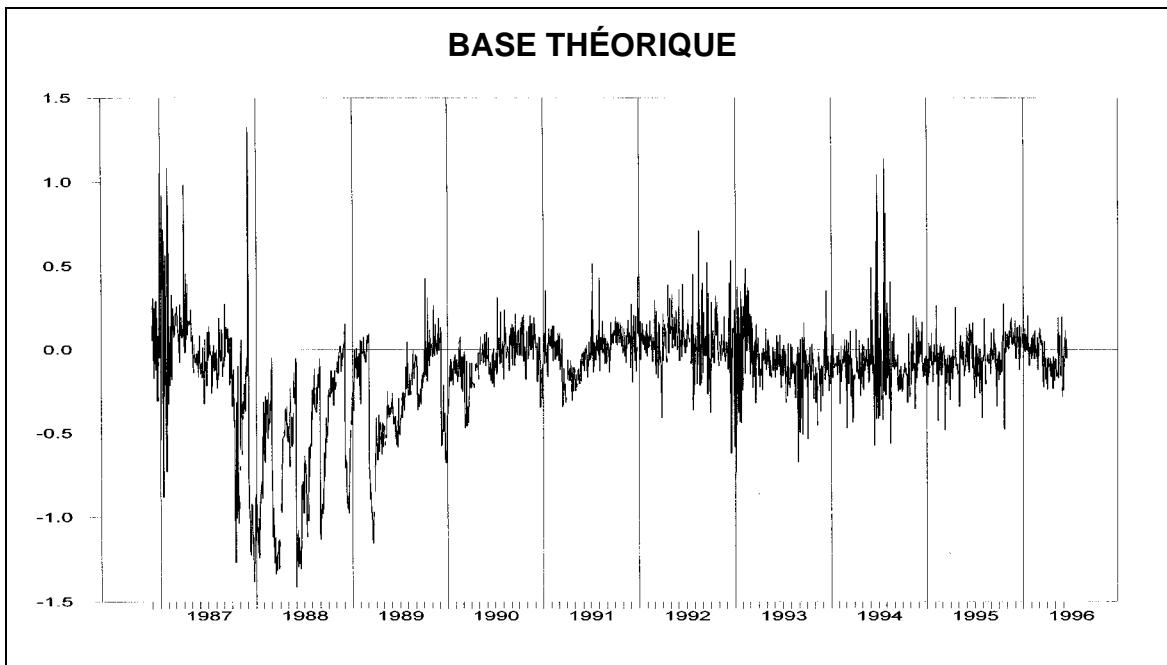
Les résultats montrent que ces contraintes sont généralement acceptées, les seules exceptions étant le fait des horizons longs (à 3 mois et 6 mois). L'acceptation apparaît lorsque le terme des anticipations se raccourcit, pour atteindre un niveau particulièrement élevé lorsque l'anticipation est à 2 semaines. Puis, lorsque l'échéance se rapproche, la qualité de l'acceptation se détériore à nouveau. Au total, tout se passe comme si les anticipations s'amélioraient lorsque l'échéance devient la plus active et s'étiolaient lorsque l'échéance perd sa prééminence. Lorsqu'un contrat est activement traité (*cf. supra*), les « forces du marché » amélioreraient donc les anticipations contenues dans le prix à terme en diminuant le biais de la prédiction du prix au comptant futur. En conclusion, les résultats de tous les tests convergent pour ne pas rejeter la rationalité des anticipations sur le marché à terme du notionnel.

<sup>1</sup> Les échantillons sont plutôt de petite taille (37 à 40 observations) et les résultats doivent donc être considérés avec précaution.

### 3. L'absence d'opportunité d'arbitrage

Lorsque les marchés à terme et au comptant ne présentent aucune friction et que ces marchés sont parfaitement arbitrés, prix à terme constaté et prix à terme théorique coïncident. Une opportunité d'arbitrage se traduit donc par un écart entre ces deux prix qui, dans la réalité, doit s'apprécier à la lumière des coûts de transaction. Nous avons supposé qu'un écart de 25 points de base devrait en pratique couvrir les coûts de transaction<sup>1</sup>. La différence entre la série de prix à terme  $f(t)$  et la série au comptant  $g(t)$ , que nous appelons ici base théorique, livre donc une information intéressante sur l'efficacité des marchés. Lorsque la base théorique est positive et excède les coûts de transaction, le marché à terme est plus cher que le marché au comptant et des opportunités de *cash and carry* sont présentes (le rendement de l'opération de *cash and carry* excède le taux d'intérêt sans risque). Dans le cas contraire, le marché au comptant est plus cher que le marché à terme et des opportunités de *reverse cash and carry* existent. Toutefois, à l'approche de l'échéance du contrat le plus traité, la base théorique a tendance à s'annuler. Dans la figure 4, on retrace l'évolution de la base théorique depuis la création du Matif et on observe ce phénomène périodique de convergence.

Figure 4



La base théorique oscille autour de 0 avec des écarts qui peuvent atteindre 150 points de base. Sa valeur moyenne (- 12 points de base) est significativement différente de 0 mais inférieure aux coûts de transaction. D'autre part, les périodes où la base est supérieure à 25 points de base (*cash and carry*) sont moins nombreuses que les périodes de *reverse cash and carry* (base théorique inférieure à - 25 points de base), du moins de décembre 1986 à juin 1990 où la moyenne est très négative (- 28 points de base) et ceci très significativement. Par contre, de juillet 1990 à juin 1996, la base théorique ne présente pratiquement jamais d'écart supérieur à 50 points en valeur absolue, la moyenne étant seulement de quelques points de base.

<sup>1</sup> En l'absence de coûts de transaction, un niveau de 25 points de base signifie que l'opération de *cash and carry* ou son opposée rapporte en brut 0,25 % des sommes engagées sur la durée de l'opération. Or pour des montants importants d'intervention (de l'ordre de quelques centaines de millions de francs et de quelques centaines de contrats), les coûts de transactions proprement dits sont de l'ordre de 0,10 % et la liquidité du marché au comptant et du marché à terme peut encore coûter entre 0,10 % et 0,15 %.

La seconde partie de notre échantillon correspond donc à une période où les opportunités d'arbitrage ont été singulièrement réduites sinon annulées. Le fonctionnement joint du marché à terme et des marchés au comptant semble avoir gagné en efficacité avec le temps. La première partie de l'échantillon présente au contraire des opportunités récurrentes de *reverse cash and carry*. Celles-ci se résorbent progressivement puis réapparaissent à chaque changement de contrat avec une ampleur qui diminue au cours du temps. Les raisons pour lesquelles des opportunités de *reverse cash and carry* auraient été difficiles à saisir dans cette période peuvent être recherchées dans le cadre institutionnel du fonctionnement du marché au comptant. De telles opérations nécessitent effectivement soit la détention préalable d'emprunts d'État, soit le prêt de ces emprunts. Or la mise en place d'un marché de prêts de titres a rencontré en France de nombreux obstacles aussi bien juridiques qu'au niveau des mentalités. L'inefficience du marché constatée sur la première période ainsi que sa résorption progressive et sa disparition sur la seconde période s'expliquent donc.

Ces considérations graphiques sont confirmées par l'analyse de la relation des prix entre eux. Une première approche consiste à effectuer une régression économétrique, par exemple sur des échantillons successifs de 100 observations quotidiennes, soit 4 mois environ, en prenant tous les débuts possibles de 1986 à 1996.

Dans le cas de la régression<sup>1</sup> du prix à terme théorique  $g(t)$  sur le prix à terme effectif  $f(t)$  :

$$g(t) = a f(t) + b + e(t)$$

nous estimons ainsi deux coefficients  $a$  et  $b$ . Si ces coefficients respectent les égalités «  $a = 1$  » et «  $b = 0$  », la relation signifie, au terme d'erreur près, l'identité des deux prix à terme et la nullité de la base théorique ! Or, lorsque l'échantillon de 100 observations débute après 1990, les coefficients  $a$  et  $b$  fluctuent beaucoup moins autour de leurs valeurs de référence.

D'autre part, si on impose aux coefficients les valeurs 1 et 0, donc si on analyse directement la base théorique, on constate que cette série est stationnaire selon les tests les plus exigeants à partir de 1990. Cette propriété de la base théorique montre que la solution efficiente, à savoir la nullité de cette base, constitue à partir de 1990 le point de référence des marchés. Ceci va dans le sens d'une efficience accrue de ces marchés à partir de cette date. C'était l'inverse dans la période précédant 1990 déjà caractérisée par les opportunités inexploitées de *reverse cash and carry*. Ainsi se confirme le clivage autour de l'année 1990.

Une vérification plus rigoureuse de l'identité entre les cours à terme théorique  $g(t)$  et observé  $f(t)$  peut être mise en œuvre grâce au cadre défini par Johansen [1991]. Les résultats mettent alors particulièrement en évidence la période allant de juillet 1990 à juillet 1993, pour laquelle les contraintes peuvent être acceptées, ce qui n'est le cas ni avant ni après ! C'est pourquoi nous sommes amenés à distinguer dans la suite trois sous-périodes : décembre 1986 à juin 1990, juillet 1990 à juillet 1993 et, enfin, août 1993 à juin 1996.

<sup>1</sup> Mais tout ce qui suit est également valide si on considère la régression inverse, à savoir de  $f(t)$  sur  $g(t)$ .

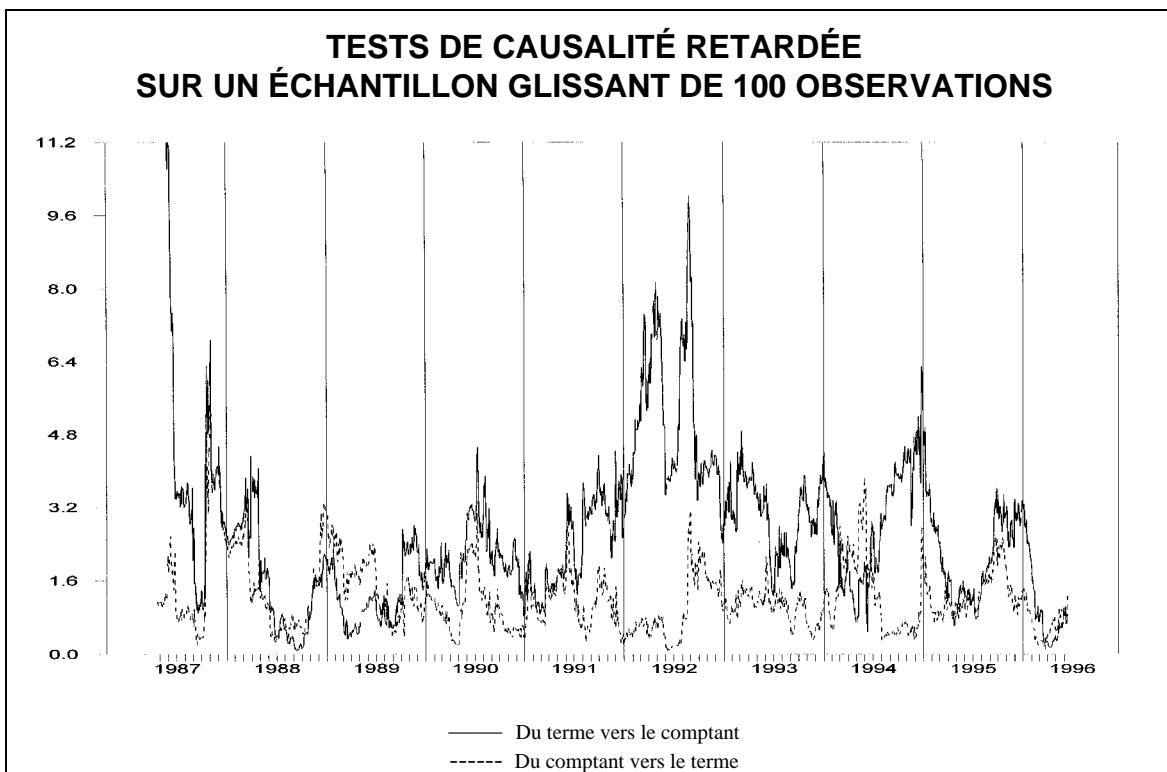
#### 4. Les interactions entre terme et comptant

La dernière série de tests doit principalement déterminer sur quels marchés se transmettent en priorité les informations nouvelles et quel marché assure la restauration de l'équilibre en cas de divergence entre marché au comptant et marché à terme. Dans ce but, il est nécessaire de recourir à la notion de causalité et à celle d'exogénéité faible. Pour les propriétés de ces deux concepts, des tests associés et les modalités spécifiques de leur mise en œuvre, le lecteur intéressé est invité à se rapporter à Bensaid et Boutillier [1997].

En conformité avec le théorème de représentation de Granger, le statut établi plus haut pour la parité des prix à terme théorique et effectif (ou nullité de la base théorique) à partir de 1990 implique que la dynamique de l'un au moins des deux prix s'explique par une force de rappel vers cette relation de parité. En d'autres termes, les dynamiques des prix à terme sont partiellement motivées par la nécessité du retour vers un équilibre de long terme (*cf.* Granger, 1988). Si la force de rappel est significative pour les deux prix, cette symétrie implique une certaine « égalité » des marchés puisque la charge de l'ajustement est partagée. Si, au contraire, la force de rappel n'est significative que pour un seul marché, ceci signifie que tout le poids de l'ajustement pèse sur ce seul marché qui se borne à suivre des évolutions dictées par l'autre, ce dernier constituant le point de mire du premier.

Cette dernière possibilité d'inefficience correspond au concept de causalité tel qu'il est usuellement défini en économétrie. Les tests afférents sont une fois de plus mis en œuvre sur un échantillon glissant de 100 observations. Les résultats des deux tests (f vers g et g vers f) forment à leur tour deux séries chronologiques reproduites dans la figure 5. Sachant que des valeurs élevées prises par les tests signifient un rejet de l'absence de causalité, c'est-à-dire la présence de causalité, l'examen de leur profil fait apparaître plusieurs sous-périodes.

Figure 5



Nous ne commenterons pas de manière précise la sous-période initiale qui s'achève en 1989 car les modèles y sont faiblement validés par les données. Malgré tout, sur les premiers points qui correspondent à l'année 1987 et qui sont valides, on retrouve la forte causalité bidirectionnelle notée par Artus [1988]. Par contre, dès la fin de 1989 et le début de 1990, apparaît une réelle dissymétrie en faveur de la causalité partant du prix à terme effectif. Cette dissymétrie qui met le marché à terme en position de *leader* par rapport aux marchés au comptant est remarquable sur la période allant du début de 1991 au deuxième trimestre de 1993 ; en effet, le test impliquant une absence de causalité du terme vers le comptant délivre des valeurs bien au-delà des seuils critiques, tandis que le test sur la causalité inverse donne des valeurs sensiblement en deçà des seuils. Ces résultats corroborent ceux sur l'efficience et mettent en exergue la sous-période allant de 1991 à la mi-1993 : celle-ci est remarquable du fait que la parité entre les valeurs théorique et observée est une relation d'équilibre et du fait que le Matif « domine » les marchés au comptant en leur fournissant certains signaux auxquels ces derniers s'adaptent. Dans une moindre mesure, c'est également le cas pour l'année 1990 et pour la fin de 1993. Il faut noter que cette dissymétrie s'annule au début de 1991 (guerre du Golfe) et au milieu de 1993 (crise du SME et élargissement des bandes à 15 % autour des cours pivots), voire s'inverse au cours du premier semestre 1994.

Au total, lorsqu'on se trouve dans une situation « normale » ou de relative stabilité des cours, la faiblesse relative des coûts de transaction sur le marché à terme fait que les nouvelles y sont d'abord intégrées et le marché à terme fournit alors une direction pour le marché au comptant. Ce résultat peut s'interpréter comme la concrétisation du fait que les anticipations se révèlent sur le marché à terme et se propagent ensuite sur le marché au comptant.

Toutefois, lors des périodes agitées comme lors des mouvements importants de l'hiver 1990-1991 ou de l'été 1993, les données plaident pour le rejet simultané des deux causalités. Ces périodes agitées correspondent donc à un traitement rapide des informations quel que soit le marché ou à un arbitrage encore plus efficace. Ceci suggère en effet soit une très grande cohérence de tous les marchés avec les fondamentaux, soit une autonomie des marchés financiers (avec une éventuelle ignorance des informations extérieures portant notamment sur les fondamentaux) où l'interaction entre marchés à terme et marchés au comptant est portée à son comble. Force est de reconnaître que nos tests ne permettent pas une discrimination entre ces deux explications et que nos résultats mériteraient d'être corroborés par d'autres travaux. Enfin, au premier semestre 1994, c'est la causalité allant du comptant vers le terme qui devient significative, conduisant à une dissymétrie originale. Cette dernière sous-période est moins facile à caractériser ; une interprétation de cette dissymétrie pourrait être que les marchés au comptant ont joué un rôle essentiel dans le retour aux fondamentaux dont on se serait écarté au cours du second semestre de 1993. Peut-être est-ce là l'indice d'une bulle financière sur cette dernière période ?

Les outils proposés par Johansen permettent de tester une version plus exigeante de la dissymétrie causale nommée « exogénéité faible ». Si la dynamique d'un prix n'est pas influencée par la parité des prix à terme théorique et effectif (ou nullité de la base théorique), ce prix à terme est « faiblement exogène ». Si on reprend les trois sous-périodes évoquées ci-dessus, il ressort que la première et la dernière sous-périodes ne font pas apparaître de force de rappel. Pour la dernière sous-période, c'est cohérent avec l'idée énoncée au-dessus selon laquelle aucun marché n'y prend réellement le pas sur l'autre et que les informations ont été immédiatement et parallèlement intégrées sur tous les marchés<sup>1</sup>. Enfin, sur la période intermédiaire, le prix à terme effectif est faiblement exogène et le prix à terme théorique est le seul à supporter l'ajustement vers la parité des deux prix à terme. Ceci confirme bien que, sur cette sous-période, le marché à terme guide le marché au comptant. Ceci renforce l'idée du *leadership*, lors des périodes calmes, d'un marché à terme parvenu à maturité.

<sup>1</sup> Cette remarque vaut dans le contexte d'une périodicité quotidienne et n'exclut pas que, à l'intérieur d'une journée, il y ait propagation des nouvelles d'un marché vers l'autre.

## 5. Quelques conclusions

Sur une décennie d'existence du marché à terme des obligations de l'État français, donc du contrat « notionnel » sur le Matif, l'étude des opportunités d'arbitrage conduit à distinguer trois périodes : décembre 1986 à juin 1990, juillet 1990 à juillet 1993 et, enfin, août 1993 à juin 1996. L'*efficience* au sens strict ne peut être rejetée sur les deux dernières sous-périodes, alors qu'elle est rejetée sur la première. Toutefois, la prise en compte de certaines particularités institutionnelles du fonctionnement du marché au comptant (quasi-absence d'un marché de prêt de titres sur la première période) permet largement d'expliquer cette inefficience résorbée depuis.

*En ce qui concerne la rationalité des anticipations sur le marché à terme, les tests mis en œuvre aboutissent à la même conclusion globale, à savoir que l'hypothèse d'anticipations rationnelles ne peut être rejetée. Enfin, l'étude de la causalité menée sur des échantillons glissants de données journalières souligne une prééminence certaine du marché à terme sur le marché au comptant sur la période qui va du début de 1990 à la mi-1993. Cette prééminence se serait estompée en fin de période avec une légère inversion au cours de l'année 1994.*

*Les résultats obtenus plaident donc en faveur d'une maturité du contrat phare du Matif, cette maturité étant réelle depuis 1990. Par ailleurs, ils indiquent que la cotation d'un tel contrat joue un rôle conventionnel (et bénéfique) dans la diffusion des informations et des anticipations lors des phases calmes sur les marchés, tandis que la même cotation n'exercerait aucun effet d'entraînement lors des phases plus agitées. Ces résultats gagneraient à être confirmés par des études utilisant des données infra-quotidiennes, et non plus quotidiennes, ou se focalisant sur les transmissions de volatilité des cours.*

### **LE FONCTIONNEMENT DU CONTRAT « NOTIONNEL » DU MATIF**

De nombreux ouvrages décrivent le fonctionnement du Matif (cf. par exemple Roure, 1987). Nous nous bornons ici à rappeler les traits essentiels du contrat « notionnel » qui sont indispensables à la compréhension de nos constructions. Ils n'ont jamais varié sur la période qui nous intéresse et n'ont été modifiés qu'en 1997.

#### ***Le contrat « notionnel »***

Le contrat « notionnel » coté au Matif est un contrat à terme sur une obligation de l'État français qui n'existe pas, d'où son appellation. Cet emprunt fictif a des caractéristiques très simples. Pour les échéances antérieures à décembre 1997, son coupon est de 10 % et sa durée de vie est de 10 ans à partir de l'échéance du contrat à terme<sup>1</sup>. Il existe donc autant d'obligations notionnelles que d'échéances. Ces échéances sont les quatre échéances trimestrielles les plus proches (mars, juin, septembre et décembre) et chacune d'entre elles possède un prix différent. Dans cet article, on note  $F_t^T$  le prix à terme coté à la date  $t$  du notionnel émis en  $T$ . Comme l'emprunt notionnel n'existe pas, l'organisme de compensation du marché à terme, Matif SA, communique, pour chaque échéance du contrat, la liste du gisement, c'est-à-dire la liste des emprunts livrables en substitution du notionnel pour chaque échéance. Seuls les emprunts d'État ayant une durée de vie supérieure à 7 ans peuvent éventuellement appartenir au gisement qui a toujours été compris entre 4 et 8 de ces emprunts.

N'importe quel titre du gisement peut être livré à l'échéance d'un contrat à terme, au gré du vendeur du contrat à terme. Ces titres ont pourtant des prix différents au moment de la livraison. Pour calculer la somme que perçoit le vendeur lorsqu'il livre un emprunt du gisement en lieu et place du notionnel à l'échéance d'un contrat à terme, des facteurs de concordance sont définis entre le prix du notionnel et le prix de livraison des emprunts figurant au gisement. Ces facteurs sont calculés de manière à permettre une équivalence approximative entre deux titres d'État qui diffèrent par leur durée et par leur coupon. Formellement, le facteur de concordance est égal au rapport des valeurs actualisées du titre  $i$  appartenant au gisement et de l'emprunt notionnel le jour de l'échéance du contrat à terme avec un taux d'actualisation égal au taux d'intérêt nominal du notionnel. Matif SA communique également à ses adhérents, outre la liste des emprunts du gisement pour une échéance donnée, leurs coupons courus  $cc_i^T$  et leurs facteurs de concordance  $\theta_i^T$ . Le prix de livraison de l'emprunt  $i$  du gisement le jour de l'échéance se calcule alors selon la formule :

$$\theta_i^T F_T^T + cc_i^T$$

où  $F_T^T$  est le prix à terme du contrat le jour de l'échéance  $T$ . Ainsi, un achat à terme à la date  $t$  au prix  $F_t^T$  matérialisé par la livraison du titre  $i$  à la date  $T$  donne lieu à un montant dû au vendeur à terme égal à :

$$\theta_i^T F_T^T + cc_i^T + (F_t^T - F_T^T) = F_t^T + (\theta_i^T - 1) F_T^T + cc_i^T$$

.../...

<sup>1</sup> Ceci signifie que si le taux actuariel des emprunts d'État est de 10 % le jour de l'échéance du contrat, le contrat à terme cote 100 le jour de son échéance. À un taux actuariel de 5,5 %, correspond un prix de 134.

### **L'obligation la moins chère à livrer**

Étant donné le prix du titre  $i$  ( $P_i^T + cc_i^T$ ), le vendeur à terme a intérêt à livrer le titre qui maximise la différence entre son prix de livraison et son prix au comptant soit :

$$\theta_i^T F_T^T + cc_i^T - (P_i^T + cc_i^T) = \theta_i^T F_T^T - P_i^T.$$

Ce titre, appelé obligation la moins chère à livrer, n'est connu qu'à l'échéance du contrat puisque sa détermination nécessite la connaissance des prix à terme et au comptant en  $T$ . À l'échéance, le prix à terme du notionnel coïncide avec le prix au comptant de l'obligation la moins chère à livrer ajusté de son facteur de concordance. Tout se passe donc comme si le contrat à terme portait sur l'obligation la moins chère à livrer, la difficulté provenant du fait que les acteurs du marché ne prennent connaissance de cette obligation qu'à l'échéance du contrat. Faute de pouvoir prédire parfaitement l'obligation la moins chère à livrer, les participants au marché à terme reportent leurs intérêts sur le titre qui maximise le rendement certain d'une opération de portage.

### **L'opération de cash and carry**

Une des opérations les plus courantes des arbitragistes sur les marchés est appelée cash and carry : elle consiste simultanément à acquérir au comptant des emprunts d'État et à vendre des contrats à terme, l'opération inverse qui implique la vente d'emprunts d'État au comptant et l'achat sur le Matif de contrats à terme étant baptisée reverse cash and carry.

Le cash and carry, simple opération de portage, permet de dégager une rentabilité certaine qui peut alors être comparée au taux d'intérêt sans risque correspondant. Formellement, l'opération se fait en deux temps :

- achat à la date  $t$  d'un titre de l'obligation  $i$  et vente de  $\theta_i^T$  contrats à terme (coût de financement  $P_i^t + cc_i^t$ ) ;
- à la date  $T$ , rachat de  $\theta_i^T - 1$  contrats à terme et livraison du titre  $i$  (revenu associé  $\theta_i^T F_T^T + cc_i^T$ ).

Le rendement sur fonds propres de cette opération noté  $\rho_i(t, T)$  vaut :

$$\rho_i(t, T) = 360/(T-t) \{ \theta_i^T F_T^T - P_i^t + cc_i^T - cc_i^t \} / \{ P_i^t + cc_i^t \}$$

où  $P_i^t$  représente le prix du titre  $i$  à la date  $t$ . On peut alors facilement déterminer l'obligation qui maximise ce rendement pour une échéance donnée ( $T$ ) à une date donnée ( $t$ ). Nous appelons ce titre qui dépend de la date considérée et du terme envisagé l'obligation la moins chère à porter. Le rendement de l'opération de portage de ce titre doit être comparé avec le taux d'intérêt à la date  $t$  pour le terme  $T$  qui sera noté  $r(t, T)$ . Ce dernier taux d'intérêt est bien sûr un taux à court terme (du marché monétaire) puisque l'écart entre  $t$  et  $T$  est forcément inférieur à un an. En l'absence d'opportunité d'arbitrage, ces deux taux doivent coïncider. Ceci nous permet de construire un prix à terme théorique lorsque le rendement de l'opération de portage coïncide avec le taux de marché de même maturité. Ce prix théorique noté  $G_t^T$  est donné par l'équation précédente qu'il suffit d'inverser en remplaçant le rendement  $\rho_i(t, T)$  par le taux d'intérêt sans risque de même durée  $r(t, T)$ .

**BIBLIOGRAPHIE**

Artus, P. (1988) : *Les éventuelles propriétés déstabilisantes d'un marché à terme*, Banque de France, Note 88-62, DGE.

Avouyi-Dovi, S., C. Lai-Tong et R. Salomon (1993) : *Analyse Statistique du Matif*, Caisse des dépôts et consignations, Document d'étude 93-08F.

Avouyi-Dovi, S., C. Lai-Tong et V. Leroux (1993) : *Que peuvent apporter les données du marché à l'explication des cours du Matif ?*, Caisse des dépôts et consignations, Document d'étude 93-15F.

Bensaid, B., et M. Boutillier (1997) : *Le contrat notionnel : efficience et causalité*, Banque de France, Note d'études et de recherche – n° 44.

De La Martinière, G. (1993) : « Entretien », *Revue d'Économie Financière*, Vol. 24, p. 59-71.

Granger, C. W. J. (1988) : « Some Recent Developments in a Concept of Causality », *Journal of Econometrics*, Vol. 39, p. 199-211.

Hannoun, H. (1995) : « Implications macro-économiques et de politique monétaire du développement des marchés dérivés », *Bulletin de la Banque de France* – n° 14, p. 89-129.

Johansen, S. (1991) : « Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models », *Econometrica*, Vol. 59, p. 1551-1580.

Lubochinsky, C. (1993) : « Marchés de produits dérivés : évolution et analyse économique », *Revue d'Économie Financière*, Vol. 24, p. 43-58.

Roure, F. (1987) : *Les Mécanismes du Matif*, Economica.

# LE SYSTÈME TRICP : NOUVELLES MODALITÉS D'UTILISATION DES CRÉANCES PRIVÉES EN GARANTIE DES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE ET DES SYSTÈMES DE PAIEMENT

L'admission des créances privées, parallèlement aux titres négociables, en garantie des opérations de refinancement sur le marché monétaire, est une caractéristique permanente des modalités d'intervention de la Banque de France. Les procédures de la politique monétaire unique qui entreront en vigueur en 1999 reprendront cette caractéristique.

Afin de tirer le meilleur parti pour la place de l'existence d'un gisement de créances privées dans le portefeuille des banques, et également en vue d'intégrer harmonieusement la procédure française dans le cadre européen, cette dernière vient de faire l'objet d'aménagements substantiels.

C'est ainsi que la Banque de France a mis en place le 24 juillet 1998 une procédure rénovée de mobilisation des créances privées éligibles aux refinancements, le TRaitement Informatisé des Crées Privées (TRICP), gérée par la direction des Marchés de capitaux (DMC). Entre autres nouveautés, cette procédure, entièrement automatisée et juridiquement sécurisée, offre désormais la possibilité d'étendre l'utilisation des créances privées à la garantie d'avances intrajournalières de la Banque de France dans le cadre du système de règlement TBF.

---

CORINNE DAUCHY  
Direction des Marchés de capitaux  
Cellule monétaire

## 1. Le rôle des créances privées dans les procédures françaises de politique monétaire

Dans le dispositif actuel, la Banque de France assure le refinancement des établissements de crédit en admettant trois catégories de support de garantie : les titres d'État (bons du Trésor et obligations), les titres de créances négociables émis par les entreprises bénéficiant de la meilleure cotation de la Banque (« cote 3 »), et les créances privées représentatives de crédits consentis à ces mêmes entreprises.

Les créances privées sont utilisées en garantie des prêts de la Banque sur appels d'offres bi-hebdomadaires, de ses opérations bilatérales, et des concours octroyés à la demande des contreparties sous forme de prêts de 5 à 10 jours. La possibilité de mobiliser cette catégorie de garantie est importante pour les établissements de crédit français puisque les créances privées garantissent environ 50 % des refinancements octroyés et constituent la seule possibilité d'accès à la monnaie centrale pour plus de la moitié des établissements de crédit mobilisateurs. Ce dernier ensemble regroupe des établissements de crédit, généralement de petite taille et/ou intervenant dans des secteurs spécialisés tels que le crédit-bail ou l'affacturage. À l'heure actuelle, la Banque de France fait partie du petit nombre de banques centrales en Europe, aux côtés de la Banque d'Angleterre, la Banque nationale d'Autriche et la Banque fédérale d'Allemagne, à accepter de manière régulière d'autres actifs que les titres publics en garantie des concours monétaires.

Dans le cadre de la politique monétaire unique, tous les refinancements accordés devront être garantis par des sûretés appropriées. Des supports tels que les titres d'État ou d'autres titres de créances négociables, bénéficiant d'une notation de premier rang et qui sont classés parmi les garanties dites de niveau 1, satisfont à des critères d'éligibilité uniformes définis par la Banque centrale européenne pour l'ensemble de l'Union monétaire. Les créances privées, pour leur part, sont classées parmi les supports de garantie dont les caractéristiques diffèrent selon les pays de l'Union monétaire, en raison par exemple de différences d'ordre juridique ou relatives à la structure des systèmes financiers, tout en assurant un niveau de sécurité identique. Elles feront partie des garanties nationales, dites de niveau 2, qui devront répondre à des critères d'éligibilité fixés par les banques centrales nationales et avalisés par la Banque centrale européenne. C'est notamment dans ce cadre que s'inscrit la nouvelle procédure TRICP.

## 2. L'objectif de la réforme TRICP

Cette réforme, engagée il y a bientôt 18 mois et introduite par l'instruction n° 2-98 du 17 juin 1998 relative aux opérations de la Banque sur le marché monétaire, vise essentiellement à renforcer l'efficacité et la sécurité des procédures de mobilisation des créances privées actuellement éligibles comme garantie des concours octroyés par la Banque de France. Elle offre aussi au secteur bancaire *la possibilité nouvelle de mobiliser ces créances privées pour obtenir des concours intrajournaliers dans le système de règlement brut en temps réel TBF*.

Grâce à l'automatisation des procédures, le système TRICP permet d'assurer une cession des créances à la Banque de France en stricte conformité avec les impératifs de la loi « Dailly » — section II —, en particulier pour ce qui concerne l'individualisation des créances cédées. Les cessions sont faites en propriété à titre de garantie, sans stipulation de prix. Elles sont réalisées de façon globale, préalablement à tout octroi de refinancement. La déconnexion entre la cession des créances et la mise en place du refinancement est, en effet, nécessaire au bon déroulement organisationnel et technique des mobilisations de courte durée ou intrajournalières.

Les établissements qui disposent d'un Compte central de règlement (CCR) à la Banque de France mobilisent directement les créances éligibles auprès de cette dernière. Ceux qui ne disposent pas de CCR peuvent également mobiliser leurs créances indirectement, par l'intermédiaire d'établissements dits mobilisateurs. Ils n'apparaissent alors dans TRICP qu'en qualité de déclarants (*cf. schéma*).

Compte tenu du nombre élevé de créances cédées par établissements (20 000 en moyenne), il a été décidé d'accompagner l'acte juridique matérialisant le transfert de propriété, le bordereau « Dailly », d'une télétransmission de fichiers informatisés, permettant d'alimenter une base de données répertoriant les créances éligibles et administrée en continu par la Banque de France. À réception des fichiers, différents contrôles portant sur l'éligibilité des créances cédées sont automatiquement appliqués.

Comme dans la procédure en vigueur jusqu'en juin 1998, une quotité est appliquée, consistant à ne retenir qu'un pourcentage des crédits classés comme éligibles pour la couverture de tout concours accordé par la Banque de France. L'amélioration de la sécurité juridique des opérations, obtenue par l'individualisation systématique des créances cédées et par l'exclusion des découverts en compte de l'assiette des créances éligibles, jointe aux évolutions méthodologiques par ailleurs apportées depuis trois ans au système de cotation des entreprises par la Banque de France, ont offert la possibilité de réviser à la hausse la quotité mobilisable. Ainsi, l'instruction du 17 juin 1998 précitée a porté cette quotité de 75 % du nominal de la garantie à 90 %.

Après application de la quotité, les stocks de créances éligibles<sup>1</sup>, classés par date d'échéance, peuvent être mobilisés dans le cadre des opérations de politique monétaire mais aussi, ce qui constitue une nouveauté, au titre des avances intrajournalières octroyées dans le système de paiement TBF. Chaque établissement dispose d'un encours de créances mobilisables révisé périodiquement — sur une base hebdomadaire dans la plupart des cas — en fonction des tombées des échéances de créances et d'éventuelles modifications des cotations attribuées par la Banque de France et enregistrées dans le Fichier bancaire des entreprises (Fiben). Sur la base des échéanciers qui leur sont adressés, les établissements de crédit mobilisateurs, c'est-à-dire contreparties de la Banque de France, communiquent quotidiennement à cette dernière les encours qu'ils souhaitent affecter à la garantie intrajournalière de TBF, le solde étant réservé à la garantie des opérations de politique monétaire (*cf. schéma*).

TRICP a bien évidemment été conçu pour répondre aux caractéristiques de la politique monétaire unique et comme gage de la pérennisation de la procédure de mobilisation de créances privées dans le cadre du dispositif opérationnel du Système européen de banques centrales. En outre, à partir du 4 janvier 1999 et afin d'éviter toute discrimination au sein de la zone euro, l'application TRICP sera ouverte aux établissements de crédit implantés dans l'ensemble de l'Union monétaire. Les créances privées considérées comme éligibles par la Banque de France et détenues par des établissements contreparties du Système européen de banques centrales ne disposant pas d'implantation en France pourront être mobilisées par ces derniers au titre de l'usage transfrontalier des garanties. Les créances de ces établissements devront faire l'objet d'une cession préalable selon les termes de la loi « Dailly », au profit de la Banque de France, en garantie des refinancements que les établissements obtiendront auprès de leur banque centrale nationale.

<sup>1</sup> Les créances éligibles comprennent les créances d'une durée résiduelle inférieure ou égale à deux ans — y compris les créances de loyers de crédit-bail mobilier ou immobilier et les créances d'affacturage financées par l'établissement de crédit cédant —, à l'exclusion des découverts en compte, détenus sur des entreprises cotées « 3 » par la Banque de France et qui ne font pas partie du même groupe que la contrepartie cédante.

### 3. Le démarrage de l'application TRICP

Le démarrage de TRICP a eu lieu le 24 juillet dernier. La première étape a consisté en une remise préalable des fichiers comprenant les créances individualisées. Plus d'une centaine d'établissements de crédit ont ainsi effectué une cession de créances, parmi lesquels 54 sont mobilisateurs pour les créances cédées dans le cadre de refinancements monétaires ou d'avances intrajournalières dans le système TBF. Plus de 1 million de créances ont été collectées dans la base de données TRICP, représentant d'ores et déjà un gisement mobilisable de plus de 170 milliards de francs.

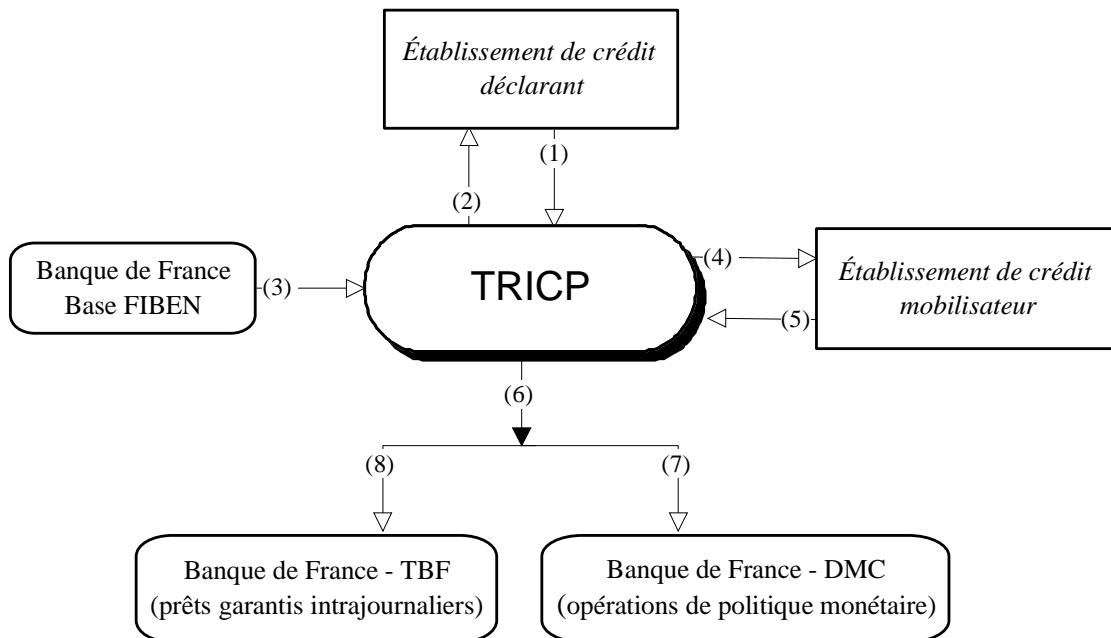
À partir du 28 juillet, les créances privées ainsi cédées par les établissements de crédit à la Banque de France ont pu être mobilisées comme garantie des concours intrajournaliers octroyés dans le cadre de TBF. Les premières semaines d'utilisation des créances cédées ont permis à une trentaine d'établissements d'affecter quotidiennement environ 60 milliards de francs à la garantie du système TBF, et de bénéficier à due concurrence ainsi de la mise en place de prêts garantis intrajournaliers (PGI) de la Banque de France. Ceci permet d'améliorer la fluidité des systèmes de règlement tout en diminuant le besoin de mobilisation des titres.

Le bon déroulement de l'entrée en exploitation de l'application TRICP a été permis, notamment, par la qualité de la concertation engagée avec l'ensemble des établissements de crédit dès le lancement du projet. Les travaux relatifs à cette nouvelle procédure de mobilisation ont, en effet, débuté en septembre 1996 et se sont poursuivis jusqu'au démarrage avec une forte implication des principaux établissements de la place. Cette implication s'est manifestée aussi bien dans le cadre d'un groupe technique associé à la rédaction des cahiers des charges définissant les modalités de cession et d'utilisation de ces créances<sup>1</sup>, qu'au travers de la participation, indispensable, de chaque adhérent au dispositif TRICP à une séquence de tests préparatoires.

Le système TRICP contribue à la sécurisation et à l'élargissement de la gamme des opérations conduites par la Banque de France et garanties par des créances privées. La modernisation du dispositif de mobilisation de cette catégorie de garantie assure la disponibilité, sur la place de Paris, d'un gisement de garanties large et diversifié, adapté aux besoins des intervenants du marché monétaire. Elle confirme aussi l'attachement de la Banque de France à maintenir, dans le cadre du Système européen de banques centrales, l'utilisation d'une catégorie de supports — les créances privées — justifiant la grande rigueur qu'elle apporte dans son approche du risque de crédit, fondée sur une connaissance approfondie des entreprises industrielles et commerciales.

<sup>1</sup> Cahier des charges de la déclaration TRICP version V5.3 daté du 11 février 1998 et cahier des charges de l'utilisation des créances privées V3 daté du 25 février 1998. Ces deux documents sont disponibles à la direction des Marchés de capitaux.

## ORGANISATION DE TRICP



- (1) Remise des fichiers de créances par télétransmission
- (2) Envoi d'un compte rendu de traitement
- (3) Utilisation de la base de données Fiben pour le contrôle de l'éligibilité des créances
- (4) Échéancier des créances mobilisables
- (5) Demande d'affectation d'une partie des créances en garantie de l'octroi de liquidité intrajournalière dans TE pour le jour ouvré suivant
- (6) Contrôle de couverture des montants mobilisés
- (7) Stocks de créances mobilisables pour les opérations de politique monétaire pour le lendemain ou compte tenu du montant de prêts garantis intrajournaliers (PGI) accordés
- (8) Mise en place des PGI le lendemain à l'ouverture de TBF

Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 39 61

A

N

A

L

Y

S

E

S

# L'ÉVOLUTION DU SYSTÈME BANCAIRE FRANÇAIS EN 1997

Le rapport annuel de la Commission bancaire pour l'année 1997 présente la situation du système bancaire français, au travers de l'étude de l'activité et des résultats des établissements de crédit au cours de cet exercice.

Le rapport 1997 comprend, en outre, trois études thématiques qui approfondissent certains aspects du système bancaire français :

- la première étude présente une analyse sur le contrôle des entreprises d'investissement ;
- la deuxième propose une réflexion et des recommandations sur le passage à l'an 2000 ;
- la troisième présente une synthèse des différentes organisations internationales dans le domaine prudentiel.

---

JEAN-LUC CAYSSIALS  
*Secrétariat général de la Commission bancaire  
Direction de la Surveillance générale du système bancaire  
Service des Études bancaires*

## 1. L'activité du système bancaire français en 1997<sup>1</sup>

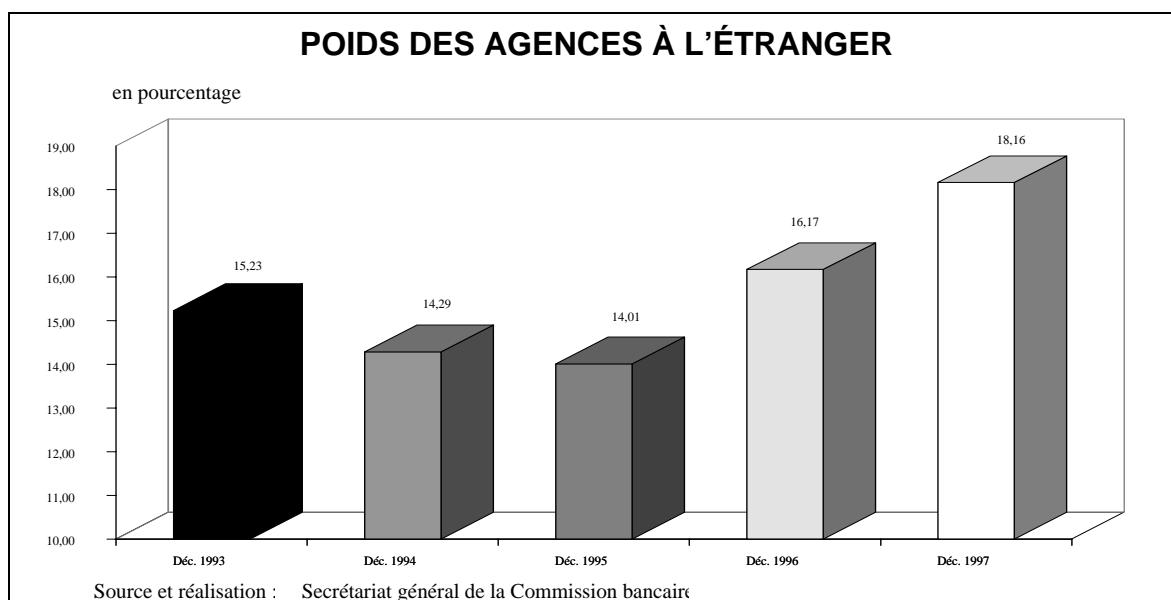
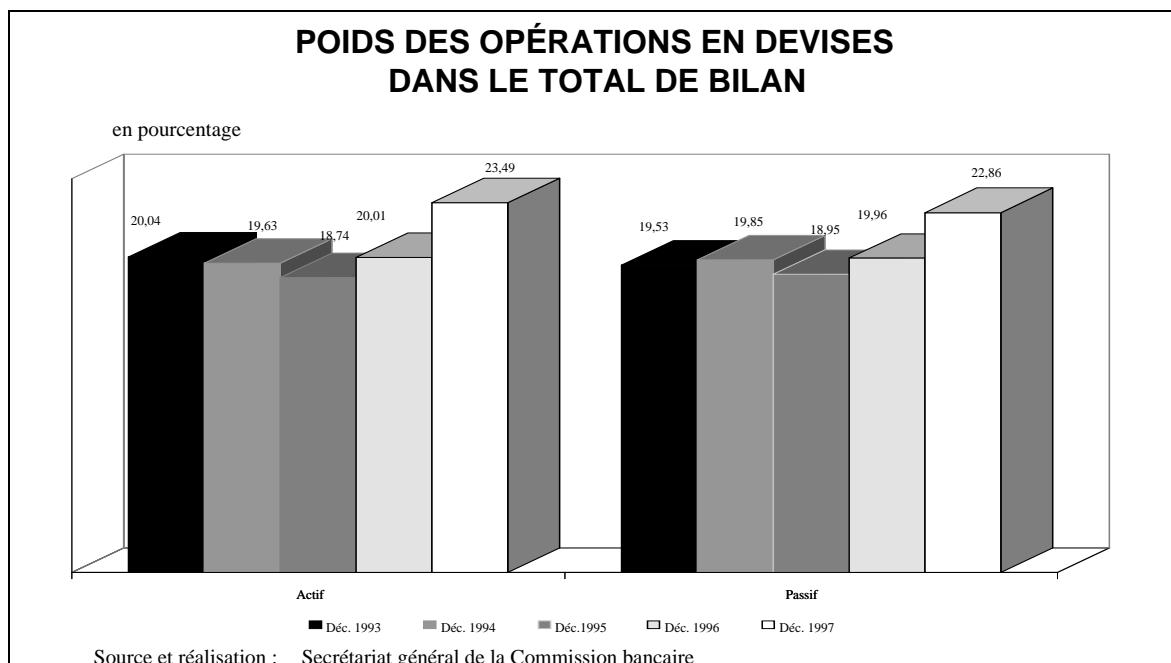
La reprise de l'activité des établissements de crédit, qui avait été observée dès 1996, s'est poursuivie en 1997 à un rythme légèrement supérieur, puisque le total de la situation d'ensemble, toutes implantations confondues, a augmenté de 8,7 % (+ 6,0 % en 1996).

---

<sup>1</sup> Les données présentées ici ne comprennent pas celles relatives aux entreprises d'investissement qui n'avaient pas le statut d'établissement de crédit avant 1997.

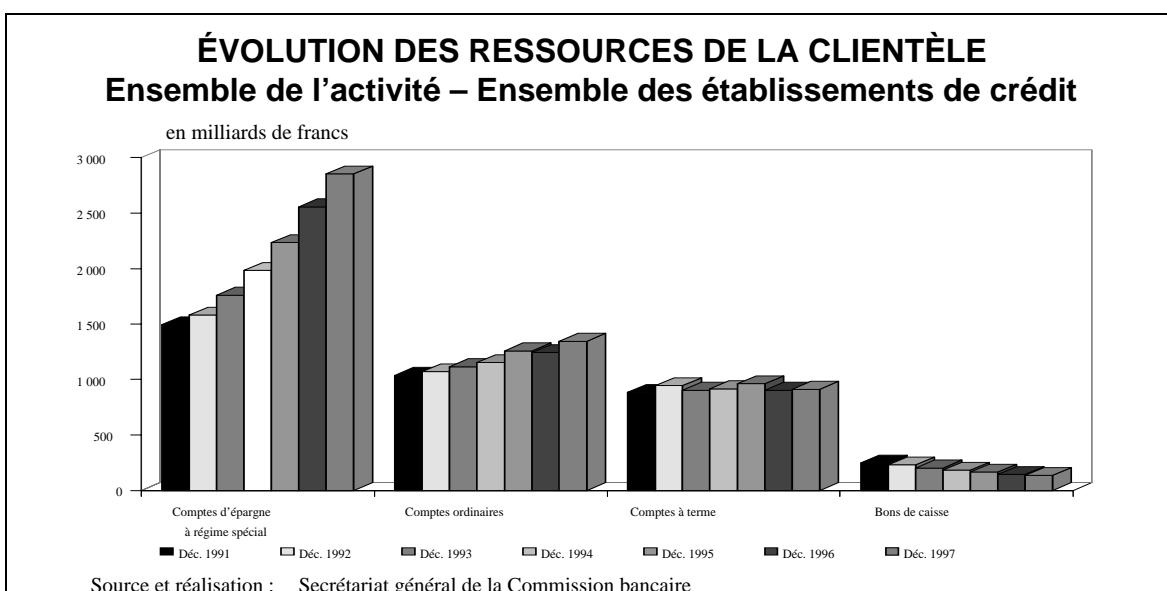
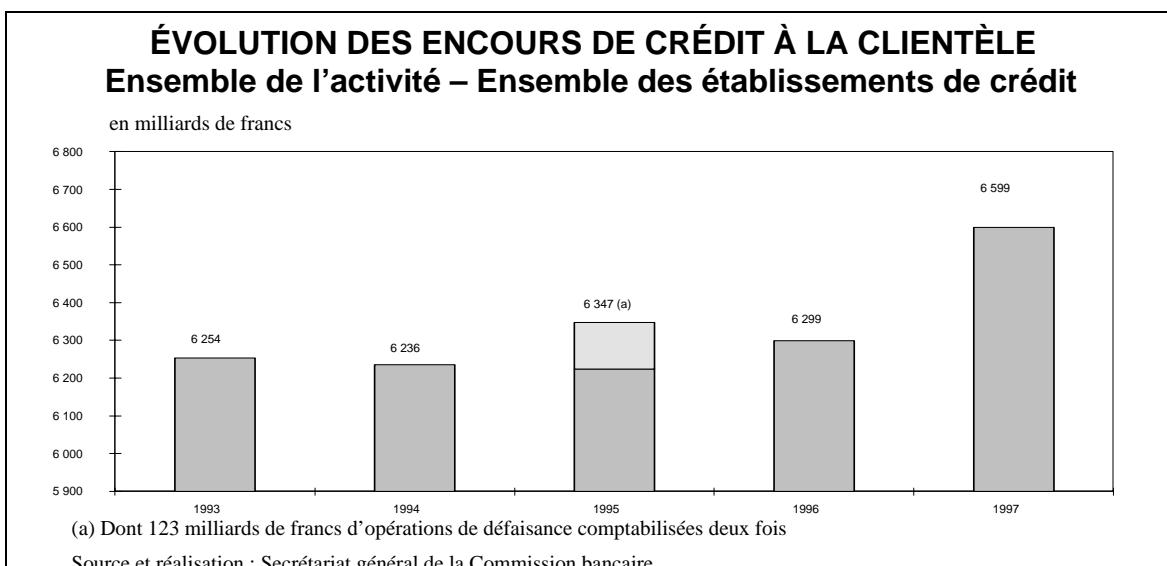
### 1.1. Le développement de l'activité internationale

Comme en 1996, l'activité internationale s'est distinguée en 1997 par son dynamisme, traduisant une internationalisation accrue du système bancaire français. Les trois indicateurs utilisés pour mesurer la part de cette activité se sont inscrits en augmentation. Ainsi, le poids des opérations en devises dans le total de la situation métropolitaine est passé de 20,0 % en 1996 à 23,5 % en 1997 pour les emplois et de 20,0 % à 22,9 % pour les ressources. La part des agences à l'étranger pour l'ensemble des établissements de crédit a représenté 18,2 % du total de la situation (16,2 % en 1996). La proportion des opérations réalisées avec les non-résidents en francs par les implantations métropolitaines a, en revanche, diminué du côté des ressources, passant de 5,7 % à 5,3 %, mais a augmenté du côté des emplois, de 6,0 % à 6,2 %.



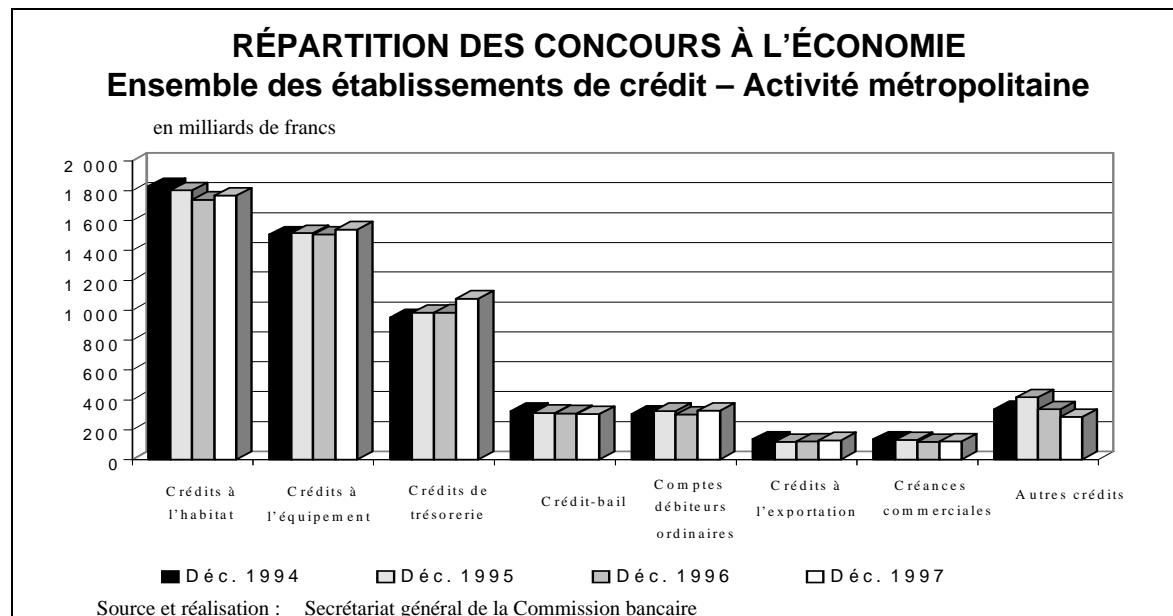
### 1.2. La légère reprise des opérations de crédit avec la clientèle et la part grandissante des comptes d'épargne à régime spécial dans les ressources émanant de la clientèle

L'évolution des opérations avec la clientèle a été caractérisée par un mouvement de reprise puisque *les encours ont enregistré une progression de 4,8 %* (-1,0 % en 1996). Cette croissance a concerné principalement les implantations à l'étranger des banques françaises, puisque sur base métropolitaine la hausse n'a été que de 1,6 %. L'accroissement des ressources émanant de la clientèle s'est accentuée en 1997 (+8,1 %), sous l'impulsion essentiellement de *l'augmentation des encours collectés sur les comptes d'épargne à régime spécial* (+11,6 %), ainsi que sur les comptes ordinaires créditeurs (+8,3 %). Globalement, la part des opérations avec la clientèle a enregistré un recul du côté des emplois puisqu'elle est passée de 34,4 % à 33,2 %, alors qu'elle s'est stabilisée à 27,5 % du côté des ressources.

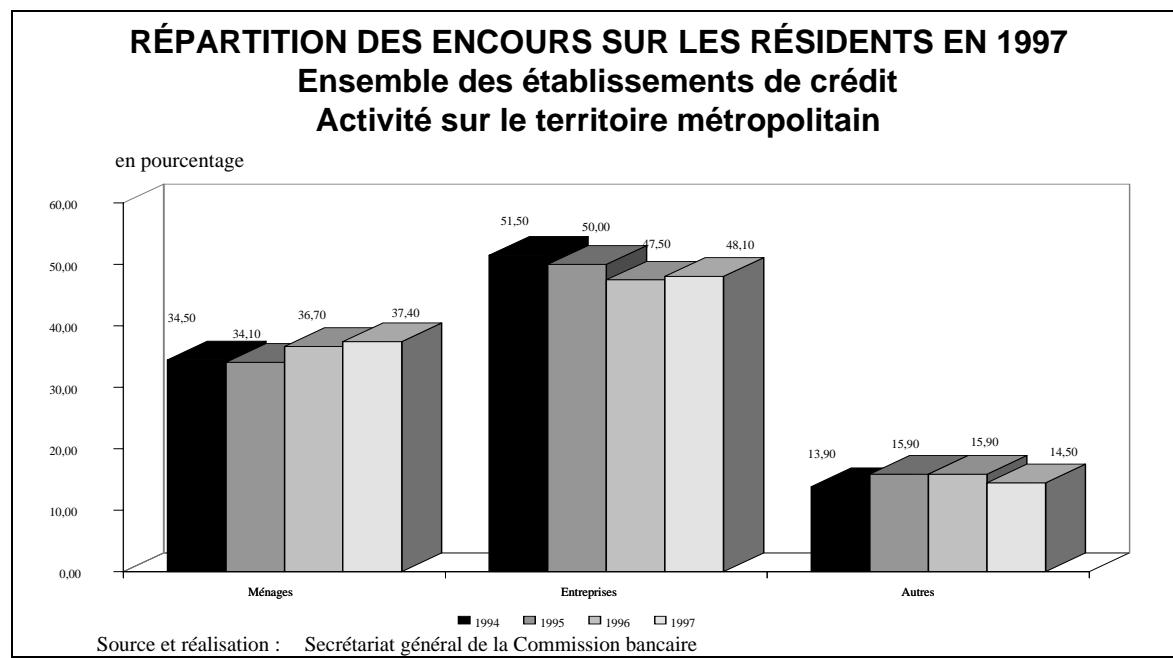


Sur base métropolitaine, *les encours des principaux types de crédit* ont évolué comme suit. Les crédits à l'habitat, qui représentent une place prépondérante dans les concours à l'économie, ont bénéficié d'une hausse modérée, de 1,5 %. La progression a été, en revanche, plus sensible pour les

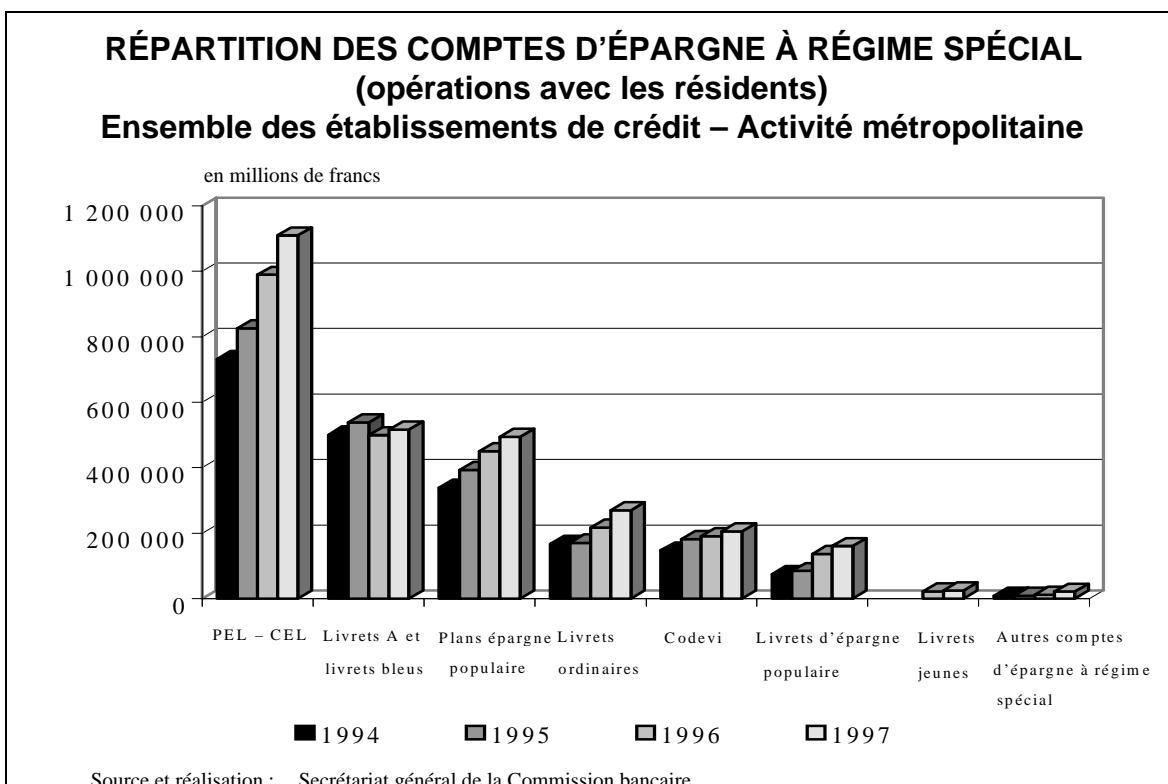
créances commerciales (+ 2,9 %), les crédits à l'exportation (+ 6,4 %), les comptes ordinaires débiteurs (+ 8,0 %) et les crédits de trésorerie (+ 9,3 %).



La répartition par agents économiques a été caractérisée par l'érosion de la part relative des autres agents économiques (assurances, administrations publiques et privées) qui a diminué de 15,9 % à 14,5 %. La proportion des prêts consentis aux entreprises s'est légèrement accrue, pour atteindre 48,5 % des concours octroyés aux résidents, confirmant ainsi le mouvement de reprise de l'investissement, même si celui-ci s'exerce toujours dans un contexte de taux d'autofinancement élevé (supérieur à 110 %). La part des concours aux particuliers a également progressé, passant de 36,7 % à 37,4 %. Le relatif dynamisme de la consommation des ménages, notamment au cours du second semestre, a été un des facteurs de soutien de l'activité en général.

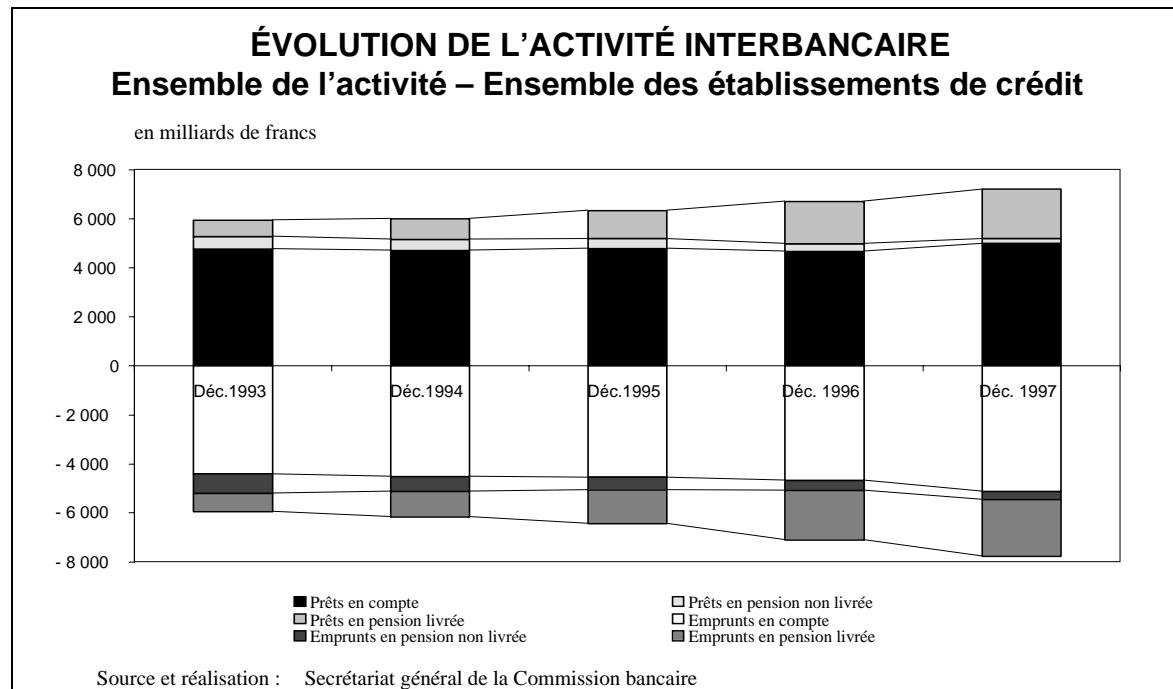


Les principales composantes des ressources émanant de la clientèle ont, pour leur part, enregistré des évolutions assez contrastées, qui traduisent notamment les mouvements de réallocation de l'épargne des ménages. Ainsi, les encours collectés sur les comptes d'épargne à régime spécial et, dans une moindre mesure, ceux des comptes ordinaires créditeurs ont progressé respectivement de 11,6 % et de 8,3 %, au détriment des bons de caisse et bons d'épargne (- 7,1 %). Le faible niveau des taux de marché, par rapport au niveau de rémunération de certains produits bancaires à taux administrés, a entraîné des réallocations des produits rémunérés au taux du marché vers des produits plus attractifs (épargne-logement, plans d'épargne populaire...). Ainsi, sur la base des chiffres métropolitains, on observe une augmentation des encours de 24,6 % sur les livrets ordinaires, de 17,7 % sur les livrets d'épargne populaire, de 12,0 % sur les plans d'épargne-logement, enfin de 3,3 % sur les livrets A et les livrets B (une décollecte avait eu lieu en 1996). Globalement, les ressources collectées sur les comptes d'épargne à régime spécial ont représenté 57,6 % du total des ressources de la clientèle (55,6 % en 1996).



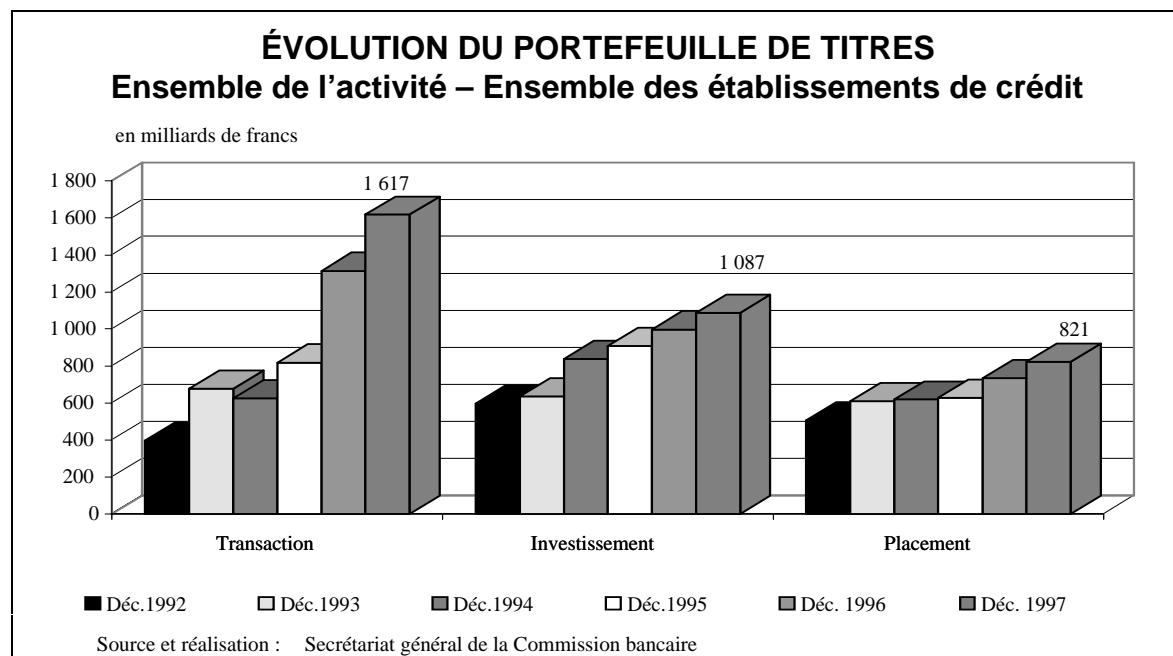
### 1.3. L'accroissement des opérations interbancaires

L'activité interbancaire, entendue *au sens strict*, a légèrement progressé en 1997, de 4,4 % en encours de prêts et de 7,3 % en encours d'emprunt. Une *approche plus large* des opérations interbancaires — comprenant les opérations de pension livrée sur titres — fait ressortir une progression plus forte des prêts (+ 7,4 %) et une augmentation plus sensible encore des ressources (+ 9,2 %). La position nette interbancaire emprunteuse — au sens large — s'est par conséquent accrue, passant sur l'ensemble de l'activité de 398,7 milliards de francs à la fin de 1996 à 556,1 milliards au 31 décembre 1997 (+ 38,3 %).

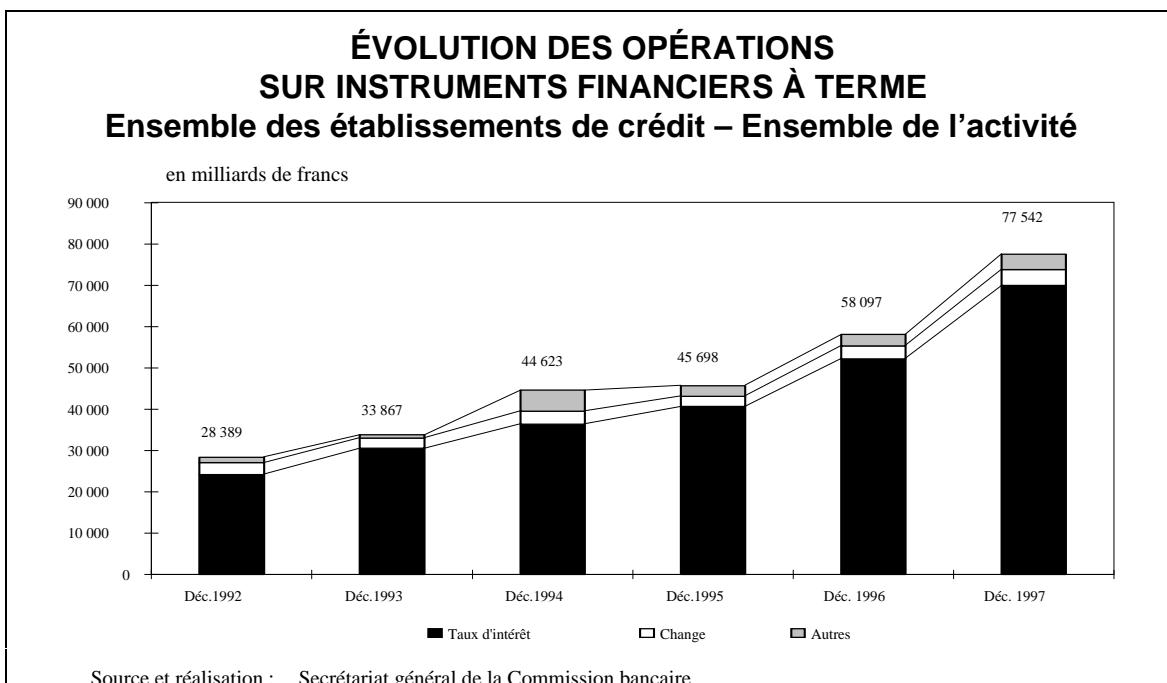


#### 1.4. Le dynamisme des opérations de marché

L'encours du portefeuille-titres a progressé sensiblement, de 15,6 %, tandis que les dettes représentées par un titre ont stagné (+ 0,4 %). Au sein du portefeuille-titres, les encours enregistrés sur les titres de transaction, qui sont évalués au cours du marché (durée de détention inférieure à six mois), ont nettement progressé (+ 23,1 %).



L'encours total des opérations sur instruments financiers à terme sur l'ensemble de l'activité a progressé de 33,5 %. La prédominance des instruments de taux d'intérêt s'est accentuée, puisqu'elle a atteint 90,2 %, au détriment de la part des instruments de change (5,3 %) et des autres opérations (4,8 %).

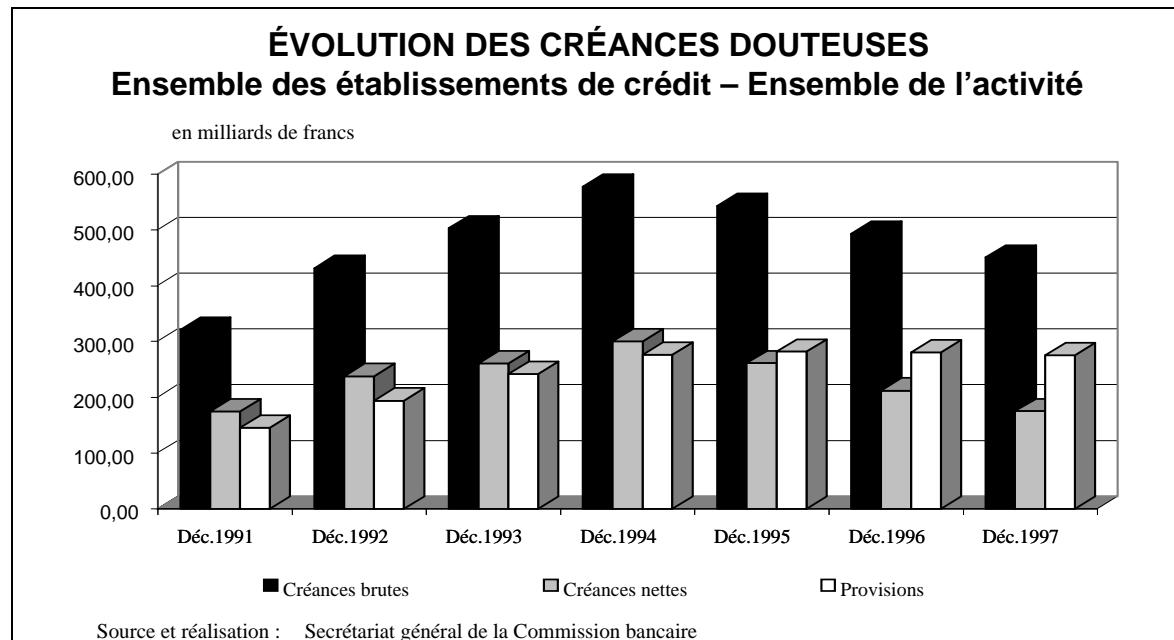


### 1.5. La structure financière et les risques

*L'assise financière des établissements de crédit est restée stable au cours de l'exercice 1997.* Les fonds propres comptables (capital, réserves, fonds pour risques bancaires généraux, report à nouveau) ont légèrement augmenté (+ 3,5 %) et se sont établis à plus de 814 milliards de francs au 31 décembre 1997. Le rapport de ces fonds propres au total de la situation a légèrement diminué, passant de 4,3 % à 4,1 % d'une année à l'autre.

*Les risques de crédit ont enregistré une sensible réduction.* Sur l'ensemble de l'activité, les établissements de crédit ont vu l'encours brut de leurs créances douteuses sur la clientèle diminuer de 8,9 %, confirmant ainsi le mouvement constaté en 1996 (- 9,2 %). Ainsi, la proportion de *créances douteuses brutes dans l'encours total brut des crédits à la clientèle* a baissé, passant de 7,5 % à 6,7 %.

La charge de provisionnement, appréhendée à travers l'encours de provisions d'actif, a diminué (- 2,1 %) et s'est établie à 274,8 milliards de francs. *Le taux de couverture des créances douteuses par des provisions s'est finalement amélioré*, passant de 56,9 % en 1996 à 61,1 % à la fin de 1997. Rapporté aux fonds propres comptables, le poids des créances douteuses a nettement diminué et s'est affiché à 21,4 % au 31 décembre 1997 (27,0 % à la fin de 1996).



*Le financement des professionnels de l'immobilier* a continué de subir les effets résiduels de la crise qui caractérise ce secteur depuis le début de la décennie, mais qui semble toutefois se rapprocher de son terme. La contraction des encours compromis s'est accélérée et les efforts de provisionnement se sont prolongés, permettant d'accroître le niveau de couverture des engagements.

*Concernant les concours aux petites et moyennes entreprises*, les établissements de crédit ont maintenu une approche prudente du risque. La relative amélioration de la situation des PME a permis de limiter les dotations complémentaires aux comptes de provisions, voire parfois de constituer des reprises nettes. Le volume des encours a stagné dans l'ensemble, avec une décrue des financements à moyen et long terme, mais une progression, en revanche, des financements de court terme.

*Sur le marché du financement des collectivités locales*, le volume d'endettement nouveau contracté a baissé en 1997 dans un contexte de faible reprise de l'investissement local. Sur un marché extrêmement concurrentiel, les marges se sont encore caractérisées par leur faiblesse. Si la situation financière des collectivités locales s'est assainie, il n'en reste pas moins qu'un certain nombre de collectivités locales connaissent toujours une situation financière tendue, appelant une attention particulière des établissements de crédit.

Enfin, l'exercice 1997 a été contrasté pour les établissements spécialisés *dans le financement aux particuliers hors immobilier*. Les concours affectés à l'équipement des ménages ont subi la dégradation marquée du marché automobile intérieur. En revanche, les prêts personnels et les crédits permanents ont connu une très forte croissance. La concurrence est toujours aussi forte, mais des accords de coopération se sont multipliés avec certains établissements généralistes ou mutualistes dotés d'un large réseau domestique, tandis que l'internationalisation des opérations constitue désormais un axe stratégique déterminant.

### 1.6. L'évolution de la concentration

Le mouvement de concentration, qui est observé depuis plusieurs années, s'est poursuivi en 1997 et touche toutes les catégories d'opérations. Sur base sociale, la part des vingt premiers est passée de 69,6 % à 72,6 % en termes de total de situation, de 89,1 % à 89,3 % en termes de total de dépôts, enfin de 77,4 % à 78,5 % en termes de crédits octroyés.

Mais la mesure de la concentration ne saurait être analysée sans la prise en compte des données consolidées. Or, les fusions-acquisitions récentes (Crédit agricole/Banque Indosuez, Société générale/Crédit du Nord, mais aussi l'acquisition des banques du groupe CIC par le Crédit mutuel) vont dans le sens d'une accélération du mouvement de concentration.

## 2. Les résultats du système bancaire français en 1997

### 2.1. Les résultats sur base consolidée des principaux groupes bancaires

L'observation des résultats sur base consolidée de huit groupes bancaires<sup>1</sup> français qui représentent 56,7 % du total de la situation de l'ensemble des établissements assujettis au 31 décembre 1997 confirme l'amélioration des résultats entamée en 1996.

	ÉVOLUTION DES RÉSULTATS CONSOLIDÉS DES HUIT GRANDS GROUPES BANCAIRES FRANÇAIS		
	1996	1997	(en milliards de francs)
Produit net bancaire.....	237,4	272,5	14,8
Produit global d'exploitation.....	250,6	295,8	18,1
Frais généraux .....	173,5	185,7	7,1
Résultat brut d'exploitation.....	65,6	95,4	45,3
Dotations nettes aux provisions et pertes sur créances irrécupérables .....	34,8	42,7	23,0
Résultat courant avant impôt.....	30,9	52,7	70,3
Résultat net.....	26,9	37,5	39,5
Résultat net part du groupe.....	22,8	32,6	42,9

(a) Variation calculée avant arrondis

Source et réalisation : Secrétariat général de la Commission bancaire

Le redressement de la rentabilité des grands groupes bancaires français s'est accéléré en 1997, en dépit de l'impact de la crise asiatique. Cette embellie a reposé sur la vitalité des marchés financiers et sur le dynamisme des implantations à l'étranger. Les turbulences en Asie ont obligé les grands groupes bancaires français les plus exposés sur cette zone à enregistrer des provisions importantes. Mais, malgré une charge du risque accrue, l'amélioration de la rentabilité brute d'exploitation a été suffisante pour dégager un résultat net en forte hausse.

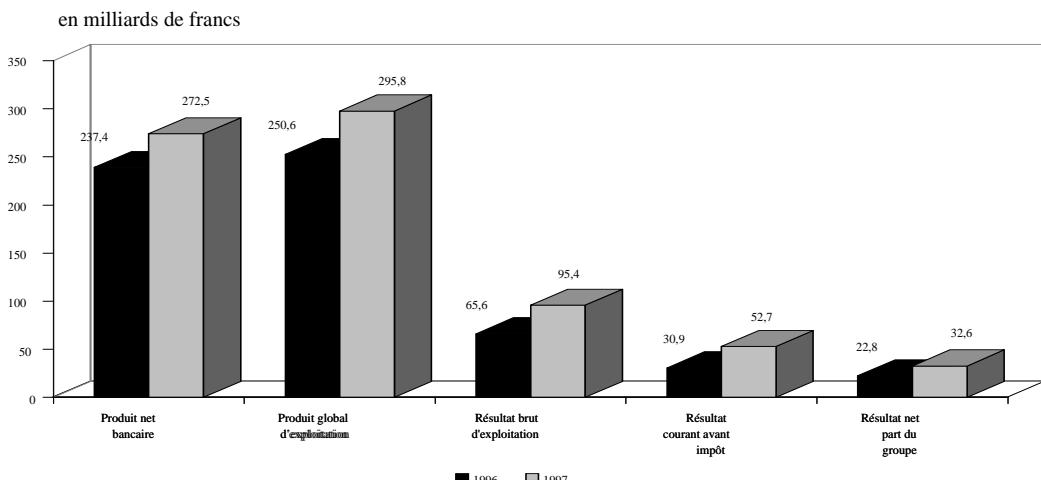
<sup>1</sup> Banque nationale de Paris, groupe Crédit agricole (y compris Indosuez), Compagnie financière de Crédit industriel et commercial et de l'Union européenne, Compagnie financière de Paribas, Crédit commercial de France, Crédit lyonnais, Société générale, Natexis

*Le produit net bancaire a enregistré une augmentation de 14,8 %, due au dynamisme des résultats à l'étranger et sur les marchés financiers. En revanche, les opérations de crédit à la clientèle ont généré un produit net de 108,6 milliards de francs, en recul de 9,3 % par rapport à 1996.*

*Les frais généraux (+ 7,1 %) se sont accrus en raison du développement de l'activité à l'étranger et dans un contexte d'appréciation du dollar et de la livre sterling. Toutefois, cette hausse est restée inférieure à celle du produit global d'exploitation (+ 18,1 %). De fait, le résultat brut d'exploitation a augmenté de 45,3 % (95,4 milliards de francs), et le coefficient net d'exploitation est passé de 73,8 % à 67,7 %.*

*La charge du risque s'est sensiblement accrue, du fait surtout de l'impact de la crise asiatique. L'effort de provisionnement des groupes de l'échantillon a progressé de 23 %, atteignant dans l'ensemble près de 43 milliards de francs. Mais, en dépit de cette plus lourde charge, la croissance du résultat brut d'exploitation a permis aux groupes de l'échantillon d'enranger un résultat net part du groupe de 32,6 milliards de francs en 1997 (22,8 milliards en 1996).*

### **LES SOLDES INTERMÉDIAIRES DE GESTION (données consolidées)**



Source et réalisation : Secrétariat général de la Commission bancaire

#### **2.2. Les résultats sur base sociale**

L'analyse des comptes de résultat sur base sociale repose sur un échantillon de 960 établissements (représentatifs de 96 % du produit net bancaire réalisé en 1996).

Ces premiers résultats provisoires des établissements de crédit semblent confirmer la tendance observée sur base consolidée. Le dynamisme des marchés financiers a compensé la faiblesse des opérations avec la clientèle, permettant au produit net bancaire de progresser, notamment dans le cadre des activités internationales. Le produit net bancaire s'est accru de 5,1 % et le produit global d'exploitation de 8,7 %.

Le produit net des opérations avec la clientèle a reculé de 4,2 % (79,6 % du produit net bancaire, contre 87,3 % en 1996). Les opérations de hors-bilan ont, en revanche, dégagé un produit net de 30,1 milliards de francs, en hausse de 95,9 %.

Les frais généraux ont progressé modérément (+ 4,0 %), en regard de la hausse du produit global d'exploitation, permettant au résultat brut d'exploitation de s'accroître de 24,6 % (116,3 milliards de francs). Le coefficient net global d'exploitation a ainsi reculé, à près de 70,7 % (74,5 % en 1996).

Malgré l'impact de la crise asiatique, la charge du risque dans son ensemble s'est réduite de 8,5 %, illustrant l'amélioration de l'environnement économique (secteur immobilier assaini, meilleure situation financière des entreprises...).

De fait, le résultat courant avant impôt s'établirait à 68,4 milliards de francs (+ 66,9 %) et le résultat net à 52 milliards (estimation dans l'attente des résultats définitifs).

	(en milliards de francs)			
	1996	1997 (a)	Variation (en montant)	Variation (en pourcentage)
<b>Produit net bancaire.....</b>	<b>356,1</b>	<b>374,3</b>	<b>18,2</b>	<b>5,1</b>
dont : <i>Opérations clientèle .....</i>	310,9	297,1	- 13,1	- 4,2
<i>Opérations sur titres .....</i>	- 61,1	- 52,0	9,0	14,9
<i>Opérations de hors-bilan .....</i>	15,4	30,1	14,8	95,9
<b>Produit global d'exploitation.....</b>	<b>365,3</b>	<b>397,1</b>	<b>365,3</b>	<b>8,7</b>
Frais généraux.....	257,1	267,3	257,1	4,0
<b>Résultat brut d'exploitation.....</b>	<b>93,3</b>	<b>116,3</b>	<b>93,3</b>	<b>24,6</b>
Charge du risque.....	52,3	47,9	52,3	- 8,5
<b>Résultat courant avant impôt.....</b>	<b>41,0</b>	<b>68,4</b>	<b>68,4</b>	<b>66,9</b>
<b>Résultat net .....</b>	<b>16,1</b>	<b>52,1</b>	<b>36,0</b>	<b>223,1</b>

(a) Chiffres provisoires

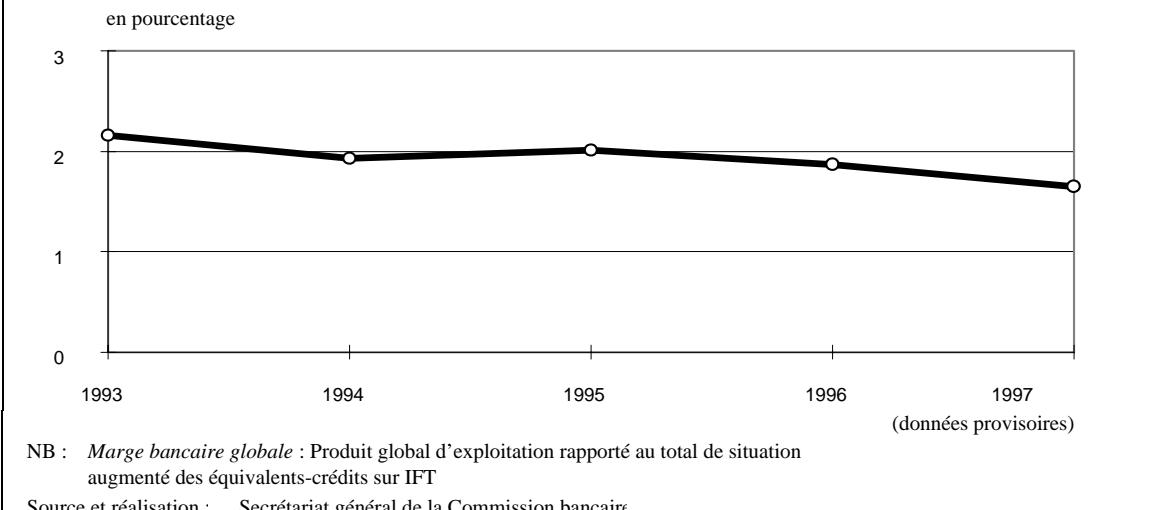
Source et réalisation : Secrétariat général de la Commission bancaire

Finalement, le redressement incontestable des résultats des grandes banques françaises, s'il leur permet de figurer à une place honorable en matière de rentabilité par rapport à leurs principales concurrentes étrangères, reste tout de même fragile. En effet, même si certaines d'entre elles font état d'un coefficient de rentabilité légèrement supérieur à 10 %, ce dernier reste inférieur à celui des banques anglo-saxonnes, dont les plus performantes présentent un coefficient de rentabilité sur fonds propres supérieur à 20 %. Sur base sociale, la rentabilité des fonds propres de l'ensemble des établissements de crédit français ressortirait à 6,5 % environ, alors que selon le FDIC (organisme de garantie des dépôts aux États-Unis), l'ensemble des banques commerciales qu'il supervise afficherait un retour sur fonds propres de 14,7 % en 1997.

La crise asiatique et ses conséquences suscitent, par ailleurs, des interrogations quant à la volatilité des marchés financiers, et rappellent également que les pays émergents présentent un facteur de risque important pour les établissements de crédit les plus engagés à l'étranger.

Par ailleurs, *la concurrence continue de peser considérablement sur la rentabilité* des opérations domestiques, sur lesquelles les marges se sont une nouvelle fois érodées. Sur la base des résultats provisoires, la marge bancaire globale estimée reculerait encore en 1997 et s'établirait à 1,65 % seulement.

### L'ÉVOLUTION DE LA MARGE BANCAIRE GLOBALE Activité métropolitaine



Ainsi, la récurrence des facteurs qui ont contribué au redressement de la rentabilité des banques françaises n'est pas assurée. Des difficultés se font jour en Europe de l'Est, tandis que la situation en Asie du Sud-Est continue à susciter des inquiétudes. Enfin, les marchés financiers, en pleine effervescence (l'indice CAC 40 a progressé de 40 % depuis le début de l'année), ne sont pas à l'abri d'un ajustement susceptible d'affecter la rentabilité d'établissements qui ont largement développé les activités de marché ces dernières années.

Au total, si en 1997 les banques françaises se hissent à un niveau comparable à celui de leurs principales concurrentes étrangères, leur positionnement demeure fragile.

*Dans un tel contexte, les opérations de restructuration devraient s'accélérer en 1998. Les banques françaises, en dépit de l'amélioration incontestable de leur rentabilité, ont pris, semble-t-il, du retard dans ces mouvements de concentration. La faible rentabilité, dont elles ont souffert pendant de longues années, ne leur a pas permis d'engranger des moyens suffisants pour participer activement au mouvement de consolidation et elles se retrouvent aujourd'hui assez faiblement capitalisées par rapport à leurs principales concurrentes européennes.*

*Il n'est donc pas étonnant qu'au moment où elles sont parvenues à démontrer qu'elles pouvaient dégager une rentabilité satisfaisante, les banques françaises suscitent un intérêt grandissant. S'y ajoute la nécessité de procéder à des réformes profondes au travers, notamment, de la privatisation de certains établissements et de poursuivre un processus de restructuration susceptible de conforter la solidité du secteur bancaire.*

**ÉTUDE :**  
**LE CONTRÔLE DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT**

L'étude, qui est la première du Secrétariat général de la Commission bancaire spécifiquement consacrée aux établissements spécialisés dans la prestation de services d'investissement, présente, dans une première partie, le contexte du contrôle exercé par la Commission bancaire et, dans une seconde partie, l'activité et les résultats des établissements sous revue en 1997.

**I.** Depuis l'entrée en vigueur de la loi de modernisation des activités financières (dite loi MAF) le 11 octobre 1996, la Commission bancaire a vu ses compétences de contrôle élargies à l'ensemble des prestataires de services d'investissement, au sens de l'article 6 de ladite loi : les entreprises d'investissement, d'une part, et les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement, d'autre part.

S'agissant des entreprises d'investissement, ce statut nouveau a, en pratique, regroupé dans un premier temps des entreprises actives avant la loi MAF et qui ont pu faire valoir leurs droits acquis à la prestation de services d'investissement (sociétés de bourse, sociétés de contrepartie, transmetteurs d'ordres, agents des marchés interbancaires, intermédiaires en marchandises membres du Matif). Les nouvelles entreprises d'investissement agréées après l'entrée en vigueur de la loi MAF ne se distinguent plus que par le contenu de leur programme d'activité.

Pour leur part, au sein de la catégorie des établissements de crédit, les maisons de titres ont été appelées à choisir entre deux statuts : celui d'entreprise d'investissement (dans certains cas de société de gestion de portefeuille) ou celui d'établissement de crédit, sous la forme de société financière ou, plus rarement, de banque.

Le champ d'application de la loi MAF ne se limite pas aux prestataires de services d'investissement mais s'étend aux membres des marchés réglementés et aux adhérents des chambres de compensation autres que les membres des marchés réglementés.

La loi MAF a prévu une répartition des compétences entre les autorités financières pour le contrôle des prestataires de services d'investissement : l'agrément est octroyé par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement après validation du programme d'activité par le Conseil des marchés financiers ; la réglementation prudentielle est édictée par le Comité de la réglementation bancaire et financière (les autres réglementations — dont les règles de bonne conduite — relevant du Conseil des marchés financiers qui en contrôle l'application) ; le contrôle prudentiel est exercé par la Commission bancaire. La situation est plus complexe pour les autres prestataires habilités, et la Commission des opérations de bourse dispose d'un bloc de compétences à l'égard des sociétés de gestion de portefeuille. Formellement, et sous réserve des attributions du Conseil des marchés financiers et de la Commission des opérations de bourse, les compétences de la Commission bancaire sont similaires à celles dont elle dispose à l'égard des établissements de crédit, à ceci près qu'elle n'a pas de pouvoir d'injonction à l'égard des entreprises d'investissement.

La coopération entre les autorités de contrôle est encadrée par des dispositions de la loi MAF, qui l'étend aux entreprises de marché et aux chambres de compensation, sous réserve du respect du secret professionnel. La Commission bancaire coopère, par ailleurs, avec les autres autorités des États membres de l'Union européenne.

Le Secrétariat général de la Commission bancaire a entrepris en 1997 une analyse des risques supportés par les prestataires habilités, dans le cadre de sa mission de prévention de la dégradation de la situation des entités assujetties à son contrôle. Sans préjudice des risques classiques des intermédiaires financiers (risque de tirage sur la masse, risque de liquidité, risque déontologique), les premières conclusions amènent à distinguer :

- les activités pour compte propre, qui génèrent surtout des risques de position ;
- les activités d'intermédiation, soumises principalement au risque de substitution ;
- l'activité de gestion de patrimoine pour le compte de tiers, confrontée à un risque juridique et un risque moral qui portent sur un éventuel partage des responsabilités en cas de perte.

Compte tenu notamment des dispositions réglementaires nouvelles édictées à l'égard des entreprises d'investissement, le contrôle exercé par le Secrétariat général de la Commission bancaire en 1997 s'est exercé d'emblée en assurant une complémentarité entre les contrôles opérés ponctuellement sur place et le contrôle permanent. Une équipe d'inspecteurs a été constituée à cet effet à la Délégation au contrôle sur place. Au sein de la direction du Contrôle du Secrétariat général de la Commission bancaire, l'unité qui assurait le contrôle des maisons de titres a été renforcée et réorganisée, puis un service a été créé pour regrouper dans un pôle unique approprié l'ensemble des établissements spécialisés dans la prestation de services d'investissement qui relèvent de la compétence de la Commission bancaire. La surveillance ainsi réalisée a mis en évidence des insuffisances de fonds propres auxquelles le Secrétariat général de la Commission bancaire a demandé qu'il soit remédié, ainsi que des carences dans l'organisation et les contrôles, dans chaque catégorie de prestataires, pour lesquelles des corrections importantes ont été requises. Le contrôle des négociateurs individuels de parquet du Matif s'est attaché à analyser les caractéristiques du suivi qu'effectuent à leur égard leurs parrains.

**2.** Les prestataires de services d'investissement ont exercé leur activité en 1997 dans un contexte de forte progression des volumes sur les marchés secondaires d'actions — et de leurs dérivés — et d'obligations. L'effet sur les résultats a, toutefois, été différent selon la spécialisation plus ou moins grande des intervenants sur des segments de marché ayant chacun leur propre rythme d'évolution.

Les banques de marché ont connu une nette progression de leurs opérations sur titres de transaction et de pension livrée, accompagnée d'une forte activité interbancaire et d'une baisse des encours d'instruments financiers à terme. Leur produit net bancaire s'est accru sur un an, mais d'une manière moins affirmée qu'au cours de l'exercice précédent. Le résultat net global a cependant baissé en 1997, surtout en raison de l'essor des frais généraux.

Les banques et les sociétés financières non « maisons de titres » spécialisées dans la gestion pour compte de tiers ont été particulièrement actives en matière de gestion individuelle. Leur produit net bancaire, constaté au 30 juin 1997, avait progressé sur un an, notamment dans sa composante principale qui est le commissionnement. Les sociétés financières « maisons de titres » spécialisées dans la gestion pour compte de tiers ont connu une baisse significative de leur activité aux second semestre 1996 et premier semestre 1997, et les commissions perçues sur titres gérés ou en dépôt étaient en baisse sur un an au 30 juin 1997 ; la baisse du produit net bancaire a été contrebalancée par une décrue significative des frais généraux, de sorte que le résultat net moyen était en légère progression sur un an au 30 juin 1997.

Les anciennes sociétés de bourse ont tiré avantage de la progression des marchés d'actions tant pour leurs activités de négociation pour compte propre que dans le domaine de l'intermédiation. La forte progression du produit net bancaire n'a été que partiellement compensée par une hausse des frais généraux, et le résultat net moyen a doublé par rapport à 1996. Les ex-sociétés de contrepartie (toutes filiales de sociétés de bourse) ont, pour leur part, toutes dégagé un bénéfice net en 1997.

Les entreprises d'investissement-courtiers, ex-agents des marchés interbancaires, ont vu leur chiffre d'affaires régresser nettement pour la troisième année consécutive, sous le double effet de la baisse des volumes et du laminage des marges. L'année 1997 a connu de nouveaux retraits d'agrément pour cessation d'activité, ainsi que des fusions-acquisitions, qui réduisent la part déjà faible des indépendants. Pour la première fois, le résultat net global de la profession a été négatif, et seuls quatre établissements ont dégagé un bénéfice.

Les intermédiaires en marchandises ont connu un changement de statut inhérent à la « matification » du fonctionnement des marchés à terme de marchandises parisiens.

Parmi les autres prestataires habilités, les groupements d'intérêt économique du Matif ont accru leur part de marché au point de constituer la première catégorie d'intervenants sur ce marché, tandis que celle des négociateurs individuels de parquet se maintenait, selon les contrats, de 14 % à 21 %, contribuant nettement à la liquidité du marché.

## ÉTUDE : LE PASSAGE À L'AN 2000 – RÉFLEXIONS ET RECOMMANDATIONS

Afin de préserver le bon fonctionnement du secteur bancaire et financier, il est nécessaire que le passage à l'an 2000 se déroule dans les meilleures conditions. En effet, ce passage peut créer un dépassement de capacité et une erreur d'interprétation dans les ordinateurs, qui pourraient être la cause de graves difficultés dans l'ensemble de l'économie et, bien sûr, dans le domaine bancaire et financier. À l'origine, il s'agit d'un problème de place mémoire que l'on retrouve à tous les niveaux de programmation et qui concerne également les clients et les contreparties des établissements de crédit. Compte tenu des conséquences prévisibles en cas d'incident, des sanctions drastiques à l'encontre des établissements financiers négligents ont été envisagées dans certains pays.

À condition de s'y prendre assez tôt, des parades existent. Tout d'abord, les systèmes les plus récents ont intégré le problème de l'an 2000. Cependant, une enquête a révélé que, en dépit des affirmations des constructeurs, les systèmes déclarés compatibles pouvaient ne pas l'être totalement. Par ailleurs, l'adaptation à l'euro dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999 a d'ores et déjà permis d'aborder et de traiter une partie des problèmes liés à l'an 2000. Néanmoins, la Commission bancaire souhaite qu'une attention toute particulière soit portée à ces questions.

Cette préoccupation s'inscrit dans le cadre des réflexions et des actions d'envergure qui ont été menées sur ce thème. Ainsi, la circulaire de la Banque de réserve fédérale de New York « Alerta an 2000 » a eu un grand retentissement. Pour leur part, les banques centrales du G 10 et le Comité de Bâle considèrent ce problème comme essentiel. Ce dernier a publié un document de référence (*L'an 2000, un défi pour les institutions financières et les autorités de contrôle bancaire*) qui a été largement diffusé en France, accompagné d'un questionnaire à destination des établissements assujettis. Les résultats de l'enquête menée dans quarante pays ont été présentés dans le cadre de la Banque des règlements internationaux en avril 1998. Les réponses ont montré que beaucoup ne voient le problème que sous l'angle informatique. En France, la coordination entre les professionnels de la finance et les autorités de place a permis d'arrêter un plan de travail. Celui-ci s'est déjà traduit par la diffusion d'une plaquette et par la préparation d'un guide des « bonnes pratiques » en la matière qui sera publié dans les prochains mois.

La Commission bancaire a procédé à une consultation de place sur la problématique de l'an 2000 qui permet de dégager plusieurs constats. Les responsables bancaires paraissent bien sensibilisés à la question et ont déjà engagé des stratégies de réponse. Toutefois, le taux de sensibilisation du personnel est encore insuffisant, alors même que la participation des utilisateurs semble nécessaire. L'analyse des risques doit faire l'objet d'une démarche plus précise et exhaustive : même si l'ensemble des systèmes apparaît bien connu, certains éléments peuvent avoir été oubliés. Dans la plupart des cas, des responsables de la coordination des actions ont été désignés. Pour l'instant sans conséquence, la pénurie d'informaticiens va devenir perceptible. L'enquête révèle que l'ensemble des relations avec les fournisseurs doit être revu dans la perspective du passage à l'an 2000. Il doit en être de même avec les principaux clients et contreparties ainsi qu'avec les gestionnaires des systèmes de paiement ou de règlement-livraison et les chambres de compensation. La prudence vis-à-vis des fournisseurs justifie la mise en place rapide de tests de compatibilité, sachant que ceux-ci représentent une lourde charge de travail. Il ressort également de la consultation que les spécificités de l'année 2000 n'ont pas toutes été prises en compte. Les analyses de date sont pourtant l'occasion d'abandonner les codifications insuffisantes. L'examen des échéances montre que le cumul avec d'autres grands chantiers informatiques, tels que l'euro, nécessite une organisation fine des travaux. La planification des travaux

doit être complétée, notamment pour ce qui concerne la fin des tests. Même si la prise de conscience est effective et que les travaux sont engagés, les phases de rénovation et de tests restent les plus difficiles à mener. Par ailleurs, la Commission bancaire effectue des contrôles sur ce thème dans les établissements. Jusqu'à présent, les enquêtes sur place ont porté à la fois sur l'an 2000 et sur l'euro. Dans la plupart des cas, les résultats sont moins bons que ceux donnés par la consultation générale, ce qui justifie la mise en place rapide et exhaustive de normes correctrices.

À ce stade, quelques recommandations essentielles peuvent être formulées. La conduite de projet doit s'inspirer des propositions des autorités de contrôle américaines et du Comité de Bâle. Il est souhaitable que le chef de projet soit d'un niveau hiérarchique élevé et travaille en équipe ou en concertation avec les représentants des spécialités concernées. En tout état de cause, la maîtrise d'ouvrage doit impliquer l'ensemble des métiers. Le Comité de pilotage peut être spécifique ou relever du Comité de direction. Une approche par les risques est préconisée afin d'établir l'ordre des priorités. La recherche de compatibilité doit passer par les étapes de qualification et de certification, dont la pérennité doit être vérifiée par des tests de non-régression. Une supervision de l'ensemble des procédures est nécessaire, sous l'égide des services de contrôle interne.

La prise de conscience au plus haut niveau est impérative. Les équipes dirigeantes doivent veiller à la résolution des difficultés éventuelles, car elle nécessitent la mise en place de procédures complètes de vérification et une définition des priorités. La communication sur ce thème doit être la plus large possible. En particulier, dans l'éventualité d'appels en responsabilité, les actions menées doivent être soigneusement documentées, voire rendues publiques, pour lever toute ambiguïté sur la mobilisation de l'entreprise.

## ÉTUDE : LES ORGANISATIONS INTERNATIONALES DANS LE DOMAINE PRUDENTIEL

Le renforcement de la coopération entre autorités de surveillance prudentielle répond à l'internationalisation des activités bancaires et financières. Cette coopération s'est institutionnalisée, principalement dans le cadre du G 10 et de l'Union européenne.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, fondé dès 1975 à l'initiative du G 10, est une instance de spécialistes issus des banques centrales et des autorités de contrôle prudentiel. Sa vocation est de contribuer à la stabilité des marchés financiers mondiaux. Le Comité de Bâle s'appuie sur plusieurs groupes techniques, dédiés aux principaux domaines du contrôle bancaire : règles d'adéquation des fonds propres, normes de contrôle interne et de gestion des risques, exigences de transparence financière. Des « *task-forces* » constituées d'experts permettent de répondre à des demandes plus spécialisées, notamment sur la modélisation des risques, la comptabilisation des instruments financiers, la préparation à l'an 2000.

La réalisation du marché unique et la perspective de l'Union monétaire ont justifié la mise en place de plusieurs structures de coordination au niveau européen. Le Comité consultatif bancaire, institué par la première directive de coordination bancaire de 1977, associe les responsables nationaux de la réglementation bancaire et joue un rôle déterminant dans la préparation des directives bancaires, qui sont adoptées par le Conseil et par le Parlement européen selon la procédure de codécision. Le Groupe de travail sur l'interprétation et l'application des directives (GTIAD) permet d'assurer une application cohérente du droit communautaire bancaire.

La Banque centrale européenne s'est dotée d'un Comité de supervision bancaire, qui poursuivra les travaux de réflexion de l'Institut monétaire européen sur l'évolution du système bancaire et sur la fiabilité financière, tout en assurant un rôle consultatif sur la réglementation prudentielle.

La coopération entre autorités de surveillance s'est traduite par l'harmonisation des normes prudentielles et par le renforcement des échanges d'informations.

L'harmonisation, par le haut, des conditions d'exercice de l'activité bancaire vise à assurer une concurrence plus équitable tout en renforçant la stabilité du système financier mondial. Elle doit être à la mesure du degré d'intégration financière. L'ouverture du marché unique bancaire, fondé sur la liberté d'établissement et de prestation de services, s'est ainsi appuyée sur une large harmonisation des conditions d'agrément et de réglementation prudentielle. De même, l'émergence de nouvelles places financières a conduit le Comité de Bâle à diffuser des principes de portée universelle, couvrant l'intégralité de la réglementation bancaire, de l'agrément bancaire aux normes de gestion et aux sanctions disciplinaires.

L'essor de multinationales bancaires a, par ailleurs, rendu nécessaire le renforcement de la coopération entre les différentes autorités nationales concernées. Le principe de la surveillance sur base consolidée s'est rapidement imposé. Le Concordat de Bâle, de même que plusieurs directives européennes, a impliqué un renforcement des échanges d'informations entre les autorités du pays d'origine et celles du pays d'accueil. Dans le cadre européen, cette coopération a été formalisée par des accords bilatéraux. Plus récemment, l'essor des conglomérats financiers a motivé le développement d'une coopération transsectorielle, dans le cadre du Forum tripartite réunissant les autorités de surveillance des valeurs mobilières, de l'assurance et de la banque.

Par sa participation à l'ensemble de ces instances de coopération, la Commission bancaire est en mesure de promouvoir une réponse cohérente aux mutations de l'activité bancaire et financière.

# MARCHÉ OBLIGATAIRE DE L'EUROFRANC AU DEUXIÈME TRIMESTRE 1998

L'activité est restée particulièrement soutenue sur le marché obligataire de l'eurofranc au deuxième trimestre 1998, confirmant la tendance observée durant les trois premiers mois de l'année. Les émissions ont atteint 52,1 milliards de francs, après déduction des remboursements effectués sur la période sous revue. Sur les six premiers mois de l'année, la progression des volumes atteint ainsi 62 % par rapport à la période correspondante de 1997.

Cette croissance de l'activité s'explique largement par l'appétence des investisseurs résidents pour les placements à taux fixe à long terme en raison principalement des deux facteurs suivants :

- le maintien d'une pente des taux nettement ascendante sur le franc qui favorise la réallocation des portefeuilles sur le compartiment obligataire ;
- la réduction du volume des émissions nettes sur le marché intérieur qui conduit les investisseurs à se retourner en partie vers le marché international.

Si le marché de l'eurofranc semble toujours aussi porteur, la nature des émetteurs a quelque peu évolué par rapport à 1997. Les emprunteurs non résidents demeurent largement majoritaires, mais leur nationalité tend à se diversifier avec la présence de plus en plus active d'émetteurs américains ou espagnols. On note, en revanche, une moindre présence depuis le début de l'année des émetteurs souverains et supranationaux qui semblent s'être en partie reportés sur le compartiment de l'écu/euro, où l'activité a enregistré une forte croissance au cours du premier semestre 1998.

---

LAURENT PAUL  
*Direction de la Balance des paiements  
Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)*

## 1. Maintien d'un niveau élevé d'activité sur le marché primaire de l'eurofranc

Les émissions libellées en eurofrancs, nettes des remboursements, ont atteint 52,1 milliards de francs au deuxième trimestre, après le montant record de 56,3 milliards enregistré au premier trimestre. Sur les six premiers mois de l'année, leur volume est en progression de 62 % par rapport à la période correspondante de 1997.

D'après les statistiques publiées par la Banque des règlements internationaux, l'encours des titres obligataires en eurofrancs atteignait 182,6 milliards de dollars à fin mars 1998, ce qui en fait le cinquième marché euro-obligataire du monde par la taille derrière celui de l'eurodollar, de l'euroyen, de l'eurodeutschmark et de l'eurolivre sterling.

<b>ÉMISSIONS OBLIGATAIRES EN FRANCS DE 1990 À 1998</b> (en date de règlement)												
	(en milliards de francs)											
	1992	1993	1994	1995	1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997	2 <sup>e</sup> trim. 1997	3 <sup>e</sup> trim. 1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	Cumul 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998	2 <sup>e</sup> trim. 1998
Émissions nettes en eurofrancs .....(A - B)	112,2	187,7	116,4	10,4	136,4	38,7	28,1	45,7	19,8	132,3	56,3	52,1
Émissions brutes en eurofrancs .....(A)	126,9	207,9	135,3	48,7	191,9	45,4	46,1	59,2	49,1	199,8	71,9	67,8
Remboursements .....(B)	14,7	20,2	18,9	38,3	55,5	6,7	18,0	13,5	29,3	67,5	15,6	15,7
Émissions nettes sur le marché intérieur.....	185,7	315,2	197,2	186,4	249,5	57,9	36,1	- 16,2	- 19,2	58,6	42,2	- 3,3
Émissions totales nettes ...	<b>297,9</b>	<b>502,9</b>	<b>313,6</b>	<b>196,8</b>	<b>385,9</b>	<b>96,6</b>	<b>64,2</b>	<b>29,5</b>	<b>0,6</b>	<b>190,9</b>	<b>98,5</b>	<b>48,8</b>
Émissions cotées (principalement à Paris et au Luxembourg)												
Sources :	<i>International Financing Review</i> Banque de France DESM – SEVAM											
Réalisation :	Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX											

Le compartiment de l'eurofranc tend à prendre une place croissante au sein du marché obligataire du franc. La part sur le total des émissions brutes, qui atteignait 31 % en 1997, est ainsi montée à 37 % au cours des six premiers mois de 1998.

Les émissions nouvelles se sont concentrées sur les mois d'avril et de mai, à une période où d'importantes venues à échéance étaient constatées.

<b>VOLUME MENSUEL D'ÉMISSIONS OBLIGATAIRES EN EUROFRANCS EN FONCTION DE LEUR DATE DE LANCEMENT</b>		
	(en milliards de francs)	
	1997	1998
Janvier.....	16,3	38,0
Février.....	16,6	21,0
Mars .....	24,6	19,5
Avril .....	10,8	22,0
Mai .....	16,8	25,5
Juin .....	21,2	12,8

Source : *International Financing Review*  
Banque de France  
DESM – SEVAM

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

## ANALYSES

## Marché obligataire de l'eurofranc au deuxième trimestre 1998

Le maintien d'un niveau élevé d'activité sur le marché primaire de l'eurofranc s'est inscrit dans un contexte demeurant toujours très favorable pour les placements obligataires.

Le mouvement de baisse des taux de long terme, amorcé en juillet 1997 sous l'effet de la crise asiatique, a marqué un temps d'arrêt en avril. Une remontée ponctuelle est intervenue au cours du mois de mai, en raison de craintes de durcissement de la politique monétaire américaine. Puis la tendance baissière a repris en juin et des niveaux historiquement bas ont été atteints en terme nominal tant en France qu'en Allemagne.

Par ailleurs, le caractère fortement ascendant de la courbe des rendements sur le franc continue d'inciter les investisseurs à privilégier les titres à long terme.

<b>TAUX D'INTÉRÊT MOYEN MENSUEL À 10 ANS</b>										
	Décembre 1994	Décembre 1995	Décembre 1996	Décembre 1997	Janvier 1998	Février 1998	Mars 1998	Avril 1998	Mai 1998	Juin 1998
France.....	8,00	6,74	5,75	5,32	5,11	5,03	4,95	4,96	5,01	4,86
Allemagne.....	7,44	6,07	5,81	5,31	5,12	5,00	4,90	4,90	4,96	4,80
États-Unis.....	7,96	5,78	6,38	5,88	5,63	5,64	5,72	5,71	5,73	5,58

Source : Banque de France  
DDPE – BSME  
Réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX

Enfin, en dépit du ralentissement de la collecte des compagnies d'assurance-vie observé depuis le début de 1998, la demande finale des investisseurs est restée importante. Les titres en eurofrancs ont, à l'évidence, bénéficié du ralentissement de l'activité sur le marché intérieur où l'on a enregistré des remboursements nets sur le deuxième trimestre 1998, principalement en raison de la réduction des émissions en obligations assimilables du Trésor (OAT).

Ainsi, les primes à l'émission par rapport aux OAT de même durée, qui avaient eu tendance à s'élargir au cours du premier trimestre, essentiellement en raison de la surabondance de l'offre de papier, ont eu plutôt tendance à se rétrécir.

## 2. Émetteurs et investisseurs

### 2.1. Émetteurs

Après être montée jusqu'à 30 % au cours du premier trimestre, la part des émetteurs résidents est revenue à son état des années 1996 et 1997, autour de 15 %.

	<b>RÉPARTITION ENTRE ÉMETTEURS RÉSIDENTS ET NON RÉSIDENTS</b>								
	(en pourcentage des émissions brutes)								
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998	2 <sup>e</sup> trim. 1998
Émetteurs résidents .....	65	62	42	23	16	14	14	30	15
Émetteurs non résidents .....	35	38	58	77	84	86	86	70	85
Total.....	100	100	100	100	100	100	100	100	100

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

La réduction des emprunts de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) (2,5 milliards de francs, contre 12 milliards le trimestre précédent) explique entièrement cette évolution.

En dehors de la Cades, les émetteurs résidents ont été principalement des établissements de crédit. On note aussi le retour des sociétés non financières qui étaient demeurées largement absentes du marché ces dernières années. LVMH et Casino Guichard ont ainsi fait appel au marché, pour un montant de 2,8 milliards de francs au total.

En ce qui concerne les émetteurs non résidents, leur nationalité tend à être de plus en plus diverse. À côté des emprunteurs allemands et néerlandais toujours particulièrement actifs, est également observée la présence d'émetteurs anglo-saxons (Merrill Lynch, Citibank, Chase Manhattan) et espagnols.

Les émetteurs souverains sont, en revanche, demeurés pratiquement absents du marché de l'eurofranc, alors qu'ils sont parallèlement actifs sur le marché de l'écu/euro (*cf. infra*). Seule la République d'Argentine a lancé un emprunt de 1,5 milliard de francs qui est coté à Luxembourg.

## 2.2. Investisseurs

Les souscriptions aux émissions en eurofrancs restent largement le fait d'investisseurs résidents — compagnies d'assurance principalement — mais une part notable de ces émissions reste détenue par les banques, chef de file, ou participant au syndicat de lancement, soit directement, soit par l'intermédiaire des OPCVM qui leur sont rattachés.

<b>RÉPARTITION ENTRE INVESTISSEURS RÉSIDENTS ET NON RÉSIDENTS SUR LE MARCHÉ PRIMAIRE</b>					
	(en pourcentage des émissions brutes)				
	1994	1995	1996	1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998 (a)
Investisseurs résidents.....	59	75	84	72	74
Investisseurs non résidents.....	41	25	16	28	26
<b>Total .....</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

(a) Chiffres provisoires

Source : Banque de France  
 Direction de la Balance des paiements – SIPEX

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

## 3. Les investisseurs continuent de privilégier les titres à long terme et à taux fixe

Les caractéristiques des titres émis sur le marché de l'eurofranc sont très largement adaptées à la demande des compagnies d'assurance. Celles-ci souscrivent essentiellement des titres à taux fixe et d'une durée moyenne de 10 ans tout en exigeant des signatures de première qualité. De fait, la quasi-totalité des emprunteurs sur l'eurofranc présentent les notations les plus élevées (AAA ou AA) et il n'existe pas de marché pour les emprunteurs plus risqués.

### 3.1. La répartition par durée initiale d'émission

Bien qu'en léger fléchissement par rapport au premier trimestre de 1998, la part des emprunts émis pour des durées de plus de 10 ans (40 %) demeure nettement plus élevée que celle des années précédentes. Le mouvement de baisse des taux enregistré depuis 1995 a, en effet, conduit les investisseurs à déplacer leur demande vers les titres de plus longue durée qui offrent des rémunérations plus attrayantes.

<b>RÉPARTITION DES ÉMISSIONS EN FONCTION DE LEUR DURÉE INITIALE de 1994 à 1997</b>							
	(en pourcentage des émissions brutes)						
	1994	1995	1996	1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998	2 <sup>e</sup> trim. 1998
< 5 ans .....	29	45	12	10	10	6	2
5 à 7 ans .....	11	15	27	25	44	10	20
8 à 10 ans .....	51	35	40	30	16	32	38
> 10 ans .....	9	5	21	30	18	51	40
Perpétuel .....	0	0	0	5	12	1	0
<b>Total .....</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Chiffres 1997 révisés

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

### 3.2. La répartition selon le type de coupons

Plus des 4/5 des émissions effectuées au cours du premier semestre 1998 ont été à taux fixe, soit un pourcentage supérieur à celui, déjà élevé, observé en 1997. Cette prépondérance est d'autant plus remarquable que les taux longs sur le franc se situent aujourd'hui à des niveaux historiquement bas.

<b>RÉPARTITION DES ÉMISSIONS EN FONCTION DE LEUR COUPON depuis 1994</b>							
	(en pourcentage des émissions brutes)						
	1994	1995	1996	1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998	2 <sup>e</sup> trim. 1998
Taux fixe .....	88,7	82,0	86,5	69,6	62,7	80,2	79,5
Taux variable indexé sur							
<i>Indice court terme</i> .....	1,4	7,9	4,7	16,3	22,5	3,2	13,3
<i>Indice long terme</i> .....	0,4	0,0	3,8	1,9	4,1	4,2	0,9
Divers (a) .....	5,4	6,4	4,2	11,5	10,3	11,4	5,7
Zéro-coupon .....	4,1	3,7	0,8	0,7	0,4	1,0	0,6
<b>Total .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

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

### 3.3. Les émissions de titres subordonnés

Cinq émissions de titres subordonnés (titres qui ne sont remboursés qu'après désintéressement de l'ensemble des autres créanciers à l'exclusion des actionnaires en cas de défaillance de l'emprunteur) sont intervenues au cours du deuxième trimestre, pour un montant total de 5 milliards de francs.

Émetteur	Date de lancement	Montant (en millions de francs)	Durée
Bayerische Hypotheken.....	28 mars	1 000	11 ans
BGB Finance Ireland PLC.....	28 mars	1 000	11 ans
Chase Manhattan Corp. .....	28 mars	500	10 ans et 6 mois
Société générale .....	16 mai	1 500	12 ans
Banesto Finance LTD.....	16 mai	1 000	10 ans

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

Ceci porte à 11 milliards de francs le montant total de titres de cette catégorie émis depuis le début de l'année, contre 15 milliards sur l'ensemble de l'année 1997.

## 4. Préparation à l'Union monétaire

### 4.1. Poursuite du développement des émissions eurofongibles

Cinq émissions « eurofongibles », c'est-à-dire libellées en plusieurs devises européennes dont une branche en francs et destinées à se fondre en une souche unique en euros, ont été lancées au cours du deuxième trimestre. Celles-ci ont toutes été le fait d'emprunteurs résidant dans la future Union monétaire, les monnaies d'émission étant, outre le franc, le deutschemark ou le florin.

### 4.2. Une concurrence croissante du marché de l'écu

Les euro-émissions brutes en écus ont atteint 15,1 milliards d'écus au cours du deuxième trimestre, contre 18,7 milliards le trimestre précédent et 8,7 milliards sur l'ensemble de l'année 1997. Cette forte croissance de l'activité est largement liée aux émetteurs souverains et supranationaux qui, alors qu'ils s'étaient largement portés sur le marché de l'eurofranc en 1997, ont privilégié le compartiment de l'écu depuis le début de l'année, afin de faire connaître leur signature auprès de l'ensemble des investisseurs européens.

PRINCIPALES ÉMISSIONS EN ÉCUS/EUROS LANCÉES AU DEUXIÈME TRIMESTRE 1998				
Émetteur	Montant (en millions d'écus)	Date de lancement	Durée	Conditions
Baden-Wurtemberg.....	500	4 avril	6 ans	OAT + 10 points
Royaume de Suède.....	2 000	25 avril	11 ans	OAT + 11 points
République de Slovénie.....	500	16 mai	10 ans	OAT + 57 points

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

L'écu a également pu bénéficier aux yeux des emprunteurs de la disparition complète de sa prime de rendement vis-à-vis du franc.

<b>ÉCART DE TAUX À 10 ANS ENTRE LES MARCHÉS DU FRANC ET DE L'ÉCU (moyennes mensuelles)</b>								
	Décembre 1994	Décembre 1995	Décembre 1996	Décembre 1997	Mars 1998	Avril 1998	Mai 1998	Juin 1998
OAT en francs .....(A)	8,00	6,74	5,75	5,32	4,95	4,96	5,01	4,86
OAT en écus .....(B)	8,46	7,05	6,11	5,44	4,99	4,97	5,01	4,85
Écart .....(B - A)	0,46	0,31	0,36	0,12	0,04	0,01	-	- 0,01

Source : Banque de France  
DDPE – BSME  
Réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX

# LES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES AU DEUXIÈME TRIMESTRE 1998

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

Les cours des *denrées alimentaires* se sont tous détendus.

Parmi les *produits agricoles à usage industriel*, les cours de la laine et du caoutchouc ont baissé, tandis que ceux du coton et de la pâte à papier augmentaient.

Les *produits minéraux* se sont repliés, notamment l'aluminium, le nickel, l'argent et le platine. Seuls les cours de l'étain se sont accrus.

Sur le trimestre, l'*indice Moody*, exprimé en dollars et l'*indice Reuter*, libellé en livres sterling, se sont réduits respectivement de 3,81 % et de 6,62 %.

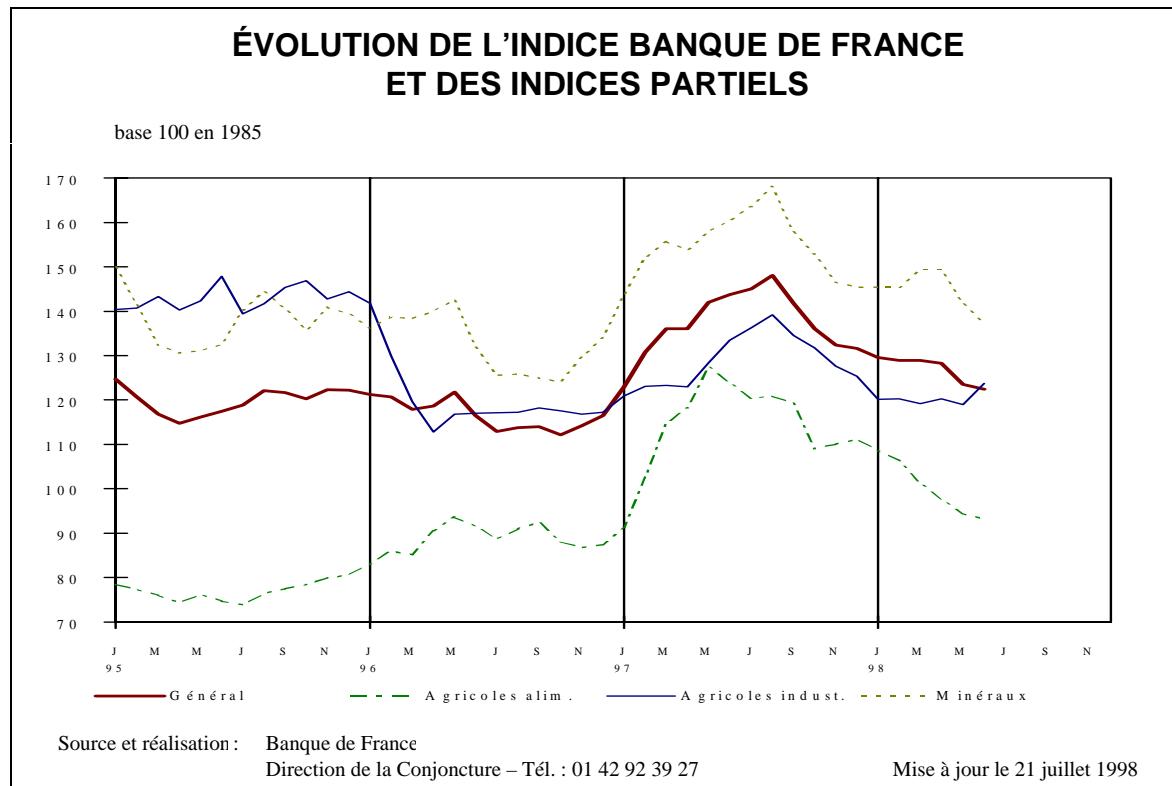
L'*indice Banque de France*, qui reflète le coût en francs des matières premières importées, hors énergie, a fléchi de 5,05 % au deuxième trimestre 1998, le dollar se dépréciant de 1,8 % sur la même période. Les indices partiels relatifs aux coûts des produits alimentaires et des produits minéraux sont en baisse de, respectivement, 7,94 % et 8,01 %. Le sous-indice relatant les produits agricoles à usage industriel s'est accru de 4,03 %.

S'agissant des cours du *pétrole*, la demande mondiale peu soutenue et l'abondance de l'offre ont contribué à faire baisser les prix. Le cours du baril de pétrole brut de Mer du Nord (*Brent*) a reculé de 6,99 %, passant de 13,16 dollars, en moyenne, en mars 1998 à 12,24 dollars en juin 1998.

---

ÉVELYNE FAM  
Direction de la Conjoncture  
Service des Synthèses conjoncturelles

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



### 1.1. Produits alimentaires

Les prix des produits alimentaires ont fléchi de 7,94 % au cours du deuxième trimestre, selon l'indice Banque de France, en raison notamment du repli du soja (- 5,59 % pour les tourteaux, - 3,77 % pour les graines) et du café (- 0,35 % pour la qualité Robusta, - 21,06 % pour la qualité Arabica).

**Céréales** (blé : - 14,26 % ; maïs : - 9,08 % en cents/boisseau)

Au cours du deuxième trimestre, les cours du *blé* et du *maïs* ont fléchi respectivement de 14,26 % et de 9,08 %.

– Les *prix* du blé se situent à leur plus bas niveau depuis sept ans en raison, notamment, de la révision à la hausse des prévisions de production en Amérique du Nord et au Canada, les conditions climatiques s'étant améliorées.

Les *stocks* mondiaux, quant à eux, enregistreraient une hausse de 7 millions de tonnes à 122 millions de tonnes à la fin de l'année céréalière 1998-1999.

Parallèlement, la *consommation* pourrait progresser de 9 millions de tonnes par rapport à la campagne précédente, pour atteindre 600 millions de tonnes (dont 432 millions de tonnes pour l'alimentation humaine).

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

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

Au total, même si la demande est soutenue, l'équilibre entre l'*offre* et la *demande* est actuellement fragile.

– S'agissant du maïs, les cours ont également fléchi en raison, principalement, d'un repli de la *demande* et d'une forte croissance des exportations chinoises.

#### **Soja** (tourteaux : – 5,59 % en dollars/tonne ; graines : – 3,77 % en cents/boisseau)

Au cours du deuxième trimestre 1998, les cours du soja ont baissé en raison d'une *offre* surabondante. Ils ont reculé ainsi de 5,59 % pour les tourteaux et de 3,77 % pour les graines et se situent actuellement à leur plus bas niveau depuis trois ans.

Les productions, pour la saison 1998-1999, atteindraient des niveaux très élevés, notamment en Amérique du Sud et aux États-Unis où les surfaces cultivées ont été augmentées.

La *demande* est plutôt terne.

Les *stocks* mondiaux, qui se situaient à leur plus bas niveau depuis une vingtaine d'années, se reconstituent.

#### **Café** (Robusta : – 0,35 % en dollars/tonne ; Arabica : – 21,06 % en cents/livre britannique)

Au cours de la période sous revue, les *prix* du café ont baissé de 0,35 % pour le Robusta et de 21,06 % pour l'Arabica en raison, principalement, d'une progression de l'*offre*.

La *récolte* mondiale devrait atteindre 107,5 millions de sacs (de 60 kg), contre 94,3 millions de sacs en 1997-1998, à la suite d'une récolte record au Brésil et en Colombie. Toutefois, l'Indonésie devrait connaître un recul de sa production de 6 %.

S'agissant de la *demande*, la consommation s'établirait à 100 millions de sacs.

Les *stocks* mondiaux, auparavant à un niveau très bas, s'étoffent progressivement.

#### **Sucre** (– 5,89 % en dollars/tonne)

Au cours du deuxième trimestre, les prix du sucre, affectés par une réduction de la *demande* et des perspectives de *production* en hausse, ont poursuivi leur repli.

Ils ont ainsi enregistré un recul de 5,89 % et se situent à leur plus bas niveau depuis cinq ans.

Pour cette saison, la *production* mondiale devrait s'établir à 125,9 millions de tonnes (soit une hausse de 2,2 % par rapport à l'année précédente).

En regard, la *consommation* mondiale atteindrait 124,5 millions de tonnes.

Le niveau élevé des *stocks*, en particulier en Europe et au Brésil, pèse également sur les cours.

#### **Cacao** (– 0,01 % en livres sterling/tonne)

Les cours du cacao sont restés stables au deuxième trimestre 1998 dans un contexte de resserrement de l'*offre*.

La *récolte* en Côte-d'Ivoire, en Équateur, en Malaisie a été revue à la baisse ; l'*offre* mondiale serait désormais évaluée à 2,7 millions de tonnes.

Parallèlement, la *consommation* mondiale devrait s'accroître de 3 % cette année.

Au total, l'Organisation internationale du cacao (ICCO) prévoit un déficit de l'*offre* de 185 000 tonnes environ pour la campagne 1997-1998.

## 1.2. *Produits agricoles à usage industriel*

Après avoir enregistré un recul de 4,92 % au premier trimestre 1998, les cours des produits agricoles à usage industriel retenus dans l'indice Banque de France ont progressé de 3,86 % pendant la période sous revue.

### **Caoutchouc** (– 1,3 % en cents/kilogramme)

Les cours du *caoutchouc*, en hausse de 11,19 % au trimestre précédent, enregistrent un repli de 1,3 % au deuxième trimestre 1998.

La *production* mondiale est estimée à 6,72 millions de tonnes, en hausse de 3,5 % par rapport à l'année précédente.

La *demande*, quant à elle, est évaluée à 6,61 millions de tonnes, soit une hausse de 3,3 %.

Au total, l'excédent mondial de l'*offre* sur la demande devrait atteindre 110 000 tonnes.

Par ailleurs, la Thaïlande et la Malaisie (qui représentent près de 50 % de la production mondiale de caoutchouc) menacent de se retirer de l'INRO (organisation internationale du caoutchouc). Les pays utilisateurs de caoutchouc refusent en effet de revaloriser les seuils d'intervention du stock régulateur exprimés en cents malais, bien que la monnaie malaise ait perdu près de 40 % par rapport au dollar depuis le début de l'année.

### **Textiles** (coton : + 10,38 % en cents/livre britannique ; laine : – 4,57 % en cents australiens/kilogramme)

Les cours du *coton*, soutenus par une contraction de l'*offre*, continuent leur progression et enregistrent une hausse de 10,38 % au deuxième trimestre 1998.

La production américaine, pour la saison 1998-1999, serait limitée à 17,66 millions de balles (contre 18,4 millions l'année précédente), en raison de conditions climatiques défavorables en Californie et au Texas.

La *production* mondiale pourrait ainsi baisser à 19,5 millions de tonnes au cours de la prochaine campagne.

Actuellement, la consommation reste peu vigoureuse en Asie. La *demande* mondiale pourrait s'élever à 19,1 millions de tonnes en 1997-1998.

Les *stocks* de coton sont en progression.

Pour leur part, les cours de la *laine* ont reculé de 4,57 % pendant la période sous revue dans un contexte de baisse simultanée de l'*offre* et de la *demande*.

Depuis le début de l'année, les ventes australiennes de laine ont chuté de 14,6 % en Chine, 47,0 % en Corée, 33,0 % à Taïwan et 30,4 % au Japon.

S'agissant de l'*offre*, la production australienne devrait tomber à 630 milliers de tonnes, son plus bas niveau depuis une vingtaine d'années.

Les agriculteurs semblent entamer une reconversion vers une production moins dépendante du Japon et des autres pays asiatiques.

**Pâte à papier** (+ 15,38 % en dollars/tonne)

Les cours de la *pâte à papier*, après avoir enregistré une baisse de 14,75 % au premier trimestre 1998, progressent de 15,38 % au deuxième trimestre en raison de perspectives plus favorables.

Les *stocks* de pâte Norscan (Amérique du Nord et Scandinavie) ont reculé par rapport au trimestre précédent et sont inférieurs à 1,5 million de tonnes.

*La demande*, principalement pour des raisons saisonnières, a été soutenue au deuxième trimestre.

*L'offre*, quant à elle, est restée stable par rapport au trimestre précédent.

**1.3. Produits minéraux**

Les prix des produits minéraux retenus dans l'indice Banque de France se sont réduits de 8,01 % au deuxième trimestre 1998.

**Aluminium** (- 9,07 % en dollars/tonne)

Les cours de l'*aluminium*, malgré un repli du niveau des inventaires du *London Metal Exchange* (LME), fléchissent de 9,07 % au cours de la période sous revue.

Les *stocks* détenus par le *London Metal Exchange* (LME) baissent régulièrement depuis le début de l'année et se situent aux environs de 536 000 tonnes.

*L'offre* mondiale est croissante notamment en Amérique du Nord et dans la région Pacifique australe et devrait progresser de 2,3 % cette année.

En regard, la *demande* se resserre en Asie, plus particulièrement au Japon où elle est en forte baisse. En Europe et aux États-Unis, en revanche, elle demeure vigoureuse.

Au total, la baisse de la demande asiatique conjuguée à la forte croissance de la production mondiale pourrait se traduire par un excédent de l'*offre* sur la demande de 700 000 tonnes environ.

**Cuivre** (- 5,01 % en dollars/tonne)

Poursuivant leur mouvement de recul entamé depuis le troisième trimestre 1997, les cours du *cuivre* ont baissé de 5,01 % et se situent à leur plus bas niveau depuis une dizaine d'années.

Bien que la faiblesse actuelle des cours contraine certaines exploitations à cesser leur activité ou à mettre en sommeil leur capacité de production, le marché mondial s'attend à un accroissement de l'*offre*.

Tandis que les inventaires du LME se contractent pour ne s'élever qu'à 247 000 tonnes, les *stocks* s'accumulent en Asie (64 000 tonnes actuellement, contre 15 000 tonnes au début de l'année).

La *consommation* manque de dynamisme, particulièrement en Asie (qui représente 39 % de la demande mondiale).

Le déséquilibre entre l'*offre* et la *demande* devrait s'amplifier au cours des prochains mois et de nouvelles fermetures de mines seront nécessaires.

**Étain** (+ 9,02 % en dollars/tonne)

Soutenus par des perspectives plus favorables qu'auparavant, les cours de l'*étain* ont progressé de 9,02 % au deuxième trimestre 1998.

La *demande* a bénéficié d'une forte progression de la consommation dans les ex-pays de l'Est et en Europe de l'Ouest.

De plus, en Chine, la demande de boissons en conteneurs métalliques devrait s'accroître de 40 % par an.

L'*offre* se contracte aux États-Unis, en Europe et au Japon qui sont les trois premiers pôles de production.

Parallèlement, la décrue des *stocks* détenus par le LME se poursuit, ramenant ainsi les inventaires à 5 000 tonnes.

Au total, le marché de l'étain, encore excédentaire, devrait, à moyen terme, revenir à une situation d'équilibre.

Ultérieurement, l'étain pourrait connaître de nouveaux débouchés en se substituant au plomb pour les soudures (ce dernier faisant de plus en plus l'objet de critiques de la part des défenseurs de l'environnement).

#### Nickel (- 17,05 % en dollars/tonne)

Au cours du deuxième trimestre, les prix du *nickel* ont poursuivi leur recul : ils se sont réduits de 17,05 % et se situent à leur plus bas niveau depuis cinq ans.

L'*offre* mondiale progresserait de 3,5 % cette année. Norilst, premier producteur mondial, devrait augmenter sa production de 9,0 %.

Les *stocks* entreposés au LME sont, quant à eux, restés stables au deuxième trimestre et représentent environ 58 000 tonnes.

Malgré une diminution de la consommation asiatique, la *demande* mondiale devrait croître de 2,2 % en 1998.

La demande de l'industrie des aciers inoxydables, qui absorbe les deux tiers de la production de nickel est jugée soutenue.

#### Plomb (- 5,64 % en dollars/tonne)

Après avoir enregistré une hausse de 6,22 % au premier trimestre 1998, les prix du *plomb* ont reculé de 5,64 % au cours de la période sous revue.

La *demande* a été faible, les remplacements de batteries de voitures ayant été restreints (70 % de la production de plomb est destinée à la fabrication de batteries automobiles).

L'*offre*, quant à elle, est abondante malgré la fermeture de plusieurs mines.

Les *stocks* gérés par le LME sont stables depuis plusieurs mois et s'établissent à environ 100 000 tonnes.

Au total, le marché devrait enregistrer un excédent de l'ordre de 80 000 tonnes.

#### Zinc (- 3,6 % en dollars/tonne)

Les cours du *zinc* poursuivent leur repli, de façon toutefois moins accentuée qu'en fin d'année 1997 (- 32,91 % au quatrième trimestre 1997) ; la baisse a atteint 3,6 % au deuxième trimestre 1998.

Le marché reste attentif à l'évolution de la production et des exportations chinoises et russes.

En Russie, la production devrait, en effet, se redresser cette année, tandis que la consommation serait peu soutenue, entraînant une forte hausse des exportations.

La production chinoise, quant à elle, serait en hausse de 24 % par rapport à l'année précédente ; toutefois, la probable reconstitution des *stocks* chinois limiterait le volume de production disponible à l'exportation.

Les *stocks* détenus par le LME se sont légèrement contractés pendant le trimestre et s'établissent à 400 000 tonnes.

Bien que la *demande* soit soutenue en Europe et aux États-Unis, elle semble cependant insuffisante pour provoquer, à court terme, une remontée des prix.

**Métaux précieux** (or : – 1,37 % en dollars/once ; argent : – 15,05 % en dollars/once ; platine : – 10,35 % en dollars/once)

Au deuxième trimestre, les cours des *métaux précieux* se sont repliés. La baisse s'est établie à 1,37 % pour l'or, 15,05 % pour l'argent et 10,35 % pour le platine.

– Les cours de l'*or* continuent à s'effriter et se situent à leur plus bas niveau depuis plus de douze ans dans un contexte de progression simultanée de l'*offre* et de la *demande*.

La demande est particulièrement soutenue en Inde et aux États-Unis pour la fabrication de bijoux, l'électronique et la numismatique.

Malgré la fermeture de certaines mines non rentables, la production mondiale est en hausse de 4,6 % par rapport à l'année précédente.

Par ailleurs, les ventes effectuées par certaines banques centrales continuent de peser sur les cours.

– Les cours de l'*argent* se sont réduits malgré des perspectives plutôt favorables.

En dépit d'une hausse de 4,8 % par rapport à l'année précédente, la *production* est insuffisante pour satisfaire la *demande* qui ne cesse de croître (+ 6,1 % par rapport à l'année précédente).

Les *stocks*, mis à contribution, se situent à des niveaux très bas.

Pour la dixième année consécutive, l'*offre* d'*argent* sera déficitaire.

– Les cours du *platine* se sont détendus dans le sillage de l'*or* et de l'*argent*. De plus, les livraisons russes, qui ont repris, pèsent sur les cours.

## 2. Le pétrole

Le marché du pétrole a enregistré depuis plusieurs mois une baisse des cours ; ainsi, les prix mensuels moyens du *Brent*, le brut de référence de la Mer du Nord, se sont repliés de 6,99 % par rapport à mars 1998 pour coter 12,24 dollars en juin 1998 (soit une baisse de 30,38 % sur un an).

Les cours du *Dubaï* et du *WTI* ont reculé de, respectivement, 3,99 % et 7,53 % au cours du deuxième trimestre.

Ces évolutions s'expliquent à la fois par l'abondance de l'*offre* et par la faiblesse de la *demande*.

La *demande* est peu soutenue en raison de :

- le ralentissement de l'activité dans la zone asiatique ;
- un hiver relativement doux dans l'hémisphère Nord ;
- la baisse saisonnière de la consommation ;
- l'importance des stocks.

Dans les pays de l'OCDE, les stocks ont atteint le niveau record de 2,6 milliards de barils ; les réserves américaines atteignent 340 millions de barils et dépassent ainsi de 23 millions de barils les niveaux enregistrés l'année dernière.

L'Agence internationale de l'énergie a par ailleurs revu à la baisse sa prévision relative à la demande mondiale : la consommation s'établirait à 74,9 millions de barils par jour en 1998 (contre 73,8 millions l'année précédente) et ne progresserait ainsi que de 1,5 % (contre 2,9 % en 1997).

En regard, l'*offre* mondiale de brut, qui a diminué de 1,58 million de barils/jour à fin juin par rapport au pic de production de février (76,95 millions de barils/jour) demeure surabondante. Le surplus de l'offre est estimé à 2,7 millions de barils/jour au deuxième trimestre.

– L'OPEP, bien qu'ayant réduit sa production de 0,76 million de barils/jour par rapport à février, a continué de dépasser son quota autorisé (27,5 millions de barils/jour), puisque la production des pays membres a atteint 27,95 millions de barils/jour en juin, contre 28,71 millions en février.

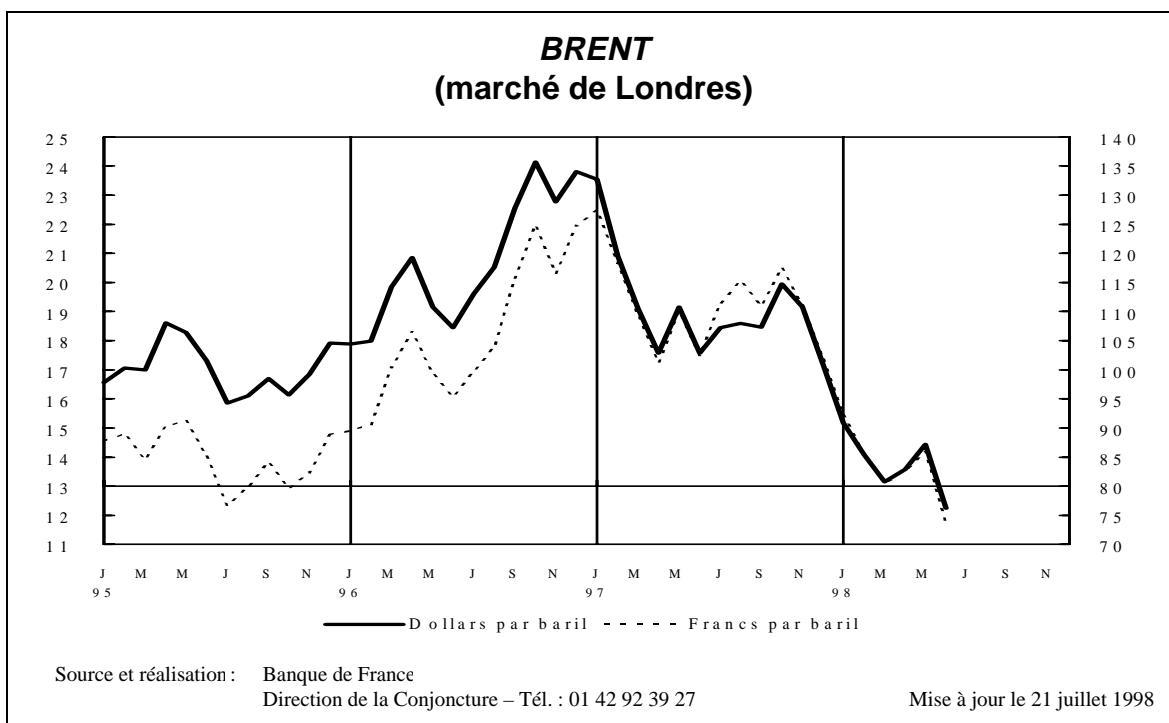
Les membres de l'OPEP, qui assurent 40 % de la production mondiale, ont décidé, fin juin, une nouvelle réduction de leur offre de 1,35 million de barils/jour dès le 1<sup>er</sup> juillet, ce qui porterait les réductions annoncées depuis mars à 2,6 millions de barils/jour.

D'autres pays producteurs (Mexique, Oman, Russie et Norvège) ont également décidé de réduire une nouvelle fois leur production de 500 000 barils/jour.

Au total, l'offre mondiale, qui se situe actuellement à 73 millions de barils/jours pourrait être diminuée de 3,1 millions de barils/jour.

Cependant, les différentes mesures de réduction annoncées par les pays producteurs n'ont pas réussi à faire remonter les cours qui se situent à leur plus bas niveau depuis une dizaine d'années.

Par ailleurs, dans l'hypothèse où la surproduction serait résolue dans les prochains mois, de nouvelles tensions pourraient émerger des pays du Caucase, d'Asie centrale et du Venezuela, qui développent actuellement de nouveaux projets d'exploitation pétrolière.



ANALYSES

Les marchés de matières premières au deuxième trimestre 1998

**INDICES GÉNÉRAUX DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES**

*(moyenne annuelle)*

Années	Banque de France (en francs) Base 100 en 1985	INSEE (en francs) Base 100 en 1990	Moody (en dollars) Base 100 en 1931	Reuter (en livres sterling) Base 100 en 1931
1992.....	103,45	92,75	1 026,71	1 682,69
1993.....	91,24	82,56	987,11	1 596,14
1994.....	90,41	81,24	1 056,55	1 668,91
1995.....	108,93	96,89	1 287,78	1 978,22
1996.....	119,84	102,72	1 471,83	2 229,50
1997.....	116,68	94,59	1 491,01	2 013,29

**INDICES DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES  
(hors énergie)**

*(moyenne mensuelle – variation en pourcentage)*

Indices	Mars 1998	Avril 1998	Mai 1998	Juin 1998	Variation juin 1998/ mars 1998
Banque de France (en francs) (base 100 en 1995).....	128,98	128,23	123,53	122,47	- 5,05
– Produits alimentaires (23,43 %).....	101,20	97,63	94,43	93,16	- 7,94
– Produits agricoles à usage industriel (25,21 %).....	119,17	120,25	118,94	123,77	3,86
– Produits minéraux (51,35 %).....	149,38	149,37	141,75	137,41	- 8,01
Moody (en dollars) (base 100 le 31.12.1931) .....	1 412,26	1 399,62	1 408,26	1 358,48	- 3,81
Reuter (en livres sterling) (base 100 le 18.09.1931) .....	1 683,00	1 649,75	1 627,40	1 571,58	- 6,62
Cours du dollar à Paris (en francs).....	6,12	6,09	5,95	6,01	- 1,80
Cours de la livre sterling à Paris (en francs).....	10,17	10,17	9,76	9,92	- 2,46

## ANALYSES

Les marchés de matières premières au deuxième trimestre 1998

## ÉVOLUTION DES COURS DES PRINCIPAUX PRODUITS SUR LEUR PLACE DE COTATION

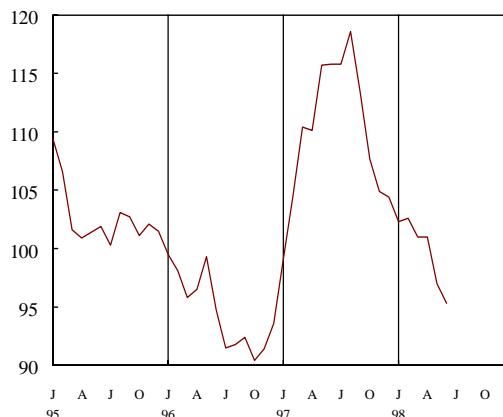
*(moyenne mensuelle – variation en pourcentage)*

Produits (pondération dans l'indice Banque de France)	Place de cotation	Unités	Mars 1998	Avril 1998	Mai 1998	Juin 1998	Variation juin 1998/ mars 1998
<b>PRODUITS ALIMENTAIRES</b>							
Blé.....	CHICAGO	cents/boisseau	328,63	301,23	295,37	281,78	- 14,26
Maïs .....	CHICAGO	cents/boisseau	266,34	248,85	242,96	242,16	- 9,08
Café Robusta (1,99 %)	LONDRES	dollars/tonne	1 698,09	1 881,19	1 990,29	1 692,14	- 0,35
Café Arabica (3,42 %)	NEW YORK	cents/livre britannique	150,21	143,96	131,18	118,58	- 21,06
Soja – tourteaux (9,61 %) .....	CHICAGO	dollars/tonne	171,45	160,10	155,99	161,86	- 5,59
Soja – graines (1,46 %)	CHICAGO	cents/boisseau	653,58	639,73	642,25	628,97	- 3,77
Sucre .....	PARIS	dollars/tonne	268,77	253,62	257,06	252,95	- 5,89
Cacao (3,53 %).....	LONDRES	livres sterling/tonne	1 057,45	1 050,67	1 110,81	1 057,36	- 0,01
<b>PRODUITS AGRICOLES INDUSTRIELS</b>							
Pâte à papier (11,51 %)	PARIS	dollars/tonne	520,00	550,00	550,00	600,00	15,38
Caoutchouc (2,17 %)..	KUALA LUMPUR	cents/kg	71,36	73,39	77,38	70,43	- 1,30
Coton (2,55 %).....	NEW YORK	cents/livre britannique	68,66	63,39	66,22	75,79	10,38
Laine (3,37 %).....	SYDNEY	cents australiens/kg	706,36	686,19	706,95	674,05	- 4,57
<b>PRODUITS MINÉRAUX</b>							
Aluminium (13,07 %)	LONDRES	dollars/tonne	1 437,70	1 417,57	1 367,27	1 307,24	- 9,07
Cuivre (12,94 %).....	LONDRES	dollars/tonne	1 747,73	1 797,69	1 734,60	1 660,25	- 5,01
Étain (0,62 %) .....	LONDRES	dollars/tonne	5 472,73	5 707,26	5 870,60	5 966,36	9,02
Nickel (4,33 %).....	LONDRES	dollars/tonne	5 395,80	5 388,33	5 030,60	4 475,68	- 17,05
Plomb (0,22 %) .....	LONDRES	dollars/tonne	559,39	572,62	543,81	527,83	- 5,64
Zinc (1,48 %) .....	LONDRES	dollars/tonne	1 047,18	1 097,60	1 061,08	1 009,45	- 3,60
Or .....	NEW YORK	dollars/once	296,38	308,66	299,25	292,32	- 1,37
Argent (1,73 %).....	NEW YORK	dollars/once	618,77	628,84	550,93	525,65	- 15,05
Platine (1,33 %) .....	NEW YORK	dollars/once	398,67	418,41	388,24	357,40	- 10,35
<b>PÉTROLE</b>							
Prix spot depuis le 01.01.1990							
BRENT.....	LONDRES	dollars/baril	13,16	13,58	14,43	12,24	- 6,99
DUBAÏ .....	LONDRES	dollars/baril	11,52	12,38	12,77	11,98	3,99
WTI.....	LONDRES	dollars/baril	15,14	15,65	15,12	14,00	- 7,53

## INDICES GÉNÉRAUX

### INSEE EN FRANCS

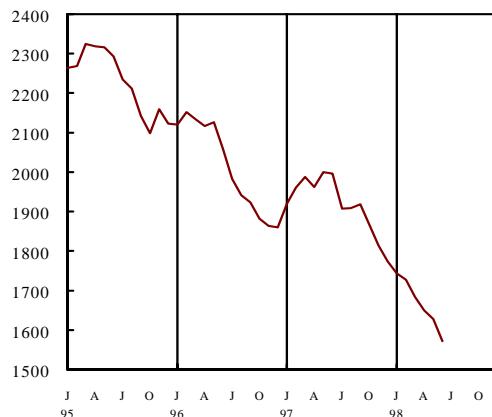
base 100 en 1990



Importations françaises

### REUTER EN LIVRES STERLING

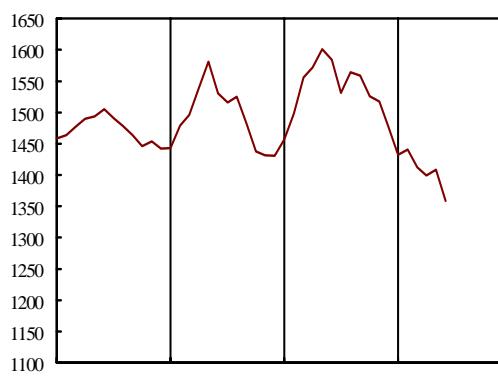
base 100 en 1931



Commerce britannique

### MOODY EN DOLLARS

base 100 en 1931

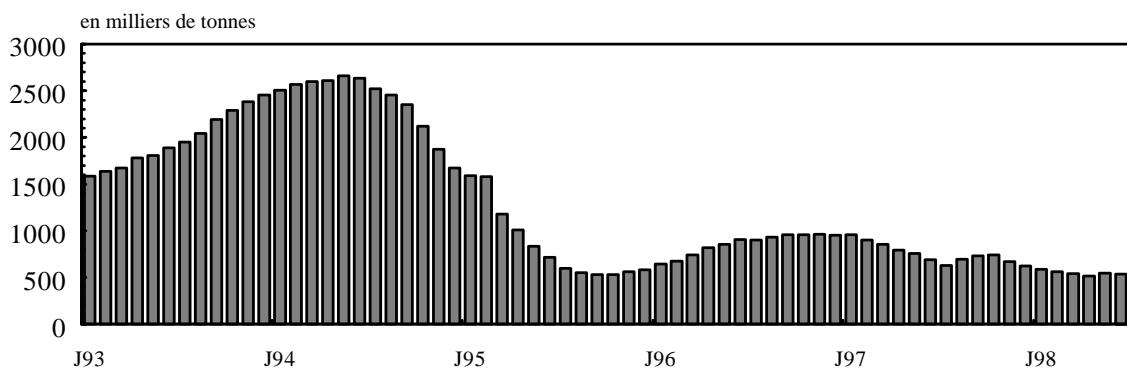


Commerce américain

NB : L'évolution des indices généraux peut présenter de notables divergences du fait tant de leur composition (Moody composé en majorité de matières premières industrielles, Reuter composé en majorité de matières premières alimentaires) et des systèmes de pondération que des monnaies retenues pour les construire (dollar des États-Unis pour le Moody, livre sterling pour le Reuter, franc français pour les indices INSEE et Banque de France).

**MÉTAUX NON FERREUX**  
**Évolution des stocks**

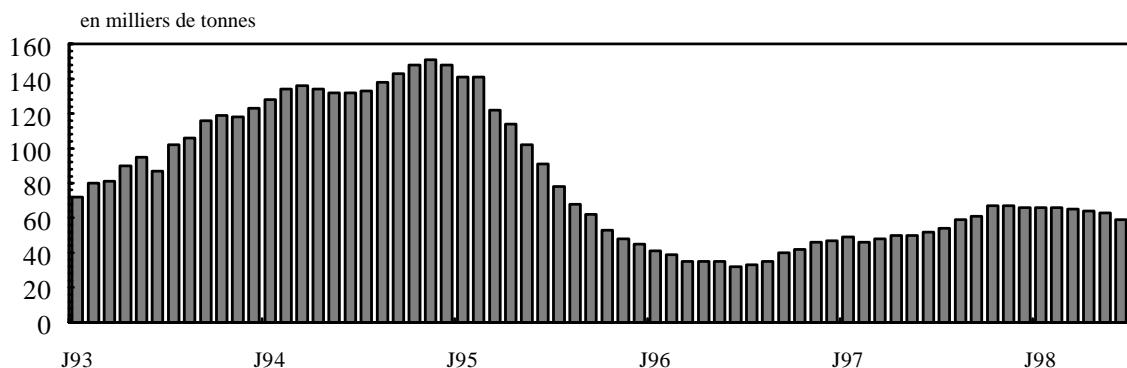
**ALUMINIUM**



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

Mise à jour le 24 juillet 1998

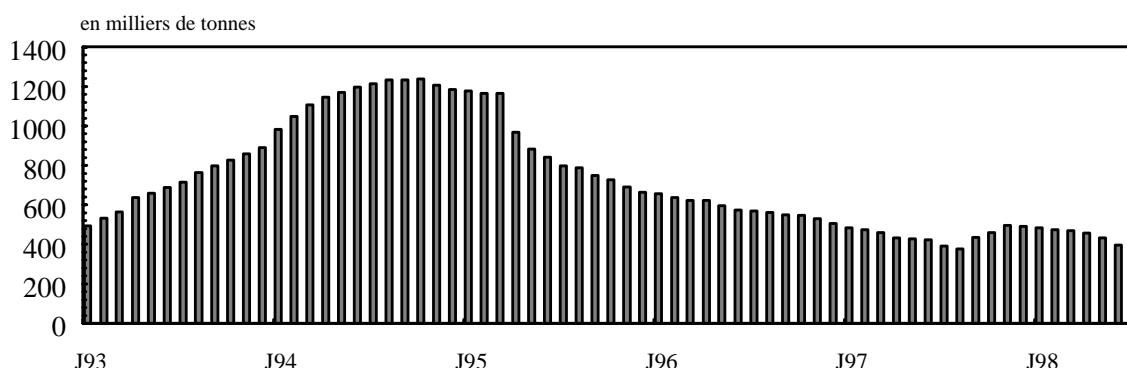
**NICKEL**



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

Mise à jour le 24 juillet 1998

**ZINC**



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

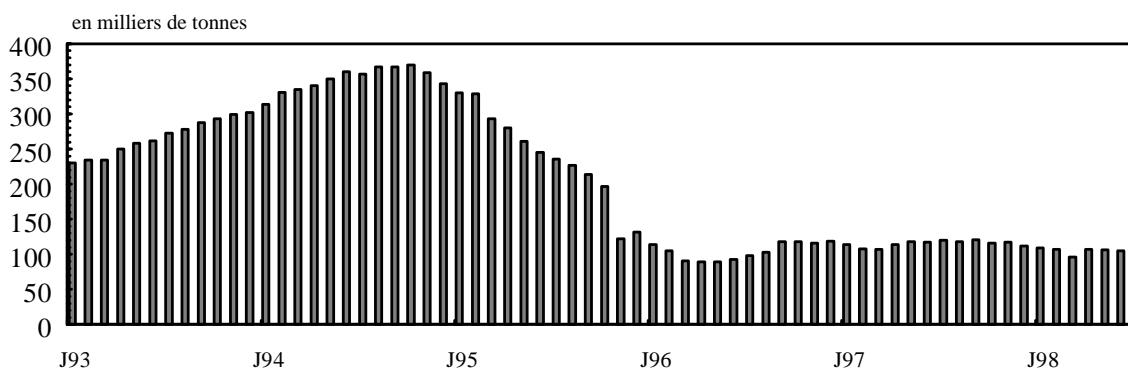
Mise à jour le 24 juillet 1998

## ANALYSES

### Les marchés de matières premières au deuxième trimestre 1998

## Analyses

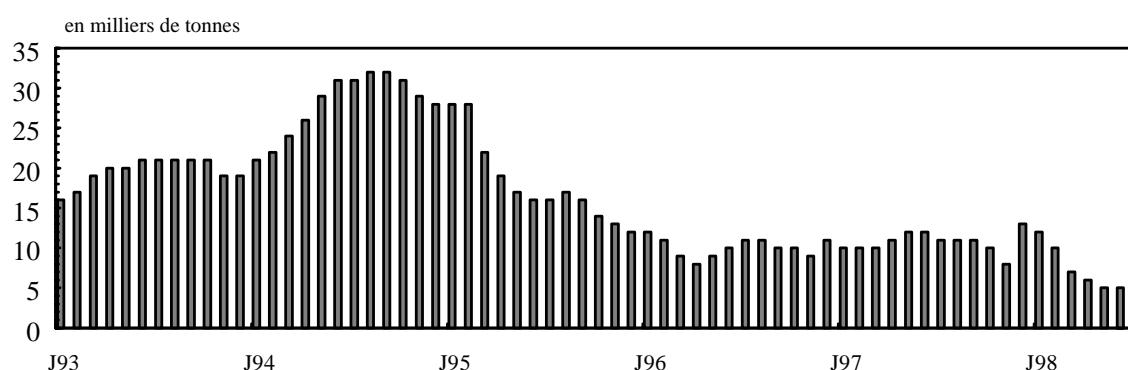
#### PLOMB



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

Mise à jour le 24 juillet 1998

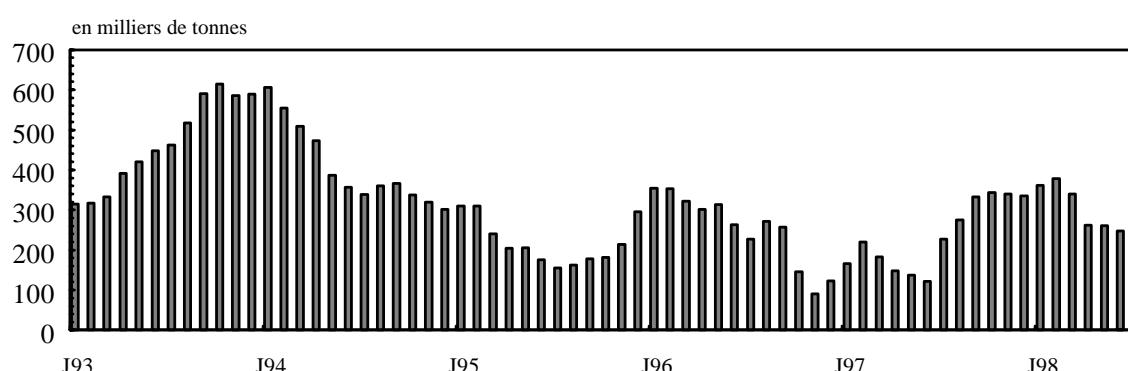
#### ÉTAIN



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

Mise à jour le 24 juillet 1998

#### CUIVRE



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

Mise à jour le 24 juillet 1998

E

N

Q

U

Ê

T

E

S

# ENQUÊTE FINANCIÈRE – DEUXIÈME TRIMESTRE 1998

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

---

*Direction de la Conjoncture  
Service des Synthèses conjoncturelles*

## Vue d'ensemble

L'amélioration de la situation financière des entreprises et des ménages s'est poursuivie au deuxième trimestre 1998. En dépit du niveau encore élevé de leur capacité d'autofinancement, les entreprises ont de nouveau accru leur recours aux prêts à moyen et long terme pour financer des investissements en forte progression. Dans le même temps, les utilisations nouvelles de prêts personnels et de prêts immobiliers des particuliers augmentaient sensiblement.

Malgré l'expansion de la demande de crédit, la concurrence entre établissements bancaires s'est intensifiée lors de l'octroi de prêts aux entreprises.

### *L'amélioration de la situation financière des entreprises et des ménages s'est accompagnée d'une augmentation de la demande de crédit dans un contexte de reprise de la demande interne*

La situation financière des grandes *entreprises* a continué de se renforcer au cours du deuxième trimestre et paraît particulièrement aisée. Si les trésoreries des petites et moyennes entreprises se sont légèrement repliées, elles demeurent toutefois à un haut niveau. Les résultats bruts d'exploitation se sont fortement étoffés, grâce à la bonne orientation générale de l'activité. Les besoins en fonds de roulement se sont renforcés provoquant une légère hausse de la demande de crédit à court terme après six trimestres consécutifs de repli. Par ailleurs, la forte progression des dépenses d'investissement explique le recours accru des entreprises à l'endettement à moyen et long terme.

Le patrimoine financier des *particuliers* s'est de nouveau légèrement amélioré et paraît, dans l'ensemble, toujours aisé. Les mouvements de réallocation de portefeuille se sont poursuivis en faveur des placements en plans d'épargne logement et surtout en actions. Le mouvement de diminution des dépôts à vue, observé au cours des deux trimestres précédents, s'est nettement inversé au cours de ce trimestre, conséquence de la décollecte enregistrée sur les livrets à taux réglementés. La demande de prêts personnels et, plus encore, celle de prêts immobiliers se sont sensiblement renforcées.

Au cours des prochains mois, selon les établissements de crédit interrogés, la demande de crédit devrait continuer de croître à un rythme soutenu grâce à la bonne orientation des composantes de la demande interne.

### *La concurrence entre établissements de crédit s'est encore intensifiée lors de l'octroi de prêts aux entreprises*

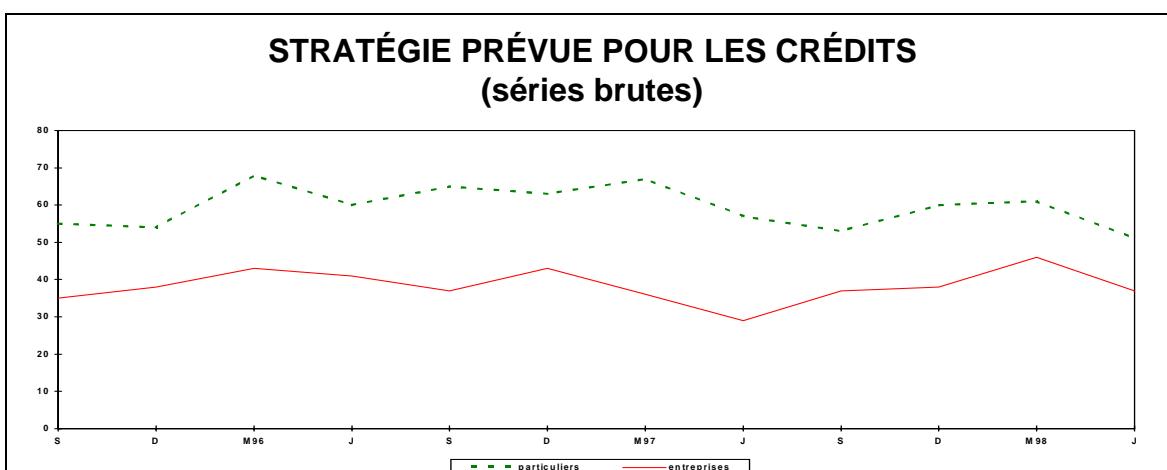
La compétition entre établissements s'est renforcée dans le domaine des prêts aux entreprises. S'agissant des placements, la concurrence reste moins accentuée et n'a guère été modifiée par la baisse des taux réglementés et la déréglementation partielle des livrets.

La baisse des conditions débitrices s'est poursuivie et s'est même accentuée en faveur des entreprises. Les prix des services ont peu progressé et le tassement des marges bancaires s'est poursuivi.

## 1. Le comportement des établissements de crédit

Au cours du deuxième trimestre 1998, la concurrence est demeurée particulièrement vive dans le domaine de la distribution du crédit ; elle s'est même encore renforcée sur le marché des entreprises. À l'inverse, la baisse des taux réglementés n'a guère modifié l'intensité de la compétition entre banques. Les établissements de crédit qui ont, de nouveau, réduit leurs conditions débitrices, demeurent confrontés à l'amenuisement de leurs marges.

Évolutions passées, sauf indications contraires	SOLDE DES OPINIONS EXPRIMANT LE COMPORTEMENT DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT								(en données brutes)
	3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997	2 <sup>e</sup> trim. 1997	3 <sup>e</sup> trim. 1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998	2 <sup>e</sup> trim. 1998	
Concurrence sur les placement:									
– des particuliers.....	23	25	24	28	20	27	19	23	
– des entreprises.....	23	24	24	18	15	17	25	19	
Concurrence sur les crédits									
– aux particuliers .....	69	59	78	84	70	69	70	69	
– aux entreprises.....	48	61	59	57	53	54	61	64	
Stratégie prévue pour les placement:									
– des particuliers.....	46	48	42	39	41	47	45	38	
– des entreprises.....	24	25	20	20	21	23	24	17	
Stratégie prévue pour les crédits									
– aux particuliers .....	65	63	67	57	53	60	61	51	
– aux entreprises.....	37	43	36	29	37	38	46	37	
Rémunération des placement:									
– des particuliers.....	- 32	- 34	- 28	- 11	- 14	- 10	- 14	- 41	
– des entreprises.....	- 40	- 38	- 25	- 11	- 6	- 3	- 10	- 11	
Taux des crédits									
– aux particuliers .....	- 50	- 51	- 50	- 47	- 28	- 24	- 36	- 35	
– aux entreprises.....	- 60	- 52	- 39	- 43	- 28	- 16	- 35	- 38	
Prix des services									
– aux particuliers .....	11	10	20	6	9	11	21	11	
– aux entreprises.....	8	9	21	3	9	13	22	4	
Marges bancaires.....	- 31	- 29	- 34	- 37	- 33	- 28	- 31	- 27	
Évolution prévue de la demande de crédit.....	22	22	26	24	27	35	46	46	



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

Mise à jour le 30 juillet 1998

### ***En matière de crédit***

La compétition en matière de distribution de crédit aux *entreprises*, déjà très vive, s'est renforcée au cours du deuxième trimestre. En période de reprise de l'investissement, les établissements de crédit cherchent à conquérir de nouvelles parts de marché. La concurrence a été particulièrement agressive en matière de taux (allant dans certains cas jusqu'à l'octroi de prêts à marges nulles pour conserver les bonnes signatures), mais elle a porté également sur l'ensemble des conditions de crédit (frais de dossier, frais de remboursements anticipés, réduction, voire absence, de garanties demandées).

Sur le marché des *particuliers*, la concurrence est restée très forte en dépit d'une demande sensiblement plus soutenue, qu'il s'agisse du financement de l'immobilier ou de l'octroi de prêts personnels. Les prêts à l'habitat font toujours l'objet de renégociation. Par ailleurs, certaines banques ont cherché ponctuellement à racheter des prêts à la consommation initialement accordés par des établissements spécialisés dont la concurrence est vivement ressentie. Les cibles privilégiées sont, le plus souvent, les jeunes actifs et les membres des professions libérales.

### ***En matière de placements***

L'intensité de la concurrence n'a guère varié et demeure nettement moins forte que dans le domaine de la distribution du crédit. La baisse des taux réglementés n'a pas provoqué de « guerre des taux » ; aucun établissement n'a utilisé la déréglementation partielle des livrets pour accroître la rémunération de ce type de ressources. À la fin du trimestre, la rémunération des placements avait diminué de 0,5 point de façon uniforme. La stratégie des banques pour la collecte de l'épargne est désormais essentiellement centrée sur la proximité, et donc l'implantation des guichets, ainsi que sur la qualité des produits proposés, révélant un important effort de créativité (offres de placements personnalisés et globaux). À l'égard des particuliers, les banques continuent de mener des actions commerciales en faveur de l'assurance-vie, de l'épargne-logement, des obligations ainsi que des fonds communs de placement propres à l'établissement ; compte tenu de la mise en place imminente de l'euro, les banques renforcent leurs offres de placement en actions européennes. Avec les entreprises, les établissements cherchent à développer leur partenariat et à accroître leur rôle de conseils ; nombre d'entre eux ont mis l'accent sur le soutien qu'ils pouvaient leur fournir dans le cadre du passage à l'euro. Il s'agit moins, dans l'ensemble, d'accroître l'importance des fonds collectés que de conserver ses parts de marché et d'éviter les fuites vers d'autres établissements en menant une politique active de recyclage des ressources arrivant à échéance.

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

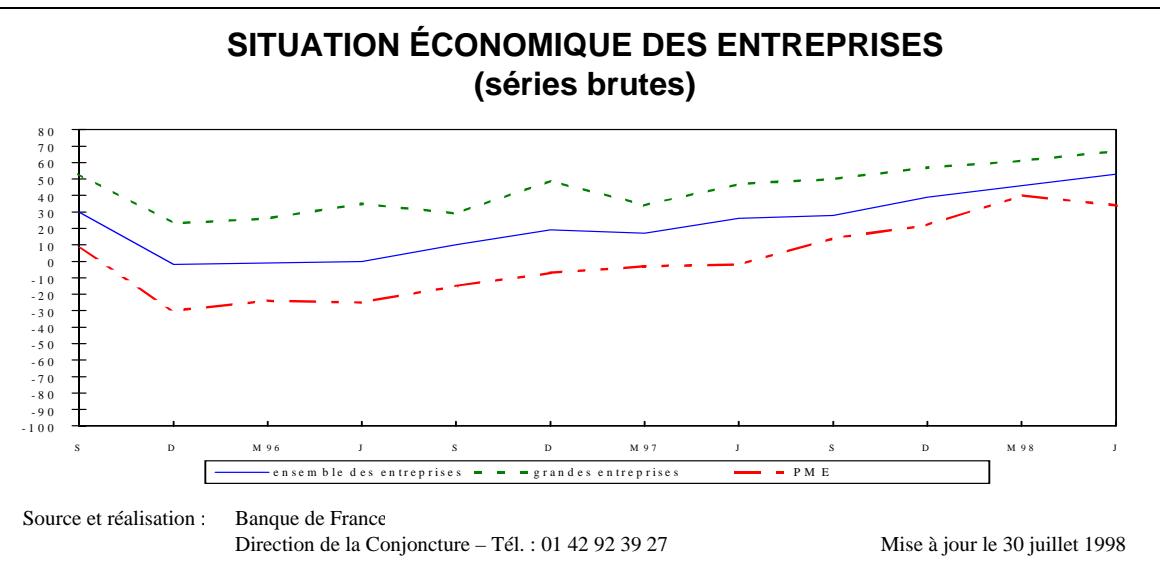
Le mouvement de baisse des conditions débitrices s'est poursuivi et s'est même accentué sur le compartiment des entreprises. Les taux de rémunérations des placements des particuliers ont sensiblement diminué en liaison avec la baisse des taux réglementés. Les prix des services ont quelque peu progressé, sensiblement moins, toutefois, qu'au cours du premier trimestre où sont intervenues les révisions annuelles de barèmes. Dans ce contexte, le tassement des marges bancaires s'est poursuivi.

### ***Évolution prévue de la demande de crédit***

Les établissements de crédit prévoient une progression soutenue de la demande de crédit au cours du troisième trimestre de 1998, stimulée par la reprise de l'immobilier, la bonne orientation de la consommation des ménages et le redémarrage de l'investissement des entreprises.

## 2. Le comportement des entreprises

<b>SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ENSEMBLE DES ENTREPRISES</b>								
	(en données brutes)							
Évolutions passées, sauf indications contraires	3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997	2 <sup>e</sup> trim. 1997	3 <sup>e</sup> trim. 1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998	2 <sup>e</sup> trim. 1998
Situation de trésorerie en fin de période								
– ensemble des entreprises.....	10	19	17	26	28	39	46	53
– grandes entreprises.....	29	49	34	47	50	57	61	67
– PME.....	- 15	- 7	- 3	- 2	14	22	40	34
Situation de trésorerie prévue								
– ensemble des entreprises.....	- 1	8	7	15	15	15	26	29
– grandes entreprises.....	15	22	20	33	27	29	39	39
– PME.....	- 17	- 4	1	- 1	4	16	23	20
Difficultés de paiement.....	- 3	3	2	2	- 9	- 16	- 22	- 33
Résultats bruts d'exploitation.....	- 17	- 1	- 6	- 1	17	33	34	56
Besoins en fonds de roulement.....	3	- 1	- 6	1	- 2	- 4	2	15
Investissements globaux.....	- 12	8	- 10	- 3	14	34	41	53
Autorisations nouvelles:								
et renouvellements de crédits à court terme.....	9	- 6	- 2	- 1	- 4	- 5	- 6	3
Utilisations nouvelles:								
de prêts à moyen et long terme.....	- 9	11	- 11	- 1	10	32	34	47
Situation de l'endettement global.....	- 13	- 22	- 21	- 25	- 26	- 12	- 14	- 9
Dépôts à vue (encours moyen).....	12	9	0	10	25	32	32	36
Placements nouveaux liquides.....	- 40	- 40	- 30	- 22	- 14	- 11	- 1	- 8
Placements nouveaux en titres négociables.....	6	8	- 2	0	10	13	15	11
– dont : <i>Titres d'OPCVM</i> .....	9	10	5	6	12	14	20	17
Évolution prévue								
de la demande de crédits de trésorerie.....	10	9	4	12	8	6	5	10
Évolution prévue								
de la demande de crédits à moyen et long terme	4	20	18	14	25	36	44	48



Le deuxième trimestre de 1998 a été marqué par une nouvelle amélioration de la situation de trésorerie des entreprises, qui apparaît à présent très satisfaisante ; elle rejoint son niveau atteint au dernier trimestre de 1994.

Les trésoreries des petites et moyennes entreprises se sont toutefois légèrement repliées au cours de ce trimestre, mais demeurent à un haut niveau. La situation financière des grandes entreprises, quant à elle, a continué de se renforcer au cours de ce trimestre et apparaît particulièrement aisée.

L'ensemble des secteurs de l'économie semblent avoir bénéficié de cette nouvelle amélioration des trésoreries.

Au cours des prochains mois, la trésorerie des entreprises devrait de nouveau se renforcer.

L'amélioration de la situation financière des entreprises a entraîné une forte diminution des difficultés de paiement au cours du deuxième trimestre. Cette baisse est la plus forte enregistrée depuis 1991. Les résultats bruts d'exploitation se sont également fortement accrus, sous l'effet, principalement, d'une bonne tenue du marché intérieur, alors que les ventes à l'étranger sont restées relativement dynamiques. Cette sensible progression de l'activité s'est traduite par un renforcement des besoins en fonds de roulement, qui semble également provenir d'un allongement des délais de règlement des créances clients dans de nombreux secteurs ainsi que d'un gonflement des stocks à l'approche des congés d'été. Au total, après six trimestres consécutifs de repli, les utilisations nouvelles de crédits à court terme se sont inscrites en très légère hausse.

Les dépenses d'investissement ont, quant à elles, de nouveau connu une forte progression — la plus importante depuis 1991 — au deuxième trimestre 1998. Si cette très sensible augmentation semble toujours provenir d'une nette croissance des investissements informatiques, les investissements physiques réalisés sont apparus particulièrement dynamiques au cours de ce trimestre. Ces derniers continuent de concerter, pour une part croissante, des investissements d'extension de capacités de production, tandis que les renouvellements de matériels demeurent très bien orientés. De nombreux investissements de productivité ont encore été effectués au cours de ce trimestre, selon les banquiers interrogés, dans la perspective, notamment, de l'application de la loi sur la réduction du temps de travail. Ce mouvement concerne surtout les grandes entreprises. Au total, et pour le quatrième trimestre consécutif, un recours accru aux utilisations nouvelles de prêts à moyen et long terme a été observé, malgré le niveau encore élevé de l'autofinancement des entreprises.

Aussi le niveau de l'endettement global, tout en demeurant inférieur à la normale, s'est-il légèrement redressé au cours de ce trimestre.

L'encours des dépôts à vue est en hausse au cours du deuxième trimestre 1998. Les placements liquides se sont repliés au deuxième trimestre, après être demeurés pratiquement stables au trimestre précédent. Les placements nouveaux en titres d'OPCVM continuent de progresser à un rythme plus faible que celui du trimestre précédent.

Au cours des prochains mois, la demande de crédits de trésorerie devrait s'inscrire en légère hausse, afin de financer un accroissement des besoins en fonds de roulement dû à l'accélération de l'activité. La demande de prêts à moyen et long terme s'accroîtrait de nouveau sensiblement grâce au dynamisme du courant d'investissement anticipé. Les projets d'investissement présentés aux banquiers interrogés pour le second semestre apparaissent en effet en nette hausse par rapport à la période équivalente de l'année précédente, grâce, en particulier, à la confiance que les chefs d'entreprise semblent manifester dans la persistance de la reprise.

### 3. Le comportement des particuliers

Le patrimoine financier des ménages s'est de nouveau légèrement amélioré au cours du deuxième trimestre 1998 et apparaît aisément dans l'ensemble. Les réallocations de portefeuille se sont poursuivies en faveur des placements en plan d'épargne-logement et surtout des placements en actions.

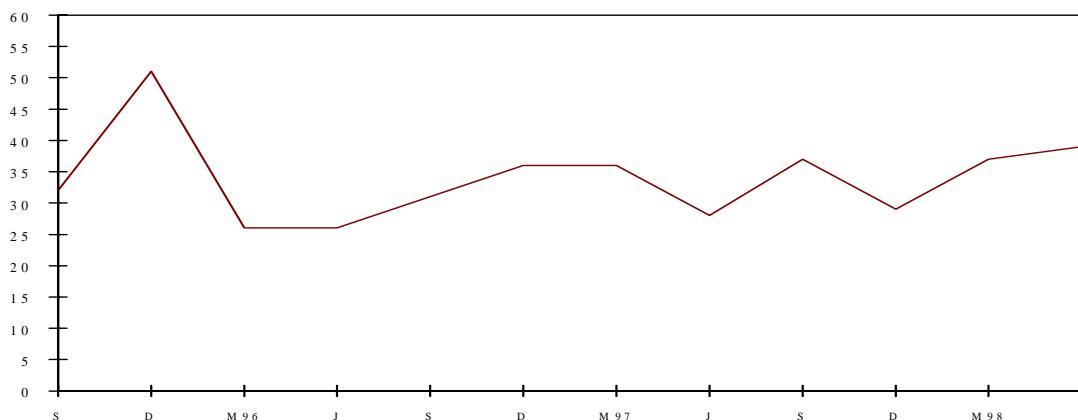
#### 3.1. Les comportements d'épargne

#### SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ÉPARGNE DES PARTICULIERS

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997	2 <sup>e</sup> trim. 1997	3 <sup>e</sup> trim. 1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998	2 <sup>e</sup> trim. 1998
Situation du patrimoine financier.....	31	36	36	28	37	29	37	39
Encours moyens des dépôts à vue.....	18	33	-1	19	40	38	6	50
Encours moyens des livrets.....	24	31	41	34	65	36	58	5
Placements nouveaux en comptes à term et certificats de dépôt.....	- 72	- 82	- 72	- 62	- 55	- 49	- 42	- 36
Placements nouveaux en PEL.....	75	95	92	33	35	29	33	27
Placements nouveaux en PEP.....	39	48	43	15	21	24	12	- 6
Placements en actions.....	- 18	- 1	9	17	31	33	46	48
Placements en obligations.....	- 10	- 8	- 12	0	- 5	- 8	- 5	- 6
Placements en OPCVM court terme.....	- 38	- 69	- 44	- 38	- 28	- 39	- 28	- 28
Placements en autres OPCVM.....	- 22	- 27	- 13	15	29	6	36	49

#### PATRIMOINE FINANCIER DES PARTICULIERS SELON L'OPINION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (séries brutes)



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

Mise à jour le 30 juillet 1998

Le mouvement de diminution des encours moyens des dépôts à vue des particuliers observé au cours des deux trimestres précédents s'est nettement inversé au cours du deuxième trimestre 1998. Cette forte progression des encours de dépôts à vue semble provenir principalement de la décollecte enregistrée sur les livrets à la suite de la baisse de leurs conditions de rémunération à la fin du deuxième trimestre. Ces disponibilités devraient, toutefois, être de nouveau placées au cours des prochains mois.

Les choix de portefeuille effectués au cours du deuxième trimestre 1998 ont été surtout orientés vers les placements en actions, qui ont connu une croissance encore plus sensible que celle enregistrée au trimestre précédent. Les OPCVM actions ont de nouveau largement bénéficié de cette évolution.

Les placements nouveaux en produits d'assurance-vie, qui avaient fortement ralenti au cours du premier trimestre 1998, en raison de la modification du régime fiscal applicable aux contrats souscrits à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1998, ont progressé au deuxième trimestre. Les placements en plan d'épargne-logement se sont également accrus, à un rythme toutefois inférieur à celui observé au cours des trimestres précédents. Les placements en plan d'épargne populaire se sont quelque peu repliés.

Les placements en obligations, quant à eux, ont de nouveau diminué. La désaffection des particuliers pour les placements nouveaux en comptes à terme et en certificats de dépôt, ainsi qu'en OPCVM court terme, s'est confirmée au cours du deuxième trimestre.

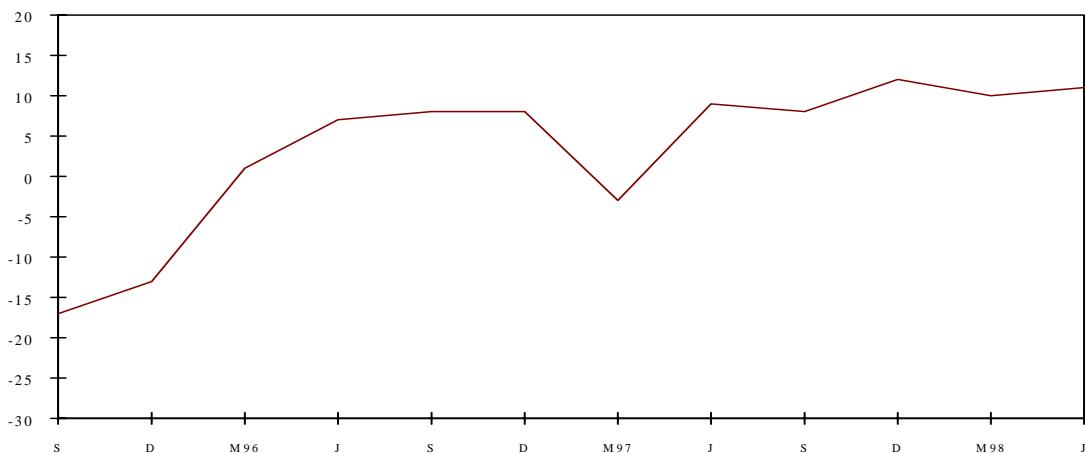
### **3.2. Les comportements d'endettement**

#### **SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ENDETTEMENT DES PARTICULIERS**

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997	2 <sup>e</sup> trim. 1997	3 <sup>e</sup> trim. 1997	4 <sup>e</sup> trim. 1997	1 <sup>er</sup> trim. 1998	2 <sup>e</sup> trim. 1998
Situation de l'endettement global.....	8	8	- 3	9	8	12	10	11
Difficultés de paiement.....	- 2	- 5	1	- 3	- 5	- 2	- 5	- 7
Autorisations et renouvellement de crédits de trésorerie .....	34	20	12	23	18	31	28	34
Utilisations nouvelles de prêts personnels.....	55	37	6	47	35	45	48	58
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers.....	52	89	2	55	48	64	42	71
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie.....	32	25	31	25	27	31	51	46
Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers.....	46	21	43	34	39	30	60	54

#### **ENDETTEMENT GLOBAL DES PARTICULIERS SELON L'OPINION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (séries brutes)**



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

Mise à jour le 30 juillet 1998

Le niveau d'endettement global des particuliers est demeuré pratiquement stable au cours du deuxième trimestre 1998 et continue d'apparaître, selon les établissements de crédit interrogés, globalement satisfaisant.

Les difficultés de paiement se sont encore contractées. Le niveau relativement bas des taux offerts, conjugué à une consommation plus dynamique, a engendré une nouvelle hausse, de forte ampleur, des utilisations nouvelles des concours de trésorerie et de prêts personnels.

Les utilisations nouvelles de prêts immobiliers ont continué de progresser à un rythme plus prononcé que celui observé au cours du trimestre précédent. Cette hausse des utilisations nouvelles de prêts immobiliers concernerait principalement l'achat de logements neufs, dans le cadre, notamment, du dispositif « Périssol », mais également la réalisation de gros travaux d'amélioration-entretien. Par ailleurs, des mouvements de renégociation de prêts immobiliers ont continué d'être observés au cours de ce trimestre ; ils seraient, toutefois, nettement inférieurs aux utilisations nouvelles.

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

# 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

### **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 juin 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)

- 
- ♦ Banque européenne de crédit, SA, Paris 8<sup>e</sup>, 8 rue Lamennais, (*prise d'effet immédiat*)
  - ♦ Société de développement régional Antilles-Guyane (Soderag), SA, Pointe-à-Pitre, Guadeloupe, Chambre de Commerce et d'Industrie, rue Félix Eboué, (*prise d'effet immédiat*)
  - ♦ Société financière Locabanque, SA, Paris 8<sup>e</sup>, 8 rue Lamennais, (*prise d'effet immédiat*)
  - ♦ Société financière pour l'équipement industriel et commercial – Sofinec, SA, Paris 8<sup>e</sup>, 8 rue Lamennais, (*prise d'effet le 12 juin 2000*)
  - ♦ Sofal, SA, Paris 8<sup>e</sup>, 2 rue Lamennais, (*prise d'effet le 12 juin 2000*)
  - ♦ Union pour le financement du cinéma et de l'audiovisuel UFCA, SA, Puteaux, Hauts-de-Seine, Tour Voltaire – 1 place des Degrés, (*prise d'effet immédiat*)
  - ♦ Union financière pour le commerce et la distribution (Uficodi), SA, Paris 8<sup>e</sup>, 8 rue Lamennais, (*prise d'effet le 12 juin 2000*)
  - ♦ Union financière et industrielle privée, SA, Puteaux, Hauts-de-Seine, 6 rue Jean Jaurès, (*prise d'effet immédiat*)
  - ♦ Union industrielle de crédit – UIC, SA, Paris 8<sup>e</sup>, 8 rue Lamennais, (*prise d'effet le 12 juin 2000*)
-

**Agréments, retraits d'agrément et autres modifications devenus effectifs  
et décisions de retrait à effet différé prises  
au cours du deuxième trimestre 1998**

---

## A. ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT AGRÉÉS EN FRANCE

### I. Établissements habilités à traiter toutes les opérations de banque

#### 1.1. Banques

##### – Sociétés de droit français adhérent à l'Association française des banques (AFB)

###### *Agrément*

- ◆ Cavabanque, SA, Roubaix, (Nord)

###### *Retraits d'agrément*

- ◆ BankBoston SA, SA, Paris, *prise d'effet le 29 décembre 1998*
- ◆ Banque européenne de crédit, SA, Paris
- ◆ Banque Gallière (1<sup>re</sup> du nom), SA, Paris
- ◆ Compagnie bancaire, SA, Paris
- ◆ Sofal, SA, Paris, *prise d'effet le 12 juin 2000*
- ◆ Union industrielle de crédit – UIC, SA, Paris, *prise d'effet le 12 juin 2000*
- ◆ Via crédit (banque), SA, Paris

###### *Modifications*

- ◆ Bankers trust (France) SA, SA, Paris

au lieu de

Bankers trust finance et marchés SA, SA, Paris

- ◆ Banque des Flandres, SA, Lille, (Nord)

au lieu de

Banque Joire Pajot Martin, SA, Lille, (Nord)

- ◆ Banque Gallière (2<sup>e</sup> du nom), SA, Clichy, (Hauts-de-Seine)

au lieu de

Banque Finindus, SA, Clichy, (Hauts-de-Seine)

- ◆ BNP Lease, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)

au lieu de

Crédit universel, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)

- ♦ Paribas, SA, Paris

au lieu de

Banque Paribas, SA, Paris

**– Succursales d'établissements ayant leur siège dans des pays tiers adhérent à l'AFB**

*Retrait d'agrément*

- ♦ BankBoston NA, succursale, Paris, Boston, (US), *prise d'effet le 29 juin 1998*

**– Sociétés de droit français affiliées à des organes centraux**

*Retrait d'agrément*

- ♦ Banque de l'entreprise (Établissement adhérent précédemment à l'AFB), SA, Paris

*Modification*

- ♦ Banque Pommier-Finindus, SA, Paris

au lieu de

Banque Pommier, SA, Paris

*Changement de catégorie (Établissement adhérent précédemment à l'AFB)*

- ♦ Banque du Dôme – Crédifrance factor, SA, Pantin, (Seine-St-Denis)

## **II. Sociétés financières**

**2.5. Sociétés affiliées à la Chambre syndicale des Sociétés anonymes de crédit immobilier**

*Retrait d'agrément*

- ♦ Société anonyme de crédit immobilier régional Jura – Doubs – Haute-Saône et Territoire de Belfort, SA, Besançon, (Doubs)

**2.7. Sociétés financières exerçant divers types d'activité adhérent à l'ASF**

*Agréments*

- ♦ Bail Entreprises (2<sup>e</sup> du nom), SA, Rennes, Ille-et-Vilaine
- ♦ Compaq capital SAS, société par actions simplifiée, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)
- ♦ Copelco finance SAS, société par actions simplifiée, Puteaux, (Hauts-de-Seine)
- ♦ Exane finance, SA, Paris
- ♦ Top crédit service, SA, Paris
- ♦ Volvo automobiles finance France SAS, société par actions simplifiée, Nanterre, (Hauts-de-Seine)

*Retraits d'agrément*

- ♦ Bail-Entreprises (1<sup>re</sup> du nom), SA, Paris
- ♦ BNP Bail, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)
- ♦ Cava – Finance, SA, Roubaix, (Nord)

- ♦ Compagnie financière de Paribas, SA, Paris
- ♦ L'Immobilière de crédit, SA, Paris
- ♦ Laficau – La Financière de caution, SA, Paris, *radiation*
- ♦ Murs entreprises société en nom collectif, société en nom collectif, Paris
- ♦ Société financière Locabanque, SA, Paris
- ♦ Société financière pour l'équipement industriel et commercial – Sofinec, SA, Paris, *prise d'effet le 12 juin 2000*
- ♦ Union pour le financement du cinéma et de l'audiovisuel UFCA, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)
- ♦ Union financière pour le commerce et la distribution (Uficodi), SA, Paris, *prise d'effet le 12 juin 2000*
- ♦ Union financière et industrielle privée, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)

*Modifications*

- ♦ Bombardier capital international SA, SA, Levallois-Perret, (Hauts-de-Seine)  
au lieu de  
Bombardier capital international SA, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)
- ♦ Canon finance France, SA, La Garenne-Colombes, (Hauts-de-Seine)  
au lieu de  
Canon finance France, SA, Le Blanc Mesnil, (Seine-St-Denis)
- ♦ Électrolux financement SNC, société en nom collectif, Senlis, (Oise)  
au lieu de  
Elfi-Bail, société en nom collectif, Senlis, (Oise)
- ♦ Euler sfac crédit, SA, Paris  
au lieu de  
Sfac crédit, SA, Paris
- ♦ Fimagen, SA, Paris  
au lieu de  
Financière internationale des marchés et des gestions-Fimagest, SA, Paris
- ♦ ILC France SA, SA, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)  
au lieu de  
ILC France SA, SA, Paris
- ♦ Ménafinance, SA, Paris  
au lieu de  
Ménacrédit, SA, Bondy, (Seine-St-Denis)

- ♦ NFMDA, SA, Paris
- au lieu de
- NFMDA – Maison de titres, SA, Paris
- ♦ Société financière HR, SA, Paris
- au lieu de
- HR Gestion, SA, Paris
- ♦ Société financière pour l'équipement industriel et commercial – Sofinec, société par actions simplifiée, Paris (*Établissement en cours de retrait d'agrément*)
- au lieu de
- Société financière pour l'équipement industriel et commercial – Sofinec, SA, Paris (*Établissement en cours de retrait d'agrément*)
- ♦ Société financière pour le commerce et la distribution (Uficodi), société par actions simplifiée, Paris (*Établissement en cours de retrait d'agrément*)
- au lieu de
- Société financière pour le commerce et la distribution (Uficodi), SA, Paris (*Établissement en cours de retrait d'agrément*)

### **III. Institutions financières spécialisées**

#### *Retraits d'agrément*

- ♦ Société de crédit pour le développement des départements d'outre-mer – Socredom, société anonyme d'économie mixte, Paris
- ♦ Société de développement régional Antilles-Guyane (Soderag), SA, Pointe-à-Pitre, (Guadeloupe)

#### *Modification*

- ♦ Agence française de développement, établissement public et communal, Paris
- au lieu de
- Caisse française de développement, établissement public et communal, Paris

## **B. SUCCURSALES D'ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE L'ESPACE ÉCONOMIQUE EUROPÉEN RELEVANT DU LIBRE ÉTABLISSEMENT**

#### *Ajouter*

- ♦ Isbank GmbH, succursale, Paris, Francfort, (DE)

#### *Modifier*

- ♦ FCE Bank plc, succursale, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine), Brentwood, (GB)

au lieu de

Ford Credit Europe plc, succursale, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine), Essex, (GB)

♦ Kredietbank, succursale, Wasquehal, (Nord), Bruxelles, (BE)  
au lieu de  
Kredietbank, succursale, Wasquehal, (Nord), Anvers, (BE)

---

**MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT**  
(LOI DU 2 JUILLET 1996 DE MODERNISATION DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES)

---

**Décisions de retrait d'agrément prises au cours du mois de juin 1998**

(hors retraits motivés par le transfert,  
à un ou plusieurs autres prestataires de services d'investissement agréés,  
de la propriété de l'ensemble des éléments actifs et passifs  
liés à l'activité de prestataire de services d'investissement)

---

- ♦ Commerz financial products SA – CFP, SA, Paris 2<sup>e</sup>, Paris, 3 place de l'Opéra,  
*(prise d'effet immédiat)*
- 

**Additif aux décisions de retrait d'agrément prises au cours du mois de mai 1998**

(Hors retraits motivés par le transfert,  
à un ou plusieurs autres prestataires de services d'investissement agréés,  
de la propriété de l'ensemble des éléments actifs et passifs  
liés à l'activité de prestataire de services d'investissement)

---

- ♦ Transoptions finance, SA, Paris 8<sup>e</sup>, Paris, 20 rue de la Baume, *(prise d'effet immédiat)*
-

**MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES PRESTATAIRES DE SERVICES  
D'INVESTISSEMENT HABILITÉS À EXERCER EN FRANCE**

(ARTICLE 76 ALINÉA 1 DE LA LOI DU 2 JUILLET 1996)

---

**Ajouts, suppressions et autres modifications devenus effectifs  
et décisions de retrait à effet différé prises au cours du deuxième trimestre 1998**

---

**PRESTATAIRES EN EXERCICE**

**I. Prestataires agréés en France**

**1.1. Établissements de crédit<sup>1</sup>**

**– Sociétés de droit français**

*Ajouter*

- ♦ Cavabanque, SA, Roubaix, (Nord), a, b, c, d, e, f
- ♦ Exane finance, SA, Paris, a, b, c, d, e, f

*Supprimer*

- ♦ BankBoston SA, SA, Paris, a, c, e, f  
*prise d'effet du retrait d'agrément le 29 décembre 1998*
- ♦ Banque de l'entreprise, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Banque européenne de crédit, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Banque Gallière (1<sup>re</sup> du nom), SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Cava – Finance, SA, Roubaix, (Nord), a, b, c, d, e, f
- ♦ Compagnie bancaire, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Compagnie financière de Paribas, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Sofal, SA, Paris, a, b, c, d, e, f  
*prise d'effet du retrait d'agrément le 12 juin 2000*
- ♦ Union industrielle de crédit – UIC, SA, Paris, a, b, c, d, e, f  
*prise d'effet du retrait d'agrément le 12 juin 2000*
- ♦ Via crédit (banque), SA, Paris, a, b, c, d, e, f

---

<sup>1</sup> Services visés à l'article 4 de la loi de modernisation des activités financières  
a : réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers  
b : exécution d'ordres pour le compte de tiers  
c : négociation pour compte propre  
d : gestion de portefeuille pour le compte de tiers  
e : prise ferme  
f : placement

*Modifier*

- ◆ Bankers trust (France) SA, SA, Paris, a, e, f  
au lieu de  
Bankers trust finance et marchés SA, SA, Paris, a, e, f
- ◆ Banque des Flandres, SA, Lille, (Nord), a, b, c, d, e, f  
au lieu de  
Banque Joire Pajot Martin, SA, Lille, (Nord), a, b, c, d, e, f
- ◆ Banque Gallière (2<sup>e</sup> du nom), SA, Clichy, (Hauts-de-Seine), a, b, c, d, e, f  
au lieu de  
Banque Finindus, SA, Clichy, (Hauts-de-Seine), a, b, c, d, e, f
- ◆ Banque intercontinentale arabe (BIA), SA, Paris, a, b, c, d  
au lieu de  
Banque intercontinentale arabe (BIA), SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ◆ Banque Pommier-Finindus, SA, Paris, a, b, c, d, e, f  
au lieu de  
Banque Pommier, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ◆ BNP Lease, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine), a, b, c, d, e, f  
au lieu de  
Crédit universel, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine), a, b, c, d, e, f
- ◆ Chase Manhattan bank France, SA, Paris, a, b  
au lieu de  
Chase Manhattan bank France, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ◆ Paribas, SA, Paris, a, b, c, d, e, f  
au lieu de  
Banque Paribas, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ◆ Société financière HR, SA, Paris, a, b, d, e, f  
au lieu de  
HR Gestion, SA, Paris, a, b, d, e, f

**– Succursales d'établissements ayant leur siège dans des pays tiers**

*Supprimer*

- ◆ BankBoston NA, succursale, Paris, Boston, (US), a, c, e, f  
*prise d'effet du retrait d'agrément le 29 juin 1998*
- ◆ Bank of India, succursale, Paris, Bombay, (IN), c

*Modifier*

- ◆ The Bank of Tokyo – Mitsubishi Ltd, succursale, Paris, Tokyo, (JP), c

au lieu de

The Bank of Tokyo – Mitsubishi Ltd, succursale, Paris, Tokyo, (JP), a, b, c, e, f

- ♦ Banque marocaine du commerce extérieur, succursale, Paris, Casablanca, (MA), a, b, e, f

au lieu de

Banque marocaine du commerce extérieur, succursale, Paris, Casablanca, (MA), a, b, c, d, e, f

## 1.2. Entreprises d'investissement agréées par le CECEI<sup>1</sup>

Ajouter

- ♦ Entreprise d'investissement Xavier Pochez, société à responsabilité limitée, Paris, a, b
- ♦ Finances et stratégies, SA, Strasbourg, (Bas-Rhin), e, f
- ♦ Oddo options SNC, société en nom collectif, Paris, c

Supprimer

- ♦ Coficoba-Courtages, SA, Paris, a, b
- ♦ Commerz financial products SA – CFP, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Douilhet SA, SA, Nancy, (Meurthe-et-Moselle), a, b, c, d, e, f
- ♦ International finance futures bourse SNC, société en nom collectif, Paris, a, b, c, d
- ♦ Nikko France SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Option conseil future – OCF bourse, société à responsabilité limitée, Cannes, (Alpes Maritimes), a
- ♦ Transoptions finance, SA, Paris, c, d

Changements de catégorie (*Entreprises d'investissement devenant Établissements de crédit*)

- ♦ Exane finance, SA, Paris, a, b, c, d, e, f

Modifier

- ♦ Crédit lyonnais Securities Europe – France, SA, Paris, a, b, c, d

au lieu de

Cholet – Dupont SA, SA, Paris, a, b, c, d

- ♦ Dubly/Douilhet SA, SA, Lille, (Nord), a, b, c, d, e, f

au lieu de

Duby SA, SA, Lille, (Nord), a, b, c, d, e, f

- ♦ Kléber investissements, SA, Paris, a

au lieu de

Kléber investissements, société à responsabilité limitée, Paris, a

<sup>1</sup> Services visés à l'article 4 de la loi de modernisation des activités financières  
a : réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers  
b : exécution d'ordres pour le compte de tiers  
c : négociation pour compte propre  
d : gestion de portefeuille pour le compte de tiers  
e : prise ferme  
f : placement

- ♦ Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Saf, SA, Paris, a, d  
au lieu de  
Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Saf, SA, Paris, a
- ♦ Refco-Grel, SA, Paris, a, b  
au lieu de  
Refco Marché monétaire, SA, Paris, a, b
- ♦ SG Securities (Paris) SA, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine), a, b, c  
au lieu de  
SGE Delahaye SA, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine), a, b, c
- ♦ Zarifi & Cie – Entreprise d'investissement, SA, Marseille, (Bouches-du-Rhône), a, d  
au lieu de  
Zarifi et Cie-Société anonyme, SA, Marseille, (Bouches-du-Rhône), a, d

### **1.3. Sociétés de gestion de portefeuille agréées par la Commission des opérations de bourse**

<sup>1</sup>

Publication spécifique

## **II. Succursales d'établissements de l'Espace économique européen exerçant en libre établissement**

### **2.1. Succursales d'établissements de crédit<sup>2</sup>**

*Ajouter*

- ♦ Isbank Gmbh, succursale, Paris, Francfort, (DE), 7a, 7b, 7d

*Modifier*

- ♦ Banco Bilbao Vizcaya, succursale, Paris, Bilbao, (ES), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8,11  
au lieu de  
Banco Bilbao Vizcaya, succursale, Paris, Bilbao, (ES), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 11
- ♦ FCE Bank plc, succursale, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine), Brentwood, (GB), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e

---

<sup>1</sup> Services visés à l'article 4 de la loi de modernisation des activités financières

a : réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers  
b : exécution d'ordres pour le compte de tiers  
c : négociation pour compte propre  
d : gestion de portefeuille pour le compte de tiers  
e : prise ferme  
f : placement

<sup>2</sup> Services visés à l'annexe de la deuxième directive de coordination bancaire

7 : Transactions pour le compte propre de l'établissement ou pour le compte de sa clientèle sur :

a : les instruments du marché monétaire (chèques, effets, certificats de dépôt, etc.)

b : les marchés de change

c : les instruments financiers à terme et options

d : les instruments sur devises ou sur taux d'intérêt

e : les valeurs mobilières

8 : Participation aux émissions de titres et prestations de services y afférents

11: Gestion ou conseil en gestion de patrimoine

au lieu de

Ford Credit Europe plc, succursale, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine), Brentwood, (GB),  
7a, 7b, 7c, 7d, 7e

## 2.2. Succursales d'entreprises d'investissement<sup>3</sup>

Ajouter

- ♦ Donaldson Lufkin & Jenrette international, succursale, Paris, Londres, (GB), 1a, 4
- ♦ Nikko Europe plc, succursale, Paris, Londres, (GB), 1a
- ♦ Regent associates limited, succursale, Paris, Staines, (GB),  
(services auxiliaires visés à la section C de l'annexe à la directive 93/22)

## III. Prestataires intervenant en libre prestation de services

### 3.1. Établissements de crédit<sup>2</sup>

Ajouter

- ♦ ABN Amro Bank (Luxembourg), Établissement de crédit de l'EEE-LPS, Luxembourg, (LU), 7a,  
7b, 7c, 7d, 7e, 8,11
- ♦ State Street Bank Europe Limited, Établissement de crédit de l'EEE-LPS, Londres, (GB),  
7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 11

### 3.2. Entreprises d'investissement

Ajouter

- ♦ 3 I Corporate Finance Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB),  
(services auxiliaires visés à la section C de l'annexe à la directive 93/22)
- ♦ Alpha capital limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 4
- ♦ Dilmun Investments Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ♦ Fiduciary Trust International Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB),  
1a, 1b, 3
- ♦ Frank Russell Company Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a,  
1b, 3

---

<sup>3</sup> Services visés à la section A de l'annexe à la directive 93/22 concernant les services d'investissement  
1a: Réception et transmission, pour le compte d'investisseurs, d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments visés à la section B  
1b: Exécution de ces ordres pour le compte de tiers  
2 : Négociation pour compte propre de tout instrument visé à la section B  
3 : Gestion, sur une base discrétionnaire et individualisée, de portefeuilles d'investissement dans le cadre d'un mandat donné par les investisseurs lorsque ces portefeuilles comportent un ou plusieurs des instruments visés à la section B  
4 : Prise ferme en ce qui concerne les émissions de tout ou partie des instruments visés à la section B et/ou placement de ces émissions

<sup>2</sup> Services visés à l'annexe de la deuxième directive de coordination bancaire  
7 : Transactions pour le compte propre de l'établissement ou pour le compte de sa clientèle sur :  
a : les instruments du marché monétaire (chèques, effets, certificats de dépôt, etc.)  
b : les marchés de change  
c : les instruments financiers à terme et options  
d : les instruments sur devises ou sur taux d'intérêt  
e : les valeurs mobilières  
8 : Participation aux émissions de titres et prestations de services y afférents  
11: Gestion ou conseil en gestion de patrimoine

- ◆ FP Asset Managers Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Dorking, (GB), 1a, 1b, 3
- ◆ Galicia y Buenos Aires securities (UK) Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b
- ◆ International Futures Corporation Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b
- ◆ IBJ Asset Management International Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 3
- ◆ ING Asset Management BV, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Gravenhage, (NL), 3
- ◆ King Street Advisors Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1b, 3, 4
- ◆ Lazard Capital Markets, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1b, 2, 4
- ◆ Lion Resource Management Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 3
- ◆ Natwest Markets Corporate Finance Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ◆ Neill Clerk Capital Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), (services auxiliaires visés à la section C de l'annexe à la directive 93/22)
- ◆ Norse Securities as, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Oslo, (NO), 1a, 1b, 2, 4
- ◆ NPI Asset Management Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1b, 3
- ◆ Peder Smedvig Capital Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ◆ Prudential Bache international limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 3
- ◆ R P & C International Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ◆ R P Duignan & co Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ◆ Salomon Brothers International Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 3, 4
- ◆ Sarasin Asset Management Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1b, 3
- ◆ SB Capital Partners, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ◆ Templeton Investment Management Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Edimbourg, (GB), 1a, 1b, 3
- ◆ Terra fonds asa, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Oslo, (NO), 1a, 1b, 2, 3, 4
- ◆ Timber Hill (UK) Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2
- ◆ Triad Securities Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b
- ◆ Venture Capital Report Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Oxford, (GB), 1a
- ◆ Williams de Broe plc, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 3, 4

*Supprimer*

- ◆ Alpha Capital Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 4
- ◆ AIG Combined Risks Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ◆ Buxton Associates Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ◆ CM Oliver (UK) Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Sevenoaks, (GB), 1a, 1b
- ◆ Coryo International (UK) Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 3, 4
- ◆ DKB Financial Products (UK) Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ◆ Dongsuh International (Europe) Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 2, 4
- ◆ Izumi Europe Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 4
- ◆ Max Morel Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1b
- ◆ Neowave Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Fife, (GB), 3
- ◆ Sanyo International Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 3
- ◆ Tech-Fund Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 3
- ◆ Tokyo Securities co (Europe) Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 4
- ◆ Yamatane Securities (Europe) Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 4

*Modifier*

- ◆ ABN Amro Asia Securities Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 4
- au lieu de  
ABN Amro Hoare Govett Asia Securities Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 4
- ◆ ABN Amro Corporate Finance Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 2, 4
- au lieu de  
ABN Amro Hoare Govett Corporate Finance Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 2, 4
- ◆ ABN Amro Equities (UK) Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 4
- au lieu de  
Hoare Govett Securities Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 4
- ◆ ADM Investor Services International Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 3

au lieu de

Meespierson Derivatives Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB),  
1a, 1b, 2, 3

♦ Crédit suisse First Boston De Zoete & Bevan Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS,  
Londres, (GB), 1b

au lieu de

De Zoete & Bevan Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1b

♦ Hoare Govett Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 4

au lieu de

Hoare Govett Corporate Finance Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB),  
1a, 1b, 2, 4

♦ Ing Barings Futures & Options (UK) limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres,  
(GB), 1a, 1b, 2

au lieu de

Ing Derivatives (London) Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB),  
1a, 1b, 2

♦ Nicholas Applegate Capital Management (UK), Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS,  
Londres, (GB), 1a, 1b, 3

au lieu de

Nicholas Applegate Capital Management (UK), Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS,  
Londres, (GB), 1b, 3

♦ Rathbone Neilson Cobbold Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Liverpool, (GB),  
1a, 1b, 2, 3, 4

au lieu de

Rathbone Neilson Cobbold Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Liverpool, (GB),  
1a, 1b, 2, 3, 4

♦ SG Securities Asia (London) Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB),  
1a, 1b, 2

au lieu de

Socgen-Crosby Securities (Europe) Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres,  
(GB), 1a, 1b, 2

♦ SG Securities (London) Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB),  
1a, 1b, 2, 4

au lieu de

Societe Generale Strauss Turnbull Securities Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS,  
Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 4

♦ SK Securities Europe Limited, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB),  
1a, 1b, 2, 4

au lieu de

Sunkyong Securities Europe Ltd, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB),  
1a, 1b, 2, 4

♦ T & G Partners, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 3, 4

au lieu de

Teather & Greenwood, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 3, 4

♦ Tilney Investment Management, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Liverpool, (GB), 1a,  
1b, 2, 3, 4

au lieu de

Tilney & Co, Entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Liverpool, (GB), 1a, 1b, 2, 3, 4

---

## **Commission bancaire**

### ***MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT***

**(LOI DU 2 JUILLET 1996 DE MODERNISATION DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES)**

---

#### **Décision de radiation prise au cours du mois de juin 1998**

---

♦ Option Conseil Future – OCF bourse, société à responsabilité limitée, Cannes, Alpes-Maritimes, 37 rue d'Antibes

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

du 1<sup>er</sup> au 31 juillet 1998

### **Banque de France**

*Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 5,25 % avril 2008, TEC 10 janvier 2009,  
6,50 % avril 2011 et 5,25 % avril 2008  
(Communiqué de la Banque de France)*

– en date du 30 juin 1998<sup>1</sup>

*Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés — BTF —  
(Communiqué de la Banque de France)*

– en date du 25 juin 1998<sup>1</sup>

– en date du 2 juillet 1998<sup>1</sup>

– en date du 9 juillet 1998<sup>1</sup>

– en date du 16 juillet 1998<sup>1</sup>

– en date du 23 juillet 1998<sup>1</sup>

*Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels — BTAN —  
(Communiqué de la Banque de France)*

– en date du 10 juillet 1998<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Le détail de ces opérations peut être consulté sur Internet.

## **Textes législatifs et gouvernementaux**

JO DU 1<sup>ER</sup> JUILLET 1998

Circulaire du 24 juin 1998 relative au régime de l'épargne-logement.

JO DU 3 JUILLET

Loi n° 98-546 du

2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

JO DU 4 JUILLET 1998

Décret n° 98-552 du 3 juillet 1998 fixant les conditions de recensement des personnes titulaires de créances mentionnées à l'article 73 de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

JO DU 5 JUILLET 1998

Avis relatif à la fixation du prix pour paiement comptant visé à l'article L. 311-7 du code de la consommation.

JO DU 8 JUILLET 1998

Arrêté du 30 juin 1998 portant homologation de l'abrogation par le Conseil des marchés financiers de dispositions du règlement général du Conseil des bourses de valeurs.

JO DU 10 JUILLET 1998

Avis relatif à la liste des établissements relevant de la loi bancaire (loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 modifiée, titres I<sup>er</sup> et IV/bis) établie au 31 décembre 1997.

JO DU 11 JUILLET

Arrêté du 30 juin 1998 portant homologation de l'abrogation par le Conseil des marchés financiers de dispositions du règlement général du Conseil du marché à terme.

Avis relatif à l'indice du coût de la construction du premier trimestre 1998 (1 058).

JO DU 23 JUILLET 1998

Décret n° 98-619 du 20 juillet 1998 autorisant le transfert au secteur privé d'une participation minoritaire de l'État au capital de CNP Assurance SA.

Décret n° 98-620 du 21 juillet 1998 modifiant le décret n° 96-868 du 3 octobre 1996 relatif à la formation et à l'organisation du Conseil des marchés financiers.

Arrêté du 15 juillet 1998 relatif à l'information des titulaires de comptes pour le développement industriel (Codevi).

JO DU 25 JUILLET 1998

Arrêté du 24 juillet 1998 fixant les modalités du transfert au secteur privé de la participation majoritaire indirectement détenue par l'État dans la société GAN SA.

JO DU 29 JUILLET 1998

Arrêté du 17 juillet 1998 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de mai 1998.

JO DU 30 JUILLET 1998

Arrêté du 17 juillet 1998 autorisant l'Union des groupements d'achats publics à accroître sa participation financière dans le capital de la société UGAP-International SA.