

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 58

OCTOBRE 1998

MODIFICATION DES CONDITIONS DE DIFFUSION DU BULLETIN

Soucieuse de faciliter l'accès à sa publication de référence, la Banque de France a décidé de rendre gratuite, à compter du 1^{er} janvier 1999, la diffusion du *Bulletin de la Banque de France*.

La fraction des abonnements souscrits à titre payant restant à courir au-delà de cette date sera remboursée aux abonnés, sans intervention de leur part, et le service du *Bulletin* leur sera automatiquement maintenu.

Également à compter de cette même date, la fourniture du *Digest*, destiné aux lecteurs dont la langue de travail est l'anglais, jusqu'ici subordonnée à l'existence d'un abonnement à l'édition française du *Bulletin*, pourra être sollicitée à titre autonome.

Le contenu du *Bulletin* sera, par ailleurs, progressivement rendu disponible sur le site Internet de la Banque de France dans son intégralité. Dans cette perspective, au sommaire, déjà régulièrement mis à jour et accessible par ce média, s'ajoutent, à compter du présent numéro, les informations figurant dans la rubrique « Bulletin officiel ».

L'ensemble de ces aménagements devraient permettre au *Bulletin de la Banque de France* de mieux encore assurer son rôle d'instrument de travail au service des professionnels de la finance et de tous ceux qui se sentent concernés par l'évolution des phénomènes économiques, monétaires et financiers.

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

La situation économique de la France

La conjoncture économique en septembre

En septembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a progressé dans tous les secteurs.

Le taux d'utilisation des capacités de production est resté stable.

La demande globale s'est renforcée au cours du mois. Le marché intérieur est jugé dynamique dans la plupart des secteurs. À l'exportation, la demande s'est, dans l'ensemble, stabilisée.

Les carnets de commandes apparaissent globalement étoffés, mais leur importance tend à se réduire. Les stocks demeurent proches du niveau désiré.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait poursuivre sa progression dans la totalité des secteurs, à un rythme, toutefois, moins soutenu qu'avant l'été.

Les prix des matières premières ont diminué à la suite des baisses enregistrées dans les biens intermédiaires et certaines branches des industries agro-alimentaires. Les prix des produits finis ont fléchi, en particulier dans l'automobile et diverses industries des biens intermédiaires.

Les investissements prévus pour l'année 1998 semblent, pour la plupart, avoir été réalisés ; les dossiers en cours portent surtout sur l'entretien courant ou la mise à niveau de l'informatique. Au cours des prochains mois, les incertitudes liées à l'évolution de l'environnement international pourraient peser sur la mise en œuvre de certains programmes.

L'activité commerciale, qui s'est stabilisée en septembre, marque une progression sur douze mois.

Prolongeant la tendance observée au deuxième trimestre, l'activité du BTP a progressé au cours du trimestre écoulé. À un an d'intervalle, le courant d'affaires s'est nettement redressé.

Les effectifs permanents, globalement stables dans l'industrie, le commerce et le bâtiment, progressent dans les services marchands ; les contrats temporaires arrivés à échéance à l'issue de la période des congés n'ont été que partiellement renouvelés.

La balance des paiements en juillet

En données FAB-FAB cvs, l'excédent commercial s'est très légèrement replié, à 14,1 milliards de francs, après 14,7 milliards en juin, mais demeure au-dessus de la moyenne du premier semestre 1998. En cumul sur les sept premiers mois de l'année, il s'établit à 95,5 milliards de francs, niveau proche de celui de la période correspondante de 1997 (96,2 milliards).

L'*excédent du compte des transactions courantes* a fortement progressé en juillet, s'établissant à 22,7 milliards de francs, contre 14,5 milliards en juin. En données cvs, la progression est encore plus accentuée (27,6 milliards de francs, contre 11,2 milliards). En cumul depuis le début de l'année, il reste stable par rapport aux sept premiers mois de 1997 (137,4 milliards de francs, contre 136 milliards).

Par suite du montant négatif élevé (- 19,5 milliards de francs) du poste « erreurs et omissions » les placements nets à l'étranger ou sorties nettes de capitaux enregistrés par le *compte financier* n'ont augmenté que de 3,7 milliards, contre des entrées de 7,6 milliards en juin. Les *investissements directs* ont été à l'origine de sorties nettes de 4 milliards de francs, après 3,5 milliards le mois précédent, les flux nets d'investissements français à l'étranger et d'investissements étrangers en France étant, de manière

parallèle, en légère diminution d'un mois à l'autre. De manière assez inaccoutumée, les *investissements de portefeuille* ont enregistré des entrées nettes de 47,7 milliards de francs (produits financiers dérivés inclus), tandis que les *autres investissements* ont été à l'origine de sorties nettes de 40,6 milliards, résultant d'une diminution des engagements (- 75,1 milliards) plus importante que celle des créances (- 34,5 milliards). Les *avoirs de réserve* se sont accrus de 6,9 milliards de francs, ce qui porte à 57,8 milliards la progression enregistrée depuis le début de l'année.

Les agrégats monétaires

Les moyens de paiement (*M1*) ont été quasiment stables en août 1998 (+ 0,1 %, après + 0,2 % le mois précédent). Leur glissement annuel a poursuivi sa décélération (+ 6,9 %, après + 8,8 % en juillet), mais demeure dynamique, en liaison avec le faible coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction et la vigueur de la demande intérieure. Les placements à vue (*M2 - M1*) se sont accrus de 0,6 % en août (après 0,4 % en juillet) et de 7,6 % sur un an. Le livret fiscalisé et le livret d'épargne populaire ont continué de connaître une progression soutenue, tandis que le repli des livrets A et bleus s'est interrompu. *M2* a progressé de 0,3 % en août, comme le mois précédent, et son glissement annuel a atteint + 7,3 %. Les placements à terme rémunérés à des taux indexés sur ceux du marché monétaire (*M3 - M2*) ont poursuivi leur redressement en août (+ 0,2 %, après + 0,9 % le mois précédent) et leur glissement annuel n'est plus que légèrement négatif (- 0,8 %, après - 2,2 % en juillet), les titres d'OPCVM retrouvant même un taux de croissance annuel positif (+ 1,0 %) à la faveur des réallocations induites par la baisse de rémunération ayant affecté les livrets en juin dernier. *M3* a progressé de 0,3 % en août et son glissement annuel s'est établi à + 4,4 %. Les flux d'épargne contractuelle (*P1*) ont continué de s'inscrire dans une tendance à la décélération. Sur un an, *M3 + P1* a conservé, toutefois, un rythme de progression soutenu (5,3 %).

L'*endettement intérieur total* a progressé de 4,5 % en glissement annuel à fin juillet, après + 4,4 % en juin. Le glissement annuel des crédits à l'économie s'est accéléré (de + 1,2 % en juin à + 2,1 % en juillet), reflétant à la fois le dynamisme des crédits aux ménages (+ 4,1 %, après + 3,7 % en juin) et la meilleure tenue des crédits aux sociétés (+ 1,9 %, après + 1,2 % en juin). Le ralentissement de la croissance des financements levés sur les marchés internes s'est interrompu, leur glissement annuel s'établissant à + 5,6 % en juillet, après + 5,0 % en juin.

Les marchés de change et de l'or

Le mois de septembre a été marqué par la forte baisse du dollar face aux devises européennes. Les craintes de destitution du président Clinton ont pesé sur la monnaie américaine dans un contexte d'anticipations persistantes de baisse des taux américains. Le 29 septembre, pour la première fois depuis janvier 1996, le Système de réserve fédérale a baissé de 25 points de base le taux cible des fonds fédéraux. Malgré l'assouplissement monétaire décidé le 9 septembre par la Banque du Japon, le yen s'est apprécié vis-à-vis du dollar. Le franc français a faiblement varié par rapport aux principales devises européennes et a progressé de 5,3 % par rapport à la monnaie américaine, divers indicateurs confirmant la poursuite d'une croissance saine.

Les marchés de capitaux en septembre

Les évolutions engagées depuis le début du mois d'août se sont poursuivies : les taux d'intérêt ont continué de se détendre — légèrement pour les taux courts, plus nettement pour les taux longs —, cependant que la plupart des marchés d'actions s'inscrivaient à nouveau en fort recul.

Les taux courts se sont légèrement détendus, tant sur le marché au comptant que sur le marché à terme. Cette évolution a été favorisée par des statistiques satisfaisantes en matière d'inflation et par le renforcement des anticipations en faveur d'un scénario de convergence des taux courts européens vers des niveaux proches de ceux des pays du cœur de la zone euro. Si la faiblesse des marchés boursiers et l'aggravation de la crise au Japon comme en Amérique du Sud ont également alimenté des anticipations d'un assouplissement monétaire dans les pays développés, celles-ci se sont principalement manifestées aux États-Unis, avant d'être confirmées par la décision du Système de réserve fédérale de ramener, le 29 septembre, son objectif pour le taux des fonds fédéraux (*Fed Funds*) de 5,50 % à 5,25 %. En Europe, les opérateurs ont, en revanche, continué d'anticiper une stabilité des taux directeurs des pays du cœur de la zone euro d'ici à la fin de l'année.

Les taux à long terme ont encore nettement baissé, dans un contexte financier propice aux phénomènes de report vers des actifs sûrs. Le rendement de l'emprunt d'État français à 10 ans s'est détendu de 30 points de base sur le mois, atteignant 4,05 % le 30 septembre. Si la décline des taux longs a été d'une ampleur équivalente dans les pays de la future zone euro, elle a été beaucoup plus marquée aux États-Unis, où le taux de l'emprunt phare à 10 ans s'est détendu de 60 points de base, ressortant à 4,57 % le 30 septembre.

L'encours global des titres de créances négociables s'est élevé à 1 324,1 milliards de francs à la fin du mois de septembre, contre 1 307 milliards à fin août. Cet accroissement est commun à l'ensemble des titres courts. L'encours des certificats de dépôt progresse de 9,6 milliards de francs, celui des billets de trésorerie gagne 6,8 milliards et celui des bons des institutions et sociétés financières augmente de 1,4 milliard. À l'inverse, du fait d'un marché globalement peu actif, l'encours des bons à moyen terme négociables se rétracte de 700 millions de francs.

Les taux de rendement à l'émission relatifs aux titres émis pour une durée inférieure ou égale à un an sont restés, dans l'ensemble, à des niveaux très proches de ceux observés à la fin du mois précédent. Sur le marché des billets de trésorerie, une légère décline des rémunérations a toutefois été observée. Sur celui des BMTN, les taux ont également enregistré une baisse assez sensible tout au long du mois de septembre.

Dans un contexte caractérisé par des taux à long terme à leur plus bas niveau historique, le montant des émissions obligataires réglées en septembre a légèrement progressé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte d'une augmentation du volume des emprunts de l'État, qui a ouvert une ligne d'OAT indexée sur l'inflation (24 milliards de francs).

La Bourse de Paris s'est nettement repliée au cours du mois de septembre, l'indice CAC 40 perdant 12,4 % dans un contexte de forte volatilité. Ce repli s'explique à la fois par une révision à la baisse des anticipations de résultats, par une montée des inquiétudes quant aux effets de la crise asiatique sur les économies occidentales et par l'affaiblissement du dollar par rapport au franc. L'évolution a été similaire sur les autres grandes places boursières, à l'exception notable des États-Unis où les cours se sont légèrement redressés, après leur fort recul du mois précédent.

2. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

2.1. La conjoncture économique en septembre 1998

Les indicateurs

En septembre, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), la hausse des prix de détail a atteint 0,1 %, après + 0,2 % en août. Sur un an, l'indice des prix à la consommation s'est accru de 0,6 %, contre + 0,7 % 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 deuxième trimestre 1998, après une progression de 0,7 % au trimestre précédent. Le glissement annuel du produit intérieur brut a atteint 3,1 % à la fin du premier semestre, contre + 3,6 % à la fin du premier trimestre. L'acquis de croissance du PIB à l'issue du deuxième trimestre est de 2,5 % pour l'année 1998.

Au cours des trois derniers mois (juin à août 1998), le nombre de logements mis en chantier a progressé de 12,9 % par rapport à la période correspondante de 1997. Cette augmentation est due aussi bien aux logements individuels (+ 15,6 %) qu'aux logements collectifs (+ 9,1 %).

En août, la consommation des ménages en produits manufacturés s'est repliée de 2,9 %, après une progression de 4,5 % en juillet. En cumul depuis le début de l'année, la hausse atteint 5,9 %. Limitée au champ du commerce, elle a augmenté de 0,9 % en juillet, puis s'est réduite de 3,5 % en août.

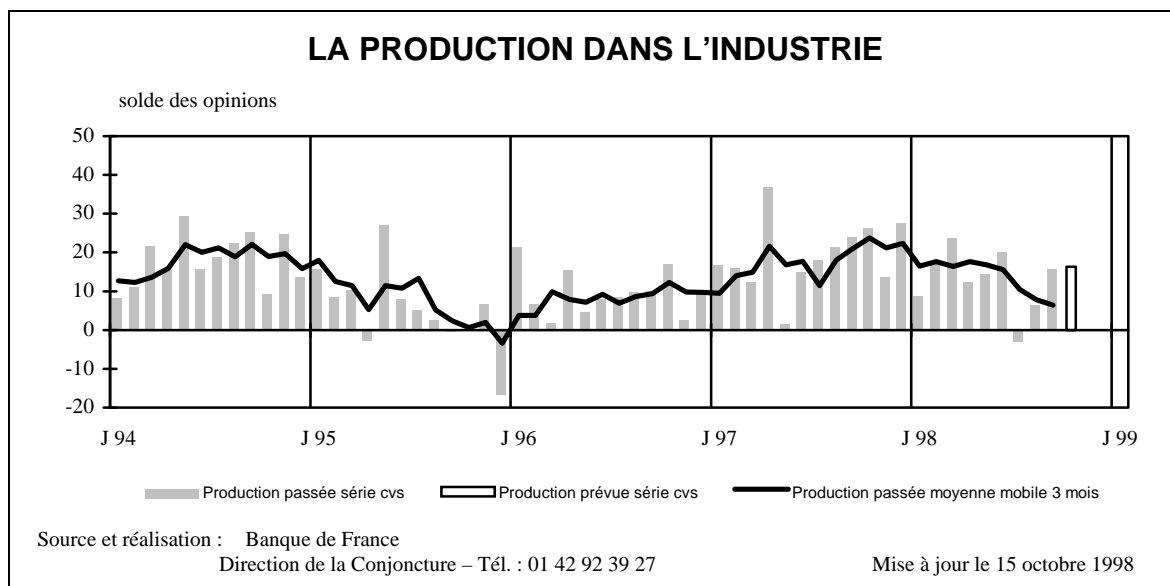
L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 0,5 % au cours du deuxième trimestre 1998 (résultats définitifs) et s'est établi à 13 690 500 emplois, ce qui correspond à une création nette de 64 000 postes, après + 104 600 le trimestre précédent. En glissement sur un an, 279 800 emplois ont été créés (+ 2,1 %, après + 2,0 % le trimestre précédent).

En août, le nombre des demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1) a, toutefois, augmenté de 33 000 personnes, atteignant 2 997 600, contre 2 964 600 en juillet ; sur un an, il a reculé de 3,9 % (- 121 800 demandeurs d'emploi). Le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1 + 6) a baissé de 0,2 % en août, s'établissant à 3 460 500 unités.

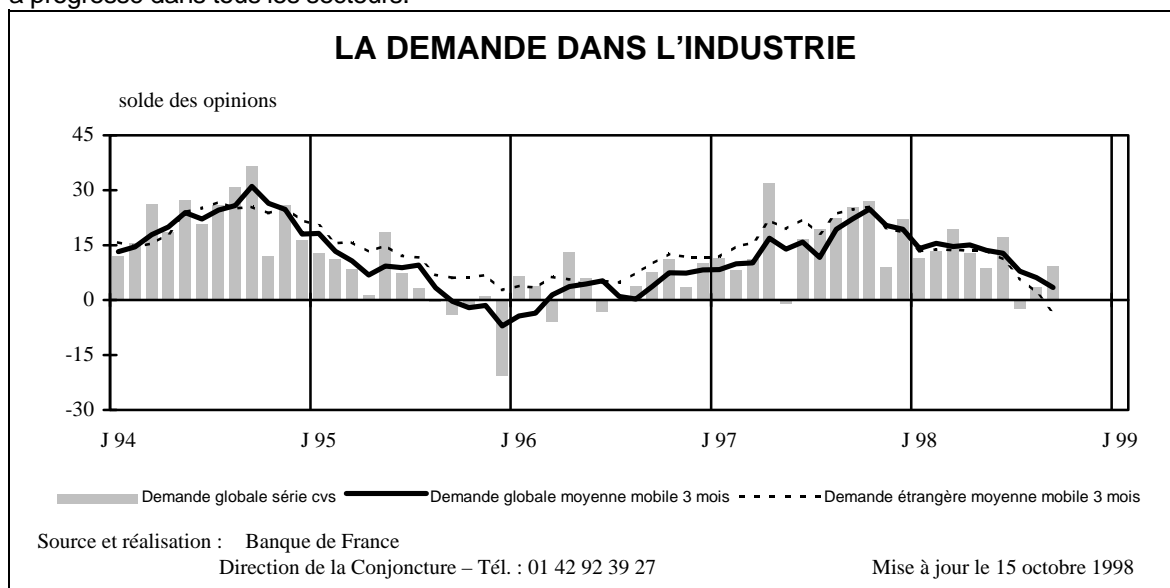
Le taux de chômage (au sens du BIT) s'est établi à 11,8 % de la population active.

En septembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a progressé dans tous les secteurs. Le taux d'utilisation des capacités de production est resté stable.

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

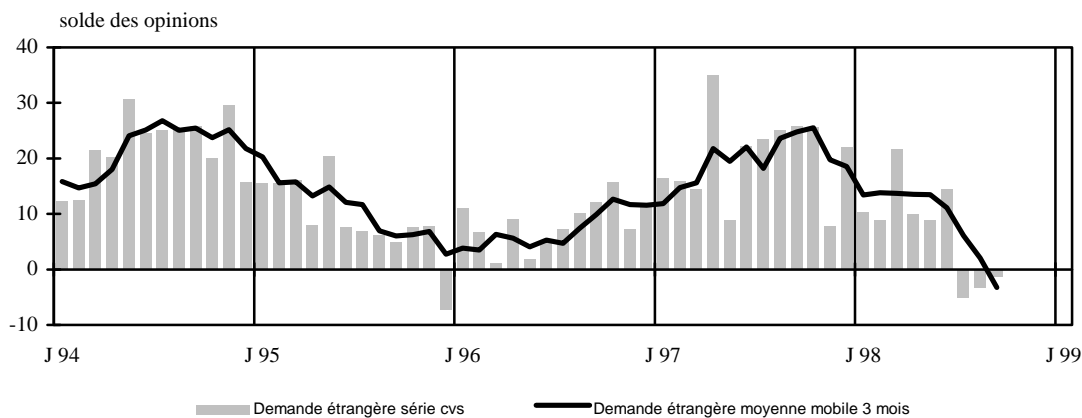


En septembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'*activité industrielle* a progressé dans tous les secteurs.



La *demande globale* s'est renforcée au cours du mois. Le marché intérieur est jugé dynamique dans la plupart des secteurs. À l'exportation, la demande s'est, dans l'ensemble, stabilisée, grâce à la bonne tenue des ordres en provenance des pays de l'Union européenne, qui compense la réduction des débouchés offerts par les pays émergents et en transition.

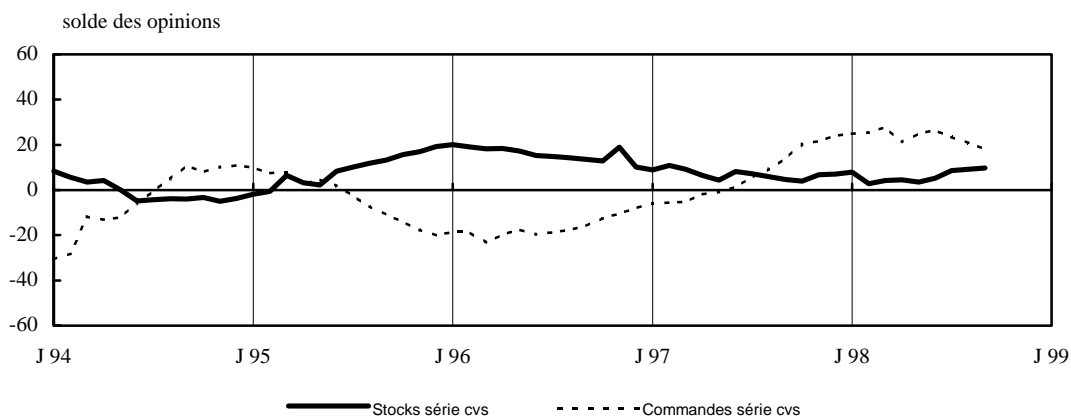
LA DEMANDE ÉTRANGÈRE DANS L'INDUSTRIE



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

Mise à jour le 15 octobre 1998

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

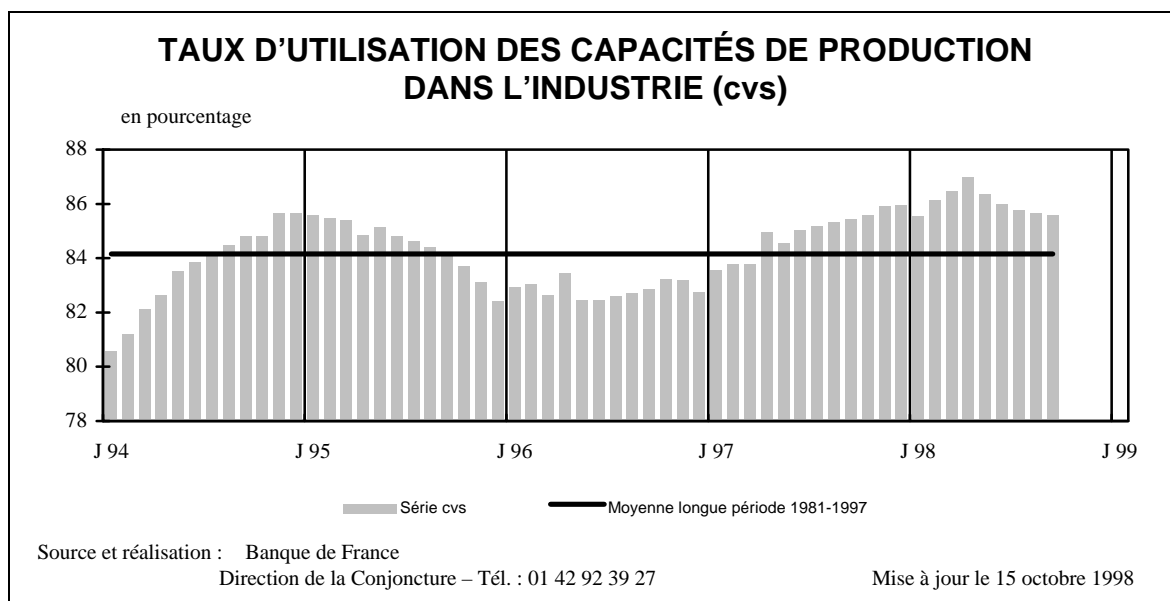


Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

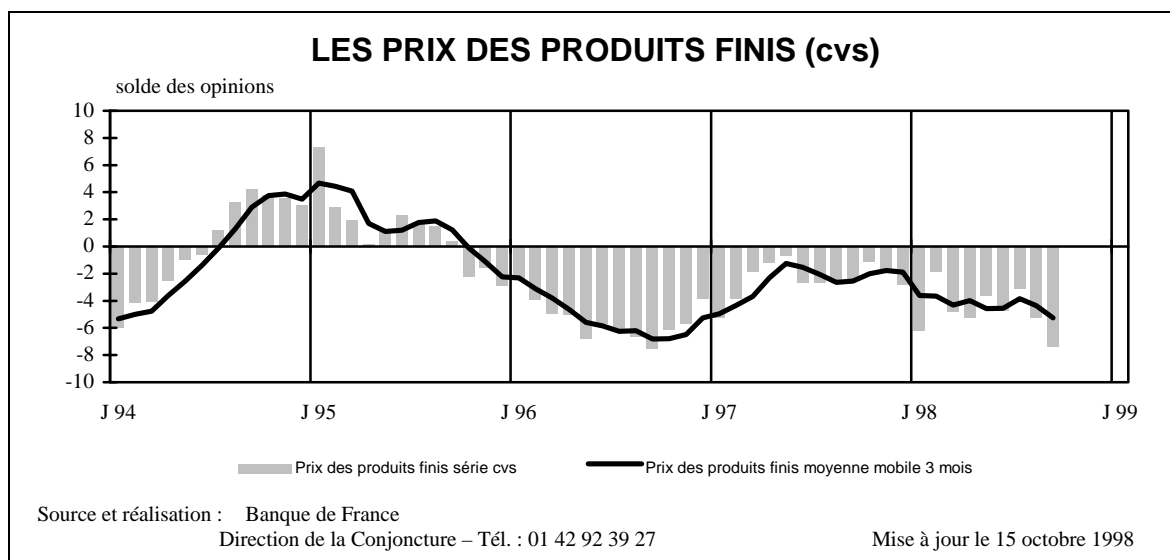
Mise à jour le 15 octobre 1998

Les *carnets de commandes* apparaissent globalement étoffés, mais leur importance tend à se réduire. Les *stocks* demeurent proches du niveau désiré.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait poursuivre sa progression dans la totalité des secteurs, à un rythme, toutefois, moins soutenu qu'avant l'été.



Le *taux d'utilisation* des capacités de production est resté stable.



Les *prix des matières premières* ont diminué à la suite des baisses enregistrées dans les biens intermédiaires et certaines branches des industries agro-alimentaires. Les *prix des produits finis* ont fléchi, en particulier dans l'automobile et diverses industries des biens intermédiaires.

Les *investissements* prévus pour l'année 1998 semblent, pour la plupart, avoir été réalisés ; les dossiers en cours portent surtout sur l'entretien courant ou la mise à niveau de l'informatique. Au cours des prochains mois, les incertitudes liées à l'évolution de l'environnement international pourraient peser sur la mise en œuvre de certains programmes.

L'*activité commerciale*, qui s'est stabilisée en septembre, marque une progression sur douze mois.

Prolongeant la tendance observée au deuxième trimestre, l'activité du *BTP* a progressé au cours du trimestre écoulé. À un an d'intervalle, le courant d'affaires s'est nettement redressé.

Les *effectifs permanents*, globalement stables dans l'industrie, le commerce et le bâtiment, progressent dans les services marchands ; les contrats temporaires arrivés à échéance à l'issue des congés d'été n'ont été, quant à eux, que partiellement renouvelés.

2.2. La balance des paiements en juillet 1998

L'excédent du compte des transactions courantes a fortement progressé en juillet, s'établissant à 22,7 milliards de francs, contre 14,5 milliards le mois précédent. En données cvs, la progression est encore plus accentuée.

L'amélioration concerne non seulement les biens (+ 5 milliards de francs en un mois), mais aussi les revenus (+ 1 milliard) et les transferts courants ou opérations sans contrepartie (+ 2,5 milliards).

Sur sept mois, par rapport à la période correspondante de 1997, le solde des transactions courantes reste stable, soit 137,4 milliards de francs, contre 136 milliards, même si les recettes enregistrées au compte des transactions courantes n'ont augmenté sur cette même période que de 9 %, contre 10 % pour les dépenses. Ce mouvement est compatible avec l'actuelle contribution négative du solde extérieur des biens et services à la progression du PIB en volume, compte tenu des effets-prix et du rapport respectif entre les recettes et les dépenses.

Par suite du montant négatif élevé (- 19,5 milliards de francs) du poste « erreurs et omissions », les placements nets à l'étranger ou sorties nettes de capitaux enregistrés par le compte financier n'ont augmenté que de 3,7 milliards, contre des entrées de 7,6 milliards en juin.

La vive progression des investissements directs depuis la fin 1997 s'est atténuée. Au total, pour les investissements directs français à l'étranger, on recense, pour les sept premiers mois de 1998, 135 milliards de francs, contre 98 milliards pour la période correspondante de 1997, et respectivement 96 milliards, contre 84 milliards, pour les investissements directs étrangers en France.

Il est à noter un retour sur la France en matière d'investissements de portefeuille tant par les résidents que par les non-résidents, même si, pour les sept mois de 1998 par rapport à la période correspondante de 1997, on observe toujours un doublement des achats de titres étrangers par les résidents.

Au total, en dépit d'importants placements à l'étranger des autres secteurs non bancaires, les réserves de change continuent de progresser.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

(données brutes – en millions de francs)

	Année	Année	Avril	Mai	Juin	Juillet	7 mois	7 mois
	1997	1996	1998	1998	1998	1998	1997	1998
	(a)	(a)	(b)	(b)	(b)	(b)	(a)	(b)
COMPTE								
DE TRANSACTIONS COURANTES....	230 117	104 984	17 749	20 134	14 505	22 734	136 017	137 388
<i>Biens</i>	<i>164 298</i>	<i>76 515</i>	<i>16 470</i>	<i>13 979</i>	<i>13 708</i>	<i>18 737</i>	<i>92 573</i>	<i>101 154</i>
<i>Services.....</i>	<i>102 623</i>	<i>77 281</i>	<i>7 662</i>	<i>9 425</i>	<i>11 212</i>	<i>10 938</i>	<i>60 390</i>	<i>58 593</i>
<i>Autres biens et services</i>	<i>0</i>	<i>5 965</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Total « Biens et services »</i>	<i>266 921</i>	<i>159 761</i>	<i>24 132</i>	<i>23 404</i>	<i>24 920</i>	<i>29 675</i>	<i>152 963</i>	<i>159 747</i>
<i>Revenus.....</i>	<i>19 161</i>	<i>- 10 019</i>	<i>- 2 123</i>	<i>1 715</i>	<i>- 4 774</i>	<i>- 3 779</i>	<i>6 148</i>	<i>- 493</i>
<i>Transferts courants</i>	<i>- 55 965</i>	<i>- 44 758</i>	<i>- 4 260</i>	<i>- 4 985</i>	<i>- 5 641</i>	<i>- 3 162</i>	<i>- 23 094</i>	<i>- 21 866</i>
COMPTE DE CAPITAL.....	8 564	6 295	537	88	319	518	6 862	3 647
COMPTE FINANCIER.....	- 264 400	- 115 872	- 21 685	- 21 162	7 649	- 3 708	- 145 955	- 127 003
<i>Investissements directs</i>	<i>- 72 436</i>	<i>- 43 275</i>	<i>16 017</i>	<i>- 23 564</i>	<i>- 3 521</i>	<i>- 3 958</i>	<i>- 14 358</i>	<i>- 39 103</i>
– Français à l'étranger	<i>- 207 688</i>	<i>- 155 615</i>	<i>- 22 747</i>	<i>- 32 733</i>	<i>- 16 526</i>	<i>- 14 548</i>	<i>- 97 883</i>	<i>- 135 186</i>
– Étrangers en France	<i>135 252</i>	<i>112 340</i>	<i>38 764</i>	<i>9 169</i>	<i>13 005</i>	<i>10 590</i>	<i>83 525</i>	<i>96 083</i>
<i>Investissements de portefeuille.....</i>	<i>- 149 078</i>	<i>- 308 995</i>	<i>- 17 874</i>	<i>- 23 908</i>	<i>- 60 405</i>	<i>47 660</i>	<i>- 107 574</i>	<i>- 188 432</i>
– Avoirs	<i>- 415 255</i>	<i>- 271 414</i>	<i>- 41 915</i>	<i>- 67 384</i>	<i>- 98 832</i>	<i>5 686</i>	<i>- 214 647</i>	<i>- 447 550</i>
– Engagements.....	<i>266 177</i>	<i>- 37 581</i>	<i>24 041</i>	<i>43 476</i>	<i>38 427</i>	<i>41 974</i>	<i>107 073</i>	<i>259 118</i>
<i>Autres investissements.....</i>	<i>- 8 607</i>	<i>237 627</i>	<i>117</i>	<i>35 051</i>	<i>77 201</i>	<i>- 40 575</i>	<i>- 4 454</i>	<i>158 284</i>
– Avoirs	<i>- 304 794</i>	<i>136 858</i>	<i>61 882</i>	<i>59 573</i>	<i>17 981</i>	<i>34 557</i>	<i>- 92 817</i>	<i>41 081</i>
– Engagements.....	<i>296 187</i>	<i>100 769</i>	<i>- 61 765</i>	<i>- 24 522</i>	<i>59 220</i>	<i>- 75 132</i>	<i>88 363</i>	<i>117 203</i>
<i>Avoirs de réserve</i>	<i>- 34 279</i>	<i>- 1 229</i>	<i>- 19 945</i>	<i>- 8 741</i>	<i>- 5 626</i>	<i>- 6 835</i>	<i>- 19 569</i>	<i>- 57 752</i>
ERREURS ET OMISSIONS NETTES...	25 719	4 593	3 399	940	- 22 473	- 19 544	3 076	- 14 032

(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 8 octobre 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)	Juin 1998 (b)	Juillet 1998 (b)	7 mois 1997 (a)	7 mois 1998 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES ..	230 117	104 984	14 505	22 734	136 017	137 388
Biens	164 298	76 515	13 708	18 737	92 573	101 154
<i>Marchandises générales</i>	<i>154 741</i>	<i>65 853</i>	<i>13 306</i>	<i>18 067</i>	<i>87 590</i>	<i>96 572</i>
Services	102 623	77 281	11 212	10 938	60 390	58 593
<i>Transports</i>	<i>- 2 158</i>	<i>- 2 306</i>	<i>- 170</i>	<i>- 131</i>	<i>- 1 480</i>	<i>1 448</i>
– Transports maritimes	- 7 852	- 6 082	- 779	- 557	- 4 395	- 4 493
– Transports aériens	- 285	- 1 811	- 2	- 195	- 339	210
– Autres	5 979	5 587	611	621	3 254	5 731
<i>Voyages</i>	<i>66 732</i>	<i>54 287</i>	<i>8 579</i>	<i>10 100</i>	<i>40 754</i>	<i>42 653</i>
<i>Autres services aux entreprises</i>	<i>32 742</i>	<i>21 216</i>	<i>3 088</i>	<i>1 183</i>	<i>18 622</i>	<i>14 109</i>
<i>Services personnels, culturels et récréatifs</i>	<i>- 2 379</i>	<i>- 2 139</i>	<i>- 630</i>	<i>- 95</i>	<i>- 1 238</i>	<i>- 1 739</i>
Autres biens et services	0	5 965	0	0	0	0
Total « Biens et services »	266 921	159 761	24 920	29 675	152 963	159 747
Revenus	19 161	- 10 019	- 4 774	- 3 779	6 148	- 493
Transferts courants	- 55 965	- 44 758	- 5 641	- 3 162	- 23 094	- 21 866
<i>dont : Secteur des administrations publiques</i>	<i>- 46 836</i>	<i>- 40 301</i>	<i>- 4 471</i>	<i>- 855</i>	<i>- 18 188</i>	<i>- 16 166</i>
COMPTE DE CAPITAL	8 564	6 295	319	518	6 862	3 647
<i>dont : Acquisitions d'actifs non financiers</i>	<i>- 128</i>	<i>- 94</i>	<i>15</i>	<i>- 23</i>	<i>38</i>	<i>- 251</i>

(données cvs-cjo – en millions de francs)

	Année 1997 (a)	Année 1996 (a)	Juin 1998 (b)	Juillet 1998 (b)	7 mois 1997 (a)	7 mois 1998 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES ..	228 525	105 033	11 152	27 553	133 875	134 610
Biens	163 795	78 048	15 207	16 346	89 387	97 869
<i>Marchandises générales</i>	<i>154 023</i>	<i>67 513</i>	<i>14 270</i>	<i>16 269</i>	<i>85 234</i>	<i>94 067</i>
Services	101 261	77 004	8 040	7 463	59 225	58 107
<i>Transports</i>	<i>- 2 174</i>	<i>- 2 388</i>	<i>- 184</i>	<i>- 131</i>	<i>- 1 342</i>	<i>1 684</i>
– Transports maritimes	- 7 802	- 6 027	- 816	- 610	- 4 431	- 4 526
– Transports aériens	- 417	- 1 838	- 37	- 12	396	1 098
– Autres	6 095	5 599	603	543	3 003	5 473
<i>Voyages</i>	<i>66 189</i>	<i>54 187</i>	<i>5 856</i>	<i>5 239</i>	<i>37 158</i>	<i>39 119</i>
<i>Autres services aux entreprises</i>	<i>32 511</i>	<i>21 021</i>	<i>2 640</i>	<i>2 199</i>	<i>19 734</i>	<i>13 578</i>
Revenus	21 326	- 9 250	- 6 172	- 3 162	13 179	9 081
<i>Rémunération des salariés</i>	<i>10 853</i>	<i>10 652</i>	<i>862</i>	<i>643</i>	<i>6 004</i>	<i>6 042</i>
<i>Revenus des investissements</i>	<i>10 623</i>	<i>- 19 913</i>	<i>- 6 366</i>	<i>- 4 090</i>	<i>7 427</i>	<i>3 322</i>
– Revenus des investissements directs	22 715	32 263	818	- 1 016	22 665	18 192
– Revenus des investissements de portefeuille	- 48 067	- 65 117	- 8 299	- 5 763	- 30 729	- 25 149
– Autres revenus des investissements	23 193	20 559	2 438	2 443	14 706	18 655
Transferts courants	- 55 326	- 45 532	- 4 434	864	- 23 666	- 20 854
<i>dont : Secteur des administrations publiques</i>	<i>- 45 005</i>	<i>- 40 677</i>	<i>- 2 917</i>	<i>2 910</i>	<i>- 18 553</i>	<i>- 14 081</i>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 octobre 1998

2.2.1. Les transactions courantes

Avec 27,6 milliards de francs, l'excédent des transactions courantes atteint en juillet un niveau encore jamais inégalé (il était de 26,4 milliards en juillet 1997) et fait plus que doubler par rapport à juin (+ 11,2 milliards). Deux postes expliquent ces résultats : les revenus, dont le déficit se réduit de moitié, et surtout le retournement du solde des transferts courants qui passe de - 4,4 milliards de francs à + 0,9 milliard, alors qu'il reste généralement négatif tout au long de l'année, exception faite du mois de janvier. Le caractère très exceptionnel de l'évolution des transferts en juillet se fait donc très fortement ressentir sur celle des transactions courantes.

Si le solde des transactions courantes s'était stabilisé à la fin du premier semestre par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le niveau atteint en juillet lui permet de reprendre une certaine avance sur les sept premiers mois, à 137,4 milliards de francs, contre 136 milliards fin juillet 1997.

2.2.1.1. *Évolutions du commerce extérieur de marchandises*

(source Douanes)

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

L'excédent cvs du commerce extérieur se replie très légèrement en juillet à 14,1 milliards de francs, après 14,7 milliards en juin, mais demeure au-dessus de la moyenne du premier semestre 1998. Le résultat en solde cache, toutefois, un décrochage concomitant des exportations et des importations par rapport au mois de juin. Par ailleurs, les exportations diminuent de 1,1 % en glissement trimestriel et les importations de 1,8 %.

En effet, relativement stables depuis le début de l'année, autour de 149 milliards de francs, les ventes chutent à 145,4 milliards, soit une baisse de 2,9 %, le recul de l'industrie civile (- 5,6 %) étant en partie compensé par des exportations de matériel militaire en hausse sensible. Ce fléchissement des ventes industrielles intervient après une période de ralentissement, les exportations totales progressant, en effet, de 8,9 % au cours des sept premiers mois par rapport aux sept mois correspondants de 1997, mais de seulement 1,3 % par rapport à la moyenne du second semestre 1997, notamment avec la chute observée sur les pays d'Asie à économie en développement rapide.

Côté importations, le recul (- 2,8 %) s'avère d'ampleur comparable à celui des exportations, les achats se situant à 131,3 milliards de francs, après une période de plusieurs mois au-dessus de 135 milliards. À l'inverse de celui des ventes, le tassement des importations apparaît particulièrement concentré sur les biens d'équipement et les biens de consommation, notamment en provenance de l'Union européenne (Italie en particulier). Toutefois, si les résultats apparaissent plus faibles que ceux attendus pour un mois de juillet, les Douanes admettent que les corrections des variations saisonnières ont pu accentuer le mouvement de baisse observé. Il faut noter enfin que sur sept mois les importations de biens d'équipement professionnels ont progressé de 16,2 %.

En raison d'un résultat en juillet très inférieur à celui du mois correspondant de 1997 (+ 18,7 milliards de francs), le cumul des sept premiers mois de l'année (+ 95,5 milliards) enregistre une inflexion et passe en dessous de celui des sept mois de l'année précédente (+ 96,2 milliards).

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

- Si la baisse de l'excédent avec les *pays de l'Union européenne* se concentre principalement sur le solde bilatéral avec le Royaume-Uni (- 1,1 milliard de francs), avec des ventes en repli de 9,6 %

principalement dans les secteurs de l'aéronautique et des produits chimiques de base, les exportations enregistrent également un recul important vers la Péninsule ibérique et l'Italie (contraction des ventes automobiles). La baisse des achats est particulièrement marquée avec l'Espagne et l'Italie.

– Le maintien de ventes aéronautiques à un très bon niveau explique en grande partie les performances commerciales vis-à-vis des *États-Unis*, tandis que la quasi-absence de ventes d'énergie électrique à la *Suisse* est à l'origine du repli à la fois de l'excédent bilatéral et de celui avec la zone « *autres pays de l'OCDE* ». Le déficit avec le *Japon*, relativement stable autour de 2,5 milliards de francs, pâtit depuis deux mois de moindres ventes de vins et, en juillet, d'absence de livraison d'Airbus.

– Malgré un recul des ventes aéronautiques vers les *pays d'Asie à économie en développement rapide*, les exportations vers la zone se stabilisent à 7,6 milliards de francs, après, il est vrai, avoir atteint des montants de plus de 10 milliards au deuxième trimestre 1997. Les importations demeurent, elles aussi, à un niveau proche de celui du mois dernier. Les échanges avec les *pays de l'Est* sont marqués par l'évolution du commerce avec la *Russie* : baisse des exportations, notamment en biens électroménagers, et hausse des importations, liée à l'accroissement des achats français de pétrole brut et d'uranium. Le repli assez important des échanges avec les *pays d'Afrique* et la zone « *reste du monde* » n'affecte que modérément les soldes bilatéraux en question. Seul celui avec les *pays du Moyen-Orient* s'améliore, grâce à une poussée des exportations.

Évolution par produits

(évolutions mensuelles en données CAF-FAB cvs, évolutions annuelles en données CAF-FAB brutes)

L'excédent de l'*industrie civile* se contracte fortement en juillet, à 6,4 milliards de francs, après 10,7 milliards en juin. Bien que la quasi-totalité des secteurs enregistrent un recul des exportations, celui-ci est principalement marqué dans les biens d'équipement professionnels.

En effet, le secteur des *biens d'équipement professionnels* est l'objet d'une contraction massive des ventes, qui retrouvent ainsi leur plus bas niveau depuis un an, s'expliquant notamment par de moindres ventes d'*Airbus* (10 appareils, pour 3,3 milliards de francs, contre 5,9 milliards en juin), ainsi que par l'absence de vente de paquebot et de lancement de satellite.

Les exportations de biens intermédiaires retrouvent leur plus bas niveau depuis un an, avec des ventes de métaux en chute de plus de 6 % sur un mois, les plus forts reculs étant enregistrés sur la Belgique et le Japon. De moindre ampleur, la baisse des achats affecte uniquement les demi-produits non métalliques.

Le repli des marchés allemand et surtout italien (suppression de la prime automobile) sont à l'origine des moindres ventes du secteur automobile, les importations, malgré un léger tassement en juillet, continuant à témoigner de la reprise du marché français. Les importations de biens électroménagers, en dépit d'une légère baisse en juillet, demeurent, après le pic de janvier et février, à un niveau élevé. Enfin, les importations de biens de consommation se tassent sensiblement, sous l'effet notamment de moindres achats dans les secteurs du textile, de l'habillement, du cuir et de la chaussure, permettant ainsi un retournement du solde.

– La hausse de l'*excédent agro-alimentaire* bénéficie surtout de l'évolution des échanges de produits bruts, dont les ventes progressent (notamment de céréales et de colza), malgré la stabilité des exportations de vins, parallèlement à un repli très sensible des achats. En revanche, les ventes de produits transformés continuent de s'effriter, tandis que les achats tendent à s'accroître.

– La contraction des achats de gaz naturel et de produits pétroliers raffinés permet la poursuite de la réduction de la facture énergétique.

2.2.1.2. Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes

Les biens (évolutions mensuelles en données cvs)

Le maintien du solde cvs du commerce extérieur à un bon niveau favorise une nouvelle progression de celui des biens, qui passe de 15,2 milliards de francs en données cvs en juin à 16,3 milliards en juillet. L'excédent cumulé sur les sept premiers mois de l'année continue de dépasser celui de la période correspondante de 1997, sans montrer pour l'instant de signes tangibles de ralentissement.

Les services (évolutions mensuelles en données cvs)

En revanche, la progression de l'excédent des services enregistre dans le même temps une décélération et la faible avance observée sur les six premiers mois de l'année par rapport au premier semestre 1997 fait place, sur sept mois, à un léger retard d'environ 1 milliard de francs (58,1 milliards à fin juillet 1998, contre 59,2 milliards à fin juillet 1997), imputable au poste des autres services aux entreprises (services commerciaux, négoce international, locations, coopération technique, frais de gestion...), qui accuse un recul d'environ 4,3 milliards par rapport à l'an dernier.

Sur le mois de juillet, l'excédent des services fléchit, à 7,5 milliards de francs, après 8 milliards en juin.

– Les services de *transports* dégagent en juillet un nouveau léger déficit de 0,1 milliard de francs (contre 0,2 milliard en juin), résultant de la persistance du déficit des transports maritimes, malgré une légère amélioration en juillet. Les transports aériens demeurent, en revanche, à l'équilibre, tandis que l'excédent des autres transports (rail, route, transports fluviaux et par conduite...) tend à fléchir progressivement au fil des mois.

– Le solde toujours très positif des *voyages* se replie modérément en juillet, à 5,2 milliards de francs (contre 5,9 milliards en juin), en raison de l'augmentation des dépenses des Français à l'étranger de 4 % par rapport à juillet 1997, confirmant la tendance à la hausse des dépenses observée depuis le début de l'année. En revanche, les recettes, en baisse sur un mois, sont de montant assez comparable à celui de juillet 1997. Leur évolution sur les sept premiers mois de l'année, qui présente une progression de 8,9 %, soit plus de 8 milliards de francs par rapport à la période correspondante de 1997, et une quasi-stabilité en moyenne par rapport au second semestre de 1997, ne permet pas d'identifier clairement d'effet « Mondial » en juillet sur les recettes touristiques de la France, celui-ci ayant plutôt été lissé sur les mois précédant l'événement sportif. Au total, cependant, malgré un rythme de croissance plus rapide pour les dépenses, l'excédent des voyages poursuit sa progression et passe de 37,2 milliards de francs à fin juillet 1997 à 39,1 milliards à fin juillet 1998.

– Les *autres postes des services* enregistrent des évolutions divergentes. À noter cependant la bonne tenue de l'excédent des services de construction sur sept mois, grâce notamment à quelques gros chantiers en cours, ainsi qu'une amélioration du déficit des redevances et droits de licence. Quant aux autres services destinés aux entreprises, outre un repli du solde enregistré en juillet par rapport à juin, ils dégagent en cumul sur les sept premiers mois de l'année un excédent en baisse de 3,9 milliards de francs par rapport à la période correspondante de 1997.

Les revenus (évolutions mensuelles en données cvs)

Moins déficitaires qu'en juin (– 3,2 milliards de francs, contre – 6,2 milliards), les *revenus* ont bénéficié en juillet de la progression des rentrées de coupons et dividendes sur les portefeuilles de titres étrangers détenus par les résidents, permettant une réduction du déficit global des revenus des investissements d'environ 2,4 milliards par rapport à juin.

– Le solde des *revenus d'investissements directs*, en revanche, se retourne à – 1 milliard de francs, après 0,8 milliard en juin, sous l'effet conjugué d'une baisse des recettes et de versements de dividendes aux actionnaires non résidents plus importants. La persistance d'un écart croissant entre les dividendes nets perçus à fin juillet 1998 et ceux perçus à fin juillet 1997 s'explique, d'une part, par des rapatriements exceptionnels en 1997 et, d'autre part, par des rapatriements plus tardifs dans l'année.

– En juillet, le déficit des *revenus des investissements de portefeuille* est ramené de – 8,3 milliards de francs à – 5,8 milliards, grâce d'une part à des rentrées de coupons et dividendes sur des titres non résidents détenus par les résidents en hausse de 24 % sur un mois et d'autre part de versements aux non-résidents en retrait de 4 %. Sur sept mois, la progression soutenue du stock de titres étrangers détenus par des résidents permet de dégager un revenu net en hausse de 3,3 milliards de francs par rapport à la période correspondante de 1997.

– Après une hausse en juin, le solde des *revenus des autres investissements* se stabilise autour de 2,4 milliards de francs, parallèlement à une diminution des masses concernées. Le cumul des sept premiers mois de l'année fait apparaître une amélioration de l'excédent, qui passe de 14,7 milliards de francs à 18,7 milliards.

Les transferts courants (en données brutes)

Le déficit des transferts courants se réduit en juillet à – 3,2 milliards de francs, après – 5,6 milliards, grâce à une forte augmentation des rentrées de fonds communautaires au titre du Fonds social européen (FSE), ainsi que de moindres versements de la France au budget européen (au titre du PNB et de la cotisation sucre). En revanche, les transferts du secteur privé, en particulier les envois de fonds des travailleurs, ont sensiblement progressé en direction de l'étranger, dans des proportions habituelles en juillet. Le cumul sur les sept premiers mois de l'année bénéficie en grande partie de la hausse des recettes en provenance de l'Union européenne (FSE en particulier).

2.2.2. Le compte de capital

(en données brutes)

Le solde excédentaire des transferts en capital se renforce à nouveau en juillet, à 0,5 milliard de francs, grâce à de plus forts versements de l'Union européenne au titre du Feder. Sur les sept premiers mois, il est toutefois en retrait par rapport à la période comparable de 1997 (3,6 milliards de francs, contre 6,9 milliards).

2.2.3. Le compte financier

Le compte financier présente, en juillet, un faible excédent en raison d'une compensation quasi complète entre les placements nets de l'étranger en France sous forme d'investissements de portefeuille et les sorties nettes au titre des flux du secteur bancaire.

Investissements directs

Les investissements directs (y compris les bénéfiques réinvestis) sont à l'origine de sorties nettes de 4 milliards de francs, soit un montant comparable aux 3,5 milliards du mois précédent, les flux nets d'investissements français à l'étranger et d'investissements étrangers en France étant, de manière parallèle, en légère diminution d'un mois à l'autre.

Les flux nets d'*investissements français à l'étranger* s'élèvent à 14,5 milliards de francs ; ils résultent essentiellement des opérations en capital social, qui atteignent 14,8 milliards, alors que les « autres opérations » donnent lieu à des remboursements nets de 1,1 milliard.

Les flux nets d'*investissements étrangers en France* ont légèrement reculé, pour s'établir à 10,6 milliards de francs, après 13 milliards en juin. Cette évolution résulte à la fois des opérations en capital (4,1 milliards de francs, contre 4,8 milliards) et des « autres opérations » (6,3 milliards, contre 7,9 milliards).

Investissements de portefeuille

De manière assez inaccoutumée, les investissements de portefeuille enregistrent en juillet des entrées nettes de 47,7 milliards de francs (produits financiers dérivés inclus).

On constate, en effet, un retournement ponctuel des résidents qui, pour la première fois depuis juin 1997, procèdent à des *ventes nettes de titres étrangers*, à hauteur de 5,7 milliards de francs. Les dégagements portent exclusivement sur les instruments du marché monétaire, à hauteur de 57,6 milliards de francs, tout particulièrement sur des bons du Trésor étrangers, alors que les flux sur obligations continuent de donner lieu à des achats nets, pour 33,9 milliards et que les achats d'actions, dans un contexte de forte volatilité des marchés boursiers, amorcent un retrait sensible, s'inscrivant à 10,7 milliards, contre 32,7 milliards en juin.

Les *non-résidents demeurent acquéreurs nets de titres français*, à hauteur de 42 milliards de francs. Les achats d'obligations et assimilés s'élèvent à 26,1 milliards de francs, les achats d'OAT atteignant 19,8 milliards (dont le tiers libellé en écus). Les acquisitions d'actions, dans un contexte encore haussier du marché boursier parisien, atteignent 8,5 milliards de francs et les achats d'instruments du marché monétaire 2,8 milliards.

Autres investissements

En juillet, les « autres investissements » ont été à l'origine de sorties nettes de 40,6 milliards de francs, résultant d'une diminution des engagements plus importante que celle des créances (respectivement 75,1 milliards et 34,5 milliards).

Les opérations du secteur bancaire ont dégagé des sorties nettes de 6,8 milliards de francs. Les créances des banques vis-à-vis de l'étranger se sont contractées de 65,2 milliards de francs, les encours libellés en francs ayant été tout particulièrement affectés par cette évolution (82,5 milliards). Les engagements ont également diminué (- 72 milliards de francs). Toutefois, la baisse s'observe à part égale sur les encours en francs et sur ceux en devises (- 36 milliards de francs chacun).

Les flux financiers des autres secteurs ont également donné lieu à des sorties nettes qui s'expliquent principalement par le placement d'avoirs à l'étranger par les résidents.

Avoirs de réserve

En juillet 1998, les avoirs de réserve bruts ont enregistré une augmentation de 6,9 milliards de francs, qui porte à 57,8 milliards la progression enregistrée depuis le début de l'année.

3. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Les moyens de paiement ($M1$) ont été quasiment stables en août 1998 (+ 0,1 %, après + 0,2 % le mois précédent). Leur glissement annuel a poursuivi sa décélération (+ 6,9 %, après + 8,8 % en juillet), mais demeure dynamique, en liaison avec le faible coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction et la vigueur de la demande intérieure. Les placements à vue ($M2 - M1$) se sont accrus de 0,6 % en août (après + 0,4 % en juillet) et de 7,6 % sur un an. Le livret fiscalisé et le livret d'épargne populaire ont continué de connaître une progression soutenue, tandis que le repli des livrets A et bleus s'est interrompu. $M2$ a progressé de 0,3 % en août, comme le mois précédent, et son glissement annuel a atteint + 7,3 %. Les placements à terme rémunérés à des taux indexés sur ceux du marché monétaire ($M3 - M2$) ont poursuivi leur redressement en août (+ 0,2 %, après + 0,9 % le mois précédent) et leur glissement annuel n'est plus que légèrement négatif (- 0,8 %, après - 2,2 % en juillet), les titres d'OPCVM monétaires retrouvant même un taux de croissance annuel positif (+ 1,0 %) à la faveur des réallocations induites par la baisse de rémunération ayant affecté les livrets en juin dernier. $M3$ a progressé de 0,3 % en août et son glissement annuel s'est établi à + 4,4 %. Les flux d'épargne contractuelle ($P1$) ont continué de s'inscrire dans une tendance à la décélération. Sur un an, $M3 + P1$ a conservé toutefois un rythme de progression soutenu (+ 5,3 %).

L'*endettement intérieur total* a progressé de 4,5 % en glissement annuel à fin juillet, après + 4,4 % en juin. Le glissement annuel des crédits à l'économie a marqué une accélération (de + 1,2 % en juin à + 2,1 % en juillet), reflétant à la fois le dynamisme des crédits aux ménages (+ 4,1 %, après + 3,7 % en juin) et la meilleure tenue des crédits aux sociétés (+ 1,9 %, après + 1,2 % en juin). Le ralentissement de la croissance des financements levés sur les marchés internes s'est interrompu, leur glissement annuel s'établissant à + 5,6 % en juillet, après + 5,0 % en juin.

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 AOÛT 1998			
M1.....	1 869,1	0,1	6,9
M2.....	3 637,0	0,3	7,3
M3.....	5 516,4	0,3	4,4
AGRÉGATS DE PLACEMENT			
À FIN AOÛT 1998			
P1.....	2 263,2	1,0	7,8
M3 + P1.....	7 779,5	0,5	5,3
AGRÉGATS DE FINANCEMENT			
À FIN JUILLET 1998			
Endettement intérieur total.....	11 637,6	0,4	4,5
dont : <i>État</i>	4 024,7		7,6
<i>Crédits à l'économie (c)</i>	6 487,9	0,3	2,1
ESTIMATION DES PRÊTS NOUVEAUX			
À FIN JUILLET 1998 (d)	–	–	6,9
(a) Calculée à partir des encours fin de mois cvs			
(b) Calculée à partir des encours fin de mois bruts			
(c) Distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents			
(d) Flux cumulés depuis le 1 ^{er} janvier			
Données portant sur un échantillon d'établissements de crédit			
Source et production : Banque de France			
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14			Mise à jour le 7 octobre 1998

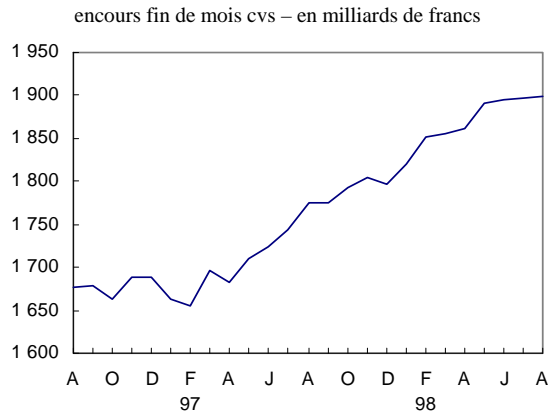
3.1. Les agrégats de monnaie et de placement

(à fin août 1998)

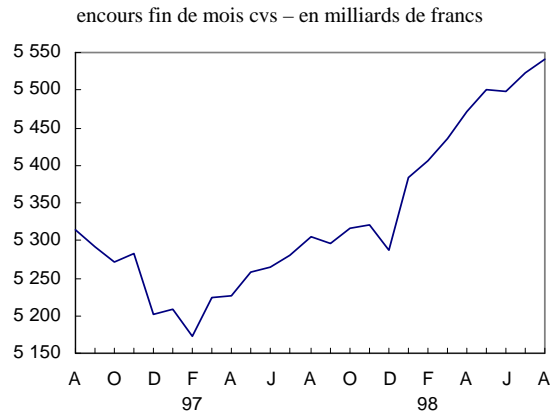
(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours	Variation mensuelle		Variation sur 12 mois	
	fin de mois brut	des encours fin de mois cvs		des encours fin de mois bruts	
	Août 1998	Juillet 1998	Août 1998	Décembre 1997	Août 1998
AGRÉGATS DE MONNAIE					
<i>Billets et monnaies</i>	262,2	0,9	- 0,0	1,1	1,0
<i>Dépôts à vue</i>	1 606,9	0,0	0,1	7,4	8,0
Total M1	1 869,1	0,2	0,1	6,5	6,9
M2 – M1					
<i>Livrets A</i>	703,1	- 0,4	0,0	3,0	2,9
<i>Livrets bleus</i>	98,8	- 0,2	0,2	4,2	5,5
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	169,4	0,4	0,3	5,5	5,1
<i>Codevi</i>	229,2	0,5	0,6	8,1	8,4
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	223,3	2,2	2,3	20,1	17,5
<i>Livrets jeunes</i>	31,1			17,6	10,1
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	313,1	1,2	1,0	24,2	13,9
Total M2	3 637,0	0,3	0,3	7,8	7,3
M3 – M2					
<i>Dépôts et TCN en devises</i>	141,2			4,3	13,9
<i>Dépôts à terme (a)</i>	328,1	- 1,7	0,3	- 12,8	- 3,8
<i>Bons de caisse et d'épargne</i>	147,1	- 2,1	- 0,6	- 3,8	- 11,0
<i>Titres de créances négociables (b)</i>	297,1	4,5	- 0,4	2,8	- 2,6
– Certificats de dépôt et BMTN	285,0			5,6	- 2,1
– Bons et BMTN des ISF	13,6			- 39,0	- 3,3
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	958,4	- 0,0	0,2	- 11,6	1,0
<i>Parts de fonds communs de créances</i>	7,5				
Total M3	5 516,4	0,5	0,3	1,9	4,4
M4 – M3					
<i>Bons du Trésor négociables</i>	86,1			80,6	- 1,7
<i>Billets de trésorerie et BMTN (b)</i>	18,1			- 20,3	- 27,3
Total M4	5 620,6	0,5	0,3	2,7	4,1
AGRÉGATS DE PLACEMENT					
<i>Plans d'épargne-logement</i>	1 096,3	1,3	1,1	13,8	8,3
<i>Autres comptes d'épargne (c)</i>	29,0				
<i>Plans d'épargne populaire</i>	656,3	1,0	1,0	12,6	7,0
– dont : Entreprises d'assurance	163,8				
<i>Titres d'OPCVM garantis</i>	183,8			41,4	24,1
<i>Bons de capitalisation</i>	297,8	- 0,0	- 0,0	- 1,2	- 0,6
Total P1	2 263,2	0,9	1,0	13,1	7,8
Total M3 + P1	7 779,5	0,6	0,5	4,9	5,3
(a) Comptes à terme, comptes d'affacturage indisponibles et opérations à terme sur titres					
(b) Les titres de créances négociables en francs détenus par les agents non financiers résidents sont classés dans M3 – M2 s'ils sont émis par des établissements de crédit (et assimilés), ou dans M4 – M3 s'ils sont émis par des agents non financiers résidents.					
(c) Comptes espèces associés aux plans d'épargne en actions, contrats de crédit différé et autres comptes d'épargne à régime spécial					
Source et réalisation : Banque de France					
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14				Mise à jour le 2 octobre 1998	

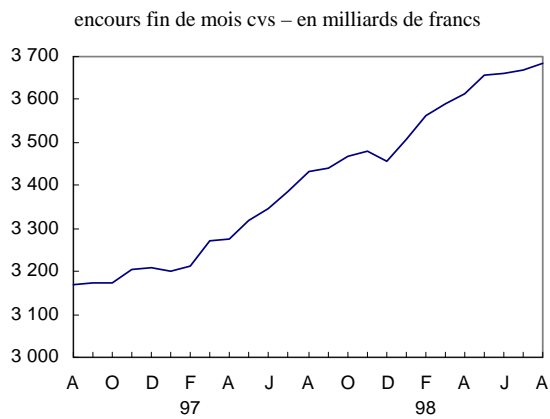
AGRÉGAT M1



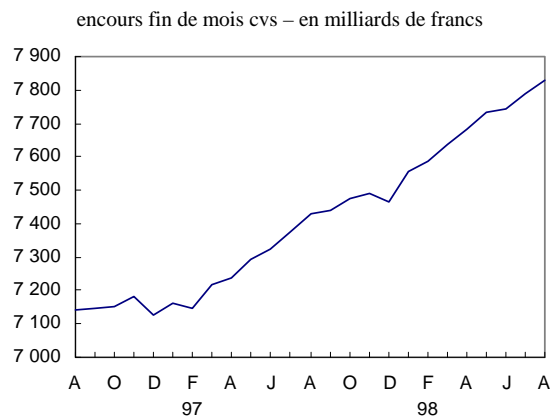
AGRÉGAT M3



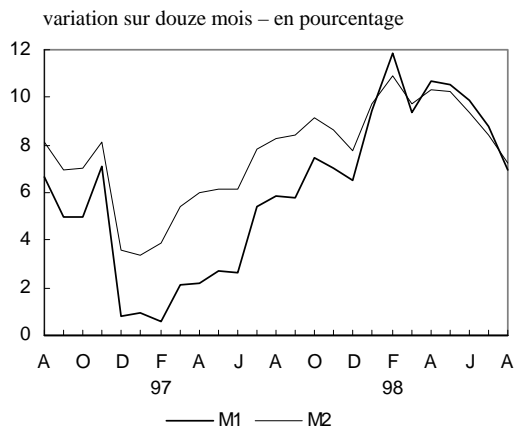
AGRÉGAT M2



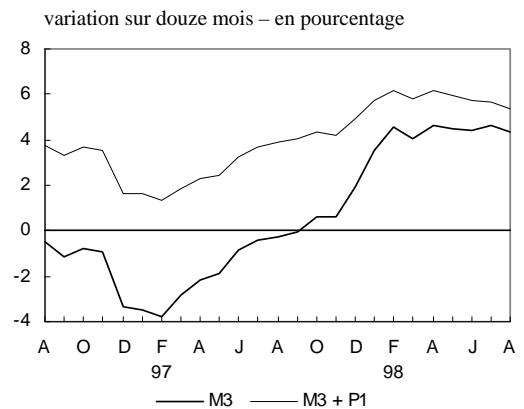
AGRÉGAT M3 + P1



AGRÉGATS M1 ET M2



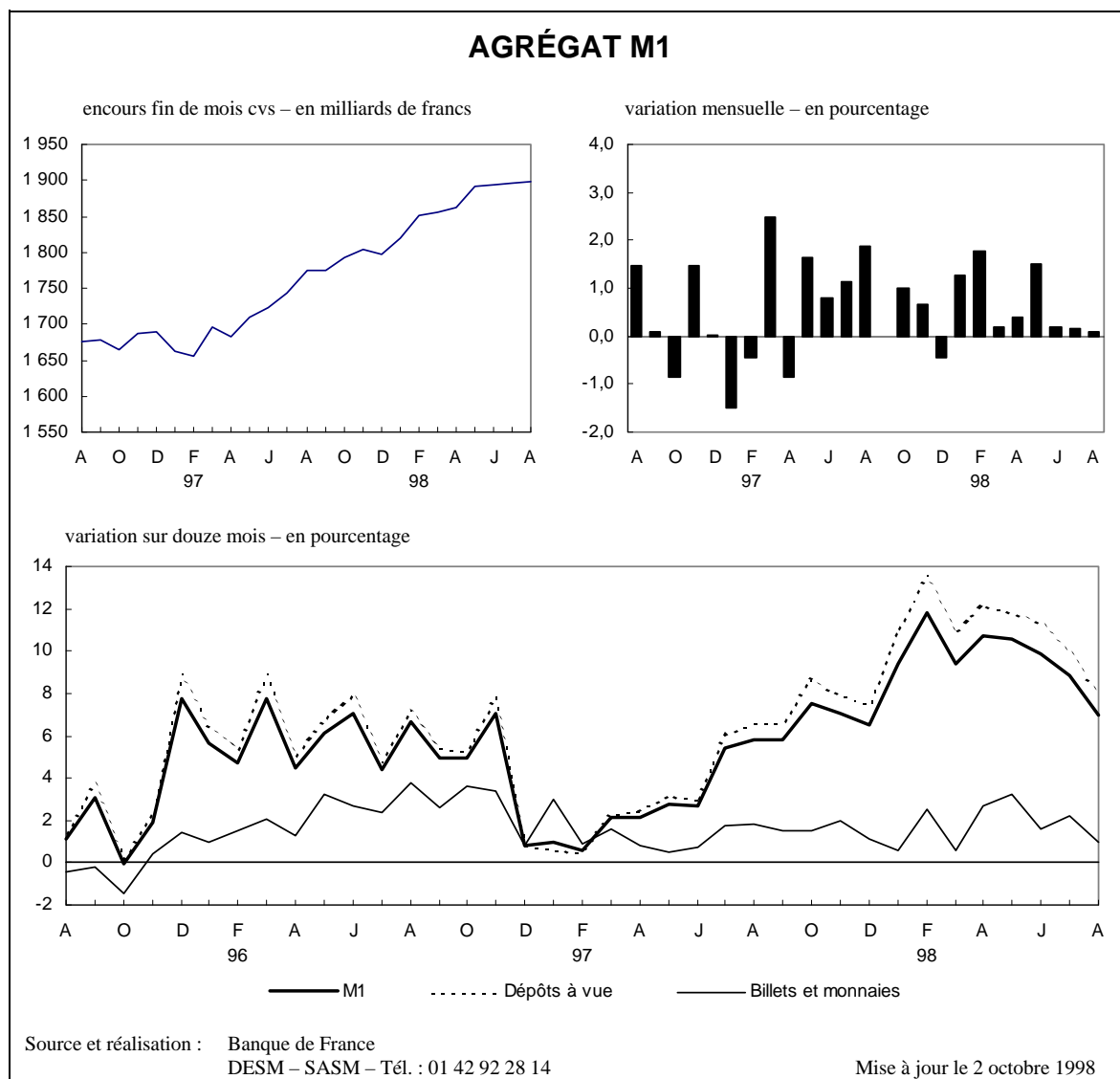
AGRÉGATS M3 ET M3 + P1



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

Mise à jour le 2 octobre 1998

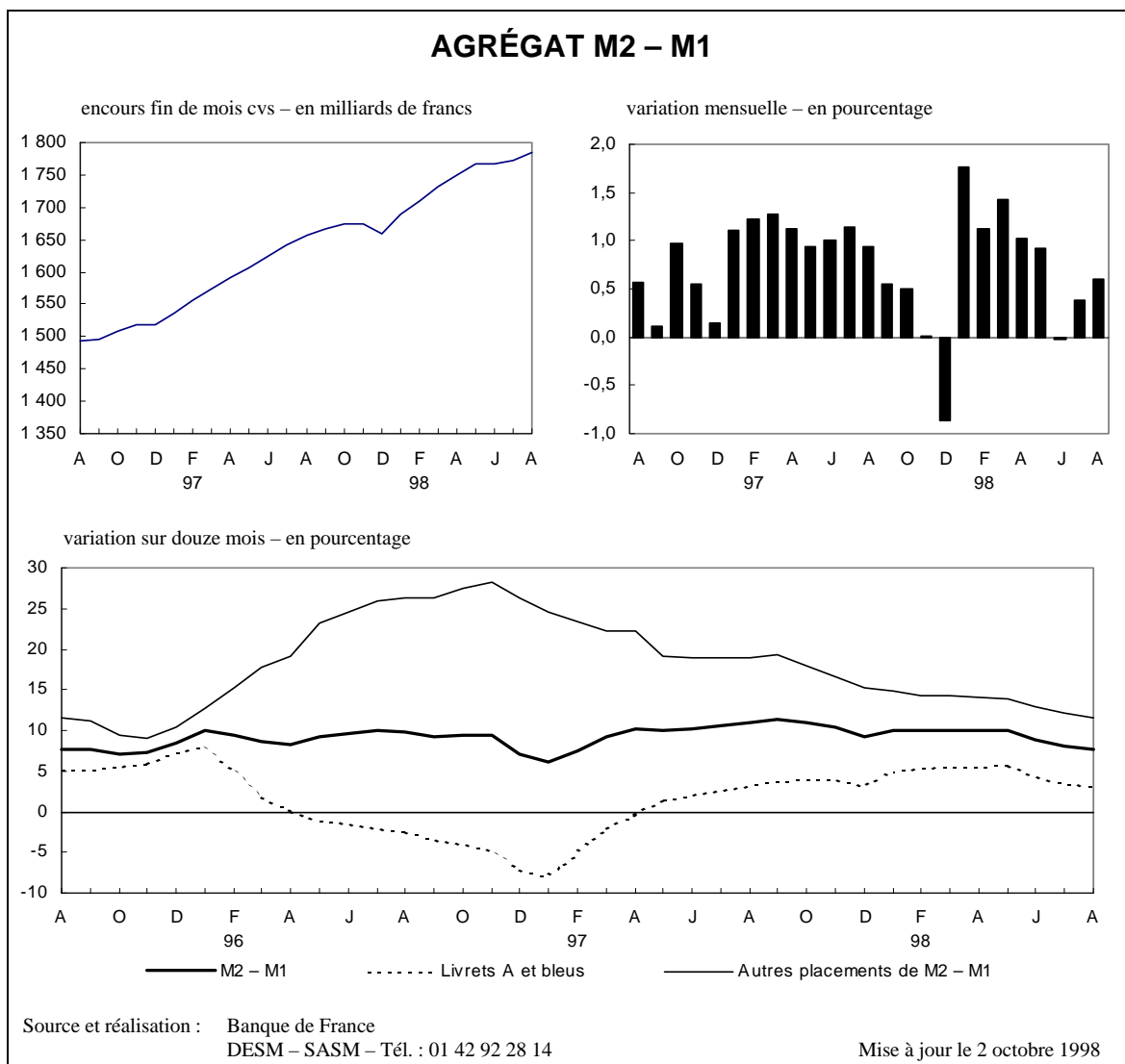
3.1.1. Les moyens de paiement (M1)



En août, l'agrégat M1 a été quasiment stable (+ 0,1 %, après + 0,2 % en juin et juillet). Son encours brut s'est élevé à 1 869,1 milliards de francs.

Son glissement annuel a de nouveau ralenti, atteignant + 6,9 %, après + 8,8 % en juillet. Ce mouvement affecte tant les dépôts à vue que les billets et monnaies dont les taux de progression annuels se sont respectivement établis à 8,0 % et 1,0 % en août, après + 10,0 % et + 2,2 % en juillet. Les sources de la forte accélération observée en début d'année se sont partiellement tariées (disparition des facteurs techniques liés à un effet de base et à l'accroissement des dépôts à vue d'organismes publics). Il reste que les moyens de paiement conservent un rythme de croissance soutenu reflétant le faible coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction et la vigueur de la demande intérieure.

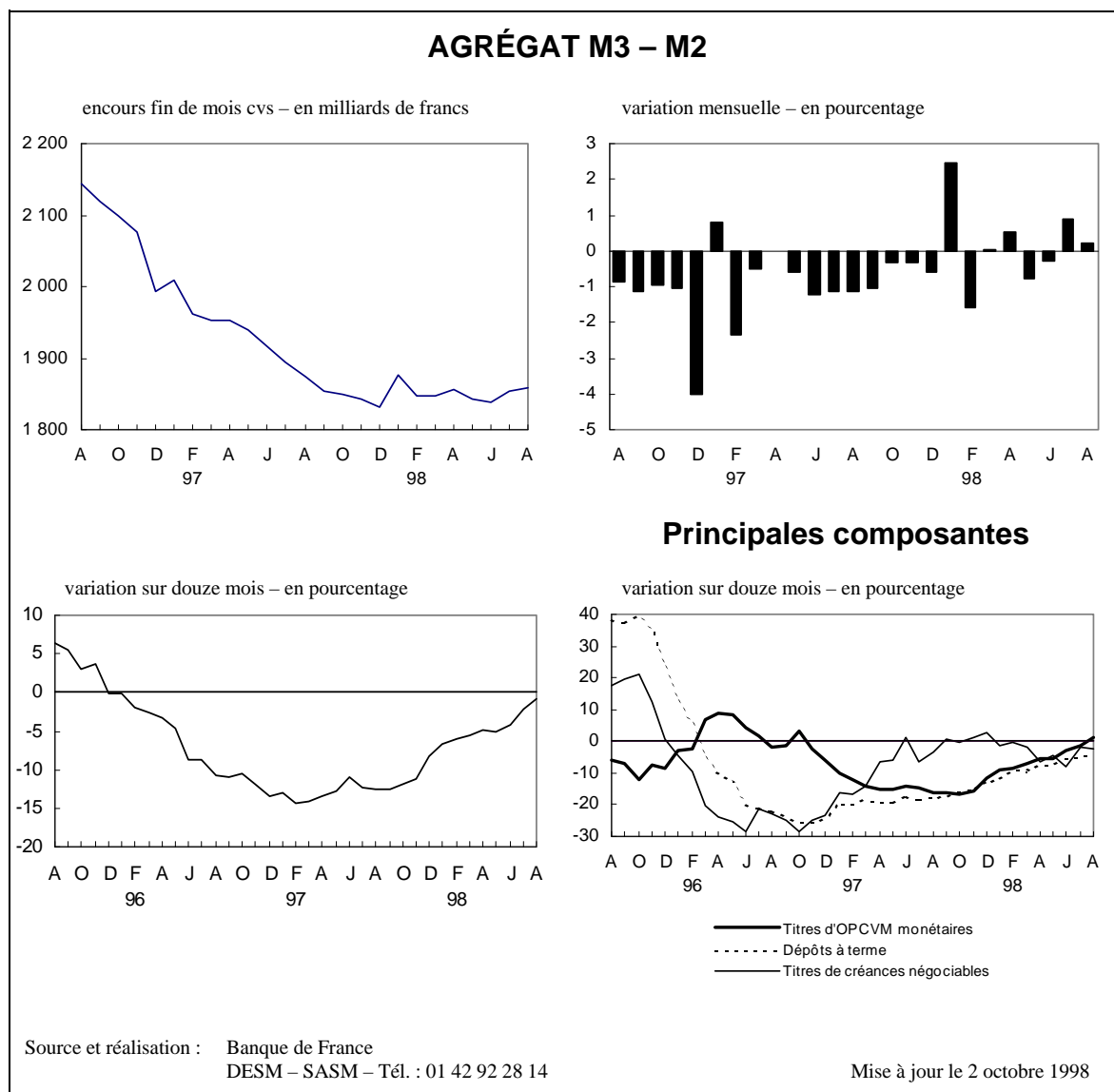
3.1.2. Les placements à vue (M2 – M1)



Après avoir stagné en juin, l'agrégat M2 – M1 a repris sa progression en juillet (+ 0,4 %) et en août (+ 0,6 %). Son encours brut s'est établi à 1 767,9 milliards de francs à fin août.

Néanmoins, le glissement annuel de M2 – M1, qui reste soutenu, est en phase de décélération (+ 7,6 % en août, après + 8,8 % en juin et + 8,0 % en juillet). Notamment, l'encours des livrets A et bleus s'est accru de 3,2 % sur un an (après + 3,4 % à fin juillet) et celui des livrets soumis à l'impôt de + 13,9 % (après + 15,1 % à fin juillet). En effet, la baisse de la rémunération de la plupart des livrets observée après les modifications réglementaires de juin dernier a favorisé les réallocations de portefeuille en faveur des titres d'OPCVM monétaires.

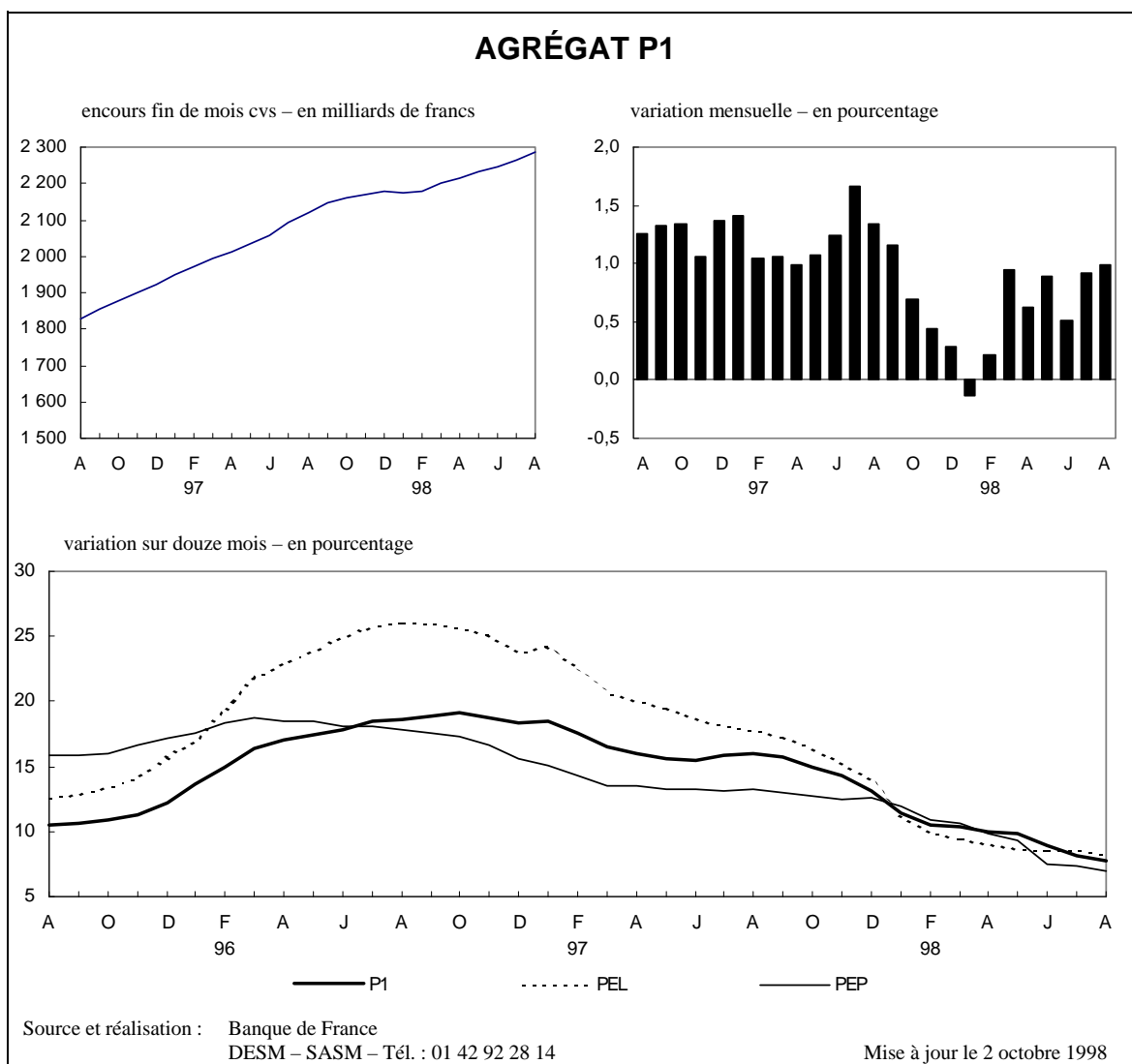
3.1.3. Les placements à terme indexés sur les taux monétaires (M3 – M2)



L'agrégat M3 – M2 s'est de nouveau accru en août (+ 0,2 %, après + 0,9 % le mois précédent). Son encours brut s'est établi à 1 879,4 milliards de francs.

La baisse de cet agrégat, en glissement annuel, s'estompe progressivement. Elle a atteint 0,8 % en août, après – 2,2 % en juillet et – 12,5 % en août 1997. Bénéficiant notamment du moindre attrait des placements à vue, les parts d'OPCVM monétaires, principale composante de M3 – M2, ont retrouvé un glissement annuel positif (+ 1,0 %) pour la première fois depuis octobre 1996. La progression des dépôts en devises est restée vive sur un an (+ 13,9 %). En revanche, les placements en titres de créances négociables ont diminué de 2,6 % sur un an, après – 1,6 % à la fin juillet.

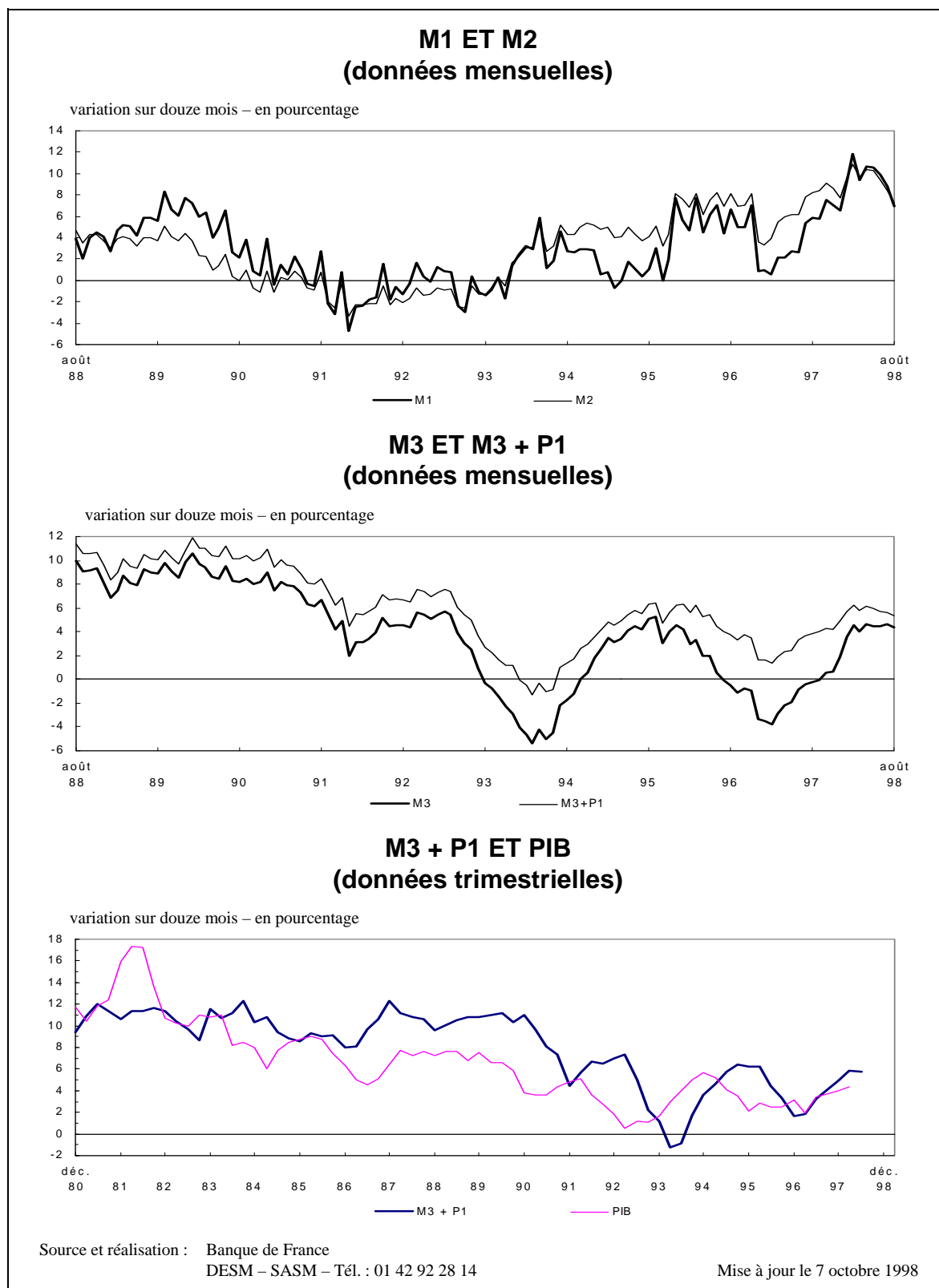
3.1.4. L'épargne contractuelle (P1)



L'agrégat P1 a augmenté de 1,0 % en août (après + 0,9 % le mois précédent) et son encours brut a atteint 2 263,2 milliards de francs.

Néanmoins, le ralentissement du glissement annuel de P1 s'est poursuivi (+ 7,8 % en août 1998, après + 8,2 % en juillet 1998 et + 16,0 % en août 1997). Bien que toujours soutenu, le taux de croissance annuel des parts d'OPCVM garantis s'est sensiblement infléchi, passant de + 32,3 % en juillet à + 24,1 % en août. Les placements sous forme de plans d'épargne-logement et de plans d'épargne populaire se sont accrus de, respectivement, 8,3 % et 7,0 % sur un an, après + 8,5 % et + 7,3 % en juillet. Il convient d'observer que les ménages n'ayant pas de projet d'investissement-logement n'ont plus intérêt à placer leur épargne sur un PEL, si celui-ci n'a pas été ouvert avant le 9 juin 1998 (son rendement n'est plus que de 3,60 % après impôt). Toutefois, la plupart des PEL des générations précédentes constituent désormais des placements liquides offrant des rendements relatifs très attractifs.

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



3.2. Le financement de l'économie

(à fin juillet 1998)

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)					
<i>(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>					
	Encours	Variation mensuelle		Variation sur 12 mois	
	fin de mois brut	des encours fin de mois cvs (a)		des encours fin de mois bruts (a)	
	Juillet 1998	Juin 1998	Juillet 1998	Décembre 1997	Juillet 1998
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL	11 637,6	0,3	0,4	3,8	4,5
– État	4 024,7			7,1	7,6
– Sociétés	3 927,1			- 0,0	4,0
– Ménages	2 731,0			3,8	4,1
– Autres (b)	954,8			5,7	- 3,7
CRÉDITS À L'ÉCONOMIE	6 487,9	0,3	0,3	2,3	2,1
– Sociétés	2 951,2	- 0,8		0,2	1,9
– Ménages	2 731,0	0,8		3,8	4,1
– Autres (b)	805,7	0,2		4,7	- 3,7
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (c)	395,8	8,9	- 6,3	6,2	29,0
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)	4 461,4	- 0,7	1,4	6,9	5,6
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>1 592,9</i>	<i>- 0,4</i>	<i>1,2</i>	<i>8,9</i>	<i>3,0</i>
– État	1 343,5			10,8	4,0
– Sociétés	234,3			- 0,2	1,6
– Autres (b)	15,1			–	–
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>2 868,5</i>	<i>- 1,2</i>	<i>1,4</i>	<i>5,9</i>	<i>7,2</i>
– État	2 264,8			6,3	6,9
– Sociétés	497,0			2,3	9,3
– Autres (b)	106,7			–	–
CRÉDITS OBTENUS AUPRÈS DES NON-RÉSIDENTS	114,0	2,7	- 4,8	- 18,4	3,7
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	178,4	2,7	- 1,9	0,4	30,8

(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.

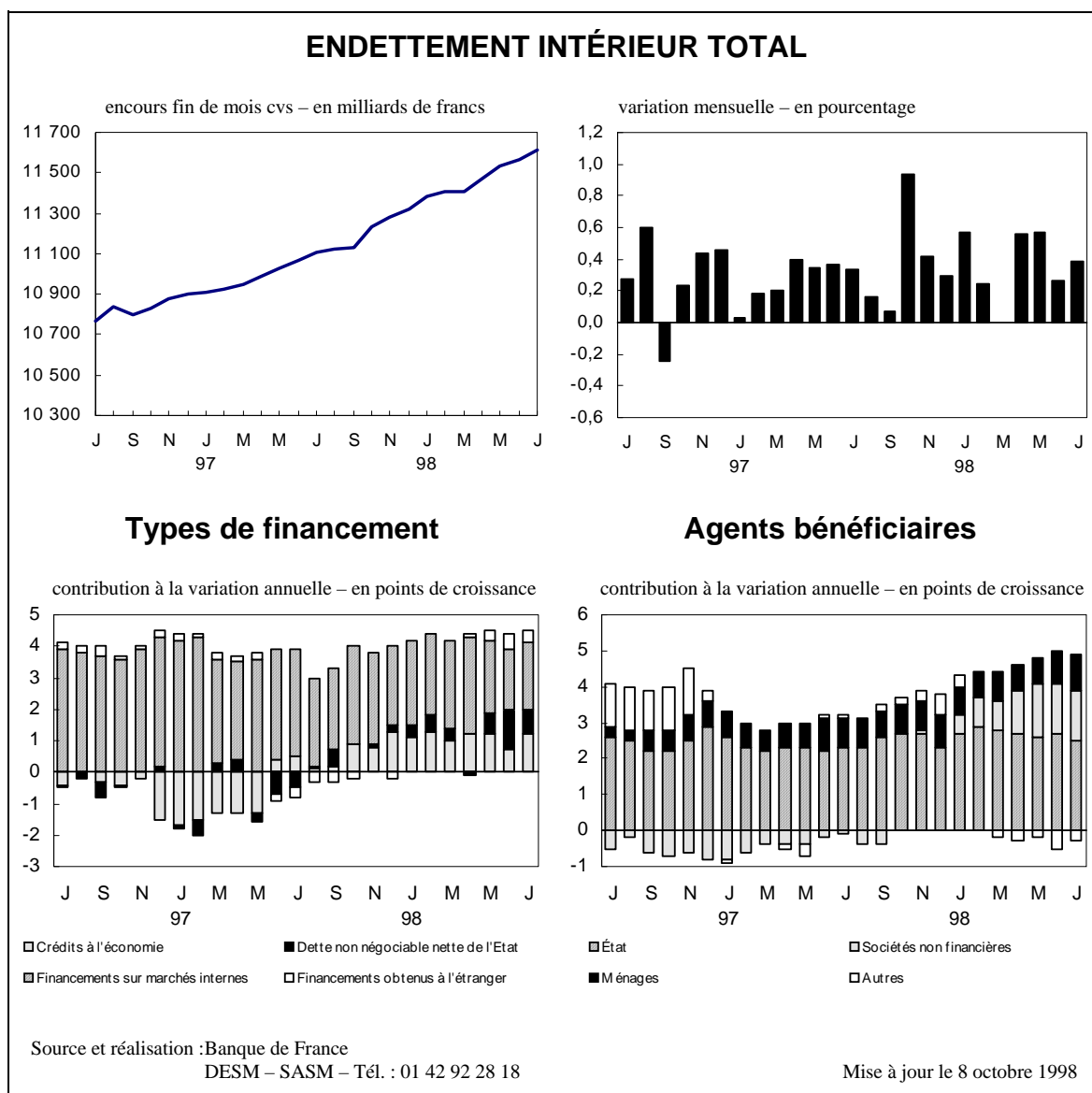
(c) Ce poste reprend le total des monnaies divisionnaires en circulation, des dépôts collectés par le Trésor, du net des comptes à la Banque de France et des remises de dettes (Dakar 1 et 2), après déduction des opérations de pension sur titres réalisées avec les institutions financières.

(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 8 octobre 1998

3.2.1. L'endettement intérieur total (EIT)

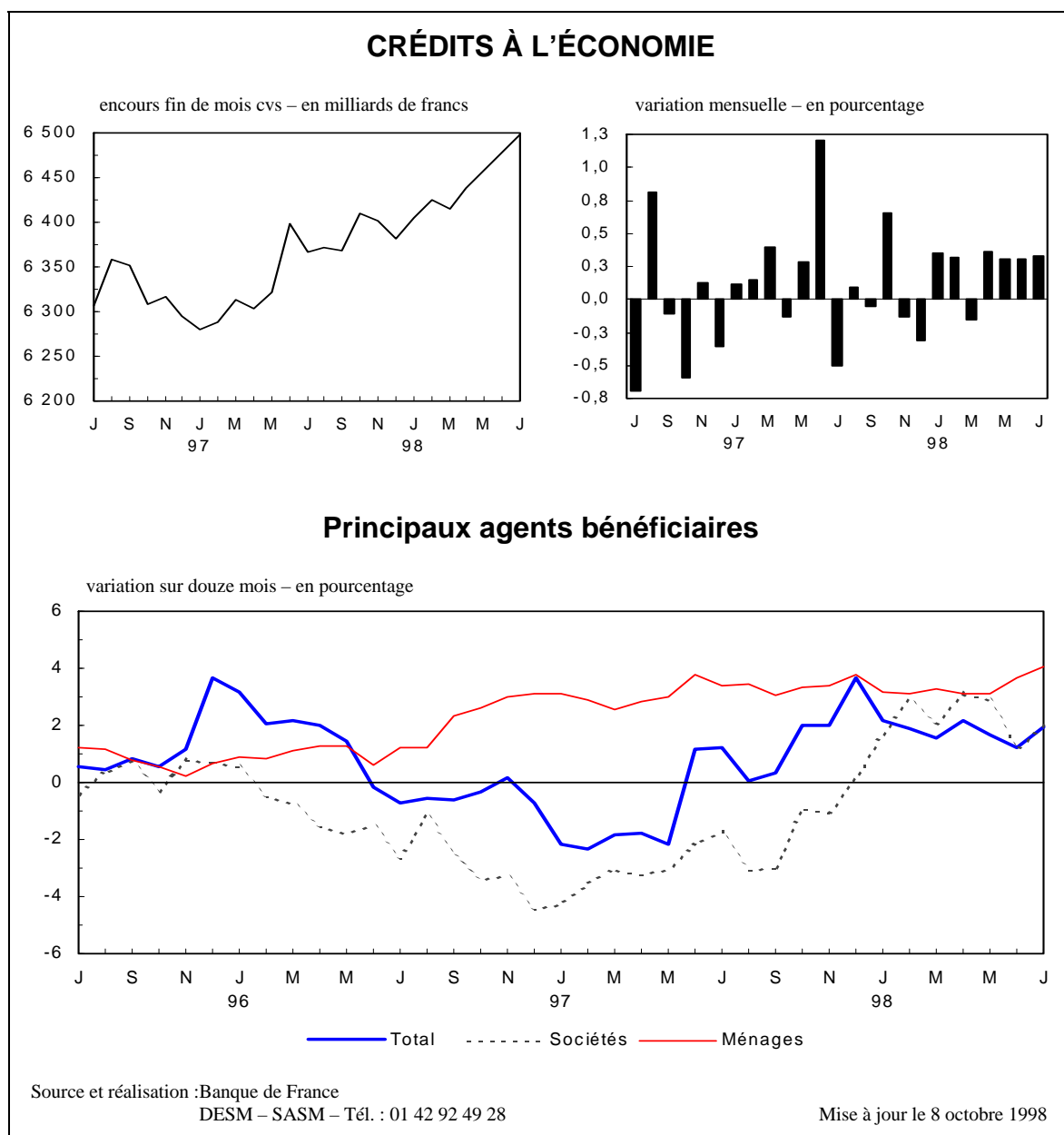


L'endettement intérieur total a enregistré une hausse de 0,4 % en juillet 1998, après + 0,3 % en juin. Son encours brut s'est établi à 11 637,6 milliards de francs.

Son glissement annuel a atteint + 4,5 % en juillet, après + 4,4 % en juin. Sur un an, la progression de l'endettement de l'État a ralenti (+ 7,6 %, après + 8,0 % en juin), alors que celle de l'endettement des ménages s'est renforcée (+ 4,1 %, après + 3,7 % en juin). L'endettement des sociétés a conservé un glissement annuel de + 4 %.

La progression annuelle des crédits à l'économie a marqué une légère accélération (+ 2,1 %, après + 1,2 % en juin). Celle des financements obtenus sur les marchés internes s'est également renforcée (+ 5,6 %, après + 5,0 % en juin), le fort ralentissement des financements monétaires (+ 3,0 %, après + 7,6 % en juin) étant compensé par une accélération des financements obligataires (+ 7,2 %, après + 3,6 % en juin), à la faveur de la baisse des taux d'intérêt à long terme.

3.2.2. Les crédits ¹

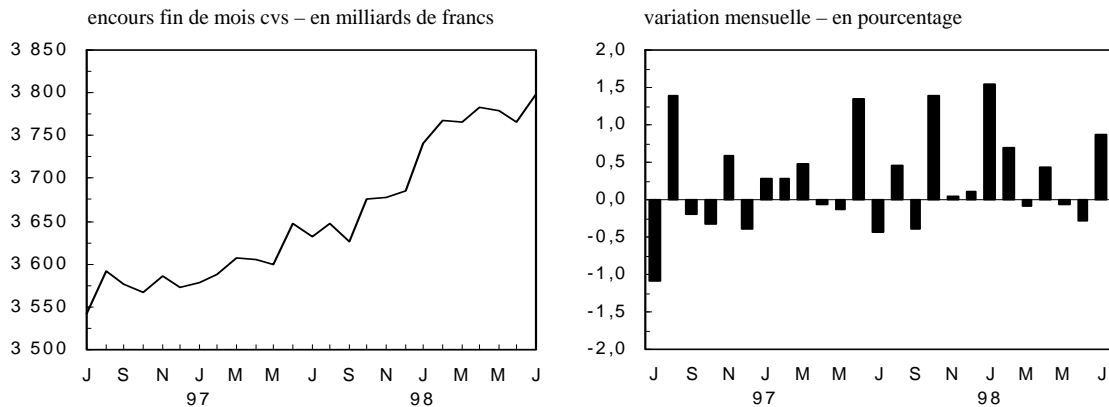


En juillet, les crédits à l'économie ont progressé de 0,3 % (comme le mois précédent), leur encours brut atteignant 6 487,9 milliards de francs.

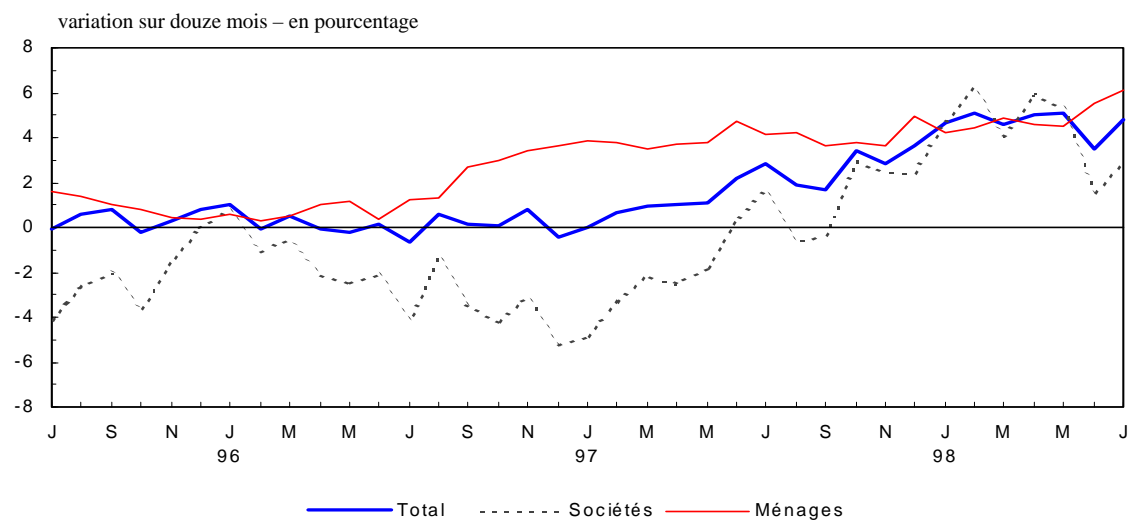
Leur glissement annuel s'est établi à + 2,1 %, après + 1,2 % en juin. On observe notamment une légère accélération de la croissance annuelle des crédits aux ménages (de + 3,7 % en juin à + 4,1 % en juillet) et des sociétés non financières (de + 1,2 % à + 1,9 % d'un mois à l'autre). Les résultats enregistrés d'avril à juillet 1998 marquent clairement une tendance à l'accélération de la distribution de crédit, en liaison avec le maintien d'une progression soutenue de la demande intérieure au deuxième trimestre.

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

CRÉDITS BANCAIRES



Principaux agents bénéficiaires



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

Mise à jour le 8 octobre 1998

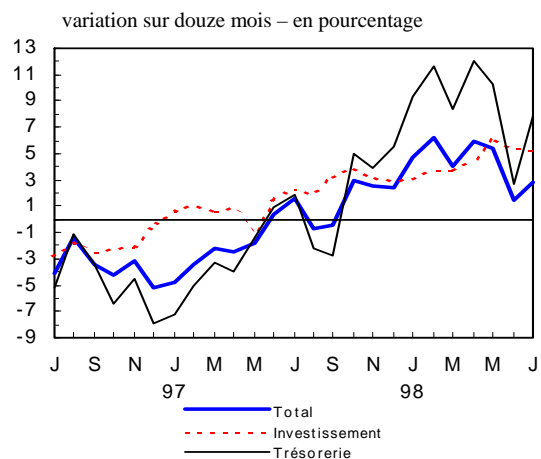
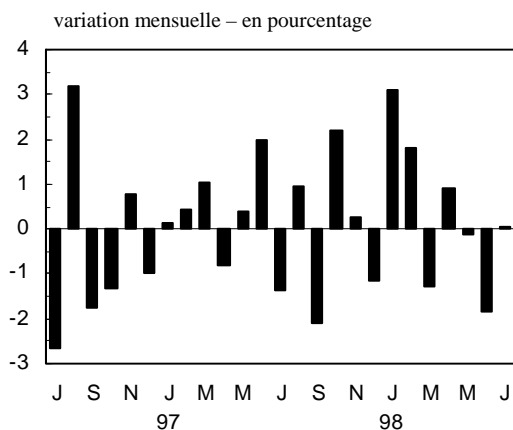
En juillet, les crédits bancaires ont progressé de 0,9 %, après avoir baissé de 0,3 % le mois précédent. Leur encours brut s'est établi à 3 859 milliards de francs.

Leur glissement annuel a atteint + 4,8 %, après + 3,5 % en juin ¹. Les crédits bancaires aux ménages ont conservé un rythme de progression fort soutenu sur un an (+ 6,1 %). Les crédits bancaires aux sociétés non financières se sont accrus de 2,8 % sur douze mois, à fin juillet, en légère accélération par rapport au mois précédent, mais en retrait par rapport aux résultats enregistrés en début d'année.

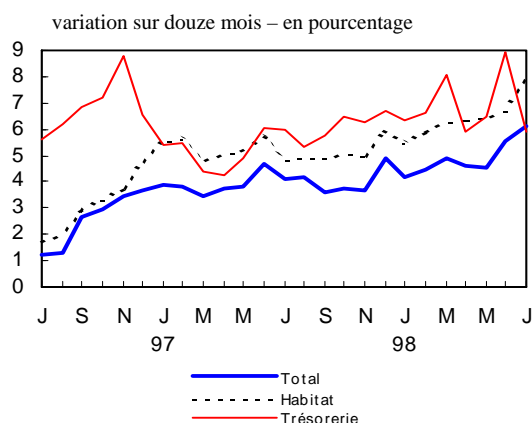
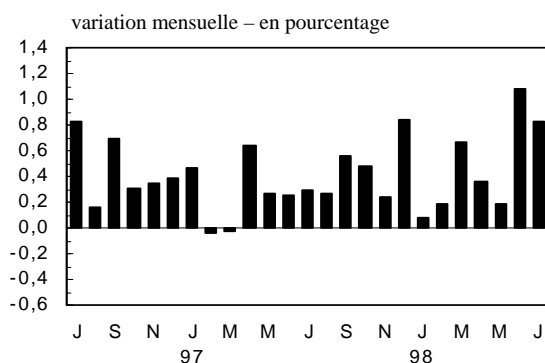
¹ Après correction de l'effet positif induit par la reprise des encours du Crédit national par la BFCE, devenue Natexis Banque

CRÉDITS BANCAIRES PAR AGENTS ET PAR OBJETS

Sociétés



Ménages



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

Mise à jour le 8 octobre 1998

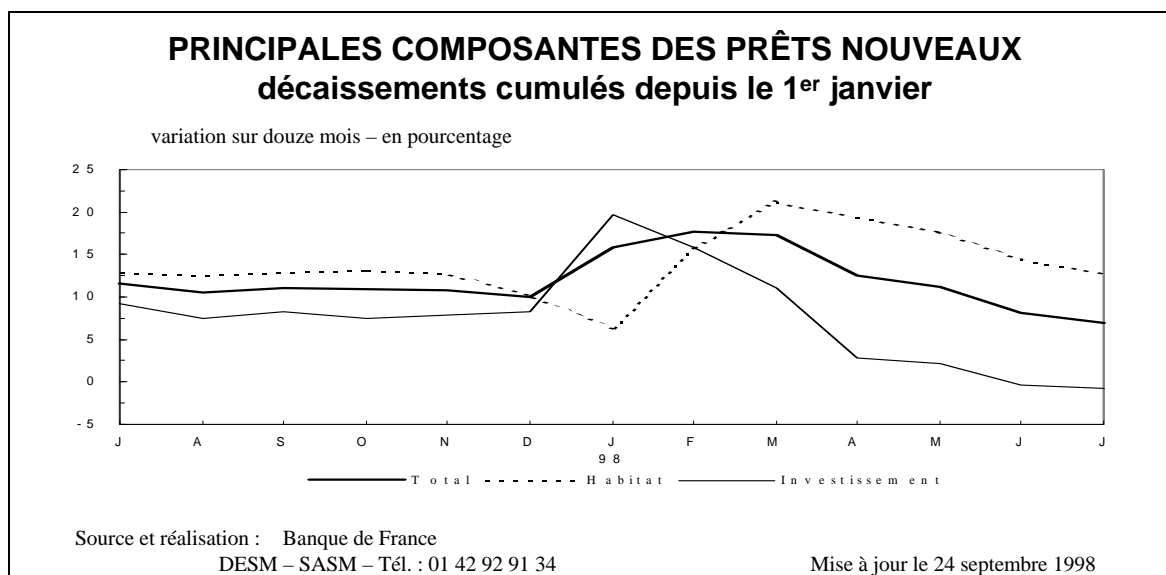
En juillet, les crédits bancaires aux sociétés non financières ont été quasiment stables, après le recul enregistré en juin (-1,8 %). En glissement annuel, la reprise observée en juillet marque surtout la forte progression des crédits de trésorerie (+7,8 %, après +2,6 % en juin). Les crédits à l'investissement ont conservé un taux de croissance annuel soutenu (+5,2 %, après +5,4 % en juin). Parallèlement, on note la nette baisse des encours de créances douteuses (-17,9 milliards de francs en un an, à fin juillet).

Les crédits bancaires aux ménages se sont accrus de 0,8 % en juillet (après +1,2 % en juin). Le caractère dynamique de leur glissement annuel est d'abord le reflet des opérations de financement des dépenses de logement (+7,9 % sur un an). On note, en effet, une nette reprise de l'investissement-logement des ménages sur le premier semestre de 1998. En outre, le crédit à la consommation conserve une croissance soutenue (+5,9 % sur un an), en liaison avec la bonne tenue de la consommation des ménages.

3.2.3. Estimation des prêts nouveaux ¹

PRÊTS NOUVEAUX				
décaissements cumulés depuis le 1^{er} janvier				
<i>(variation sur douze mois – en pourcentage)</i>				
	Total	Habitat	Investissement	Autres prêts
1997				
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
Juin	8,2	14,4	-0,4	11,8
Juillet	6,9	12,8	-0,7	8,7

Source et réalisation : Banque de France
 DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 28
 Mise à jour le 24 septembre 1998



Les prêts nouveaux décaissés au cours des sept premiers mois de l'année 1998 se sont accrus de 6,9 % par rapport à la période correspondante de 1997.

Cette progression globale reste caractérisée par un contraste marqué entre d'une part, la croissance des prêts à l'habitat (+ 12,8 % sur un an pour le flux de janvier à juillet) et d'autre part, la légère baisse des prêts à l'investissement (- 0,7 % sur un an pour le flux de janvier à juillet), notamment imputable au mouvement de désendettement des administrations publiques locales.

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

4. LES MARCHÉS DE CHANGE ET DE L'OR

4.1. L'évolution des principales devises

Le mois de septembre a été marqué par la forte baisse du dollar face aux devises européennes. Les craintes de destitution du président Clinton ont pesé sur la monnaie américaine dans un contexte d'anticipations persistantes de baisse des taux américains. Le 29 septembre, pour la première fois depuis janvier 1996, le Système de réserve fédérale a baissé de 25 points de base le taux cible des fonds fédéraux. Malgré l'assouplissement monétaire décidé le 9 septembre par la Banque du Japon, le yen s'est apprécié vis-à-vis du dollar.

Le **dollar** s'est fortement replié face au deutschemark et au franc (– 5,30 %), vis-à-vis du yen (– 4,15 %), et par rapport au franc suisse (– 4,26 %). Le 25 septembre, il s'est même traité face au deutschemark et au franc français à son plus bas niveau depuis dix-sept mois (1,6610 deutschemark et 5,57 francs).

Divers éléments ont contribué au fort recul de la monnaie américaine :

– la remise du rapport de K. Starr au Congrès, semblant susceptible de permettre l'engagement de la procédure d'*impeachment* du président américain ;

– les anticipations de baisse des taux aux États-Unis, à la suite des déclarations de M. Greenspan selon lesquelles les États-Unis ne pourraient pas rester « un oasis de prospérité » dans un monde qui subit de plus en plus de tensions. Plus tard, il a, en outre, affirmé devant le Sénat que « la détérioration de la situation économique dans plusieurs régions du monde et ses effets sur les marchés financiers américains ont accentué la possibilité que le ralentissement de la croissance aux États-Unis soit plus que suffisant pour contenir l'inflation ». Ces anticipations de baisse des taux ont été validées le 29 septembre avec la décision du Comité fédéral de l'*open market* de baisser de 25 points de base le taux des fonds fédéraux ;

– les propos tenus par M. Rubin dans le magazine *Fortune*. Il s'est déclaré favorable à un yen fort dans l'intérêt de l'Asie, ce qui a laissé penser que les autorités monétaires américaines ne seraient plus attachées à la continuation de leur politique de « dollar fort » ;

– les déclarations de MM. Tietmeyer et Trichet sur l'absence de nécessité de baisse des taux en Europe ;

– les inquiétudes sur l'état de santé du système bancaire américain : sous l'impulsion de la banque de Réserve fédérale de New York, quinze banques internationales ont accepté le 24 septembre de recapitaliser le fonds américain LTCM, dont les fonds propres s'avéraient largement amputés par de fortes pertes.

Le communiqué du G 7 du 14 septembre avait permis au dollar de se raffermir temporairement, en laissant entrevoir aux opérateurs une baisse concertée des taux d'intérêt. Le propos de M. Tietmeyer du 15 septembre, affirmant qu'il ne fallait pas voir dans le communiqué du G 7 une recommandation

générale aux banques centrales pour qu'elles assouplissent leur politique monétaire, a entraîné un rebond du deutschemark.

La crise de confiance sur les pays émergents d'Amérique latine s'est prolongée.

Dans le sillage de la baisse des bourses, le **peso colombien**, le **peso mexicain** et le **real brésilien** se sont repliés face au dollar (vis-à-vis duquel le real a atteint son plus bas niveau historique). La Colombie a été amenée à dévaluer sa monnaie d'environ 5 % et à majorer ses taux (32 % à 38 % pour les taux interbancaires). Le Brésil a augmenté, le 10 septembre, ses taux directeurs afin de contrecarrer la fuite des capitaux, et des rumeurs d'aide que lui apporteraient le FMI et la Banque interaméricaine de développement ont permis au real de se raffermir légèrement. Le **sucre équatorien** a été dévalué le 14 septembre ; si cette décision était attendue (la monnaie était à son plus bas niveau depuis vingt-et-un mois face au dollar), l'ampleur du mouvement a surpris, la nouvelle bande de fluctuation étant élargie à 5 833-6 740, contre 5 175-5 715 précédemment.

La baisse du dollar face aux devises européennes a profité au **yen**, qui s'est négocié le 11 septembre matin à son plus bas niveau depuis avril (129 USD/JPY).

Dans un premier temps, la monnaie japonaise s'était fortement repliée à la suite de rumeurs parues dans la presse nipponne selon lesquelles la Fuji Bank aurait perdu d'importantes sommes sur les marchés dérivés. Cette information a renforcé les craintes des opérateurs sur la fragilité de l'ensemble du secteur bancaire japonais. Le 10 septembre, la Banque centrale a décidé d'assouplir sa politique monétaire en abaissant son taux au jour le jour. Après cette décision, le yen s'est négocié jusqu'à 138,25 USD/JPY.

La monnaie nipponne a aussi pâti du désaccord persistant entre le gouvernement et l'opposition concernant le plan de restructuration bancaire annoncé le 18 septembre. De plus, la filiale de la LTCB, la Japan Leasing Corp., a été déclarée en faillite ; avec 2 180 milliards de yens de dettes, il s'agit de la plus grosse faillite dans l'Archipel depuis 1945. Le yen a, en outre, souffert de la dégradation de la dette à long terme japonaise décidée par Fitch Ibc.

Il a, toutefois, ensuite bénéficié des rapatriements de capitaux japonais en vue de la fin du semestre fiscal le 30 septembre, des prises de profit de banques d'investissements américaines et des dénouements de *yen carry-trade* par des fonds spéculatifs.

La fermeté du yen a permis de stabiliser la situation en Asie du Sud-Est.

Le **baht thaïlandais** s'est raffermi face au dollar à la suite de dénouements de positions longues en dollars, émanant de fonds d'arbitrage américains.

Bien que largement anticipé, l'accord conclu au sein du Club de Paris sur le rééchelonnement d'une partie de la dette indonésienne s'est traduit par une note de fermeté de la **roupie**. En Malaisie, la Banque centrale a instauré un contrôle des changes, fixant le cours du **ringgit** à 3,80 USD/MYR pour une période indéterminée.

Les autorités chinoises ont réitéré leur volonté de ne pas dévaluer le **yuan** et ont ordonné aux entreprises locales de rapatrier avant le 1^{er} octobre les devises placées sur les comptes à l'étranger.

Le **franc français** a enregistré de faibles variations face aux principales devises européennes. Il a progressé de 5,3 % face au dollar, pour s'établir en fin de période à 5,6190 francs.

Divers indicateurs ont confirmé la poursuite d'une croissance saine : le PIB total a progressé de 0,7 % au deuxième trimestre 1998, après une hausse de 0,6 % au premier trimestre, l'acquis de croissance à la fin du mois de juin s'établissant à 2,5 %. L'indice définitif des prix à la consommation s'est élevé à + 0,2 % en août, et + 0,7 % sur un an. La balance commerciale a affiché un excédent de 14,1 milliards de francs en juillet et la balance courante un excédent de 11,15 milliards en juin.

Le **deutschemark** est demeuré stable face aux principales devises du mécanisme de change européen. Les chiffres publiés ont confirmé la décélération de la croissance économique allemande au deuxième trimestre (+ 0,1 % en données cvs, contre + 1,4 % au premier trimestre). Sur un an, la croissance s'établit à 1,7 %.

Le dernier rapport mensuel de la Banque fédérale d'Allemagne a indiqué que les statistiques d'inflation sous-estimaient la réalité, et que l'Allemagne n'était pas entrée dans une période de déflation.

Après s'être traité jusqu'à environ 23 USD/RUB, le **rouble** s'est quelque peu repris pour se négocier, en fin de période, à environ 16 USD/RUB. L'impossibilité de M. Tchernomyrdine à se faire investir par la Douma au poste de Premier ministre a affaibli le rouble, avant que la monnaie russe ne se reprenne à la faveur de la désignation, par M. Eltsine, de M. Primakov au poste de Premier ministre. Ce dernier a ensuite réussi à obtenir le soutien de la Douma. À plusieurs reprises, la Banque centrale russe a suspendu les cotations sur les marchés de change. Elle entendait ainsi éviter que la liquidité qu'elle octroyait aux banques russes (afin de régler leurs dettes interbancaires) ne soit convertie en dollars.

Les devises d'Europe centrale et orientale se sont légèrement appréciées face au dollar, à l'exception de la **hryvnia ukrainienne** dont les marges de fluctuation ont été modifiées et élargies de 1,8-2,25 à 2,5-3,5 USD/UAH.

Le **zloty polonais** s'est apprécié face au dollar, permettant au Comité monétaire polonais de réduire de 0,65 % à 0,5 % le taux de dépréciation graduelle de sa monnaie face à son panier de devises.

En Tchéquie, la Banque centrale a décidé de réduire de 50 points de base son taux de prises en pension à 2 semaines, à 13,5 %. Le léger relâchement de la politique monétaire a été motivé par des chiffres d'inflation meilleurs que prévu (4,9 % pour l'inflation comparée à une cible de 5,5 %-6,5 %) et la récession de l'économie tchèque. En Hongrie, la banque centrale a relevé de 100 points de base ses taux directeurs afin de lutter contre la fuite des capitaux non résidents.

Parallèlement à la baisse du dollar, la **livre sterling** s'est fortement repliée face aux devises européennes. Selon le chancelier de l'Échiquier, Gordon Brown, le risque d'inflation est beaucoup moins aigu. La monnaie britannique a temporairement atteint son meilleur niveau depuis dix mois face au dollar, à 1,71 GBP/USD.

Le **franc suisse** a joué son rôle traditionnel de valeur refuge et s'est fortement apprécié face au dollar. La Banque nationale a été amenée à baisser de 5 points de base son taux de prises en pension (1,20 %), afin de contrecarrer l'appréciation excessive de sa monnaie. Les déclarations du ministre de l'Économie indiquant que la fermeté de la monnaie helvétique constituait une menace pour l'économie du pays, ont entraîné un léger repli du franc suisse. Ce dernier a quelque peu pâti de l'exposition de certaines banques helvétiques aux pertes de LTCM. L'Union des banques suisses a annoncé des pertes trimestrielles importantes liées à ses activités sur les marchés émergents.

La **couroone danoise** s'est raffermie vis-à-vis des autres monnaies européennes (- 2,53 % face au franc français et au deutschemark), en liaison avec des anticipations de hausse supplémentaire des taux danois, après le relèvement décidé le 18 septembre. Elle a aussi bénéficié de la décision par le Comité Ecofin de retenir pour cette monnaie une marge de fluctuation de $\pm 2,25\%$ au sein du mécanisme de change européen II. Le gouverneur de la Banque centrale a, en outre, affirmé que l'Institut d'émission continuerait à limiter l'évolution de la couronne dans une fourchette plus étroite.

La **couroone suédoise** s'est fortement repliée vis-à-vis des autres monnaies européennes, à la suite des incertitudes politiques suscitées par les résultats des élections nationales générales. Les sociaux-démocrates, qui ont remporté les élections, vont être amenés à composer une majorité avec les partis communiste et écologiste susceptibles de mettre en œuvre une politique budgétaire expansionniste et de remettre en cause la possible intégration de la Suède à la monnaie unique.

COURS DE CHANGE À PARIS

(en francs)

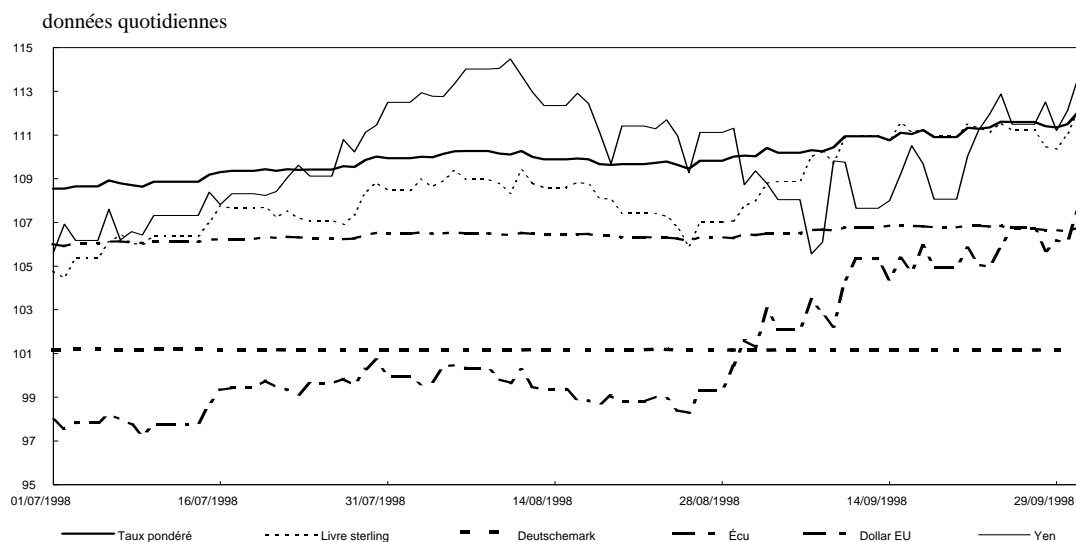
Principales monnaies étrangères à Paris		31 août 1998	30 septembre 1998	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,9335	5,619	- 5,30
Écu privé.....	1 XEU	6,6205	6,6	- 0,31
Allemagne.....	100 DEM	335,32	335,305	0,00
Belgique.....	100 BEF	16,2575	16,2495	- 0,05
Pays-Bas	100 NLG	297,105	297,365	0,09
Danemark	100 DKK	88,06	88,21	0,17
Espagne	100 ESP	3,949	3,9475	- 0,04
Portugal	100 PTE	3,27	3,275	0,15
Irlande.....	1 IEP	8,4165	8,4005	- 0,19
Royaume-Uni	1 GBP	9,89	9,5425	- 3,51
Italie.....	1 000 ITL	3,3935	3,392	- 0,04
Grèce.....	100 GRD	1,9485	1,945	- 0,18
Suède	100 SEK	73,315	71,46	- 2,53
Finlande.....	100 FIM	110,195	110,11	- 0,08
Autriche.....	100 ATS	47,655	47,671	0,03
Norvège	100 NOK	75,14	75,75	0,81
Suisse.....	100 CHF	408,08	405,09	- 0,73
Japon.....	100 JPY	4,17765	4,13555	- 1,01

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 30 septembre 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.

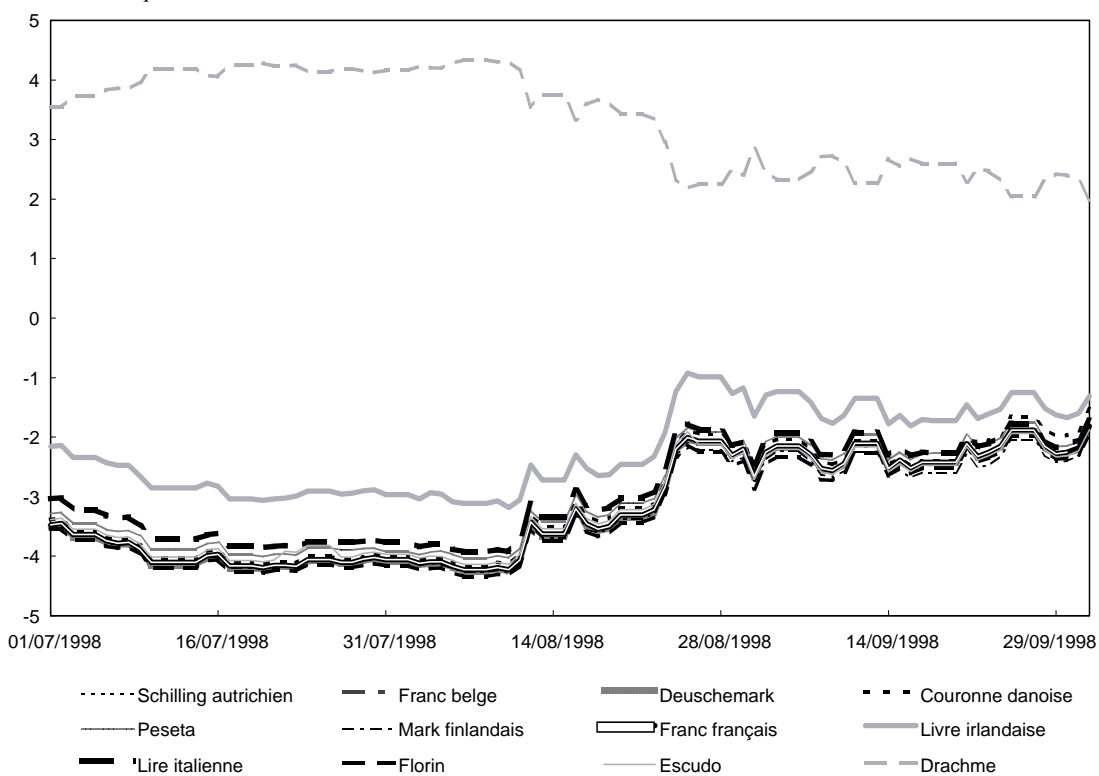
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 5 octobre 1998

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE

données quotidiennes



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

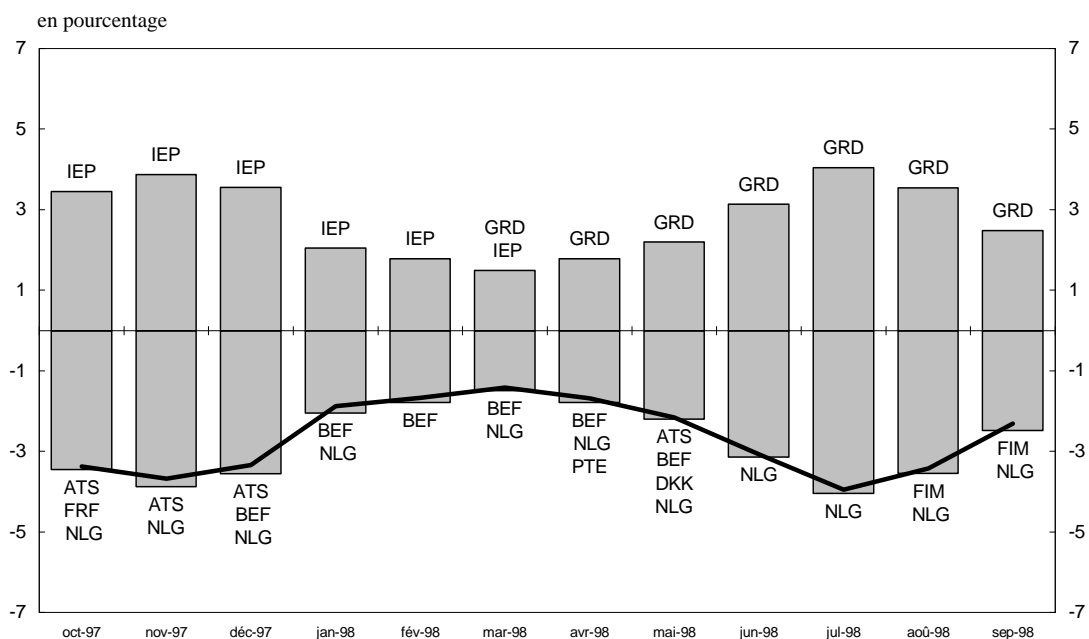
À partir de cette valeur sont alors déterminés les écarts à la médiane de chacune des monnaies participantes et leurs positions relatives : une augmentation de l'écart positif enregistré par une monnaie (ou la diminution de l'écart négatif qu'elle supporte) indique alors une amélioration de la position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

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

Mise à jour le 5 octobre 1998

En septembre, la situation des monnaies à l'intérieur de la bande communautaire a, dans l'ensemble, relativement peu évolué. La drachme a maintenu sa position en tête du Système. Le franc français est resté situé au-dessus du deutschemark, 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 lesquelles elles sont restées en position extrême au sein du SME. Les devises dont l'écart positif moyen est le plus important apparaissent dans la partie supérieure de la figure ; à l'inverse, celles dont l'écart négatif moyen est le plus important sont mentionnées dans la partie inférieure. Les devises sont représentées par leur code ISO, à savoir :
 ATS, schilling autrichien ; BEF, franc belge ; DEM, deutschemark ; DKK, couronne danoise ;
 ESP, peseta ; FIM, mark finlandais ; FRF, franc français ; GRD, drachme ; IEP, livre irlandaise ;
 ITL, lire italienne ; NLG, florin ; PTE, escudo.

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

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

Mise à jour le 5 octobre 1998

À l'intérieur de la bande communautaire, la drachme a enregistré en septembre l'écart positif moyen le plus important, et elle est restée durant toute la période en opposition avec le florin et le mark finlandais. Globalement, l'écart a continué de se réduire.

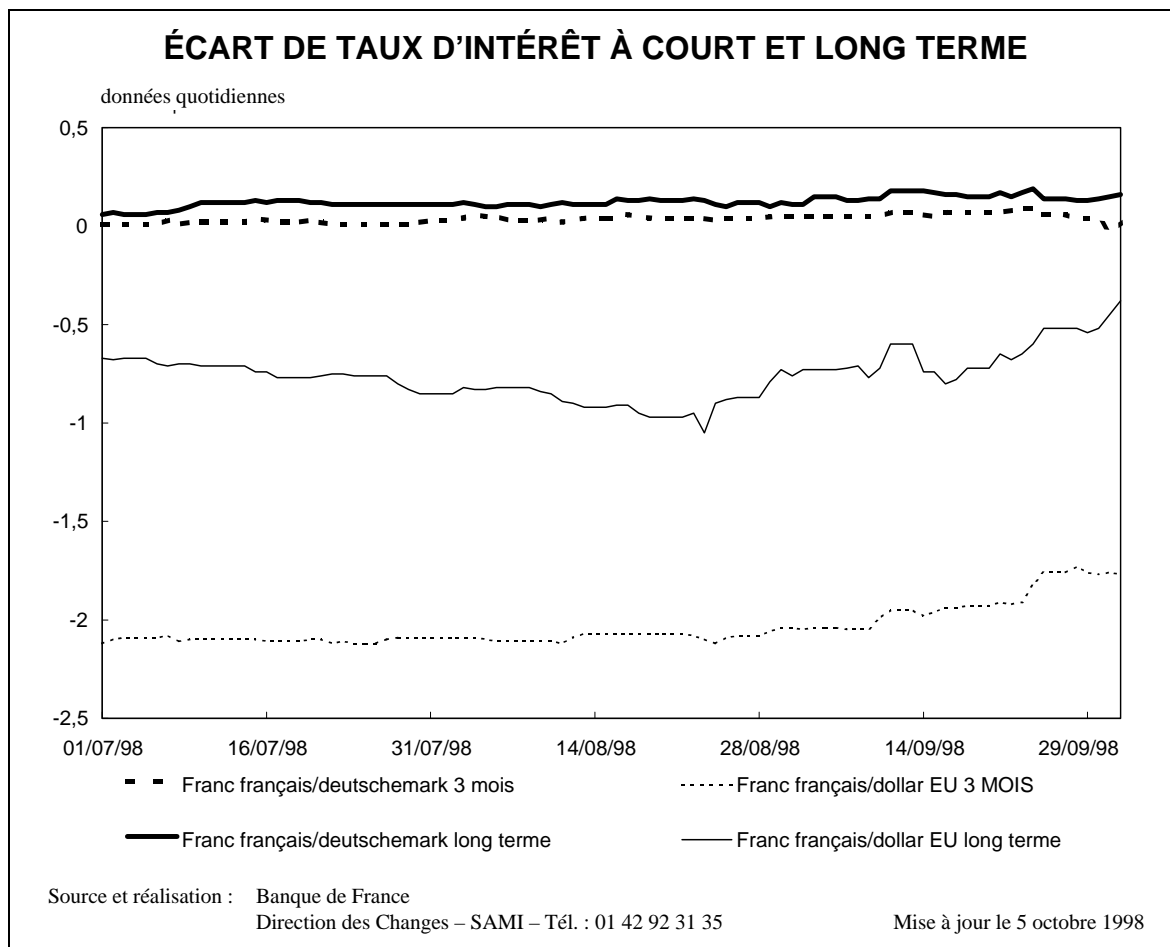
TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

(en pourcentage)

	1 mois		3 mois	
	31 août 1998	30 septembre 1998	31 août 1998	30 septembre 1998
Dollar	5,54	5,27	5,54	5,25
Livre sterling	7,625	7,38	7,5625	7,305
Deutschemark	3,39	3,41	3,43	3,48
Franc suisse	1,4375	1,33	1,5	1,49
Franc français	3,44	3,45	3,48	3,48

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

Mise à jour le 30 septembre 1998



L'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne s'est maintenu aux alentours de zéro durant quasiment tout le mois de septembre. De son côté, l'écart négatif entre taux français et américains s'est sensiblement réduit, en liaison avec la détente des taux à court terme aux États-Unis.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart de taux entre la France et l'Allemagne est resté pratiquement stable. L'écart négatif entre taux français et américains, de son côté, s'est nettement réduit, la baisse des taux ayant été plus accentuée aux États-Unis qu'en France.

4.2. Le marché de l'or

Le cours au comptant de l'or s'est quelque peu repris pendant le mois de septembre, puisqu'il a évolué entre 278,6 dollars et 297 dollars l'once, soit un niveau supérieur de 25 dollars au plus bas cours de l'année atteint en août. Le métal fin a commencé à retrouver au moins partiellement son statut de valeur refuge, en raison de l'aggravation de la situation financière mondiale. Le cours de l'or a également bénéficié de déclarations de la Banque de France soulignant que l'Institut d'émission français n'avait pas l'intention de vendre de l'or et que cette politique était également celle des pays possédant les réserves les plus importantes. Dans ce cadre, l'annonce de la vente de 9,5 tonnes d'or par la Banque centrale du Luxembourg et de 31 tonnes par la Banque centrale tchèque n'a pas particulièrement pesé sur les cotations du métal fin.

Les taux de dépôts ont enregistré une évolution heurtée : ils ont dans un premier temps nettement reculé, le taux à 1 mois baissant provisoirement jusqu'à 0,15 %, avant de progresser à nouveau, pour atteindre 1,10 % en fin de mois.

COURS DE L'OR			
	31 août 1998	30 septembre 1998	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	53 000,00	53 600,00	1,13
Lingot (le kg).....	54 200,00	54 700,00	0,92
<i>Pièces</i>			
Napoléon	315,00	318,00	0,95
Vreneli	320,00	318,00	- 0,63
Union latine	313,00	318,00	1,60
Souverain.....	430,00	427,00	- 0,70
20 dollars	2 920,00	3 040,00	4,11
Peso mexicain.....	2 040,00	2 010,00	- 1,47
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	273,40	293,85	7,48
Source et réalisation : Banque de France		Mise à jour le 30 septembre 1998	
Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31			

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

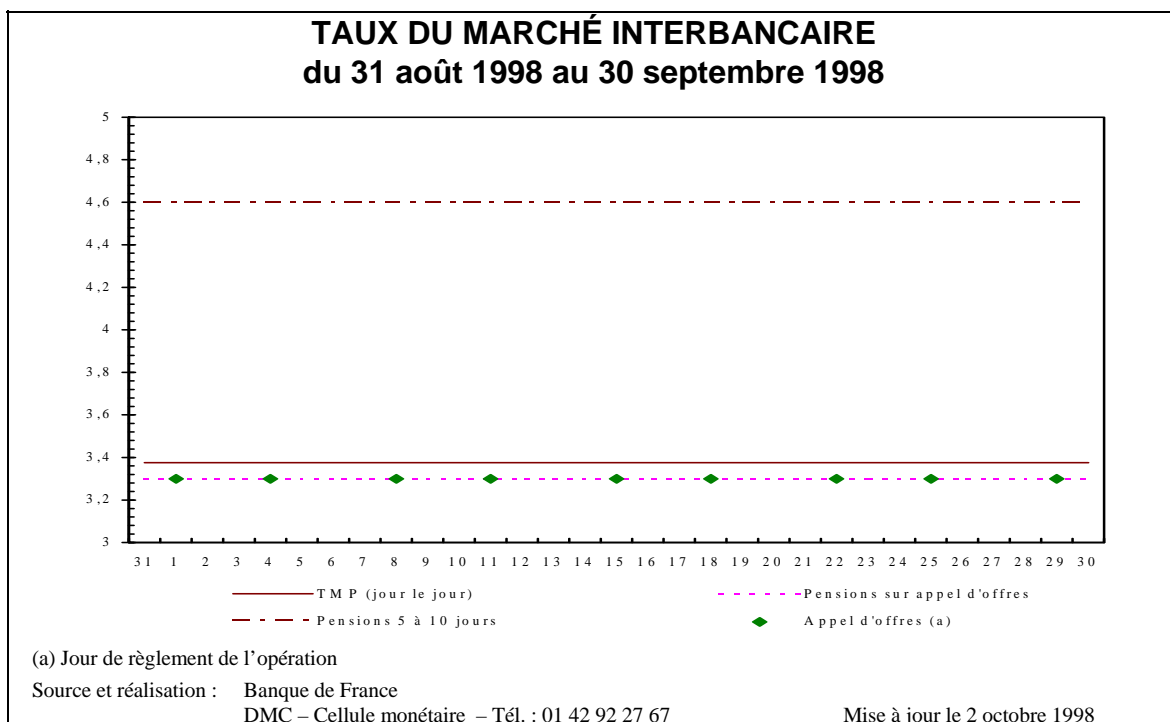
Les évolutions engagées sur les marchés de capitaux depuis le début du mois d'août se sont poursuivies au cours du mois de septembre : les taux d'intérêt ont continué de se détendre — légèrement pour les taux courts, plus nettement pour les taux longs —, cependant la plupart des marchés d'actions s'inscrivaient à nouveau en fort recul.

Les taux courts se sont légèrement détendus, tant sur le marché au comptant que sur le marché à terme. Cette évolution a été favorisée par des statistiques satisfaisantes en matière d'inflation et par le renforcement des anticipations en faveur d'un scénario de convergence des taux courts européens vers des niveaux proches de ceux des pays du cœur de la zone euro. Si la faiblesse des marchés boursiers et l'aggravation de la crise au Japon comme en Amérique du Sud ont également alimenté des anticipations d'un assouplissement monétaire dans les pays développés, celles-ci se sont principalement manifestées aux États-Unis, avant d'être confirmées par la décision du Système de réserve fédérale de ramener, le 29 septembre, son objectif pour le taux des fonds fédéraux (*Fed Funds*) de 5,50 % à 5,25 %. En Europe, les opérateurs ont, en revanche, continué d'anticiper une stabilité des taux directeurs des pays du cœur de la zone euro d'ici à la fin de l'année.

Les taux à long terme ont encore nettement baissé, dans un contexte financier propice aux phénomènes de report vers des actifs sûrs. Le rendement de l'emprunt d'État français à 10 ans s'est détendu de 30 points de base sur le mois, atteignant 4,05 % le 30 septembre. Si la décre des taux longs a été d'une ampleur équivalente dans les pays de la future zone euro, elle a été beaucoup plus marquée aux États-Unis, où le taux de l'emprunt phare à 10 ans s'est détendu de 60 points de base, ressortant à 4,57 % le 30 septembre.

Les grandes places boursières européennes se sont inscrites à nouveau en net repli, en particulier à Paris où l'indice CAC 40 a perdu 12,4 % sur la période, pour clôturer à 3 198 points le 30 septembre, contre 3 652 points le 31 août. Cette nouvelle dépréciation des actifs boursiers a résulté, dans une large mesure, de l'affaiblissement du dollar et de l'aggravation de la crise dans les pays émergents et au Japon.

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

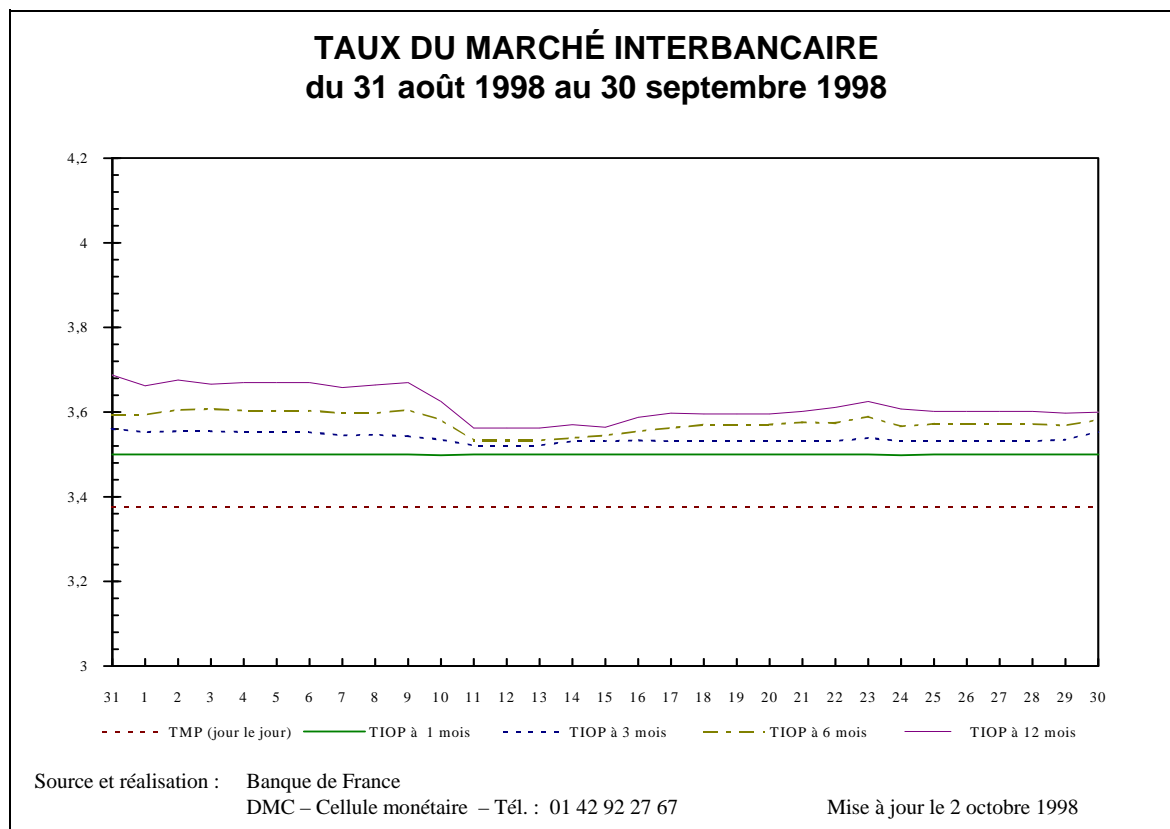


Le loyer au jour le jour est resté stable tout au long du mois de septembre dans une fourchette de 3 5/16 %-3 7/16 %.

Les réserves obligatoires constituées au cours de la période allant du 16 août au 15 septembre se sont établies à 21,8 milliards de francs (dont 16,7 milliards sous forme d'encaisses en billets) pour une moyenne requise de 21 milliards.

ÉVOLUTION EN MOYENNE MENSUELLE DES FACTEURS AGISSANT SUR LA LIQUIDITÉ DES BANQUES			
	<i>(en milliards de francs)</i>		
	Août 1998	Septembre 1998	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	- 267,1	- 261,2	5,9
RÉSERVES OBLIGATOIRES (a)	- 5,2	- 5,6	- 0,4
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	203,4	210,4	7,0
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	7,9	6,8	- 1,1
DIVERS	- 1,1	- 2,3	- 1,2
TOTAL	- 62,1	- 51,9	10,2
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres	39,4	39,0	- 0,4
– Autres pensions	8,1	2,3	- 5,8
– Bons du Trésor achetés ferme	18,2	17,4	- 0,8
– Opérations d'escompte net	0,0	0,0	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	- 3,6	- 6,8	- 3,2
TOTAL	62,1	51,9	- 10,2
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 2 octobre 1998			

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



Les taux du marché interbancaire se sont légèrement détendus sur les échéances au-delà de 3 mois. La courbe des rendements s'est ainsi de nouveau aplatie, au point de marquer, en fin de période, un profil quasiment étale du 1 mois au 1 an.

Au cours de la première semaine, les taux courts n'ont guère varié. Si le marché a peu réagi à la confirmation de la reprise de la croissance en France (+0,7 % au deuxième trimestre 1998), il a, en revanche, bénéficié du renforcement des anticipations en faveur d'un scénario de convergence des taux courts des pays de la future zone euro vers les niveaux actuellement en vigueur en France et en Allemagne.

Du 9 au 11 septembre, la détente des taux courts s'est accentuée sous l'effet de plusieurs facteurs :

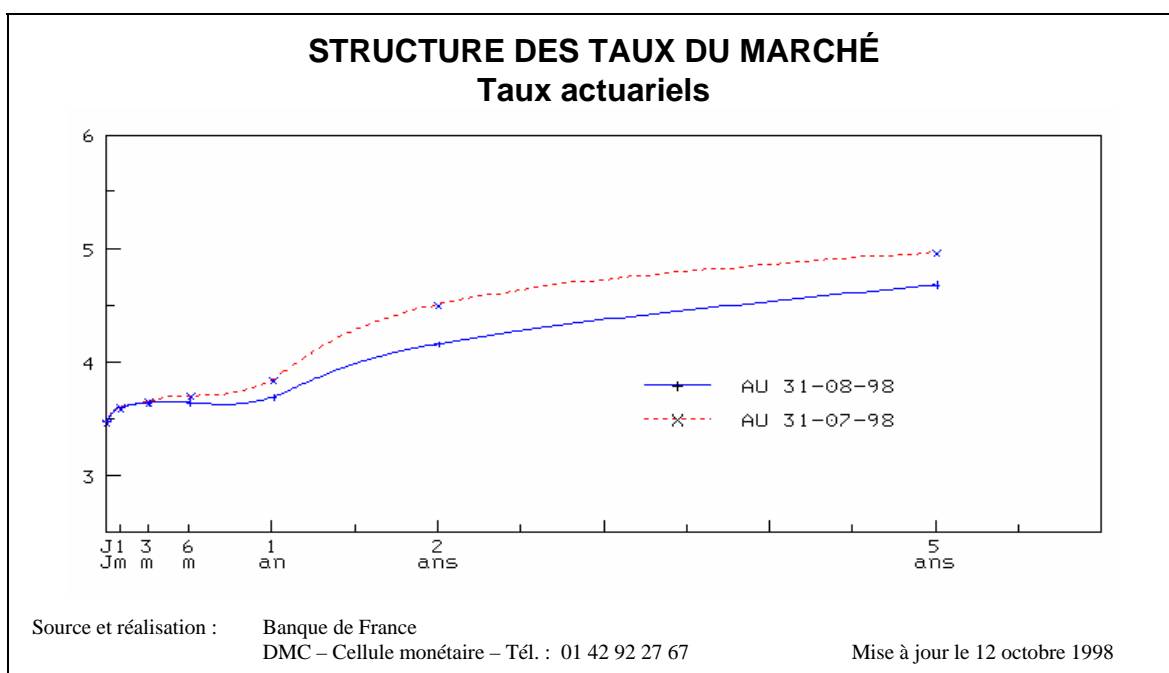
- l'apparition d'anticipations d'un assouplissement monétaire dans les pays développés, en réponse aux risques de ralentissement de la croissance économique liés à la crise des pays émergents. Les propos du président du Système de réserve fédérale, mettant en relation les moins bonnes perspectives économiques d'une part, et le niveau réduit des risques inflationnistes d'autre part, ont particulièrement retenu l'attention ;
- des statistiques favorables en matière d'inflation (indice provisoire des prix à la consommation en hausse de 0,2 % en France pour le mois d'août et de 0,7 % en glissement annuel) ;
- un nouveau mouvement de « fuite vers la qualité » (afflux de liquidité en provenance des grandes places boursières, les difficultés financières en Europe de l'Est et en Amérique latine semblant en être la principale cause).

Au cours de la seconde quinzaine de septembre, les marchés de taux courts ont, en revanche, marqué une phase de consolidation. Celle-ci a reflété la conviction croissante des opérateurs que les taux directeurs des pays du cœur de la zone euro resteraient stables jusqu'à la fin de l'année, à la suite notamment de déclarations de plusieurs banquiers centraux européens excluant tout risque de déflation et jugeant le niveau actuel des taux en France et en Allemagne approprié au contexte économique.

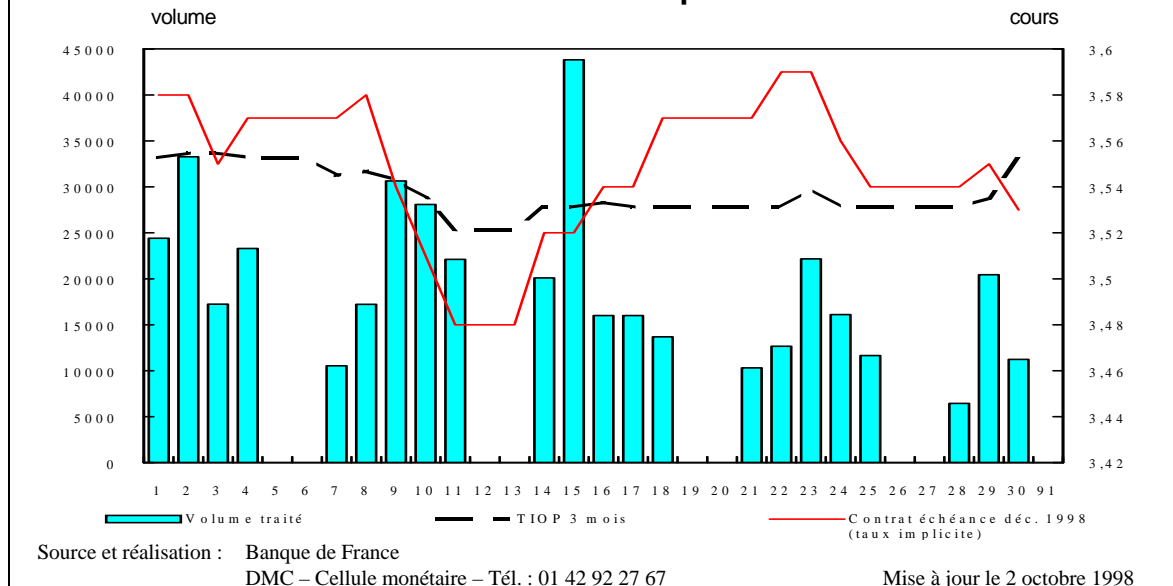
Ni l'abaissement de l'objectif du taux au jour le jour de la Banque du Japon (de 0,5 % à 0,25 %), le 9 septembre, ni le resserrement de la politique monétaire au Danemark (hausse du taux d'escompte, de 3,75 % à 4,25 %), non plus que l'assouplissement monétaire aux États-Unis (baisse de l'objectif du taux des fonds fédéraux, de 5,5 % à 5,25 %, le 29 septembre) n'ont entraîné de mouvement notable sur les taux courts européens.

Les taux implicites des contrats Pibor ont suivi une évolution sensiblement analogue à celle du taux à 3 mois au comptant, avec toutefois une détente de plus grande amplitude sur les deux premières échéances. Le taux implicite du contrat échéance mars 1999 est ainsi passé de 3,58 % le 30 août à 3,43 % le 30 septembre, tombant à un niveau inférieur au taux implicite du contrat échéance décembre 1998 (3,53 % le 30 septembre) et au taux 3 mois au comptant (3,50 % le 30 septembre).

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES			
	31 août 1998	30 septembre 1998	Variation
TIOP à 1 mois.....	3,50000	3,50000	0,00000
TIOP à 3 mois.....	3,56054	3,55273	- 0,00781
TIOP à 6 mois.....	3,59375	3,58203	- 0,01172
TIOP à 1 an.....	3,68750	3,59960	- 0,08790
Taux à 2 ans.....	4,16000	3,98000	- 0,18000
Taux à 5 ans.....	4,68000	4,34000	- 0,34000



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



5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de septembre, le Trésor a procédé à l'adjudication de 76,6 milliards de francs de bons du Trésor (58,6 milliards de francs de BTF et 18 milliards de francs de BTAN).

L'encours total de bons du Trésor en circulation s'élevait au 30 septembre à 1 370,1 milliards de francs, contre 1 383,1 milliards le mois précédent.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXE									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis- sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués		Taux actuariel annuel moyen	Taux inter- bancaire (f)
					(d)	(e)			
7 sept. 1998	BTF	26 sem.	19 279	4 236	232	3,45	3,46	3,53	3,68
14 sept. 1998	BTF	13 sem.	48 979	12 939	1 009	3,38	3,39	3,48	3,63
14 sept. 1998	BTF	50 sem.	16 677	4 003	27	3,44	3,45	3,49	3,57
17 sept. 1998	BTAN 4,0 %	2 ans	22 700	4 470	0	100,73	100,72	3,57	4,08
17 sept. 1998	BTAN 4,5 %	5 ans	22 645	10 811	2 061	103,17	102,97	3,76	4,47
17 sept. 1998	BTAN ÉCUS	2 ans	1 673	612	62	100,20	100,06	3,65	4,08
21 sept. 1998	BTF	13 sem.	51 913	12 754	859	3,38	3,39	3,48	3,63
21 sept. 1998	BTF	28 sem.	23 050	5 284	280	3,44	3,45	3,52	3,66
28 sept. 1998	BTF	13 sem.	55 916	11 867	978	3,38	3,39	3,47	3,63
28 sept. 1998	BTF	48 sem.	17 734	4 056	85	3,43	3,50	3,49	3,59

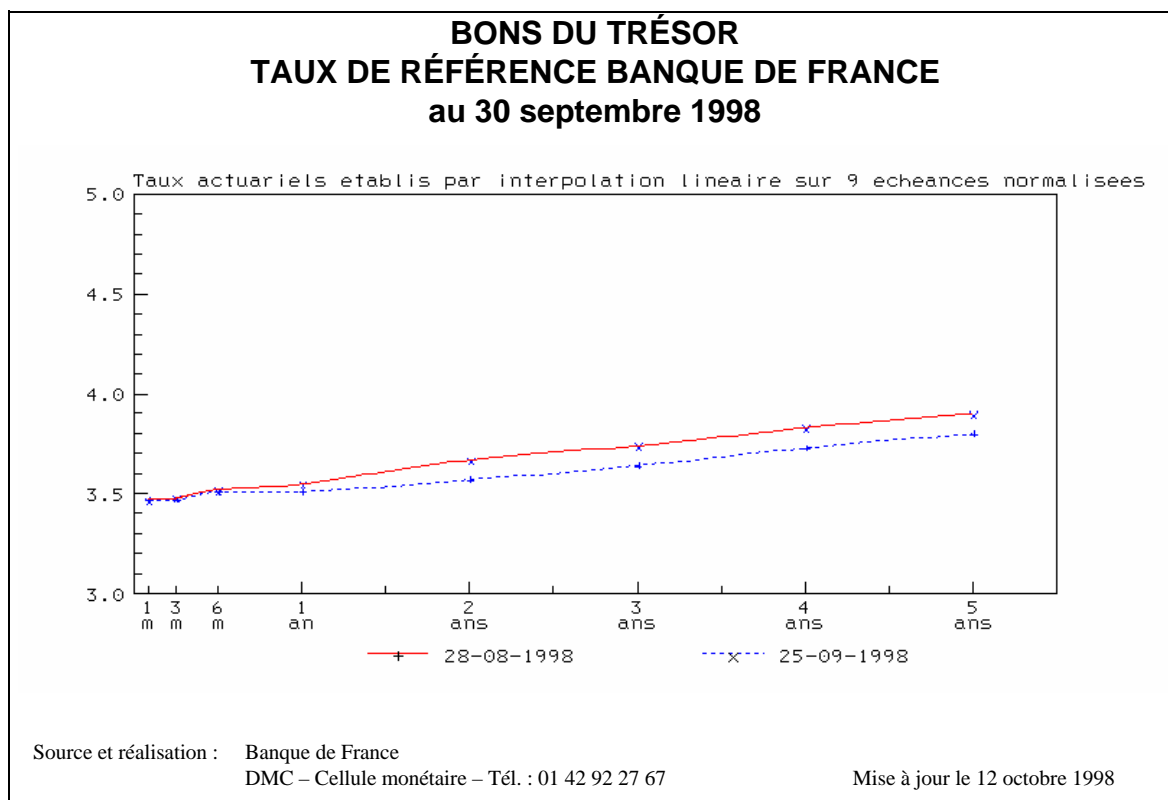
(a) Date d'adjudication
(b) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés ; BTAN : Bons du Trésor à intérêts annuels
(c) En millions de francs, ou en millions d'écus pour les bons émis en écus
(d) Montants additionnels au taux moyen réservé aux spécialistes en valeurs du Trésor (adjudications 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 – SAGTI – Tél. : 01 42 92 55 99
Réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 2 octobre 1998

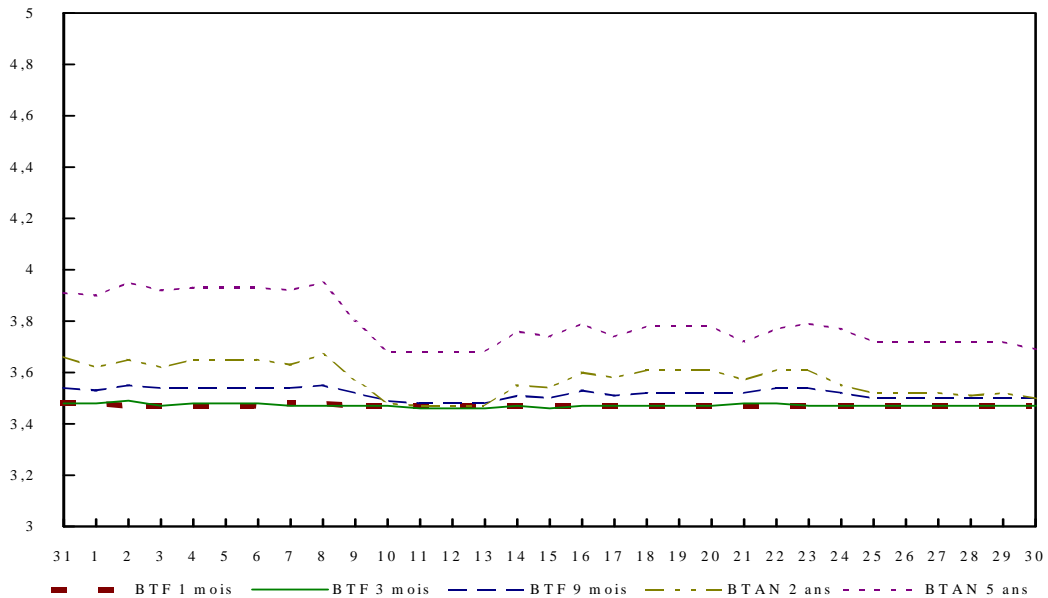
Entre les dernières adjudications des mois d'août et de septembre, les taux à l'émission se sont très légèrement détendus sur les BTF 13 semaines (de 3,48 % à 3,47 %) et sur les BTF 28 semaines (de 3,54 % à 3,52 %). La détente des rendements à l'émission a été, en revanche, beaucoup plus marquée pour les BTAN 2 ans et 5 ans. D'un mois à l'autre, celle-ci atteint 25 points de base pour les premiers (de 3,82 % à 3,57 %) et 37 points de base pour les seconds (de 4,13 % à 3,76 %).

Marché secondaire



Les taux des bons du Trésor se sont détendus sur toutes les échéances supérieures à 6 mois et il en est résulté un nouvel aplatissement notable de la courbe des rendements. Celle-ci est ainsi devenue pratiquement plate du 1 mois au 2 ans. De même, l'écart de rendement entre le 3 mois et le 5 ans est passé de 41 points de base à 25 points de base d'un mois à l'autre.

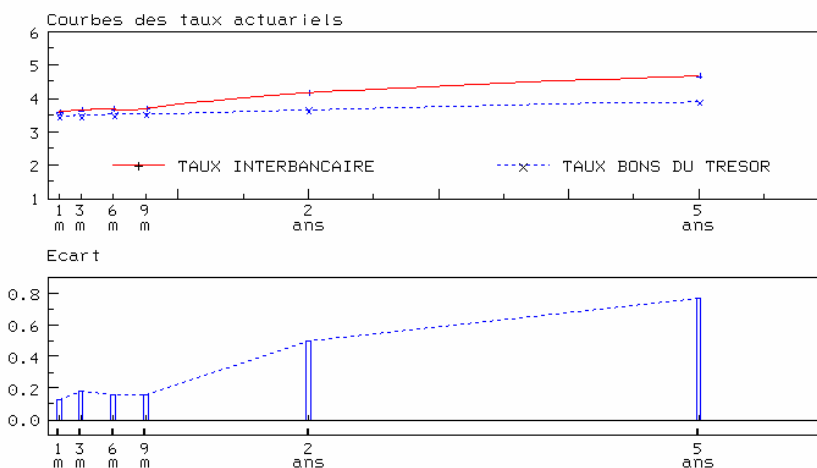
TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 31 août 1998 au 30 septembre 1998



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

Mise à jour le 2 octobre 1998

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

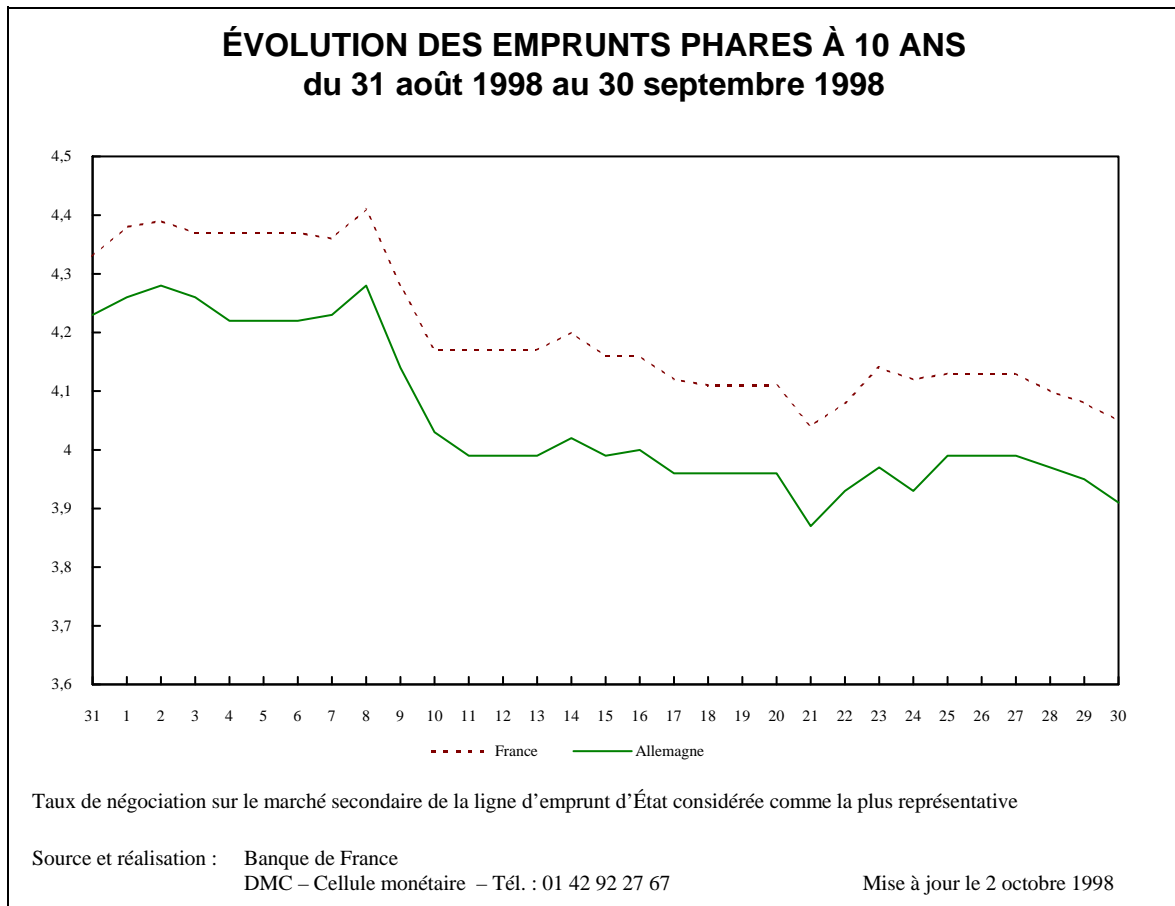


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 2 octobre 1998

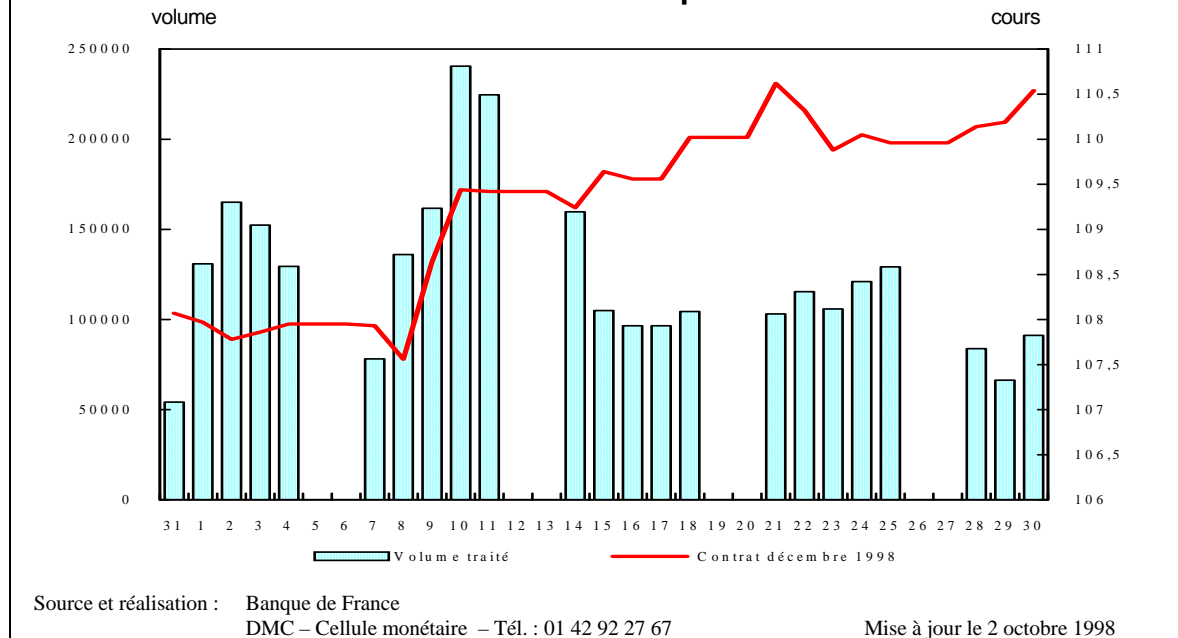
Les écarts de rendements entre les taux des bons du Trésor et ceux du marché interbancaire sont restés stables sur la période.

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notional



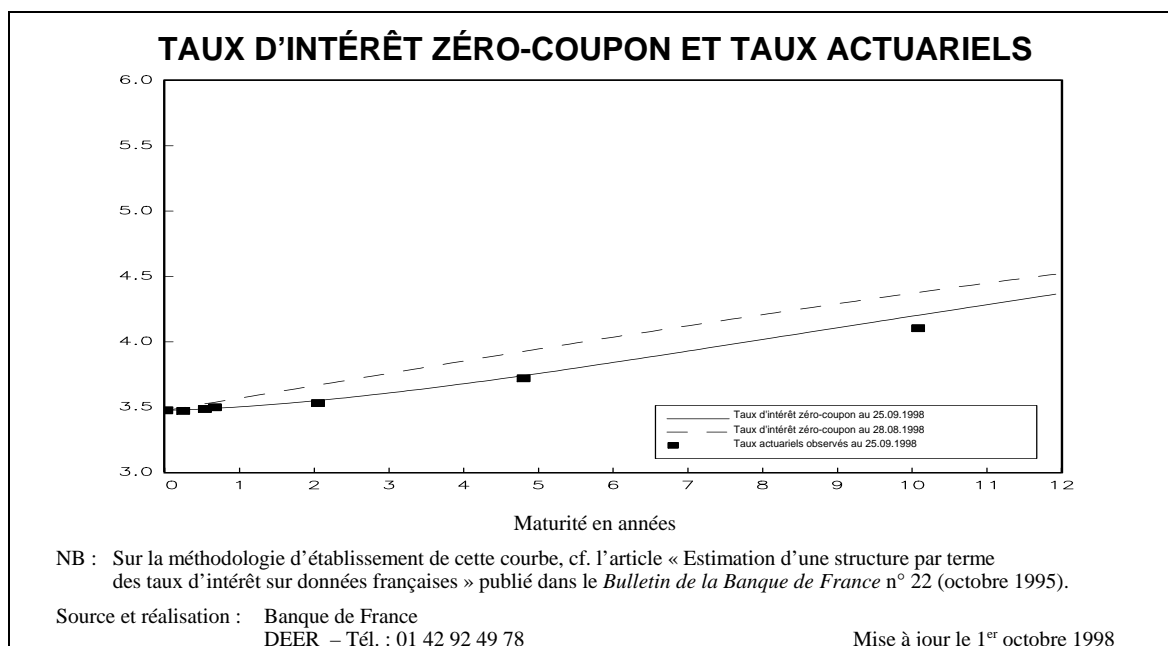
Les marchés obligataires des pays occidentaux ont continué au mois de septembre de bénéficier de leur statut de valeurs refuges dans un contexte marqué par une aggravation des inquiétudes sur la crise des pays émergents et ses conséquences sur la croissance économique mondiale. Ils ont également bénéficié, en fin de période, de la réapparition d'anticipations d'assouplissement monétaire, en particulier aux États-Unis, et de la dégradation des marchés d'actions. Dans ce contexte, les taux à 10 ans se sont encore fortement détendus sur le marché obligataire américain comme sur les marchés allemand et français où ils ont atteint de nouveaux plus bas niveaux historiques. Alors qu'il avoisinait au début septembre 4,40 %, le rendement de l'OAT avril 2008 a ainsi touché le seuil des 4 % en fin de mois.

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



Au cours du mois de septembre, les volumes sur les marchés à terme ont de nouveau progressé, dans un contexte marqué par une nette augmentation de la volatilité implicite des contrats de taux longs.

Sur le Matif, la moyenne des transactions quotidiennes sur le contrat notionnel a atteint plus de 130 000 lots, soit une progression de près de 29 % par rapport au mois précédent (après + 40 % en août).



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

(arrêtée au 8 octobre)

Au début du mois d'octobre, les taux courts ont continué de se détendre à des degrés divers. Cette évolution a surtout concerné les taux des échéances supérieures à 3 mois ainsi que les taux anticipés ressortant des cotations des contrats de *futures*. C'est ainsi que les taux implicites des échéances décembre 1998 et mars 1999 du contrat Pibor ont cédé respectivement 8 points de base et 14 points de base par rapport au 30 septembre, pour s'établir le 8 octobre à 3,45 % et 3,28 %.

Sur le compartiment obligataire, les taux ont poursuivi, dans un premier temps, leur détente, le rendement de l'emprunt d'État à 10 ans s'inscrivant à un nouveau plus bas niveau historique, de 3,94 % du 2 au 7 octobre. Toutefois, le 8 octobre, ce rendement remontait à 4,18 %, dans un contexte marqué par un net regain de volatilité et un repli généralisé des marchés obligataires occidentaux, en liaison, notamment, avec le brutal retournement à la baisse du taux de change du dollar contre yen.

5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est élevé à 1 324,1 milliards de francs à la fin du mois de septembre, contre 1 307 milliards à fin août. Cet accroissement est commun à l'ensemble des titres courts. L'encours des certificats de dépôt progresse de 9,6 milliards de francs, celui des billets de trésorerie gagne 6,8 milliards et celui des bons des institutions et sociétés financières augmente de 1,4 milliard. À l'inverse, du fait d'un marché globalement peu actif, l'encours des bons à moyen terme négociables se rétracte de 700 millions de francs.

Les taux de rendement à l'émission des titres émis sur une durée inférieure ou égale à un an sont restés, dans l'ensemble, à des niveaux très proches de ceux observés à la fin du mois précédent. Sur le marché des billets de trésorerie, une légère décreue des rémunérations a toutefois été observée sur l'ensemble des échéances. Sur celui des BMTN, les taux ont également enregistré une baisse assez sensible tout au long du mois de septembre.

Dans un contexte caractérisé par des taux à long terme à leur plus bas niveau historique, le montant des émissions obligataires réglées en septembre a légèrement progressé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte d'une augmentation du volume des emprunts de l'État, qui a ouvert une ligne d'OAT indexée sur l'inflation (24 milliards de francs).

5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

Certificats de dépôt (CDN)

L'encours des certificats de dépôt s'établissait, en données provisoires, à 637,4 milliards de francs le 25 septembre, contre 627,8 milliards le 28 août et 601,5 milliards le 31 juillet.

Les émissions réalisées au cours du mois de septembre ont atteint 307,9 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 296,6 milliards en août et 428,5 milliards en juillet (respectivement 298,2 milliards, 270,3 milliards et 453,1 milliards, pour les tombées).

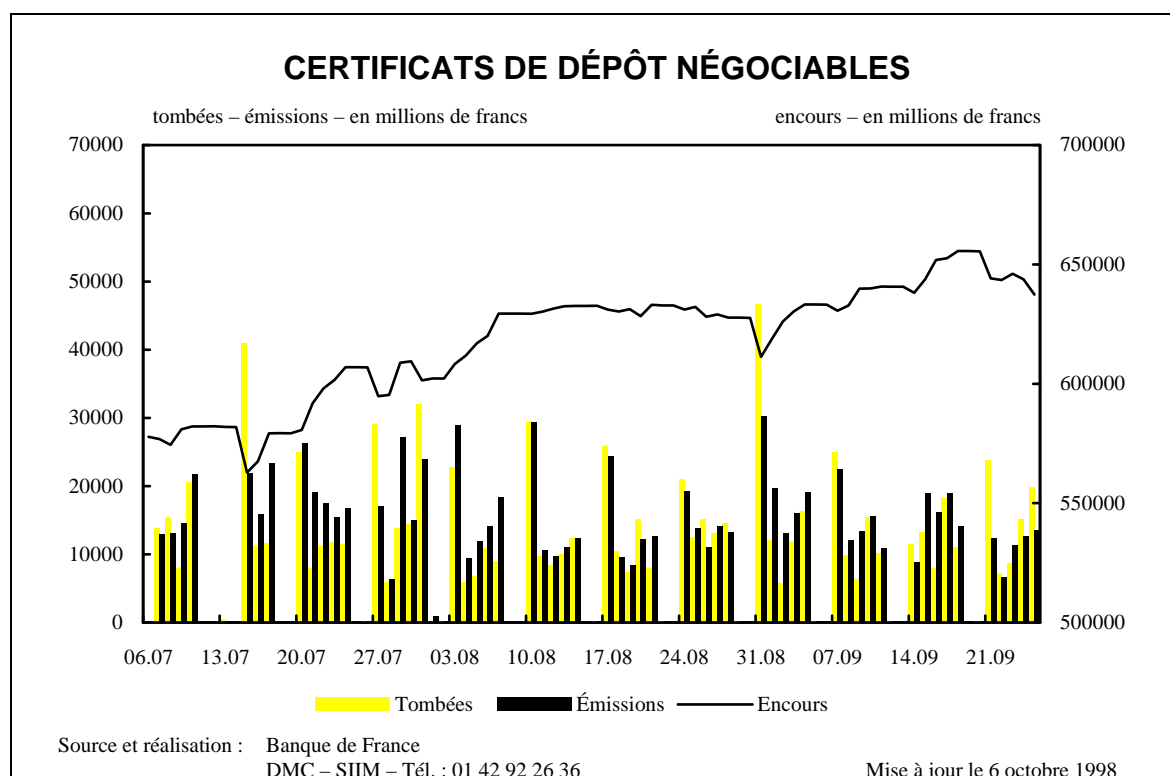
Douze émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs au cours du mois sous revue : la Société générale (3,1 milliards), le Crédit lyonnais (2,9 milliards), ABN Amro Bank (2,8 milliards), Natexis Banque (2,3 milliards), la Caisse centrale des caisses d'épargne (2,2 milliards), Sofaxbanque (2 milliards), Morgan Guaranty Trust et la Banque fédérative du crédit mutuel (1,5 milliard chacune), la BRED-Banque populaire (1,4 milliard), ING Bank NV et la Caisse nationale de crédit agricole (1,3 milliard chacune) et la Caisse centrale du crédit mutuel (1,2 milliard). À l'opposé, huit établissements ont réduit leur encours d'au moins ce même seuil : la Caisse des dépôts et consignations (6,5 milliards de francs), Paribas SA (2,2 milliards), Westdeutsche Landesbank (France) SA ainsi que le Crédit industriel et commercial (1,5 milliard chacun), la Deutsche Bank (1,4 milliard), Abbey National Treasury Services PLC et Commerzbank AG (1,2 milliard chacune) et enfin la Société générale alsacienne de banque (1 milliard).

La répartition des émissions du mois selon les types de *souscripteurs* a très peu varié par rapport aux deux mois précédents. Les souscriptions des établissements de crédit ont représenté 31,8 % du

montant total d'émission, précédant celles des sociétés et entreprises individuelles (29,7 %), des OPCVM (18,3 %) et des assurances, caisses de retraite et mutuelles (12,5 %).

La distribution des plages de *durées à l'émission* s'est modifiée, sans que cela traduise toutefois des changements de tendance significatifs. La part des émissions réalisées à moins d'un mois a augmenté de plus de 6 points, pour atteindre 28,4 % de la production, contre 21,6 % pour le mois précédent, ainsi que celle se rapportant aux durées comprises entre trois mois et six mois, qui a augmenté de plus de 8 points (33,7 %, contre 25,4 % en août). Ces progressions se sont effectuées au détriment de la tranche comprise entre un mois et trois mois, qui recule de plus de 12 points (36,4 % du montant total d'émission, contre 49,0 % en août), et de celles se rapportant aux opérations réalisées au-dessus de six mois, qui ont recueilli 1,5 %, contre 4,0 % le mois précédent.

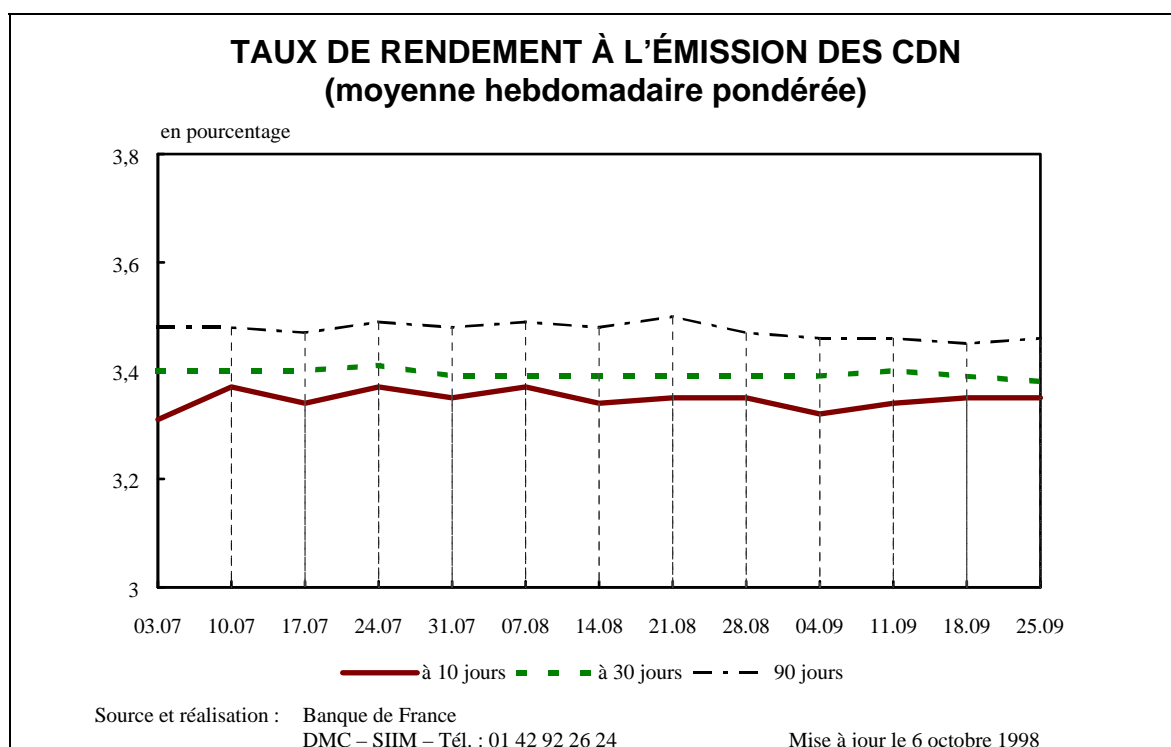
Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	87,6	28,4
De 1 mois à moins de 3 mois.....	111,9	36,4
De 3 mois à moins de 6 mois.....	103,7	33,7
De 6 mois à 1 an.....	4,7	1,5
Total.....	307,9	100,0



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 303 le 25 septembre, chiffre identique à ceux des deux mois précédents.

Les *taux à l'émission* sont restés à des niveaux très proches de ceux du mois d'août sur la totalité des échéances.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN				
<i>(en pourcentage)</i>				
	31 août au 4 septembre	7 au 11 septembre	14 au 18 septembre	21 au 25 septembre
Certificats à 10 jours (moyenne).....	3,32	3,34	3,36	3,35
Certificats à 30 jours (moyenne).....	3,39	3,41	3,38	3,38
Certificats à 90 jours (moyenne).....	3,46	3,46	3,45	3,46
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	3,03	2,90	2,95	3,00
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,42	3,42	3,42	3,43
TIOP à 1 mois (plus bas)	3,50	3,50	3,50	3,50
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,50	3,50	3,50	3,50



Bons des institutions et sociétés financières (BISF)

L'encours de ces bons s'élevait à 41,6 milliards de francs le 25 septembre, contre 40,2 milliards le 28 août et 33,8 milliards le 31 juillet. Au 25 septembre, 94,0 % de l'encours global correspondait aux opérations de sept établissements disposant d'un encours supérieur à 1 milliard de francs, le premier d'entre eux, le Crédit local de France, représentant 60,5 % du total, avec un encours de 25,2 milliards de francs, devant Cofidis (3,9 milliards) et la Diac (2,6 milliards).

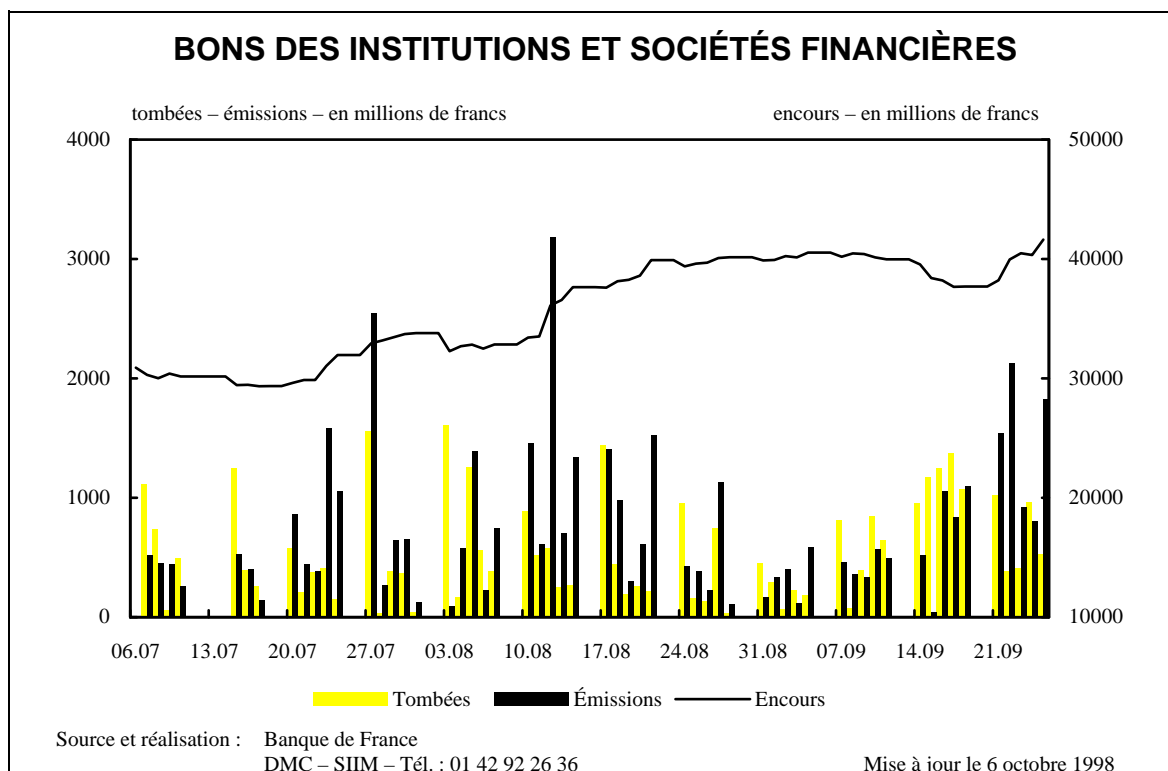
Les émissions réalisées au cours du mois de septembre ont atteint 14,6 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 17,4 milliards en août et 17,8 milliards en juillet (respectivement 13,1 milliards, 11 milliards et 13,6 milliards, pour les tombées). Le Crédit local de France a de nouveau augmenté son encours de 1,8 milliard de francs au cours du mois sous revue.

La répartition des émissions du mois selon les types de *souscripteurs* a été caractérisée par une présence moins marquée des OPCVM, dont la part s'est élevée à 48,0 %, contre 64,1 % le mois précédent, tout en restant prédominante. Les établissements de crédit ont acquis 31,1 % des titres émis,

contre 26,4 % en août. L'essentiel du solde des acquisitions provient des assurances, caisses de retraite et mutuelles, qui se sont approprié 17,0 % du montant des émissions (contre 7,2 % en août).

Les *durées à l'émission* ont été marquées par un net raccourcissement des échéances traitées. Les opérations réalisées à moins de six mois ont représenté 97,4 % du total, soit une hausse de 17 points par rapport au mois d'août. La part des opérations effectuées entre un mois et trois mois atteint 43,1 %, contre 35,9 % en août, et celle se rapportant aux échéances comprises entre trois mois et six mois représente 52,2 % des émissions, contre 44,0 % le mois précédent.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	0,3	2,1
De 1 mois à moins de 3 mois.....	6,3	43,1
De 3 mois à moins de 6 mois.....	7,6	52,2
De 6 mois à 1 an.....	0,4	2,6
Total.....	14,6	100,0



Calculés en moyenne hebdomadaire pondérée, les *taux de rendement à l'émission* ont très peu varié au cours du mois sous revue, et ce quelles que soient les échéances considérées.

Billets de trésorerie (BT)

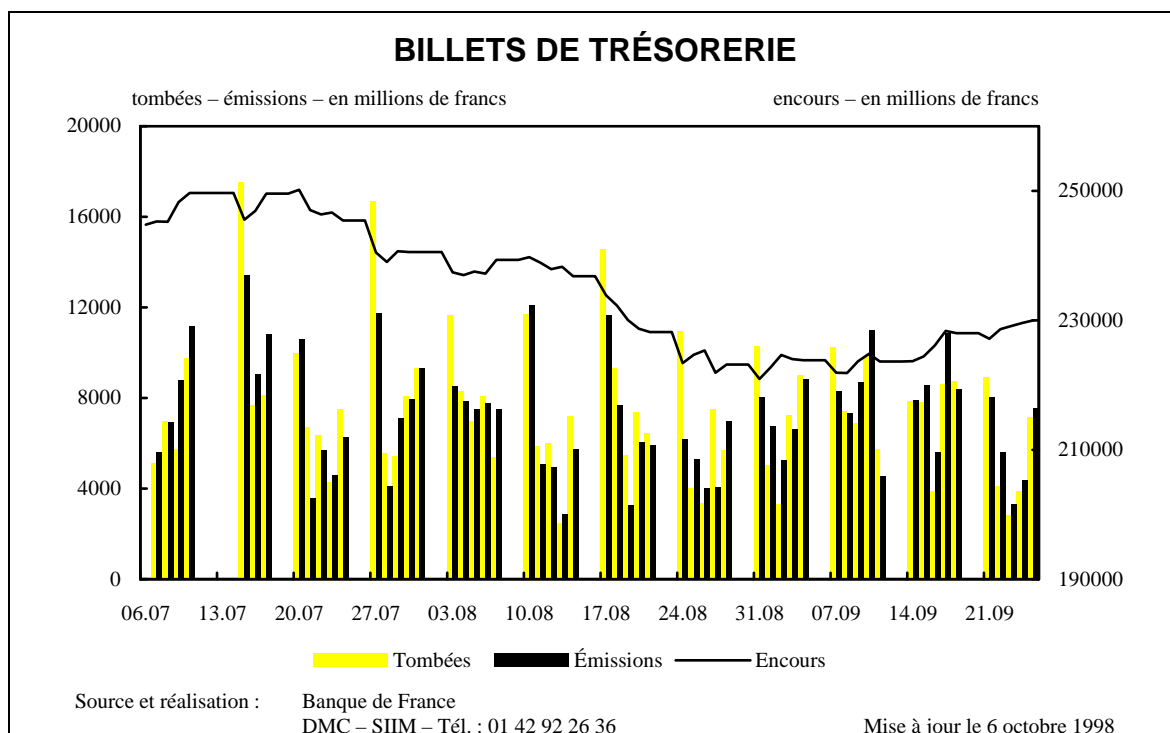
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 230 milliards de francs le 25 septembre, contre 223,2 milliards le 28 août et 240,6 milliards le 31 juillet. Le montant des émissions intervenues au cours du mois de septembre a atteint 145,5 milliards de francs, contre 130,9 milliards en août et 191,6 milliards en juillet (respectivement 138,3 milliards, 148,3 milliards et 196,7 milliards, pour les tombées).

Le 25 septembre, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 91, contre 93 à fin août et 91 à fin juillet. Huit émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs entre fin août et fin septembre ; il s'agit de Vivendi (4,1 milliards), Électricité de France (3,6 milliards), Carrefour et Valéo (2,6 milliards chacun), Lafarge (2,3 milliards), Total CFP (1,6 milliard), Michelin (1,5 milliard) et Sofira (1,4 milliard). À l'opposé, l'encours de six émetteurs s'est rétracté au-delà de ce même seuil : Axa-UAP (2 milliards de francs), la Cades (1,9 milliard), Morgan Stanley Dean Witter (1,5 milliard), la SNCF (1,3 milliard), Danone Finance (1,2 milliard) et PPR Finance (1,1 milliard). Par ailleurs, un nouvel émetteur a lancé ses premières émissions sur le marché (46 millions de francs) ; il s'agit de la Compagnie européenne de casinos.

La ventilation du volume d'émission selon les types de *souscripteurs* a subi peu de modifications par rapport à celle du mois précédent. La part des établissements de crédit est demeurée prépondérante, avec 80,4 % du total, contre 78,0 % en août. Les OPCVM ont représenté 12,2 % du total, chiffre identique à celui du mois précédent, les sociétés et entreprises individuelles 5,1 %, contre 5,4 %, et les assurances, caisses de retraite et mutuelles 1,9 %, contre 2,0 %.

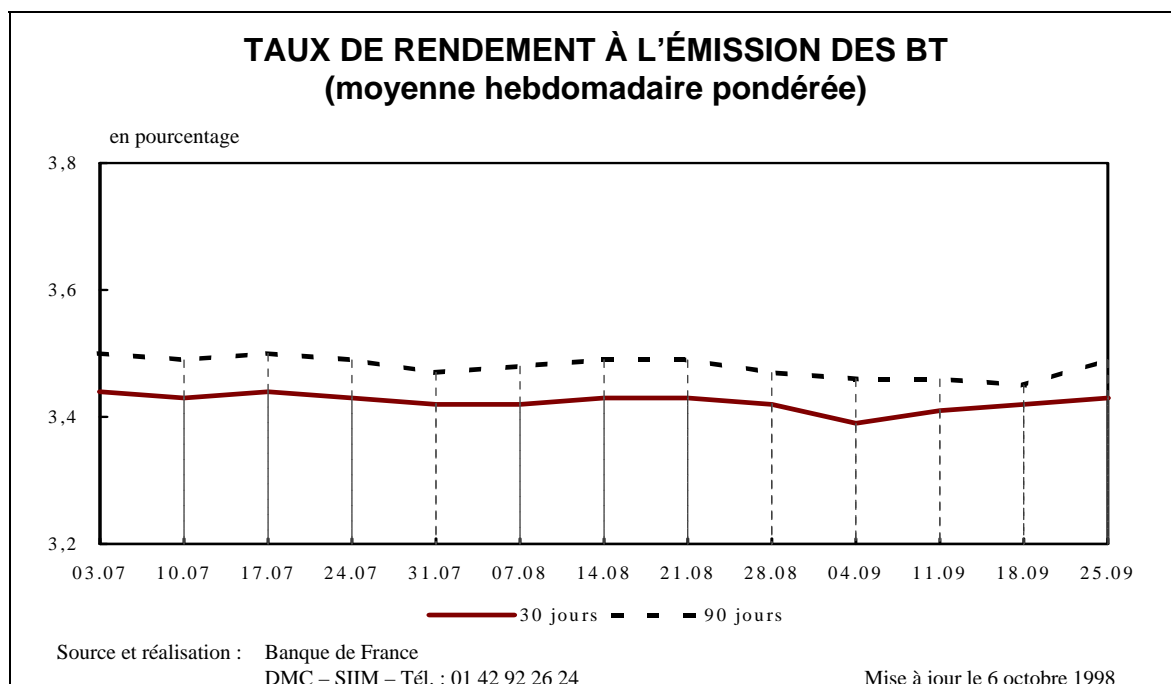
La répartition des opérations selon les *durées à l'émission* traduit un léger raccourcissement des échéances par rapport au mois précédent. La tranche d'émission de dix jours à un mois a été plus sollicitée au cours du mois de septembre ; elle a représenté 21,6 % du montant global des titres émis, contre 13,4 % précédemment, au détriment de la tranche immédiatement supérieure qui a recueilli 65,9 % des souscriptions, contre 77,6 % en août. Dans le même temps, les émissions d'une durée initiale comprise entre trois mois et six mois ont recueilli 8,1 %, contre 7,3 % le mois précédent, et celles supérieures à six mois ont représenté 4,4 %, contre 1,7 %.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	31,4	21,6
De 1 mois à moins de 3 mois.....	95,9	65,9
De 3 mois à moins de 6 mois.....	11,8	8,1
De 6 mois à 1 an.....	6,4	4,4
Total	145,5	100,0



Les *taux de rendement à l'émission* se sont légèrement détendus au cours du mois sous revue, avec une baisse maximum de 5 points de base sur l'échéance la plus courte.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	31 août au 4 septembre	7 au 11 septembre	14 au 18 septembre	21 au 25 septembre
Billets à 10 jours (moyenne)	3,40	–	3,36	3,35
Billets à 30 jours (moyenne)	3,42	3,42	3,38	3,38
Billets à 90 jours (moyenne)	3,48	3,47	3,45	3,46
Billets de 20 à 40 jours (plus bas)	3,38	3,38	2,95	3,00
Billets de 20 à 40 jours (plus haut)	3,47	3,49	3,42	3,43
TIOP à 1 mois (plus bas)	3,50	3,50	3,50	3,50
TIOP à 1 mois (plus haut)	3,50	3,50	3,50	3,50



Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 415,1 milliards de francs le 25 septembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 415,8 milliards au 28 août et 413,9 milliards au 31 juillet.

Les émissions réalisées au cours du mois de septembre se sont élevées à 6,8 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 7,5 milliards en août et 8,5 milliards en juillet (7,5 milliards, contre 5,6 milliards et 9,9 milliards, pour les tombées).

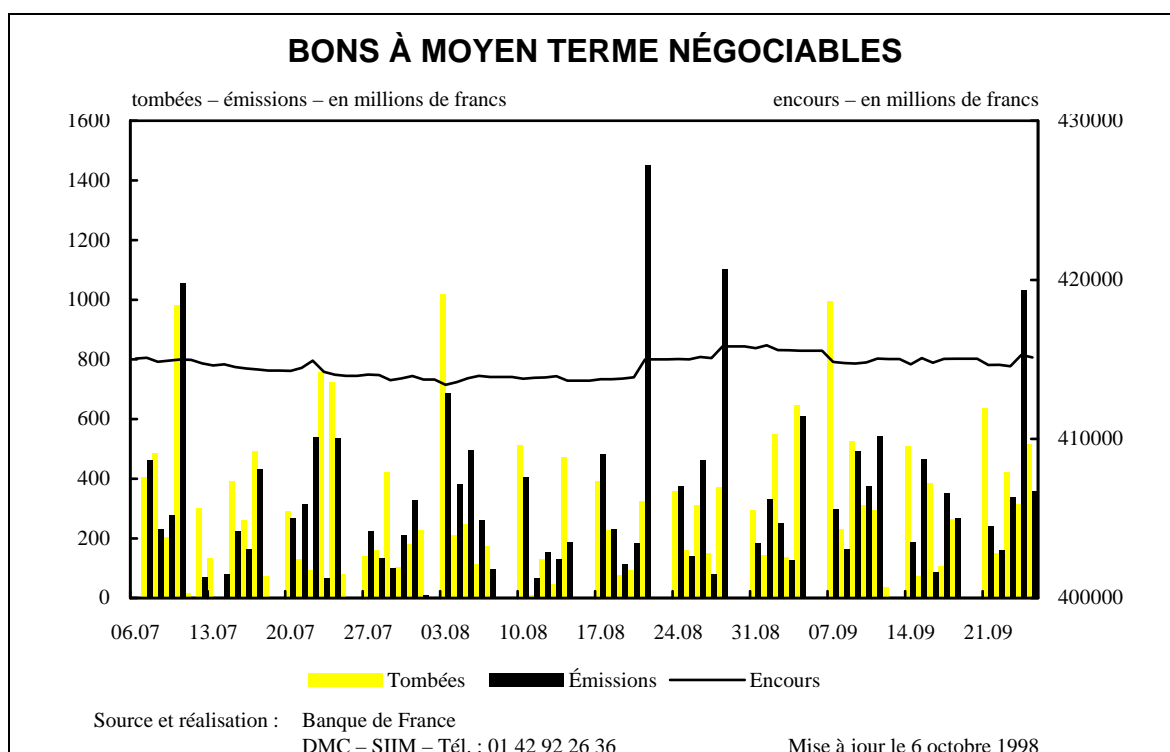
Le nombre d'émetteurs présents sur le marché au 25 septembre s'est établi à 224, comme au cours des deux mois précédents. Les hausses d'encours les plus significatives relevées pendant le mois concernent Natexis Banque (355 millions de francs), la Caisse fédérale de Crédit du Nord de la France (320 millions) et la Société nancéienne Varin Bernier (280 millions). À l'opposé, on dénombre treize émetteurs dont l'encours s'est contracté de plus de 100 millions de francs, les diminutions les plus fortes concernant la Société générale (765 millions), le Crédit industriel et commercial (250 millions), la Banque Sofinco (205 millions) et Finaref (200 millions).

Au 28 août, la Société générale demeurait le principal émetteur sur le marché des BMTN, avec 26,4 milliards de francs, devant le Crédit lyonnais (24,9 milliards), la Caisse des dépôts et consignations (22,9 milliards) et Paribas SA (20,7 milliards).

La répartition par catégories de *souscripteurs* dénote une progression sensible de la participation des établissements de crédit, avec 73,9 % du montant global d'émission (57,1 % en août et 60,4 % en juillet). La part des OPCVM est en légère diminution, avec 15,5 % du total, contre 19,6 % et 12,2 % pour les deux mois précédents. À l'inverse, les assurances, caisses de retraite et mutuelles ont été davantage présentes (9,4 %, contre 5,9 % en août).

La ventilation du montant global des émissions selon la durée initiale des bons traduit une diminution des opérations réalisées sur les échéances supérieures à sept ans (4,2 % de la production, contre 19,4 % en août), ainsi que sur celles se rapportant à la tranche comprise entre deux ans et trois ans (18,9 %, contre 25,6 %). À l'inverse, la part des émissions de bons de durée initiale inférieure à deux ans a atteint 41,8 %, contre 35,8 %, et celle des bons de durée comprise entre trois ans et sept ans s'est élevée à 35,1 %, contre 19,2 %.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an à moins de 2 ans	2,9	41,8
De 2 ans à moins de 3 ans.....	1,3	18,9
De 3 ans à moins de 5 ans.....	1,6	23,1
De 5 ans à moins de 7 ans.....	0,8	12,0
De 7 ans et plus	0,2	4,2
Total	6,8	100,0



L'évolution des *taux de rendement à l'émission* révèle une décline assez sensible des rémunérations à taux fixe sur l'ensemble des échéances avec une amplitude maximale de 19 points de base pour les bons à trois ans et de 21 points de base pour les émissions à cinq ans. Cette évolution reflète, quoiqu'avec une moindre ampleur, celle constatée sur les titres d'État.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BMTN				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	31 août au 4 septembre	7 au 11 septembre	14 au 18 septembre	21 au 25 septembre
Bons à 1 an 1 jour (moyenne).....	3,70	3,62	3,57	3,58
Bons à 2 ans (moyenne).....	3,74	3,77	ns	3,71
Bons à 3 ans (moyenne).....	3,99	3,80	ns	ns
Bons à 5 ans (moyenne).....	ns	–	3,96	3,75
Bons à 7 ans (moyenne).....	–	–	–	–
Bons à 10 ans (moyenne).....	–	–	–	ns

ns : non significatif

5.2.2. Les OPCVM

ENCOURS DE TITRES D'OPCVM (SICAV ET FCP)					
<i>(données brutes en milliards de francs)</i>					
	1997		1998		
	Septembre	Décembre	Juillet	Août	Septembre
SICAV	1 694,5	1 618,7	1 852,8	1 852,4	1 768,9
– monétaires	799,6	745,6	805,9	813,9	795,9
– obligations et autres titres de créance	467,1	446,2	467,3	474,3	475,6
– actions	266,0	264,8	372,6	362,1	310,7
– diversifiées	158,9	159,2	204,0	199,1	183,8
– garanties	2,9	2,9	3,0	3,0	2,9
FCP	1 373,3	1 360,0	1 670,0	1 673,1	1 628,8
– monétaires	295,6	274,8	312,0	316,5	314,8
– obligations et autres titres de créance	376,0	361,6	371,9	374,7	381,7
– actions	149,7	152,5	234,0	224,0	194,7
– diversifiés	388,3	405,7	554,8	558,8	541,5
– garantis	163,7	165,4	197,3	199,1	196,1
OPCVM	3 067,8	2 978,7	3 522,8	3 525,5	3 397,7
– monétaires	1 095,2	1 020,4	1 117,9	1 130,4	1 110,7
– obligations et autres titres de créance	843,1	807,8	839,2	849,0	857,3
– actions	415,7	417,3	606,6	586,1	505,4
– diversifiés	547,2	564,9	758,8	757,7	725,3
– garantis	166,6	168,3	200,3	202,1	199,0

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

Mise à jour le 6 octobre 1998

En septembre, l'encours de titres d'OPCVM « monétaires » s'est situé à 1 110,7 milliards de francs, en progression modérée sur douze mois (+ 1,4 %, après + 3,3 % en août et + 0,9 % en juillet), résultant d'un repli de 0,5 % des parts de Sicav et d'une progression de 6,5 % des parts de FCP.

Pour les titres d'OPCVM « obligations », l'encours s'est élevé à 857,3 milliards de francs, en hausse de 1,7 % sur un an, après + 0,7 % en août et – 0,6 % en juillet. Le retournement de tendance amorcé au mois d'août s'est donc confirmé à la faveur d'une plus forte valorisation des titres liée à la baisse des taux d'intérêt.

L'encours des titres d'OPCVM « actions » a atteint 505,4 milliards de francs. En liaison avec le recul des places boursières, son glissement annuel, bien que toujours soutenu, a marqué un net ralentissement (+ 21,6 %, après + 44,6 % en août et + 45,0 % en juillet).

L'encours de titres d'OPCVM « diversifiés » a atteint 725,3 milliards de francs (+ 32,5 % en glissement annuel) et celui des OPCVM « garantis » 199 milliards (+ 19,4 %).

Au total, l'encours des titres d'OPCVM s'est établi à 3 397,7 milliards de francs. Bien qu'affecté par les turbulences que traversent les places financières, il continue d'afficher une forte progression annuelle (+ 10,8 %, après + 15,9 % en août et + 15,3 % en juillet).

5.2.3. Le marché primaire obligataire en septembre

Les flux d'émissions en francs et en devises

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte caractérisé par des taux à long terme à leur plus bas niveau historique, le montant des émissions obligataires réglées en septembre a légèrement progressé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte d'une augmentation du volume des emprunts de l'État qui a ouvert une ligne d'OAT indexée sur l'inflation (24 milliards de francs).

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 56,7 milliards de francs, après 42,4 milliards en août et 76,2 milliards en juillet. Plus de 75 % des titres réglés en septembre ont été émis en francs sur le marché intérieur, et près de 5 % l'ont été en écus. Le compartiment international a, pour sa part, enregistré 20,0 % des émissions, dont 6,5 % en euro-écus.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVICES								
ventilation par marchés								
<i>(en milliards de francs)</i>								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Septembre 1998	9 mois 1998	9 mois 1997	Année 1997		Septembre 1998	9 mois 1998	9 mois 1997	Année 1997
MARCHÉ INTÉRIEUR								
42,0	272,9	259,5	336,0	État	39,4	132,5	131,1	140,0
3,5	49,3	51,5	75,6	Établissements de crédit et assimilés	- 27,0	- 112,8	- 42,3	- 81,0
-	48,3	26,8	46,2	Sociétés non financières	- 1,4	24,8	- 0,2	11,4
-	8,2	16,3	16,6	Autres émetteurs résidents	- 0,2	6,8	14,3	13,9
45,5	378,6	354,1	474,3	Ensemble des résidents	10,7	51,4	102,8	84,4
-	2,6	0,2	0,2	Non-résidents	-	1,6	- 4,1	- 5,2
45,5	381,2	354,3	474,5	TOTAL	10,7	52,9	98,7	79,2
2,6	33,0	28,1	34,5	dont émissions en écus	2,6	- 28,6	21,8	28,2
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
3,4	28,9	22,5	25,6	Établissements de crédit et assimilés	3,1	16,6	9,1	2,0
1,5	22,9	2,1	6,8	Sociétés non financières	1,5	17,0	- 3,3	- 6,1
-	15,7	-	-	Autres émetteurs résidents	-	15,7	- 0,3	- 0,3
4,9	67,5	24,6	32,4	Ensemble des résidents	4,6	49,3	5,5	- 4,4
6,3	129,3	128,6	168,7	Non-résidents	5,6	99,1	102,7	131,2
11,2	196,7	153,2	201,1	TOTAL	10,1	148,4	108,2	126,8
3,8	32,7	4,7	4,7	dont émissions en écus	3,8	30,7	- 3,9	- 3,9
3,8	32,7	3,4	3,4	dont émissions en écus des résidents	3,8	32,7	- 3,9	- 3,9
-	8,2	3,8	8,8	dont émissions en devises	-	8,2	3,8	8,8
-	1,0	1,4	1,4	dont émissions en devises des résidents	-	1,0	1,4	1,4
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 5 octobre 1998								

La **collecte des résidents** est ressortie à 50,4 milliards de francs (36,3 milliards en août), soit près de 89 % des émissions réglées en septembre.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVICES ventilation par devises

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Septembre 1998	9 mois 1998	9 mois 1997	Année 1997		Septembre 1998	9 mois 1998	9 mois 1997	Année 1997
ÉMISSIONS en FRANCS								
39,4	240,1	231,3	301,7	État	36,8	161,4	109,3	112,1
3,6	63,6	69,2	96,1	Établissements de crédit et assimilés	- 27,3	- 110,7	- 30,7	- 76,8
1,0	53,1	28,9	53,0	Sociétés non financières	- 0,4	23,7	- 3,6	5,3
-	22,5	16,3	16,6	Autres émetteurs résidents	- 0,2	21,2	14,0	13,6
44,0	379,4	345,8	467,4	Ensemble des résidents	8,9	95,6	89,0	54,2
6,3	124,6	125,1	160,2	Non-résidents	5,6	95,4	96,2	118,6
50,4	504,0	470,9	627,5	TOTAL	14,5	191,0	185,2	172,9
43,0	348,2	326,2	440,0	dont émissions intérieures	8,2	81,5	76,9	51,0
43,0	345,6	326,0	439,8	dont émissions intérieures des résidents	8,2	80,0	81,1	56,2
ÉMISSIONS en ÉCUS								
2,6	32,7	28,1	34,3	État	2,6	- 28,9	21,8	27,9
3,3	13,6	3,4	3,7	Établissements de crédit et assimilés	3,3	13,6	- 3,9	- 3,6
0,5	18,1	-	-	Sociétés non financières	0,5	18,1	-	-
-	1,3	-	-	Autres émetteurs résidents	-	1,3	-	-
6,3	65,7	31,6	38,0	Ensemble des résidents	6,3	4,1	17,9	24,3
-	-	1,3	1,3	Non-résidents	-	- 2,0	-	-
6,3	65,7	32,9	39,3	TOTAL	6,3	2,1	17,9	24,3
2,6	33,0	28,1	34,5	dont émissions intérieures	2,6	- 28,6	21,8	28,2
2,6	33,0	28,1	34,5	dont émissions intérieures des résidents	2,6	- 28,6	21,8	28,2
ÉMISSIONS en DEVICES								
-	1,0	1,4	1,4	Établissements de crédit et assimilés	-	1,0	1,4	1,4
-	7,2	2,4	7,4	Non-résidents	-	7,2	2,4	7,4
-	8,2	3,8	8,8	TOTAL	-	8,2	3,8	8,8
-	-	-	-	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 5 octobre 1998								

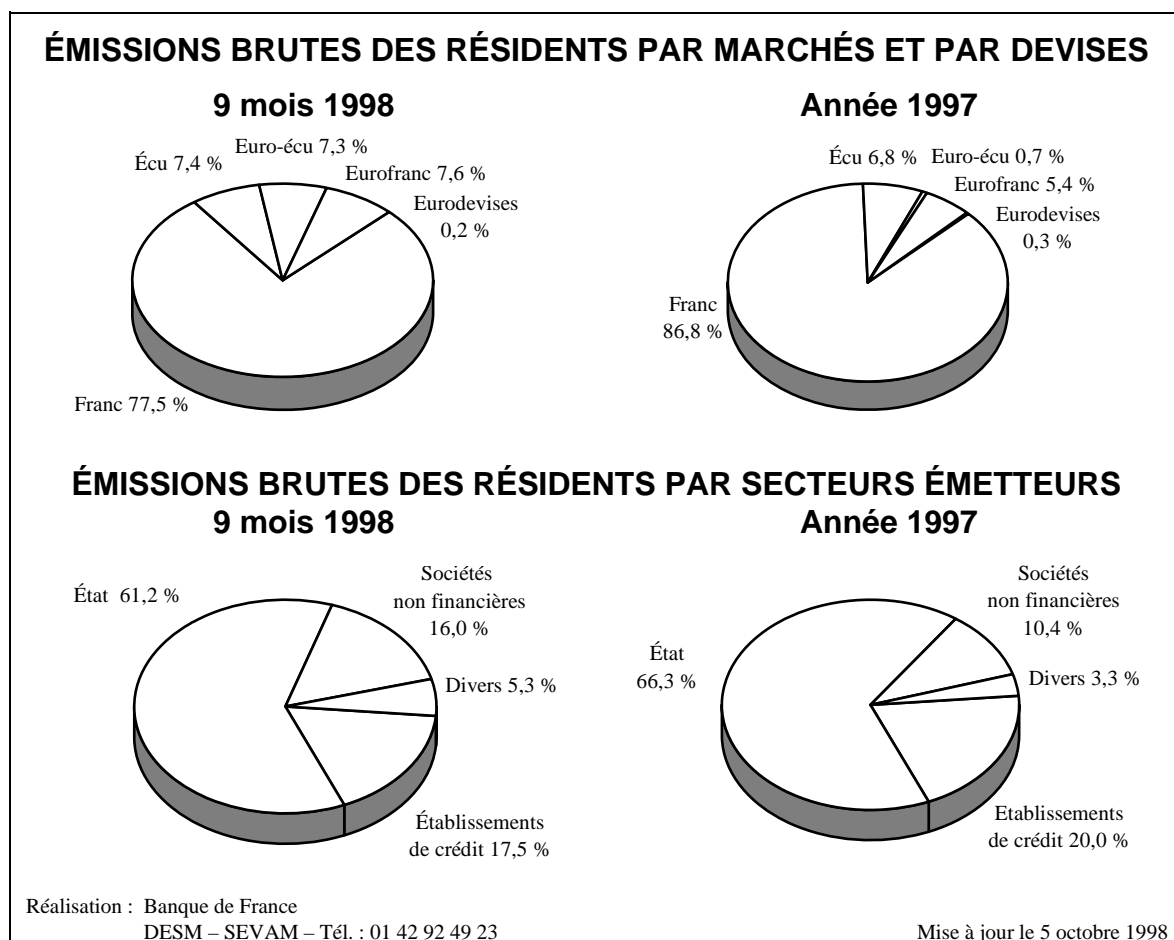
Les émissions brutes de l'État se sont élevées à 42 milliards de francs (29,7 milliards en août). Les fonds en francs ont été levés sur l'OAT 5,25 % avril 2008 ¹, l'OAT 8,50 % octobre 2008 et une nouvelle ligne, l'OAT indexée sur l'inflation juillet 2009. Lors de l'adjudication du 3 septembre, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 10,1 milliards de francs, auxquels il faut ajouter 653 millions au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 4,37 %, en baisse de 32 points de base par rapport à l'adjudication du 6 août.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée également le 3 septembre et qui portait sur l'OAT 5,25 % avril 2008. Le montant nominal émis s'est élevé à 365 millions d'écus, soit environ 2,4 milliards de francs. Le taux de rendement de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 4,40 %, en baisse de 31 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 3 au 24 septembre) ont atteint 589 millions de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 4,12 %.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée principalement sur le marché international, est passée de 6,6 milliards de francs à 8,4 milliards d'un mois à l'autre. Les **établissements de crédit** et les **sociétés non financières** ont levé, respectivement, 6,9 milliards de francs et 1,5 milliard.

La collecte des **émetteurs non résidents**, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint 6,3 milliards de francs en septembre, après 6,1 milliards en août.



Au terme des neuf premiers mois de 1998, la collecte brute cumulée en francs et en devises des résidents s'est élevée à 446 milliards de francs, contre 379 milliards durant la période correspondante en 1997. Globalement, la proportion des émissions en francs a diminué au profit des émissions libellées en écus. La part de l'État¹ a représenté 61 % 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 septembre

Depuis le 15 septembre, la France est le premier État membre de la zone euro à avoir lancé un emprunt indexé sur l'inflation (OATi). Le montant émis s'élève à 24 milliards de francs. Cette nouvelle obligation assimilable du Trésor à échéance juillet 2009 se caractérise par un taux d'intérêt fixe annuel de 3 % du nominal indexé sur l'indice hors tabac des prix à la consommation, publié mensuellement par

¹ À fin septembre, l'État avait réalisé 85 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 320 milliards de francs.

l'INSEE. Comme lors de l'émission de la première OAT CNO-TEC 10, le Trésor a procédé au placement de l'OATi par le biais d'un syndicat bancaire et a prévu d'abonder régulièrement la ligne par voie d'adjudications.

Par ailleurs, le Trésor a annoncé le 25 septembre qu'il avait l'intention d'émettre 1 milliard de francs d'OATi au profit du Fonds de soutien des rentes (FSR). Le FSR permet à l'État de procéder à une gestion active de la dette publique.

5.2.4. Le marché primaire des actions en août

ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Juillet 1998	Août 1998	8 mois 1998	8 mois 1997	Année 1997
TOTAL ÉMIS (a)	46,6	20,4	234,2	201,0	292,9
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES.....	46,0	20,4	227,3	186,2	267,5
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT.....	0,5	–	5,6	4,7	7,2
COMPAGNIES D' ASSURANCE.....	0,1	–	1,2	10,0	18,1
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES.....	–	–	0,1	0,1	0,1
dont :					
– Émissions de titres cotés (b).....	11,6	2,7	52,8	23,6	52,2
– Émissions avec appel public à l'épargne (c).....	10,8	–	32,4	20,3	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 marché libre 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 5 octobre 1998

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 20,4 milliards de francs en août, après 46,6 milliards en juillet. Au terme des huit premiers mois de 1998, leur montant (234,2 milliards de francs) apparaît en progression d'environ 17 % d'une année à l'autre ¹.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont passées de 23,6 milliards de francs à 52,8 milliards. À fin août 1998, elles représentaient 23 % du montant total des émissions d'actions, contre 18 % pour l'ensemble de l'année 1997. La principale émission d'actions en numéraire a été effectuée par la société Foncière lyonnaise (1,4 milliard de francs).

Les émissions réalisées avec appel public à l'épargne sont également en forte hausse d'une année à l'autre : 32,4 milliards de francs sur les huit premiers mois de 1998, contre 20,3 milliards sur la période correspondante de 1997.

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

5.3. Le marché secondaire des actions

La Bourse de Paris s'est nettement repliée au cours du mois de septembre, l'indice CAC 40 perdant 12,4 % dans un contexte de forte volatilité. Ce repli s'explique à la fois par une révision à la baisse des anticipations de résultats, par une montée des inquiétudes quant à l'effet de la crise asiatique sur les économies occidentales, et par l'affaiblissement du dollar par rapport au franc. L'évolution a été similaire sur les autres grandes places boursières, à l'exception notable des États-Unis où les cours se sont légèrement redressés après leur fort recul du mois précédent.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

La Bourse de Paris a connu une évolution heurtée au début du mois de septembre, puis s'est inscrite en net recul dans des volumes d'échanges étoffés. Le CAC 40 a ainsi fluctué autour de 3 600 points durant la première quinzaine, avant de se replier fortement lors de la seconde, au point de s'inscrire en dessous des 3 200 points en fin de mois. Cette baisse sensible a tenu notamment aux facteurs suivants :

- les développements de la crise en Russie et surtout en Amérique latine (forte baisse des bourses brésilienne et mexicaine en début de mois). Les répercussions sur les bourses occidentales ont transité à la fois par la sphère financière (annonces de dotations importantes aux comptes de provisions des principales banques européennes) et par la sphère réelle (pertes de débouchés commerciaux vers les pays du Sud-Est asiatique) ;

- la révision des perspectives de croissance. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'activité semble marquer le pas. Les prévisions de croissance sont revues à la baisse dans un certain nombre de pays, du fait des derniers développements de la crise dans les pays de l'Est et en Amérique latine. Diverses entreprises européennes ont révisé leurs prévisions de croissance des profits, parmi lesquelles un certain nombre d'entreprises françaises inscrites à la cote ;

- la baisse du dollar (5,60 francs le 30 septembre, contre 5,90 francs le 31 août), qui a affecté les valeurs exportatrices ;

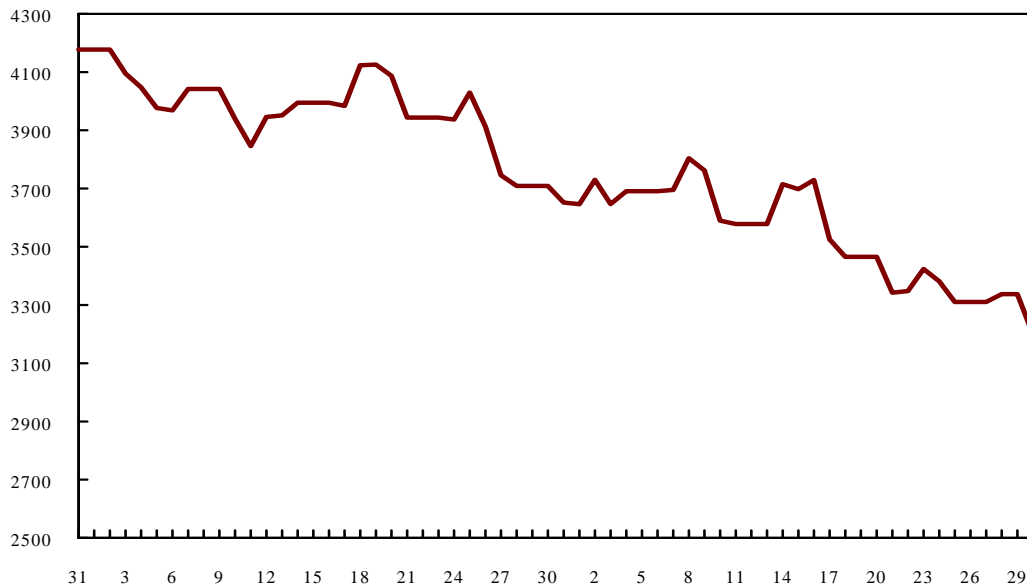
- des revirements soudains de stratégie des investisseurs internationaux, induisant de forts dégagements sur certaines valeurs. Le phénomène a été particulièrement sensible dans le secteur des télécommunications après le repli brutal du cours de l'action Alcatel, et dans le secteur bancaire après l'annonce des difficultés financières du fonds de placement américain LTCM.

INDICES BOURSIERS				
	31 août 1998	30 septembre 1998	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1998
New York (Dow Jones).....	7 539,07	7 842,62	4,00	- 0,83
Londres (FT 100)	5 249,40	5 064,40	- 3,50	- 1,38
Tokyo (Nikkei).....	14 107,89	13 406,39	- 4,90	- 12,14
Paris (CAC 40).....	3 651,85	3 197,95	- 12,40	6,64
Francfort (DAX).....	4 833,89	4 474,51	- 7,40	5,29

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

Mise à jour le 2 octobre 1998

ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40 depuis le 31 juillet 1998



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 2 octobre 1998

5.3.2. La tendance au début du mois d'octobre

(arrêtée au 8 octobre)

Au début du mois d'octobre, la Bourse de Paris a continué de se replier dans de forts volumes d'activité. Malgré un vif rebond le 6 octobre, l'indice CAC 40 a clôturé le 8 octobre à 2 960 points, soit une baisse de 7,7 % par rapport à la fin du mois de septembre.

Ce nouveau repli a surtout tenu au nouvel affaiblissement du dollar, lequel a particulièrement pesé sur les cours des valeurs exportatrices.

CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

Le gouvernement et la politique générale

La préparation du passage à l'euro

1^{er} septembre Publication de deux décrets autorisant des dérogations aux durées maximales quotidienne et hebdomadaire du travail et des dépassements des contingents d'heures supplémentaires dans les établissements de crédit pour la réalisation des opérations liées au passage à l'euro.

Les nominations

3 septembre Démission du directeur des Relations économiques extérieures du ministère de l'Économie et des Finances, Jacques de Lajugie.

Le ministre de l'Intérieur, Jean-Pierre Chevènement, victime d'un accident opératoire, est provisoirement remplacé par Jean-Jack Queyranne, secrétaire d'État à l'Outre-Mer.

9 septembre Jean-François Stoll est nommé directeur des Relations économiques extérieures de Bercy.

Les privatisations

8 septembre L'échec des négociations avec le consortium réuni autour de GMAC conduit le ministère de l'Économie et des Finances à annuler provisoirement la procédure de cession du Crédit foncier de France.

10 septembre Le ministre de l'Économie et des Finances lance la procédure d'ouverture du capital de la Caisse nationale de prévoyance (CNP). Cette opération, qui fera passer la part de l'État de 42,83 % à 1,0 %, se fera par une vente de gré à gré en faveur des partenaires historiques de la CNP (la Caisse des dépôts et consignations, La Poste et les caisses d'épargne, dont les participations respectives passeront de 30,0 % à 40,0 %, de 17,5 % à 20,0 % et de 10,0 % à 12,5 %) et par la mise sur le marché de 22,0 % du capital.

24 septembre Ouverture de l'offre ferme de titres de la CNP. Le prix est fixé à FRF 153 pour les institutionnels et à FRF 149 pour les particuliers.

Les finances publiques

9 septembre Le Conseil des ministres approuve le projet de budget pour 1999. La progression moyenne des dépenses est de 2,2 % en valeur, soit 1,0 % en volume. Un certain nombre d'allègements fiscaux sont prévus, notamment en faveur des entreprises, qui permettront aux prélèvements obligatoires de revenir à 45,7 % du PIB l'an prochain, contre 45,9 % cette année. Le déficit budgétaire s'élève à FRF 236,6 milliards, contribuant à ramener les déficits publics à 2,3 % du PIB, contre 2,9 % en 1998.

10 septembre Fin juillet, le déficit budgétaire s'élevait à FRF 240,2 milliards, soit 19,6 milliards de moins qu'un an plus tôt.

15 septembre Émission des premières OAT indexées sur l'inflation.

Les mesures en faveur des éleveurs de porcs

11 septembre Afin d'aider cette filière, confrontée à la chute brutale des cours provoquée par une surproduction généralisée, le gouvernement dégage une enveloppe de FRF 500 millions sous forme d'avances de trésorerie, de reports de charges sociales et d'aides aux éleveurs les plus fragiles.

La libéralisation du marché de l'électricité

17 septembre Le gouvernement présente l'avant-projet de loi mettant fin au monopole d'EDF. Les entreprises industrielles, mais non les particuliers, pourront choisir un autre fournisseur qu'EDF. Une Commission autonome de régulation sera créée.

La protection sociale

22 septembre La ministre de l'Emploi et de la Solidarité présente le projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 1999, qui s'articule autour de deux axes : la poursuite de la maîtrise des dépenses de santé, dont la progression sera limitée à 2,6 % (après 2,2 % en 1998), et l'amorce d'une réforme des retraites, avec la création d'un « fonds de réserve » destiné à consolider les régimes de retraite par répartition après 2005. Encore déficitaire de FRF 13,3 milliards cette année, le régime général devrait devenir excédentaire en 1999.

Le système monétaire international

23 septembre Le gouvernement transmet à ses partenaires de l'Union européenne un mémorandum pour réformer le système monétaire et financier international.

Les élections sénatoriales

27 septembre Le renouvellement d'un tiers des sénateurs ne modifie pas l'équilibre politique de la Haute assemblée, où l'opposition demeure majoritaire.

É T U D E S

CONSTRUCTION D'UN INDICATEUR DES CONDITIONS MONÉTAIRES POUR LA ZONE EURO

L'indicateur des conditions monétaires (ICM) synthétise les actions conjointes du taux d'intérêt et du taux de change sur l'activité économique et permet d'apprécier le caractère plus ou moins expansionniste des conditions monétaires.

La construction d'un ICM pour la zone euro nécessite le calcul d'un taux de change effectif réel de la zone ainsi que la détermination des coefficients pondérant le taux de change et le taux d'intérêt.

L'ICM de la zone euro permet de mettre en évidence un sensible assouplissement des conditions monétaires de la zone au cours des dernières années qui a été favorable à la croissance.

Il convient toutefois de rappeler que l'ICM est un indicateur simple qui ne tient pas compte de l'ensemble des facteurs pouvant influencer l'activité, les taux d'intérêt à long terme, la politique budgétaire et la demande mondiale notamment. Cet indicateur n'est donc qu'un élément du diagnostic sur la situation monétaire et ne peut en aucun cas revêtir un caractère normatif ou jouer le rôle d'objectif final ou intermédiaire pour la politique monétaire.

ADRIEN VERDELHAN
Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études sur la politique monétaire

L'indicateur des conditions monétaires (ICM), développé à l'origine par la Banque du Canada, est actuellement utilisé par le FMI, l'OCDE, la plupart des banques centrales et de nombreuses banques d'investissement¹. Il synthétise les actions conjointes du taux d'intérêt à court terme et du taux de change sur l'activité économique. L'évolution de l'indicateur est la somme des variations de chaque instrument, pondérées par des coefficients représentant l'impact de chacun d'eux sur l'économie réelle, selon la formule suivante :

$$\frac{\Delta ICM}{ICM_{réf.}} = \alpha \times \frac{\Delta e}{e_{réf.}} + \beta \times \Delta r_{ct}$$

où e désigne le taux de change effectif réel et r_{ct} le taux d'intérêt réel de court terme².

Les ICM sont actuellement, avec la règle de Taylor, un des instruments favoris des économistes de marchés cherchant à caractériser l'orientation de la politique monétaire. À l'affût d'indicateurs sur le niveau futur des taux d'intérêt de l'Union économique et monétaire (UEM), de nombreux analystes ont tenté de bâtir — souvent à grand renfort d'approximations — un ICM pour la zone euro.

Des indicateurs élargis à des variables non contrôlées par les banques centrales (taux d'intérêt à long terme, cours boursiers) peuvent être également établis. Dans le cadre de cette étude, on se limite aux seules variables monétaires influencées directement par les autorités monétaires et on présente la construction d'un ICM pour la zone euro ainsi que les résultats obtenus.

1. Construction d'un ICM pour la zone euro

Les indicateurs des conditions monétaires pour la zone euro proposés jusqu'à présent par la Commission européenne, Merrill Lynch³ ou la Caisse des dépôts et consignations⁴, butent sur deux difficultés principales : la construction d'un taux d'intérêt et d'un taux de change effectifs réels pour la zone euro d'une part, le calcul des pondérations utilisées pour agréger ces deux variables d'autre part. En outre, ces travaux élargissent le champ des indicateurs à des variables de nature assez disparate.

1.1. Calcul d'un taux d'intérêt et d'un taux de change effectif réels pour la zone euro

Au gré des indicateurs proposés dans les études précitées, le taux de change effectif réel de la zone euro a été approché par le taux de change effectif réel allemand, la moyenne des taux de change effectifs réels ou nominaux de la zone euro, voire par la parité bilatérale dollar/deutschemark. Ces choix sont à l'évidence très contestables.

La construction d'un véritable ICM de la zone euro passe par le calcul, en deux étapes, d'une série longue de taux de change effectifs réels de la zone euro. Ce calcul nécessite d'abord l'établissement d'une parité bilatérale fictive de la zone euro vis-à-vis du dollar, obtenue comme moyenne des parités bilatérales vis-à-vis du dollar des onze pays membres pondérées par le PIB de chaque pays. Le taux de change effectif réel est ensuite obtenu en agrégeant les variations des taux de change bilatéraux réels des vingt-quatre principaux pays concurrents de la zone euro, pondérés annuellement selon leur poids dans le commerce extérieur de la zone euro (hors échanges intra-communautaires). L'annexe 1 détaille la méthode de calcul retenue et présente l'évolution de cet indicateur de compétitivité depuis 1989.

¹ La genèse, la construction et les limites des ICM nationaux sont présentées dans l'article de Patrick Frochen, « Les indicateurs des conditions monétaires », *Bulletin de la Banque de France* n° 30 – juin 1996.

² Avec les notations : $\Delta ICM = ICM(t) - ICM_{réf.}$
 $\Delta e = e(t) - e_{réf.}$
 $\Delta r_{ct} = r_{ct}(t) - r_{ct,réf.}$

³ David Mozina, « The European Central Bank Policy Dilemma », in Merrill Lynch, « Currency & Bond Market Trends, A Biweekly Review », 2 juillet 1998.

⁴ Patrick Artus, Moncef Kaabi, « Deux indices des conditions monétaires et un indice du *policy mix* pour la zone euro », *CDC Marchés* n° 98-80, 30 juin 1998.

Le taux d'intérêt réel de court terme de la zone euro est obtenu par la moyenne des taux d'intérêt interbancaires à 3 mois, pondérés par le PIB de chaque pays, déflatée par la variation annuelle lissée de l'indice des prix à la consommation.

1.2. Calcul des pondérations du taux d'intérêt et du taux de change

Les deux coefficients β et α correspondent aux poids respectifs accordés aux variations du taux de change et du taux d'intérêt dans le calcul de l'indicateur. Chaque coefficient devrait idéalement correspondre à l'impact sur l'activité d'une variation unitaire de l'instrument auquel il est associé : une hausse de 1 point du taux d'intérêt entraînant une diminution de α points de l'activité économique. Deux méthodes de calcul sont applicables : une détermination économétrique directe ou une approximation par le taux d'ouverture de l'économie.

La détermination économétrique des coefficients α et β peut être obtenue par estimation d'une équation de demande agrégée, selon la méthode utilisée par P. Duguay¹ pour le Canada et R. Corker² pour l'Allemagne³. La variation de la croissance est en partie expliquée par les variations du taux d'intérêt et du taux de change :

$$\Delta y = -\alpha \Delta r - \beta \Delta e$$

L'annexe 2 présente les calculs effectués pour la zone euro. Les résultats obtenus ($\alpha = 1.0$, $\beta = 0.11$) conduisent par souci de simplification à retenir les valeurs suivantes : 1 pour le coefficient du taux d'intérêt et 1/10 pour le coefficient du taux de change. Ces coefficients sont identiques à ceux utilisés par le FMI pour le calcul des ICM du Japon et des États-Unis.

La plupart des analystes présentent leurs résultats sous la forme du rapport β/α mesurant l'impact relatif d'un instrument par rapport à l'autre. En effet, le rapport β/α peut être intuitivement relié au degré d'ouverture de l'économie (en considérant que le taux d'intérêt ne joue que sur la demande intérieure et le taux de change sur les exportations). S'agissant de la zone euro, les valeurs retenues pour ce rapport varient selon les études de 1/4 (simple moyenne des coefficients européens, dérivés des taux d'ouverture en pré-phase III tenant compte des échanges intra-communautaires)⁴ à 1/8. Or le taux d'ouverture de la zone euro (hors échanges intra-communautaires), évalué à 11,6 % en 1996, est assez proche des taux d'ouverture des économies américaine et japonaise (8,3 % et 8,0 %)⁵.

Ces deux approches donnent des résultats semblables et retenir 1/10 pour le rapport β/α paraît donc raisonnable.

¹ P. Duguay, « Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada – An Aggregate Approach », *Journal of Monetary Economics*, vol. 33, 1994.

² R. Corker, « Indicators of Monetary Conditions », in R. Corker & alii, « United Germany: The First Five Years – Performance and Policy Issues », *IMF Occasional Papers* n° 125, 1995.

³ Il serait également possible d'utiliser un modèle plus large de l'économie comme l'ont fait Rudi Dornbusch, Carlo Favero et Francesco Giavazzi, « Immediate Challenges for the European Central Bank », *Economic Policy*, avril 1998. Le rapport β/α évalué à 1/2, est obtenu comme moyenne pondérée des rapports des élasticités des indices des productions industrielles nationales aux taux de change et d'intérêt.

⁴ David Mozina, « The European Central Bank Policy Dilemma », in Merrill Lynch, « Currency & Bond Market Trends, *A Biweekly Review* », 2 juillet 1998.

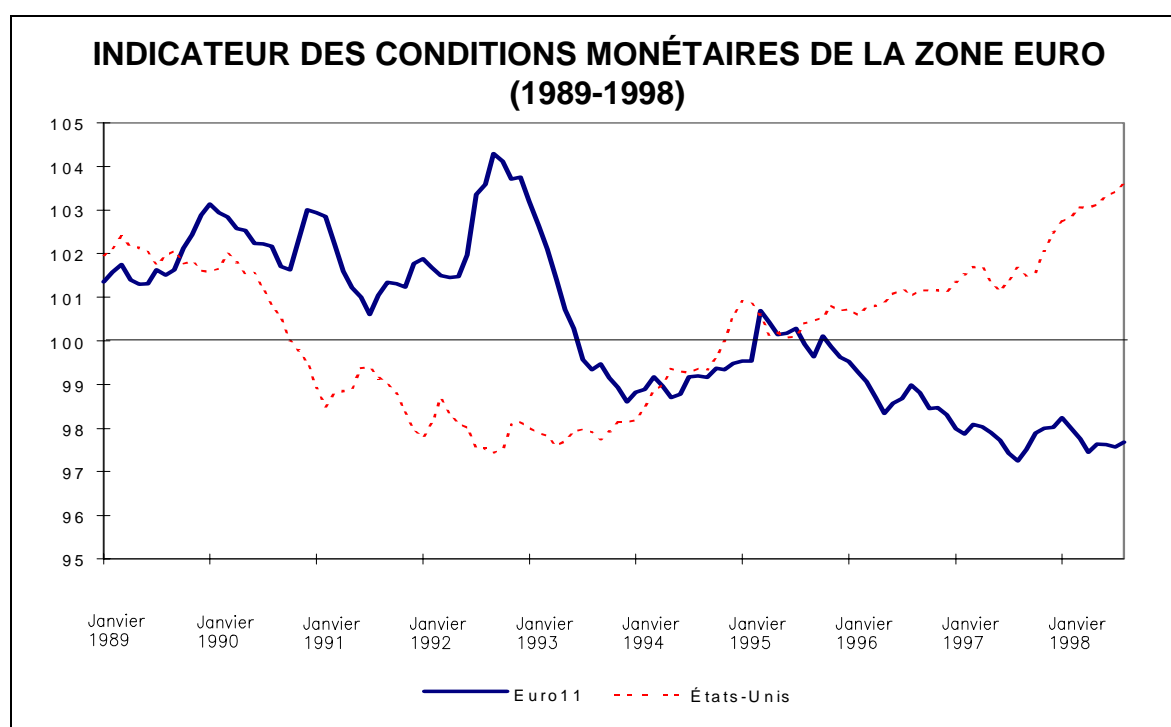
⁵ Le taux d'ouverture est la moyenne des importations et des exportations rapportée au PIB. Les chiffres cités sont issus de la fiche thématique « Commerce extérieur de l'Union monétaire », *Bulletin de la Banque de France* n° 54 – juin 1998. Pour mémoire, les taux d'ouverture de la France et de l'Allemagne (commerce intra-européen inclus) étaient de, respectivement, 22 % et 32 % en 1995.

2. Résultats

Le calcul d'un ICM pour la zone euro permet d'apprécier l'orientation des conditions monétaires de la zone. La lecture de cet indicateur doit toutefois tenir compte de ses limites intrinsèques.

2.1. Évolution des conditions monétaires de la zone euro

Le graphique suivant retrace l'évolution des ICM de la zone euro et des États-Unis, en prenant comme référence les valeurs moyennes du taux de change et du taux d'intérêt sur la période 1989-1997. La période de référence, souvent limitée à une moyenne annuelle, devrait idéalement correspondre à des conditions monétaires neutres : or celles-ci, délicates à définir pour un pays, le seraient encore plus pour un agrégat de pays¹. Le choix de la période de référence doit répondre à deux contraintes : être suffisamment longue pour couvrir approximativement l'ensemble d'un cycle et éviter d'éventuels changements des mécanismes de transmission au cours de la période. 1989-1997 paraît constituer un bon compromis.



Depuis janvier 1993, les conditions monétaires de la zone euro se sont fortement assouplies. Au cours des deux dernières années, l'ICM a baissé de près de 2 points (de 99,5 en janvier 1995 à 97,7 en août 1998). Cet assouplissement des conditions monétaires de la zone euro s'explique par la baisse du taux d'intérêt réel moyen de 3,7 % à 2,6 % depuis janvier 1995 et par l'amélioration de la compétitivité de la zone de près de 7 points (soit des contributions respectives de 1,1 point et 0,7 point).

Il serait tentant d'en déduire que, *toutes choses égales par ailleurs*, cette détente des conditions monétaires aurait permis de gagner environ 2 % de PIB sur la période 1995-1998. Il convient toutefois de se garder de toute interprétation mécanique de la sorte : l'ICM est un indicateur simple qui ne tient pas compte de l'ensemble des facteurs pouvant influencer l'activité, les taux d'intérêt à long terme, la politique budgétaire et la demande mondiale notamment. Cette évaluation se limite à l'impact des conditions monétaires *stricto sensu* sur la croissance.

¹ L'annexe 3 présente la sensibilité de l'indicateur au choix de sa période de référence.

Dans le même temps, les conditions monétaires des États-Unis se sont progressivement durcies de 4 points depuis janvier 1993. Depuis le début de l'année 1998, l'ICM des États-Unis a encore augmenté de près de 1 point.

2.2. Limites

Un ICM présente deux limites intrinsèques qui doivent guider son analyse : sa sensibilité au choix de sa période de référence et le problème de la prise en compte des délais de transmission de la politique monétaire ¹.

2.2.1. Sensibilité de l'indicateur au choix de sa période de référence

Le choix de la période de référence détermine les valeurs de $e_{réf.}$ et $r_{ct,réf.}$ et donc la valeur de l'ICM.

L'annexe 3 présente la formulation mathématique de cette sensibilité et un exemple de ses conséquences. Si l'on prenait l'année 1992 comme référence, l'écart entre les ICM de la zone euro et des États-Unis serait, en moyenne, accentué de plus de 4 points. *A contrario*, le choix de l'année 1995 comme référence réduirait cet écart de 1 point. Choisir comme référence pour chaque instrument sa valeur moyenne sur l'ensemble de la période étudiée (1989-1997) apparaît moins arbitraire.

S'il est exact de déduire de ce graphique qu'au cours des cinq dernières années les conditions monétaires se sont détendues dans la zone euro, alors qu'elles se sont durcies aux États-Unis, en liaison avec le décalage des cycles économiques, il serait faux de conclure que les conditions monétaires de la zone euro sont plus souples aujourd'hui que celles prévalant aux États-Unis en 1993. Autrement dit, seules les variations des ICM sont significatives, et non leurs niveaux. En effet, ces derniers dépendent fortement des choix opérés lors de la construction de l'indicateur. Celui-ci est notamment sensible au déflateur du taux de change effectif et au choix de la période de référence. *Les comparaisons internationales ne peuvent donc s'appuyer que sur les variations des ICM et non sur leurs niveaux.*

2.2.2. Les délais de transmission de la politique monétaire

Chaque mois, l'indicateur des conditions monétaires est construit en agrégeant les variations des taux de change et d'intérêt par rapport à deux valeurs de référence fixées pour l'ensemble de la période. Il ne prend donc en compte que les innovations du mois, en « oubliant » les conséquences des variations antérieures des conditions monétaires, qui ne se répercutent pourtant sur l'activité qu'avec un délai.

De plus, les délais de transmission des taux d'intérêt et des taux de change peuvent différer, et ce décalage n'est pas pris en compte dans la construction de l'indicateur.

Construit à partir d'un véritable taux de change effectif réel de la zone euro et avec des pondérations économiquement justifiées, l'ICM est un indicateur synthétique utile pour apprécier l'orientation de la politique monétaire au sein de la zone.

Selon cet indicateur, les conditions monétaires de la future zone euro se sont fortement assouplies depuis 1993. Cependant, du fait de ses limites, cet indicateur ne peut constituer qu'un élément du diagnostic sur la situation monétaire et ne peut en aucun cas revêtir un caractère normatif ou jouer le rôle d'objectif final ou intermédiaire pour la politique monétaire.

¹ L'information contenue dans un ICM peut de plus être brouillée par des chocs financiers et des chocs d'offre, cf. Giuseppe Grande, « *Properties of the Monetary Conditions Index* », Banca d'Italia, n° 324, décembre 1997.

CONSTRUCTION D'UN TAUX DE CHANGE EFFECTIF RÉEL DE LA ZONE EURO

Le taux de change effectif réel d'un pays est un indicateur de compétitivité obtenu en agrégeant les variations des taux de change bilatéraux des différents pays concurrents.

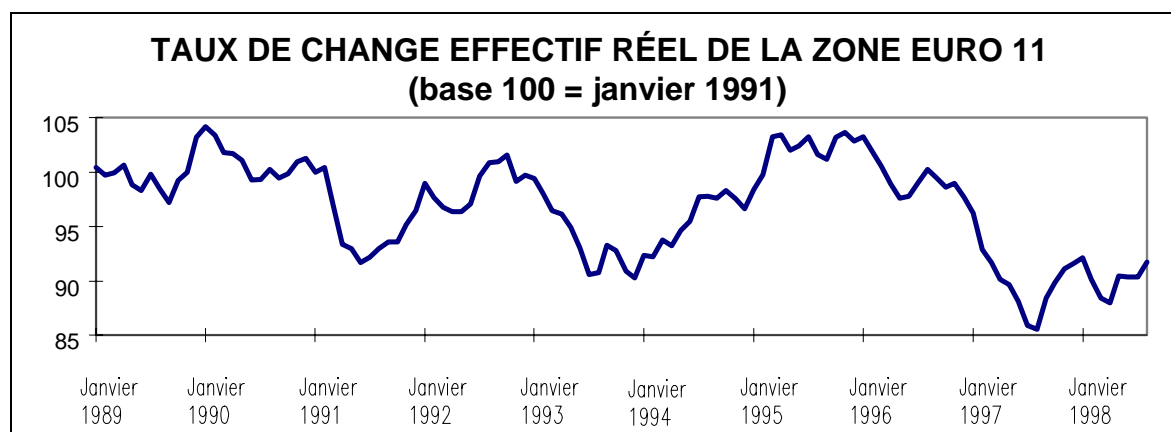
Soient $R_i(t)$ le taux de change effectif réel du pays i à la date t , $X_j(t)$ le taux de change bilatéral du pays j (exprimé en dollars des États-Unis par unité de monnaie nationale du pays j), $P_j(t)$ l'indice des prix à la consommation¹ du pays j et $w_{ij}(t-1)$ le poids accordé au pays j parmi les concurrents du pays i . Dans ce cas, la variation du taux de change effectif réel du pays i sera :

$$\Delta \ln R_i^t = \ln \frac{P_i^t X_i^t}{P_i^{t-1} X_i^{t-1}} - \sum_{j \neq i} w_{ij}^{t-1} \ln \frac{P_j^t X_j^t}{P_j^{t-1} X_j^{t-1}}$$

La construction d'un taux de change effectif réel pour la zone euro nécessite :

- le calcul de la parité bilatérale de la zone euro vis-à-vis du dollar, obtenue comme moyenne des parités bilatérales vis-à-vis du dollar des onze pays membres pondérées par le PIB de chaque pays exprimé en dollars à parité de pouvoir d'achat. Cette parité fictive est construite selon le principe d'un indice de Laspeyres-chaîne pour lequel les coefficients de pondération sont révisés chaque année ;

- le calcul du poids annuel accordé à chaque pays j concurrent de la zone euro en fonction de la part du commerce extérieur réalisée par la zone euro avec ce pays². Pour chacun des vingt-quatre pays pris en compte³, on agrège l'ensemble des exportations et des importations des onze pays de la zone euro. Le poids annuel accordé au pays j correspond alors à la somme des échanges commerciaux réalisés chaque année par la zone euro avec ce pays (exportations + importations) divisée par la somme des exportations et des importations de la zone euro.



¹ Il serait également possible d'utiliser le prix du PIB ou les coûts salariaux unitaires mais l'indice du prix à la consommation présente l'avantage d'être disponible pour l'ensemble des pays avec une fréquence mensuelle.

² Une pondération simple a été ici préférée à la double pondération utilisée par l'OCDE, cf. M. Durand, C. Madaschi et F. Terribile « Trends in OECD Countries' International Competitiveness », *Working Paper* n° 195, 1998.

³ Les pays retenus sont l'Argentine, l'Australie, le Brésil, le Canada, la Chine, la Corée, les États-Unis, Hong-Kong, l'Inde, l'Indonésie, le Japon, la Malaisie, le Mexique, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Philippines, la Russie, la Suisse, Taiwan, la Thaïlande (pays retenus par l'OCDE dans sa dernière étude), ainsi que le Danemark, la Grèce, le Royaume-Uni et la Suède.

RECHERCHE DES COEFFICIENTS DE PONDÉRATION DE L'ICM

Les coefficients de pondération du taux de change et du taux d'intérêt doivent refléter l'impact de chacun de ces deux instruments sur l'économie réelle. Nous cherchons donc à mettre en évidence une relation entre le taux de change effectif réel, le taux d'intérêt réel et la croissance de la zone euro.

Données utilisées

L'annexe 1 présente la méthode de construction du taux de change effectif réel de la zone euro qui est ici trimestrialisé.

Le taux d'intérêt nominal de court terme de la zone est la moyenne des taux d'intérêt interbancaires à 3 mois des onze pays, pondérés par le PIB annuel de chaque pays en dollars à parité de pouvoir d'achat. Le taux d'intérêt réel est obtenu par soustraction du taux d'inflation lissé de la zone ¹.

Le taux de croissance annuel est calculé à partir de la série du PIB en volume de la zone euro (série Datastream, construite à partir des séries Eurostat), désaisonnalisée (méthode Census-X11-multiplicatif).

Résultats obtenus

Soient $y(t)$ la croissance annuelle du PIB de la zone, $\Delta e(t)$ la variation trimestrielle du taux de change effectif réel et $\Delta rm(t)$ la variation du taux d'intérêt moyen de court terme lissée ².

Selon les tests de Dickey-Fuller, les trois séries utilisées sont stationnaires sur la plus longue période disponible (1980-1998). Par contre, sur les dix dernières années, la stationnarité de la croissance annuelle du PIB de la zone n'est pas assurée (ou alors seulement avec une probabilité de 20 %). Sur la période 1989-1998, la croissance annuelle sera donc aussi étudiée en différence première. Selon le test de Johansen, les séries $y(t)$, $e(t)$, $rm(t)$ ne sont pas cointégrées sur la période d'étude.

Sur 1989 : 1 - 1997 : 4, on obtient la relation suivante ³ :

$$y(t) - y(t-1) = -1.0 \Delta rm_{(t-3)} - 0.11 \Delta e_{(t-1)} + 0.01d$$

$$R^2 = 0.38 \quad (-3.6) \quad (-2.3) \quad (1.9)$$

$$DW = 2.11$$

¹ Le taux d'inflation annuel est calculé à partir de l'indice des prix à la consommation de la zone euro (série Datastream EMCP...F) puis lissé exponentiellement ($p_{\text{lissée}(t)} = 0.125 p_{\text{lissée}(t-1)} + 0.875 p(t)$).

² La variation du taux d'intérêt moyen de la zone euro est lissée grâce une moyenne mobile d'ordre 3 : $\Delta rm(t) = (\Delta rm_{(t-1)} + \Delta rm_{(t)} + \Delta rm_{(t+1)})/3$.

³ d est une indicatrice introduite pour tenir compte de la réunification allemande.

SENSIBILITÉ DE L'INDICATEUR AU CHOIX DE SA PÉRIODE DE RÉFÉRENCE

La sensibilité de l'ICM à ce choix peut se traduire sous la forme :

$$\partial ICM_t = -\alpha \frac{e_t}{(e_{ref})^2} \partial e_{ref} - \partial r_{ref}$$

Pour le graphique présenté dans la note, les valeurs de référence e_{ref} et $r_{ct,ref}$ sont prises égales aux moyennes sur la période 1989-1997 de e et r . L'ICM est ensuite normé à 100 en posant $ICM_{ref} = 100$. Le tableau suivant synthétise les variations de l'indicateur induites par un simple changement de référence.

	Période de référence	1989-1997	1989	1992	1995
ZONE EURO	Taux de change moyen (indice)	97,25	100,00	98,85	101,40
	Taux d'intérêt moyen (en pourcentage)	4,85	5,90	6,90	3,90
	Valeur moyenne de l'ICM sur la période 1989-1997 (en points) (A)	100,00	98,70	97,70	100,60
ÉTATS-UNIS	Taux de change moyen (indice)	99,05	102,40	95,30	95,70
	Taux d'intérêt moyen (en pourcentage)	2,20	3,90	0,60	2,90
	Valeur moyenne de l'ICM sur la période 1989-1997 (en points) (B)	100,00	98,00	102,00	99,60
Écart entre la valeur moyenne de l'ICM États-Unis et de l'ICM euro (en points) C = (B) - (A)		0,00	- 0,70	4,30	- 1,00

Si l'on prenait l'année 1992 comme référence, l'écart entre les ICM de la zone euro et des États-Unis serait, en moyenne, accentué de plus de 4 points. *A contrario*, le choix de l'année 1995 comme référence réduirait cet écart de 1 point. Choisir comme référence pour chaque instrument sa valeur moyenne sur l'ensemble de la période étudiée (1989-1997) apparaît, dès lors, moins arbitraire.

A N A L Y S E S

LES COMPTES FINANCIERS DU LOGEMENT EN 1997

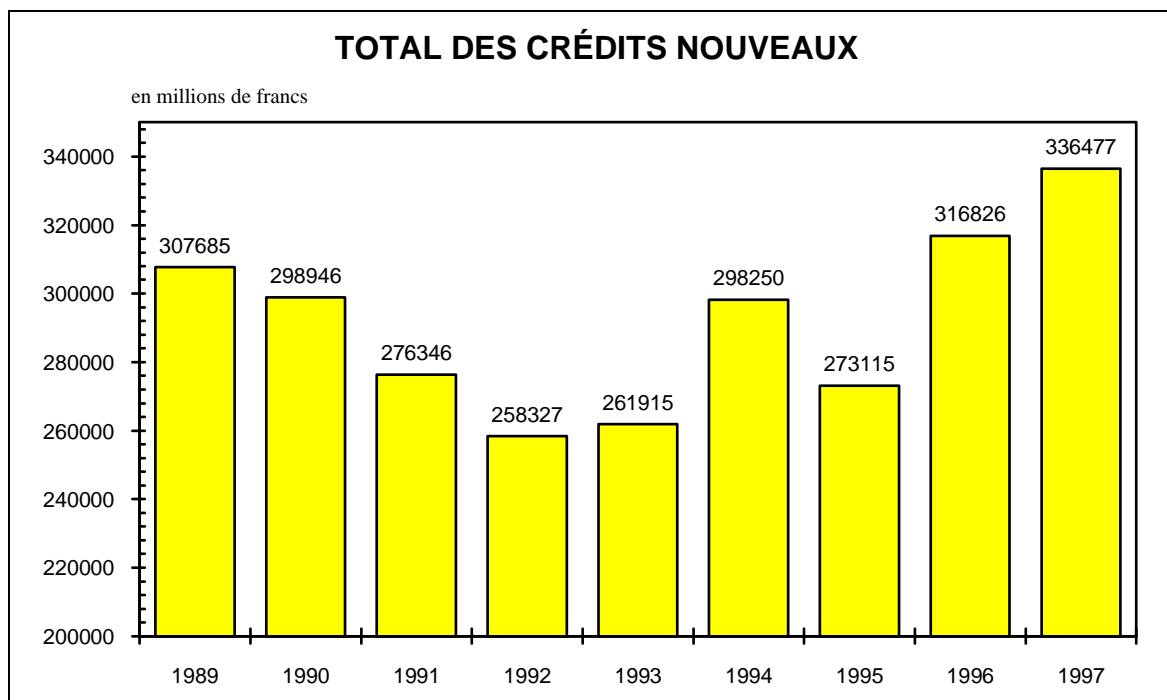
La distribution des crédits au logement a poursuivi sa progression au cours de l'exercice écoulé, à un rythme moindre toutefois qu'en 1996. Les financements accordés aux ménages ont globalement augmenté, la croissance des prêts du secteur libre compensant largement la régression des prêts du secteur aidé. Comme précédemment, les crédits distribués aux sociétés de location ont diminué, sous l'effet de la baisse des prêts locatifs aidés.

ISABELLE DESAN
Direction de la Conjoncture
Pôle logement – BTP

Après avoir connu une forte reprise en 1996 (+ 16,3 %), la distribution de crédits pour le financement de logements a continué de progresser (+ 6,2 %). Les prêts nouveaux versés aux ménages et aux sociétés de location se sont élevés à 336,5 milliards de francs, au lieu de 316,8 milliards en 1996 (cf. annexes 1 et 2). Cette progression a concouru à augmenter de 1,4 % l'encours des crédits à l'habitat (2 255,6 milliards de francs à fin décembre 1997). Les encours de crédits promoteurs ont poursuivi leur recul : ils se sont élevés à 46,5 milliards de francs, à comparer au montant maximum de 174,8 milliards atteint en 1991.

La progression globale des crédits investisseurs masque des évolutions divergentes. En effet, les concours du secteur aidé (13,1 % des versements) ont connu une nouvelle baisse (– 17,3 %), tandis que le secteur libre continuait de se développer (+ 11,0 %, après + 23,7 % en 1996).

1. Répartition des concours nouveaux selon les bénéficiaires



1.1. Les ménages

Après avoir enregistré une forte augmentation en 1996 (+ 21,5 %), les concours distribués aux ménages ont continué de progresser en 1997, à un rythme toutefois plus modéré (+ 7,1 %). Ils se sont élevés à 299,9 milliards de francs, soit 89,1 % de la production nouvelle.

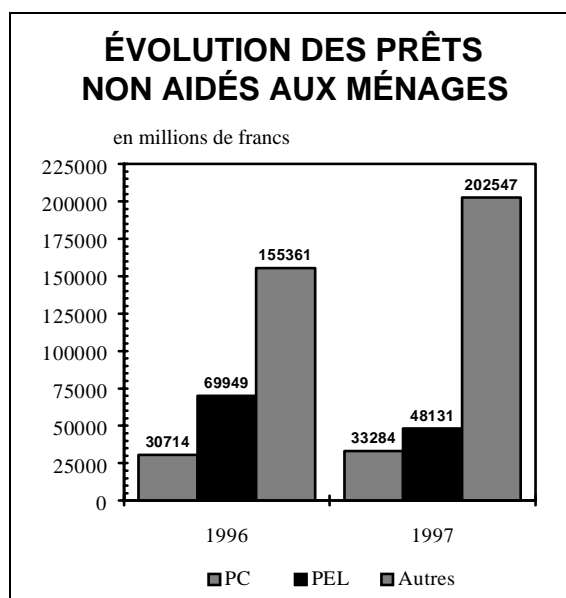
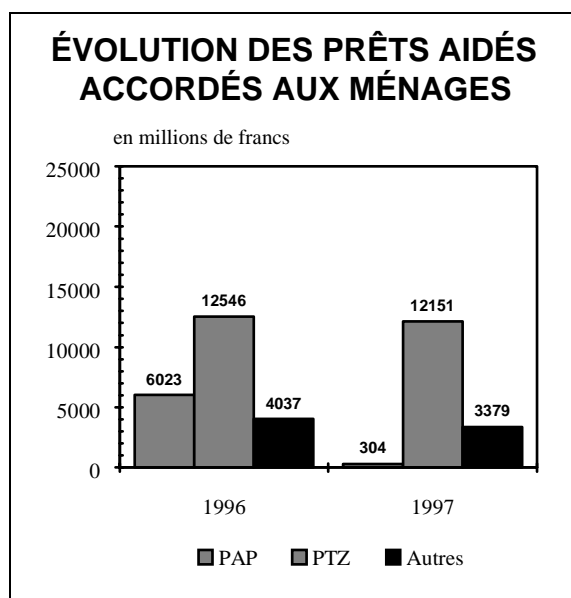
La diminution des *prêts du secteur aidé* s'est amplifiée (- 30,2 %) sous l'effet de la quasi-disparition des *prêts à l'accession à la propriété* (PAP) et du plafonnement des *prêts à taux zéro* (PTZ). En revanche, les *prêts du secteur libre* ont connu une progression de 10,9 %.

À la suite de la réforme de l'accession sociale à la propriété (octobre 1995), les versements de prêts PAP ont quasiment disparu, revenant de 6 milliards de francs en 1996 à 304 millions. Par ailleurs, les PTZ, qui avaient connu une forte montée en puissance en 1996, ont très légèrement diminué, pour s'établir à 12,2 milliards de francs (- 2,4 %). Cette évolution s'explique par les modifications de leurs conditions d'octroi : pour l'acquisition-amélioration de logements anciens, relèvement de 20 % à 35 % du coût total de l'opération du montant des travaux nécessaires et, à partir du 1^{er} octobre 1997, bénéfice de ces prêts réservé aux personnes n'ayant pas été propriétaires de leur résidence principale au cours des deux années précédentes.

Après avoir connu une progression très sensible en 1996, les *prêts conventionnés* (PC) (33,3 milliards de francs) ont continué d'augmenter en 1997 (+ 8,4 %) ; ils ont représenté 11,7 % des financements non aidés. Au sein de cet ensemble, les *prêts à l'accession sociale* (PAS), catégorie spécifique de PC créée en mars 1993 pour les ménages à revenus modestes, ont reculé de 22,4 milliards de francs en 1996 à 19,7 milliards (- 12,1 %) en 1997.

Les *prêts d'épargne-logement* (PEL) (48,1 milliards de francs) ont connu une forte baisse au cours de l'exercice écoulé (- 31,2 %), ce qui a ramené leur part dans le total des financements non aidés à 16,9 %, au lieu de 27,3 % précédemment. La prépondérance des financements destinés aux opérations d'acquisition de logements anciens s'est atténuée (46,8 %) au profit des financements destinés à la construction neuve (26,0 %) et aux travaux d'amélioration-entretien (27,2 %).

Les *autres prêts du secteur libre* (202,6 milliards de francs) ont enregistré une forte progression (+ 30,3 %), identique à celle observée en 1996. Les *prêts locatifs intermédiaires* (PLI), dont la part représente seulement 0,7 % de ces prêts, ont diminué de 29,5 %. Les *prêts éligibles au marché hypothécaire*, qui constituent près du quart de ces prêts, ont augmenté de 5,7 %, tandis que les concours non éligibles au marché hypothécaire s'accroissaient de 42,1 %. Comme en 1996, les *prêts du secteur libre* ont été essentiellement affectés à l'acquisition de logements anciens (69,9 %), la construction neuve (18,9 %) et l'amélioration-entretien (11,2 %) restant minoritaires.



1.2. Les sociétés de location

La baisse des concours financiers aux sociétés de location (organismes HLM, sociétés d'économie mixte...) s'est poursuivie pour la troisième année consécutive, mais de façon atténuée (- 3,6 %, après - 11,7 % en 1996). Le montant des prêts versés s'est élevé à 36,5 milliards de francs, soit 10,9 % des financements nouveaux.

Les versements de *prêts locatifs aidés* (PLA) ont poursuivi leur mouvement de baisse (- 14,9 %, après - 18,3 % en 1996), malgré la stabilisation des programmes budgétaires inscrits au budget de l'État pour 1997 (80 000 PLA, dont 30 000 *prêts locatifs aidés très sociaux* — PLA-TS). Cette évolution s'explique notamment par les difficultés rencontrées dans le bouclage des plans de financement et par un certain désengagement des collectivités locales. Ces prêts, qui représentent 59,8 % du financement du logement locatif social, se sont élevés à 17 milliards de francs, la Caisse des dépôts et consignations et le Crédit foncier de France étant intervenus à hauteur de, respectivement, 95,0 % et 5,0 %. Au sein de l'enveloppe PLA, les PLA-TS destinés aux plus démunis ont diminué (- 23,5 %), après avoir connu une forte hausse en 1996 ; leur montant (2,3 milliards de francs) reste supérieur à celui observé en 1995.

Les autres prêts participant au financement du secteur locatif social (*prêts complémentaires aux PLA et aux Palulos*, notamment) ont augmenté de 5,7 %, s'établissant à 11,3 milliards de francs.

Par ailleurs, l'encours des *prêts locatifs intermédiaires* (PLI) destinés au financement de logements loués aux ménages disposant de revenus moyens, a continué à décroître (- 33,4 %), à 1,2 milliard de francs.

1.3. Les promoteurs

La diminution d'activité de la *promotion immobilière*, observée depuis 1992, s'est amplifiée au cours de l'exercice écoulé : après avoir baissé de 8,7 milliards de francs en 1996, les encours de crédits promoteurs se sont réduits de 14,5 milliards en 1997. Cette baisse (- 23,8 %) doit cependant être interprétée avec prudence, compte tenu, notamment, de l'incidence des classements en créances douteuses et des opérations effectuées dans le cadre de la gestion de ces engagements, que les statistiques ne permettent pas de mesurer ; elle ne peut, en particulier, faire l'objet de rapprochements directs avec l'évolution des stocks de logements des promoteurs.

La bonne tenue des ventes s'est confirmée : les ventes d'appartements neufs ont progressé de 9,8 %, toujours favorisées par la faiblesse des taux et par les dispositifs des prêts à taux zéro et de l'« amortissement Périssol ». Cette évolution a eu pour principale conséquence l'allègement des stocks, dont le délai d'écoulement est passé de 12 mois, fin 1996, à 8 mois au quatrième trimestre 1997. Ce déstockage est en partie à l'origine de l'absence de redémarrage de la construction, qui s'explique également par les difficultés de montage des nouvelles opérations et par les incertitudes ressenties, en cours d'année, sur la pérennité des dispositifs d'incitation fiscale.

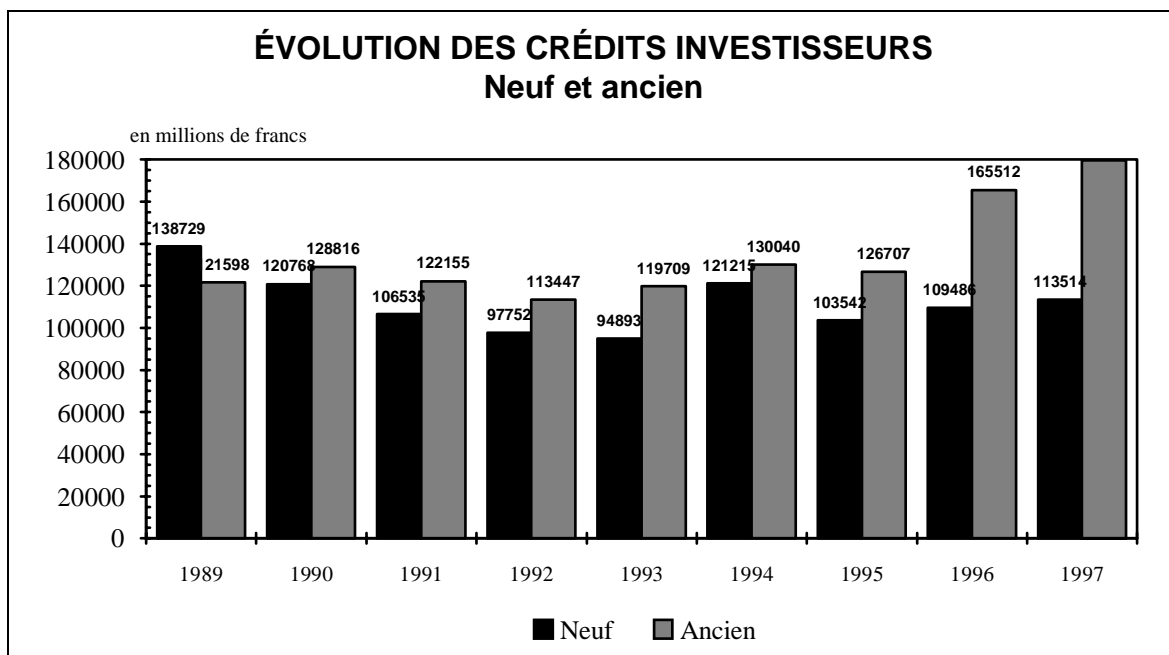
2. Répartition des concours nouveaux par objets

2.1. Les logements neufs

Les concours accordés pour la construction neuve ont continué d'augmenter en 1997, passant de 109,5 milliards de francs l'année précédente à 113,5 milliards (+ 3,6 %). Leur part relative est revenue de 34,5 % en 1996 à 33,7 % en 1997.

Les divers types de financement ont connu des évolutions notablement différentes d'une année à l'autre. Les prêts locatifs aidés ont enregistré une forte diminution (- 15,1 %, après - 18,0 % en 1996), qui a ramené leur part de 16,1 % à 13,1 %. La quasi-disparition des PAP n'a pas été compensée par la progression des prêts à taux zéro. Au total, ces évolutions ont conduit à une forte diminution du secteur de l'accession aidée (- 28,2 %), dont la part est passée de 16,7 % en 1996 à 11,6 % pour l'année écoulée. Le secteur libre s'est caractérisé par le contraste entre, d'une part, les prêts d'épargne-logement, qui ont connu une baisse de 23,5 %, après avoir enregistré une hausse de 16,2 % en 1996, et d'autre part, les prêts conventionnés et les autres prêts, qui ont progressé de, respectivement, 28,9 % et 30,7 %.

La part relative des sociétés s'est encore amenuisée en 1997, revenant à 22,8 %, au lieu de 25,5 % l'année précédente.



2.2. Les logements anciens

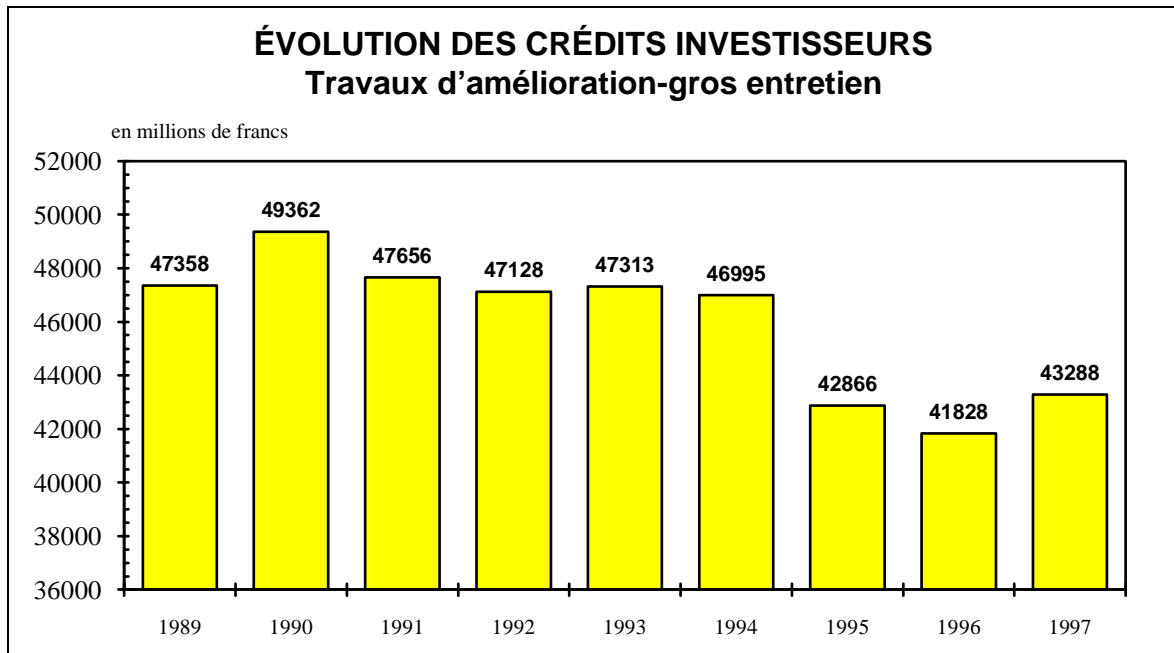
Le montant des crédits destinés à l'acquisition de logements anciens, qui s'était inscrit en nette augmentation en 1996 (+ 31,2 %) a continué de progresser, mais à un rythme moins soutenu (+ 8,6 %). Ces financements (179,7 milliards de francs) ont ainsi légèrement amélioré leur part relative dans les crédits investisseurs, dont ils représentent 53,4 % du total, contre 52,3 % en 1996. La quasi-totalité d'entre eux sont contractés par les ménages (97,5 %), dans le secteur libre (96,2 %).

La répartition du financement s'est assez largement modifiée : la forte diminution des prêts d'épargne-logement (- 38,3 %) et des prêts conventionnés (- 24,4 %) a provoqué une baisse sensible de leur part relative (respectivement 12,5 %, après 22,0 % en 1996, et 4,8 %, au lieu de 6,9 %). En revanche, la part des autres prêts du secteur libre, qui ont connu une progression de 29,2 %, s'est nettement renforcée (78,9 %, contre 66,2 %).

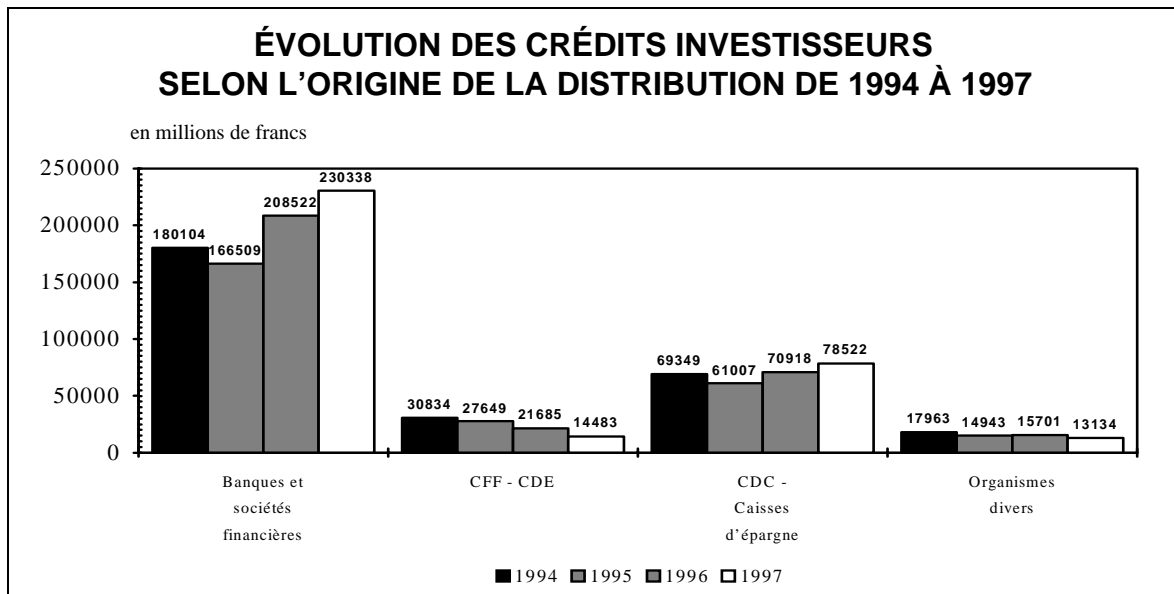
2.3. Les travaux d'amélioration-gros entretien

Après le repli des années précédentes, les crédits affectés aux travaux d'amélioration et de gros entretien, qui représentent des masses financières moins importantes (43,3 milliards de francs, soit 12,9 % des crédits investisseurs), ont enregistré une augmentation de 3,5 %. Le secteur aidé (14,8 % des financements) a progressé de 2,3 %. Le secteur libre a augmenté de 3,7 %, le repli des prêts d'épargne-logement (- 23,2 %) étant largement compensé par la croissance des autres prêts (+ 30,2 %).

Les concours aux ménages (85,7 % des financements de ce secteur) ont connu une hausse de 4,6 %. Toutefois, il convient de rappeler qu'une fraction non négligeable des travaux engagés dans ce secteur est financée sur fonds propres ou par des crédits non affectés, que les statistiques ne permettent pas d'appréhender.



3. Répartition des concours nouveaux selon l'origine de la distribution



3.1. Les banques et les sociétés financières

Après avoir connu en 1996 une progression soutenue (+ 23,2 %), les crédits accordés par ces catégories de distributeurs (230,3 milliards de francs) ont continué d'augmenter, quoiqu'à un rythme moins rapide (10,5 %). Ces intermédiaires financiers ont ainsi renforcé leur place dans le financement du logement (68,5 %, au lieu de 65,7 % en 1996), au bénéfice d'une clientèle quasi exclusive de ménages (97,4 %).

Les prêts à taux zéro, qui sont les seuls crédits aidés distribués par les banques et les sociétés financières, ont enregistré une augmentation de 21,3 % : leur part relative est néanmoins restée très faible (4,0 %). L'évolution des crédits non aidés s'est révélée contrastée : les prêts conventionnés ont maintenu leur part relative (10,2 %) ; mais la forte baisse des prêts d'épargne-logement (- 32,2 %) a provoqué une diminution de leur part relative (16,1 %, au lieu de 26,2 % en 1996), au bénéfice des autres prêts du secteur libre, qui représentent désormais 69,7 % des financements, au lieu de 60,1 %.

3.2. Le Crédit foncier de France et le Comptoir des entrepreneurs

La baisse des concours distribués par ces institutions financières spécialisées (14,5 milliards de francs) s'est amplifiée au cours de l'année écoulée (- 33,2 %, après - 21,6 % en 1996). Leur part relative est ainsi revenue de 6,8 % à 4,3 % du total des financements du logement. Le remplacement des prêts aidés à l'accession à la propriété (PAP) par les prêts à taux zéro, distribués par l'ensemble des acteurs financiers, est à l'origine de la chute des prêts du secteur aidé, qui sont passés de 11,1 milliards de francs à 2,6 milliards. La part du secteur libre dans l'activité de ces organismes est ainsi devenue largement prépondérante, passant de 49 % en 1996 à 82 %.

La majorité des crédits octroyés par ces deux organismes spécialisés a bénéficié aux ménages (88,7 %).

3.3. La Caisse des dépôts et consignations (CDC) et les caisses d'épargne

Après avoir connu une progression de 16,2 % en 1996, les concours octroyés par ces établissements (78,5 milliards de francs) se sont inscrits en hausse de 10,7 %. Les crédits aidés ont encore diminué (- 4,4 %), en raison de la baisse des prêts locatifs aidés consentis par la CDC ; leur part relative est ainsi revenue à 30,5 % des financements du logement. En revanche, la tendance à la hausse des crédits non aidés s'est poursuivie (+ 19,0 %) : la diminution des prêts d'épargne-logement (- 30,9 %) a été largement compensée par la croissance des prêts conventionnés (+ 33,7 %) et des autres prêts du secteur libre (+ 47,7 %), ces derniers représentant désormais 48,0 % des crédits distribués par les caisses d'épargne.

La part des ménages dans les destinataires des financements de ces organismes s'est accrue, passant de 64,3 % à 70,0 %.

3.4. Les organismes non bancaires

L'apport de ces organismes (administrations publiques et collecteurs de la contribution des employeurs à l'effort de construction) a diminué de 20,8 %, s'établissant à 13,1 milliards de francs (3,7 % du total des crédits, au lieu de 4,9 % en 1996).

Les administrations publiques (0,6 % des versements) ont continué à réduire légèrement leurs engagements (- 2,7 %). Parallèlement, les organismes collecteurs (3,1 % des crédits) ont diminué leur contribution de 18,7 %.

FINANCEMENT DU LOGEMENT

Prêts nouveaux en distribution – Année 1996

(version définitive)

(montant en millions de francs – part en pourcentage)

SECTEURS DE FINANCEMENT	SECTEUR AIDÉ (a)						SECTEUR LIBRE				TOTAL		TOTAL GÉNÉRAL	
	LOCATION		ACCESSION				PC	PEPEL	Autres prêts					
	PLA	Autres prêts (b)	PAP	PTZ	Autres prêts (c)	(d)			Sociétés	Ménages	Sociétés	Ménages	Montant	Part
Emprunteurs	Sociétés (e)	Ménages (f)	Sociétés	Ménages	Ménages	Ménages	Ménages	Ménages	Sociétés	Ménages	Sociétés	Ménages	Montant	Part
ACQUISITION DE LOGEMENTS NEUFS														
S412 Banques (g) et S4141 sociétés financières...					5 269	15	12 461	12 654	4 289	19 538	4 289	49 922	54 211	49,5
S4142 CFF et CDE.....	1 265	259		5 936	2 702		3 055	17	749	2 422	2 014	14 406	16 420	15,0
S413 CDC et caisses d'épargne.....	16 100				1 156		2 792	3 654	1 773	4 988	17 873	12 590	30 463	27,8
S60 Administrations publiques.....			616							304	616	742	1 358	1,2
S4143 Emplois S12 du 1 % logement (h).			2 815			2 756			292	1 171	3 107	3 927	7 034	6,4
TOTAL.....	17 365	259	3 431	5 936	9 127	3 209	18 308	16 325	7 103	28 423	27 899	81 587	109 486	100,0
En pourcentage.....	15,9	0,2	3,1	5,4	8,3	2,9	16,7	14,9	6,5	26,0	25,5	74,5	100,0	34,5
ACQUISITION DE LOGEMENTS ANCIENS														
S412 Banques et S4141 sociétés financières...					2 381		8 612	27 193		87 614		125 800	125 800	76,0
S4142 CFF et CDE.....	116	24		55	631	6	1 402	42		2 442	116	4 602	4 718	2,9
S413 CDC et caisses d'épargne.....	2 133		730		407		1 345	9 334		17 030	2 863	28 116	30 979	18,7
S60 Administrations publiques.....										293		293	293	0,2
S4143 Emplois S12 du 1 % logement.....			603			821			63	2 335	666	3 056	3 722	2,2
TOTAL.....	2 249	24	1 333	55	3 419	827	11 359	36 569	63	109 614	3 645	161 867	165 512	100,0
En pourcentage.....	1,4	0,0	0,8	0,0	2,1	0,5	6,9	22,1	0,0	66,2	2,2	97,8	100,0	52,3
AMÉLIORATION-GROS ENTRETIEN														
S412 Banques et S4141 sociétés financières...							817	14 082		13 612		28 511	28 511	68,2
S4142 CFF et CDE.....	22	4		32		1	31	10		447	22	525	547	1,3
S413 CDC et caisses d'épargne.....	315		4 243				199	2 963		1 756	4 558	4 918	9 476	22,7
S60 Administrations publiques.....			273								273	427	700	1,7
S4143 Emplois S12 du 1 % logement.....			1 370			0			142	1 082	1 512	1 082	2 594	6,2
TOTAL.....	337	4	5 886	32		1	1 047	17 055	142	17 324	6 365	35 463	41 828	100,0
En pourcentage.....	0,8	0,0	14,1	0,1		0,0	2,5	40,8	0,3	41,4	15,2	84,8	100,0	13,2
TOTAL GÉNÉRAL	19 951	287	10 650	6 023	12 546	4 037	30 714	69 949	7 308	155 361	37 909	278 917	316 826	
En pourcentage.....	6,3	0,2	3,3	1,9	3,9	1,3	9,8	22,0	2,3	49,0	12,0	88,0	100,0	

(a) Prêts bénéficiant d'une aide à la pierre

(b) Dont prêts complémentaires aux PLA et aux Palulos

(c) Dont prêts complémentaires aux PAP

(d) Y compris les PLI

(e) Dans les colonnes « Sociétés » sont repris : les prêts locatifs aux organismes d'HLM, sociétés d'économie mixte, sociétés immobilières d'investissement et sociétés privées de location.

(f) Dans les colonnes « Ménages » sont retracés : les prêts accordés pour l'acquisition d'un logement, que ce soit pour l'habiter ou pour le louer.

(g) Banques AFB, banques populaires, crédit agricole, crédit mutuel

(h) Versements directs des entreprises (S12) et concours des organismes collecteurs (CIL S4143)

Sources : Établissements de crédit – Administrations publiques – ANPEEC

Réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Pôle logement

FINANCEMENT DU LOGEMENT

Prêts nouveaux en distribution – Année 1997

(version semi-définitive)

(montant en millions de francs – part en pourcentage)

SECTEURS DE FINANCEMENT	SECTEUR AIDÉ (a)						SECTEUR LIBRE				TOTAL		TOTAL GÉNÉRAL	
	LOCATION		ACCESSION				PC	PPEL	Autres prêts (d)					
	PLA	Autres prêts (b)	PAP	PTZ	Autres prêts (c)	Sociétés (e)					Ménages (f)	Sociétés	Ménages	Sociétés
Emprunteurs	Sociétés (e)	Ménages (f)	Sociétés	Ménages	Ménages	Ménages	Ménages	Ménages	Sociétés	Ménages	Sociétés	Ménages	Montant	Part
Prêteurs														
ACQUISITION DE LOGEMENTS NEUFS														
S412 Banques (g) et					7 596		15 926	9 346	5 913	26 939	5 913	59 808	65 721	57,9
S4141 sociétés financières ...					1 188	5	3 514	14	773	2 405	1 513	7 561	9 074	8,0
S4142 CFF et CDE.....	740	131		304										
S413 CDC et caisses d'épargne.....	13 998				1 337		4 153	3 133	1 180	7 698	15 178	16 321	31 499	27,7
S60 Administrations publiques.....			618			438				312	618	750	1 368	1,2
S4143 Emplois S12 du 1 % logement (h).			2 401			2 244			249	958	2 650	3 202	5 852	5,2
TOTAL.....	14 738	131	3 019	304	10 121	2 687	23 593	12 493	8 115	38 312	25 872	87 642	113 514	100,0
En pourcentage.....	13,0	0,1	2,7	0,3	8,9	2,4	20,8	11,0	7,1	33,8	22,8	77,2	100,0	33,7
ACQUISITION DE LOGEMENTS ANCIENS														
S412 Banques et					1 681		6 736	16 478		109 341		134 236	134 236	74,7
S4141 sociétés financières ...					100	1	343	22		4 119	98	4 602	4 700	2,6
S4142 CFF et CDE.....	98	17												
S413 CDC et caisses d'épargne.....	1 854		1 946		249		1 504	6 045		25 618	3 800	33 416	37 216	20,7
S60 Administrations publiques.....										307		307	307	0,2
S4143 Emplois S12 du 1 % logement.....			515			361			54	2 286	569	2 647	3 216	1,8
TOTAL.....	1 952	17	2 461		2 030	362	8 583	22 545	54	141 671	4 467	175 208	179 675	100,0
En pourcentage.....	1,1	0,0	1,4		1,1	0,2	4,8	12,5	0,0	78,8	2,5	97,5	100,0	53,4
AMÉLIORATION-GROS ENTRETIEN														
S412 Banques et							799	11 249		18 333		30 381	30 381	70,2
S4141 sociétés financières ...							167	8		512	19	690	709	1,6
S4142 CFF et CDE.....	19	3												
S413 CDC et caisses d'épargne.....	274		4 326				142	1 836		3 229	4 600	5 207	9 807	22,7
S60 Administrations publiques.....			282								282	330	612	1,4
S4143 Emplois S12 du 1 % logement.....			1 168			330			121	490	1 289	490	1 779	4,1
TOTAL.....	293	3	5 776			330	1 108	13 093	121	22 564	6 190	37 098	43 288	100,0
En pourcentage.....	0,7	0,0	13,3			0,8	2,6	30,2	0,3	52,1	14,3	85,7	100,0	12,9
TOTAL GÉNÉRAL	16 983	151	11 256	304	12 151	3 379	33 284	48 131	8 290	202 547	36 529	299 948	336 477	
En pourcentage.....	5,0	0,0	3,3	0,1	3,6	1,0	9,9	14,3	2,5	60,2	10,9	89,1	100,0	

- (a) Prêts bénéficiant d'une aide à la pierre
(b) Dont prêts complémentaires aux PLA et aux Palulos
(c) Dont prêts complémentaires aux PAP
(d) Y compris les PLI
(e) Dans les colonnes « Sociétés » sont repris : les prêts locatifs aux organismes d'HLM, sociétés d'économie mixte, sociétés immobilières d'investissement et sociétés privées de location.
(f) Dans les colonnes « Ménages » sont retracés : les prêts accordés pour l'acquisition d'un logement, que ce soit pour l'habiter ou pour le louer.
(g) Banques AFB, banques populaires, crédit agricole, crédit mutuel
(h) Versements directs des entreprises (S12) et concours des organismes collecteurs (CIL S4143)

Sources : Établissements de crédit – Administrations publiques – ANPEEC

Réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Pôle logement

CHRONOLOGIE 1997 des principales mesures intervenues dans le domaine du financement du logement

Dates	Événements	
<i>Janvier</i>		
7	Circulaire n° 97-01 relative à la programmation des crédits de l'Anah en 1997 (le budget de l'Anah s'élevé à 2 015 millions de francs).	
13	Circulaire n° 97-11 relative à la mise en œuvre de la politique du logement et à la programmation des financements aidés par l'État pour 1997 , précisant les orientations majeures de la politique du logement pour l'année.	
20	Décret n° 97-62 relevant la quotité du prêt à taux zéro (PTZ) de 20 % à 25 % du montant des opérations d'accession privée à la propriété dans les zones franches urbaines.	
30	Décrets n° 97-78, n° 97-79 et arrêtés relatifs aux ressources prises en considération pour l'aide personnalisée au logement (APL) et à son calcul . Divers ajustements techniques sont notamment mis en place dans un souci de simplification et de rationalisation du dispositif.	
30	Décrets n° 97-83, n° 97-84, n° 97-85 et arrêté relatifs aux différents types d' allocations logement (ressources prises en considération, modalités d'attribution et calcul de la prestation).	
<i>Février</i>		
14	Décret n° 97-143 relatif aux modifications du Code de la construction et de l'habitation relatives à l'Union d'économie sociale pour le logement (UESL) , nouvel organe fédérateur des comités interprofessionnels de collecte de la participation des employeurs à l'effort de construction (CIL) ; approbation des statuts de l'UESL .	
18	Instruction fiscale relative à la TVA à taux réduit sur la construction ou la livraison d'immeubles d'habitation neufs destinés à un usage locatif à caractère social . Résumé des modifications :	
Mode de financement des logements neufs	Jusqu'au 30 septembre 1996	À partir du 1 ^{er} octobre 1996
PLA-CDC	Subvention au taux de 12 %	TVA à 5,5 %
PLA-CDC pour les opérations expérimentales	Subvention au taux de 15 %	TVA à 5,5 % et subvention au taux de 3,0 %
PLA-CDC très sociaux (PLA-TS)	Subvention au taux de 20 % (pouvant exceptionnellement être portée à 25 %)	TVA à 5,5 % et subvention au taux de 8,0 % (pouvant exceptionnellement être portée à 13,0 %)
PLA-CFF	Prêt CFF bonifié par l'État	TVA à 5,5 % et prêt conventionné locatif CFF (PCL)

*Mars***21** Décret n° 97-271 relatif à l'approbation de l'engagement de substitution de l'UESL pour le logement et de la convention y afférente.

Il s'agit de la convention passée entre l'État et l'UESL sur la substitution de l'UESL aux associés collecteurs pour le versement de la contribution exceptionnelle de 1997 (financement de l'accession à la propriété).

28 Décret n° 97-289 et arrêté relatifs aux modifications de dispositions relatives au calcul de l'aide personnalisée au logement (APL) (unification du barème et assise du calcul sur le concept de « taux d'effort »).*Avril***1** Circulaire n° 97-33 relative à la répartition des enveloppes régionales de prêts *pacte de relance pour la ville (PRV)* pour l'amélioration des logements locatifs sociaux dans les zones urbaines sensibles (travaux de réhabilitation Palulos, d'amélioration hors Palulos et travaux périphériques aux logements).**30** Instruction relative à la suppression de la réduction d'impôt au titre des intérêts d'emprunts et des dépenses de ravalement (cf. loi de finances pour 1997) :

- la réduction d'impôt pour les intérêts des prêts contractés pour l'acquisition ou la construction de logements neufs est supprimée à compter du 1^{er} janvier 1997 ;
- la réduction d'impôt pour les intérêts des prêts contractés pour l'acquisition de logements anciens ou la réalisation de grosses réparations est supprimée à compter du 1^{er} janvier 1998 ;
- la réduction d'impôt s'appliquant aux dépenses de ravalement est supprimée à compter du 1^{er} janvier 1997. Celles-ci sont désormais éligibles à la nouvelle réduction d'impôt pour gros travaux instituée par la loi de finances pour 1997 (article 85).

*Mai***13** Convention entre le ministère du Logement et l'Union d'économie sociale pour le logement (UESL) pour le maintien des capacités d'investissement du 1 % logement en 1997 et 1998.**21** Circulaire relative à la réforme des emplois du 1 % logement.**23** Décret n° 97-532 portant définition de la surface privative d'un lot de copropriété.

Il s'agit, en référence à la loi n° 96-1107 du 18 décembre 1996, relative à l'amélioration de la protection des acquéreurs de lots de copropriété (loi Carrez), de la définition de la surface à prendre en compte pour le métrage des lots de copropriété mis en vente.

28 Décret n° 97-535 relatif aux conventions conclues entre l'État et les personnes physiques ou morales autres que les organismes HLM et les SEM, relatives à des logements bénéficiant d'un concours financier de l'État ou d'une décision favorable.

Ces personnes (notamment les promoteurs) pourront construire des logements sociaux financés à l'aide d'un prêt conventionné locatif (PCL, ex PLA-CFF) et bénéficier, sous réserve de l'obtention d'un agrément, d'un taux de TVA à 5,5 %.

29 Circulaire relative au financement de logements locatifs sociaux pouvant bénéficier de subventions de l'État et de prêts de la Caisse des dépôts et consignations.

Ce texte précise notamment les modalités de mise en œuvre de la réforme du régime des subventions et des prêts liés à l'application du taux réduit de la TVA à la construction neuve de logements locatifs sociaux.

*Juin***19** Dans son discours de politique générale à l'Assemblée nationale, le nouveau Premier ministre annonce :

- la programmation de la réhabilitation de 1 million de logements sur la législature (des crédits pour la réhabilitation de 100 000 logements supplémentaires, dont 50 000 HLM, seront mobilisés en 1997) ;
- une revalorisation de l'aide personnalisée au logement (APL) au 1^{er} juillet 1997 ;
- un réexamen de la taxation du surloyer, dit de solidarité, HLM.

Juillet

9 **Décret n° 97-755** relatif à l'**ouverture de crédits d'avance**. Parmi les nouveaux crédits budgétaires prévus pour 1997, 600 millions de francs sont consacrés à la revalorisation du barème de l'aide personnalisée au logement (APL) ; 216,3 millions de francs de crédits ouverts et 1 050 millions de francs d'autorisations de programmes accordées sont attribués pour la réhabilitation de 100 000 logements supplémentaires sur l'année.

10 **Circulaire** relative au **programme supplémentaire de réhabilitation de 100 000 logements en 1997**.
Les dotations au budget du logement prévues par la loi de finances initiale pour 1997 sont abondées de 650 millions de francs pour la Paludos, 300 millions pour la PAH et 200 millions pour l'Anah.

Août

29 **Décret n° 97-806** relatif à l'**évolution de certains loyers dans l'agglomération de Paris**.
L'encadrement des loyers du secteur privé pratiqués à Paris et dans certaines communes d'Île-de-France est reconduit.

Septembre

10 **Décret n° 97-831 et arrêtés** permettant la **revalorisation ou l'actualisation des barèmes des aides personnelles au logement au 1^{er} juillet 1997** (allocation logement et APL).

Octobre

30 **Décret n° 97-1000** relatif à la **modification de l'avance aidée par l'État pour l'acquisition d'une résidence principale** (prêt à taux zéro réservé au primo-accédant) :

- l'éligibilité au PTZ est désormais réservée aux personnes physiques n'ayant pas été propriétaires de leur résidence principale au cours des deux dernières années précédant l'offre de prêt ;
- les bénéficiaires d'un PTZ ne pouvant plus, pour des raisons professionnelles, destiner leur logement à leur résidence principale, peuvent solliciter l'octroi d'une avance pour l'acquisition d'une nouvelle résidence principale, sous réserve du remboursement préalable du capital restant dû de l'avance initiale ;
- les bénéficiaires de l'avance peuvent en conserver le bénéfice (transfert du PTZ sur le nouveau logement) lorsqu'ils acquièrent un autre logement en vue de l'occuper à titre de résidence principale ;
- ces dispositions sont applicables aux offres de prêts émises à compter du 1^{er} novembre 1997.

30 **Arrêté** relatif à la **durée de remboursement de l'avance aidée par l'État pour l'acquisition d'une résidence principale**.
Pour les offres de prêts émises à compter du 1^{er} novembre 1997, les durées de la période 1 (différé de remboursement) sont légèrement diminuées.

Novembre

4 **Circulaire** relative à l'**avance aidée par l'État pour l'acquisition d'une résidence principale** (application du décret du 30 octobre 1997).

Décembre

18 **Circulaire n° 97-04** relative à la **programmation des crédits de l'Anah en 1998** (le budget de l'Anah s'élève à 2 200 millions de francs).

30 **Loi de finances pour 1998, n° 97-1269**.
Le budget du logement s'élève à 47,075 milliards de francs.

30 (suite)

S'agissant des aides à la personne (33,612 milliards de francs) :

- l'enveloppe affectée à l'aide personnalisée au logement (AL et APL) s'élève à 33,155 milliards de francs (+ 11,5 %) ;
- une dotation de 457 millions de francs est mobilisée au titre de l'accompagnement social — Fonds de solidarité pour le logement (FSL), Aide au logement temporaire (ALT) et Fonds d'aide aux accédants en difficulté (FAAD).

S'agissant des aides à la pierre :**dans le secteur locatif :**

- la ligne fongible comprenant les subventions destinées à la prime Palulos (120 000 financées) et aux PLA et PLA-TS dans l'ancien est dotée de 2,928 milliards de francs d'autorisations de programmes (5 000 PLA et 20 000 PLA-TS) ;
- dans la construction neuve, 45 000 PLA et 10 000 PLA-TS seront subventionnés (ces constructions bénéficieront en outre du nouveau taux de TVA minoré à 5,5 %, dont l'impact est estimé à 2,02 milliards de francs) ;
- pour les opérations les plus sociales, 349 millions de francs sont affectés au financement des travaux pour les plus démunis.

en ce qui concerne les aides à l'amélioration de l'habitat destinées aux propriétaires :

- le budget de l'Agence nationale pour l'amélioration de l'habitat (Anah) s'élève à 2,2 milliards de francs (105 000 logements) ;
- la prime à l'amélioration de l'habitat (PAH) est dotée de 800 millions de francs d'autorisations de programmes (80 000 logements).

en ce qui concerne l'accession à la propriété :

- 6,26 milliards de francs sont affectés au financement du prêt à taux zéro (PTZ) et la dotation au Fonds de garantie de l'accession sociale à la propriété (FGAS) se monte à 260 millions.

En outre, la loi de finances comporte les dispositions suivantes :

- la réduction d'impôt liée aux intérêts des prêts contractés pour l'acquisition d'un logement ancien ou pour la réalisation de gros travaux d'amélioration-entretien est supprimée à compter du 1^{er} janvier 1998 ;
- un nouveau crédit d'impôt pour les petites dépenses d'entretien de la résidence principale est institué. Son montant est égal à 15 % des dépenses annuelles (pour les années 1998, 1999 et 2000), dans la limite de 5 000 francs pour un célibataire et de 10 000 francs pour un couple marié, majorée de 500 francs par personne à charge (750 francs pour le deuxième enfant et 1 000 francs pour le troisième). Ce dispositif s'ajoute à celui mis en place par la loi de finances pour 1997 en faveur des grosses réparations ;
- la taxe d'habitation est allégée pour les contribuables modestes : le seuil en deçà duquel cet impôt ne peut dépasser 3,4 % du revenu est porté à 16 937 francs. La taxe d'habitation est plafonnée à 1 500 francs lorsque le revenu est inférieur ou égal à 25 000 francs ;
- le taux de TVA appliqué aux travaux dans les logements sociaux est abaissé à 5,5 %.

L'ÉVOLUTION DES CRÉANCES ET ENGAGEMENTS « INTERNATIONAUX » DES BANQUES RÉSIDENTES AU PREMIER TRIMESTRE 1998

La présente analyse commente l'évolution des encours de créances et engagements internationaux des banques résidentes en France, tels qu'ils sont communiqués par la direction de la Balance des paiements de la Banque de France à la Banque des règlements internationaux (BRI), selon la méthodologie retenue par cette dernière. L'activité internationale des banques résidentes, qui situe celles-ci à la quatrième place dans le monde, a enregistré une progression modérée au cours du premier trimestre 1998, tant pour les créances (+ 5,0 %) qu'en ce qui concerne les engagements (+ 6,4 %). À l'inverse, les systèmes bancaires des principaux autres pays auraient plutôt enregistré un ralentissement de cette activité sur la période, selon les statistiques publiées par la BRI.

La croissance de l'encours des créances internationales s'explique principalement par le gonflement, en trois mois, de 20,3 % à 22,3 %, de l'encours total des portefeuilles de titres, notamment ceux qui sont libellés en dollars et en lires. Dans le même temps, les encours de créances des banques résidentes vis-à-vis de l'Asie — y compris le Japon — se sont inscrits en diminution.

L'activité internationale des banques résidentes en France est fortement tournée vers le reste de l'Union européenne. Cette zone reçoit 48 % des prêts bancaires vis-à-vis des non-résidents et représente 57 % de l'encours des portefeuilles-titres internationaux au bilan des banques résidentes.

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

Nota : Les créances et engagements internationaux des banques résidentes commentés dans cette note correspondent aux chiffres que la direction de la Balance des paiements (Semex) transmet à la BRI dans le cadre des statistiques « euromonnaies ». Celles-ci englobent l'ensemble des opérations de prêts/emprunts et d'achats/ventes ou émissions de titres en francs et en devises avec les non-résidents. Sont également recensés les avoirs et engagements en devises — y compris sous forme de titres — vis-à-vis des résidents français. Les statistiques euromonnaies font l'objet — au niveau global — de commentaires de la BRI dans un rapport trimestriel sur l'activité bancaire et financière internationale.

1. Vue d'ensemble de l'activité internationale (créances et engagements) des banques résidentes

Progression des encours en dépit du contexte général de ralentissement de l'activité bancaire internationale

1.1. Évolution générale des créances

À fin mars 1998, l'encours des créances internationales au bilan des banques résidentes s'élevait à 794 milliards de dollars, soit une progression de 5 % par rapport à décembre 1997.

CRÉANCES INTERNATIONALES DES BANQUES RÉSIDENTES				
<i>(en milliards de dollars)</i>				
	Décembre 1995	Décembre 1996	Décembre 1997	Mars 1998
A. Portefeuille de titres.....	101,4	125,6	153,3	176,4
– Titres de dettes.....	92,5	110,8	135,6	152,9
– Actions et titres d'OPCVM.....	8,9	14,8	17,7	23,5
B. Prêts bancaires.....	625,3	582,2	602,7	617,6
dont : Titres reçus en pension livrée	82,7	83,0	108,1	119,0
C. Total (A + B).....	726,7	707,8	756,0	794,0
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 51 91				

La croissance des encours s'explique principalement par le gonflement des portefeuilles de titres (+ 15,1 %), alors que les prêts n'ont progressé que de 2,5 %. Cette différence de tendance ne fait que confirmer les évolutions enregistrées au cours des deux années précédentes. Alors que l'activité de prêt international des banques résidentes tend à stagner, leurs portefeuilles de titres internationaux enregistrent une croissance d'environ 70 % depuis fin 1995. Si ce mouvement est principalement provoqué par des acquisitions nettes de titres, l'effet de valorisation entraîné par la hausse des cours sur les marchés obligataires et d'actions a également joué un rôle non négligeable¹.

La part des créances internationales dans le total des créances détenues par les banques résidentes continue de progresser. Elle peut être estimée à 33,5 % fin mars 1998, contre 31,8 % fin 1997 et 28,0 % fin 1996. Une telle évolution s'explique en même temps par la relative stagnation de l'activité sur le marché domestique et l'effet de valorisation produit à la fois par la hausse des cours de bourse et par l'appréciation du dollar (passé de 5,99 francs fin 1997 à 6,19 francs fin mars 1998).

¹ À titre d'illustration, l'indice Dow Jones de la Bourse de New York a progressé de 12 % au cours du trimestre sous revue, après avoir enregistré une hausse de 106 % sur la période 1995-1997.

L'évolution des créances et engagements « internationaux » des banques résidentes

L'encours des créances vis-à-vis des non-résidents a progressé sensiblement moins vite que celui en devises vis-à-vis des résidents (+ 4 %, contre + 11 %). Mais, tandis que ce sont essentiellement les portefeuilles de titres qui progressent pour les opérations avec les non-résidents, le gonflement des actifs en devises vis-à-vis des résidents s'explique quasi exclusivement par les opérations de prêts.

VENTILATION DES CRÉANCES INTERNATIONALES DES BANQUES RÉSIDENTES								
<i>(en milliards de dollars)</i>								
	Créances externes vis-à-vis des non-résidents Francs et devises				Créances en devises sur résidents (a)			
	Déc. 1995	Déc. 1996	Déc. 1997	Mars 1998	Déc. 1995	Déc. 1996	Déc. 1997	Mars 1998
A. Portefeuille de titres.....	97,4	120,6	147,0	169,1	4,0	5,0	6,3	7,3
B. Prêts bancaires	539,9	484,0	498,8	502,4	85,4	98,2	103,9	115,2
C. Total (A + B).....	637,3	604,6	645,8	671,5	89,4	103,2	110,2	122,5
(a) Seuls sont repris les titres libellés en devises et émis par des résidents sur les marchés internationaux.								
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 51 91								

1.2. Évolution générale des engagements (emprunts)

Les engagements des non-résidents et les engagements en devises des résidents figurant au bilan des banques résidentes atteignaient 804,5 milliards de dollars à fin mars 1998, traduisant une hausse de 6,4 % pendant le premier trimestre de l'année, légèrement plus forte que celle des créances. La croissance de l'encours des dettes représentées par un titre (+ 7,8 %) s'avère un peu plus importante que celle des emprunts bancaires (+ 6,0 %), à l'instar de la tendance observée en 1996 et 1997.

La part des engagements internationaux sur le total des engagements des banques résidentes suit le même mouvement de progression que pour les créances. Celle-ci pouvait être estimée à 34 % fin mars 1998, au lieu de 32 % fin 1997.

ENGAGEMENTS INTERNATIONAUX DES BANQUES RÉSIDENTES				
<i>(en milliards de dollars)</i>				
	Décembre 1995	Décembre 1996	Décembre 1997	Mars 1998
A. Dettes représentées par un titre	156,9	164,1	179,8	193,8
dont : titres de transaction.....	15,5	31,1	42,9	55,7
– Dettes à long terme et autres titres.....	128,4	135,2	146,1	157,9
– Instruments du marché monétaire.....	28,5	28,9	33,6	35,9
B. Emprunts bancaires.....	563,7	562,1	576,2	610,7
dont : Titres donnés en pension livrée.....	73,3	98,4	105,8	117,3
C. Total (A + B).....	720,6	726,2	756,0	804,5
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 51 91				

L'évolution des créances et engagements « internationaux » des banques résidentes

À l'inverse des créances, les engagements vis-à-vis des non-résidents ont progressé un peu plus rapidement que ceux en devises vis-à-vis des résidents (+ 6,7 %, contre + 5,0 %).

VENTILATION DES ENGAGEMENTS INTERNATIONAUX DES BANQUES RÉSIDENTES

(en milliards de dollars)

	Engagements externes vis-à-vis des non-résidents Francs et devises				Engagements en devises sur résidents			
	Déc. 1995	Déc. 1996	Déc. 1997	Mars 1998	Déc. 1995	Déc. 1996	Déc. 1997	Mars 1998
A. Dettes représentées par un titre.....	142,8	151,0	163,2	178,3	14,1	13,1	16,5	15,5
B. Emprunts bancaires.....	470,1	466,0	471,7	498,9	93,6	96,1	104,5	111,8
C. Total (A + B)	612,9	617,0	634,9	677,2	107,7	109,2	121,0	127,3
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 51 9'								

1.3. Comparaison avec les principaux autres systèmes bancaires

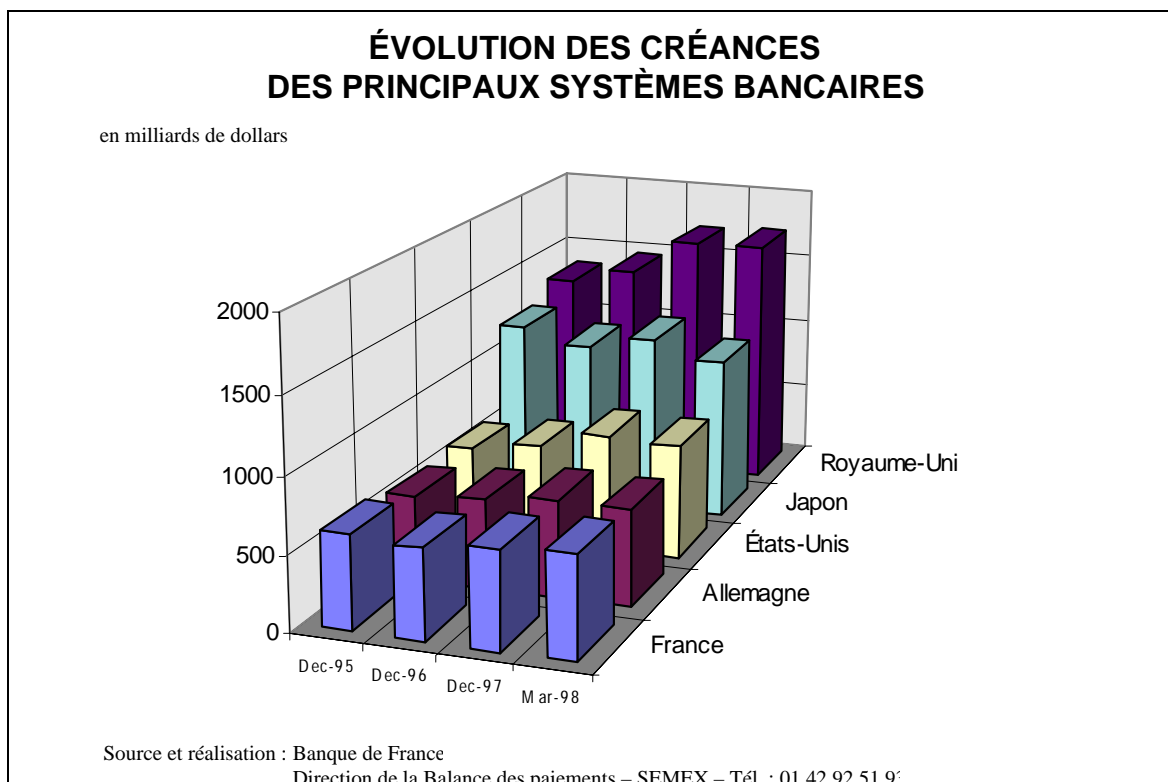
D'après les statistiques euromonnaies publiées par la BRI à fin mars 1998 le système bancaire résident français se situait à la quatrième place, derrière le Royaume-Uni, les États-Unis et le Japon, mais devant l'Allemagne, pour l'encours des créances internationales.

CRÉANCES ET ENGAGEMENTS EXTERNES DES PRINCIPAUX SYSTÈMES BANCAIRES

(en milliards de dollars)

	Créances			Engagements	Créances	Engagements
	Déc. 1995	Déc. 1996	Déc. 1997	Déc. 1997	Mars 1998	
Royaume-Uni.....	1 350,3	1 459,7	1 704,2	1 774,9	1 711,8	1 764,5
Japon	1 217,9	1 123,5	1 217,9	705,1	1 100,0	654,2
États-Unis.....	600,7	667,1	791,0	1 010,8	769,7	966,4
France.....	623,7	595,2	645,8	634,9	671,5	677,2
Allemagne.....	563,7	597,1	647,6	662,3	644,8	707,5
NB : Hors créances et engagements libellés en devises vis-à-vis de résident						
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 51 9'						

Dans un contexte de ralentissement général de l'activité bancaire internationale — particulièrement marqué en ce qui concerne le secteur bancaire résident japonais —, les banques résidentes en France ont développé de façon modérée leur activité au cours du premier trimestre de 1998.



2. Évolution des prêts/emprunts

La progression de l'activité s'est principalement effectuée avec les pays de la zone euro et les États-Unis

2.1. Les prêts bancaires internationaux

Les prêts bancaires internationaux, qui comprennent à la fois les prêts aux non-résidents et les prêts libellés en devises aux résidents, atteignaient à fin mars 1998 un niveau d'encours de 617,6 milliards de dollars, à l'issue d'une progression limitée à 2,5 % au cours du premier trimestre de 1998.

Bien que restant largement dominante, la part des prêts bancaires internationaux sur le total de l'encours des créances internationales tend à régresser : 78 % à fin mars 1998, au lieu de 86 % fin 1995. Parallèlement, le poids des prêts libellés en devises aux résidents dans l'encours total des prêts bancaires internationaux s'accroît : celui-ci est passé de 13,7 % fin 1995 à 19,0 % fin mars 1998.

L'encours des opérations sur pension livrée¹ (119 milliards de dollars à fin mars 1998) augmente régulièrement et représente environ 20 % des prêts bancaires internationaux, contre 13 % à la fin de 1995.

La répartition par devises confirme le poids du dollar et du franc dans les opérations de prêts, bien que pour ces deux devises les encours diminuent faiblement.

¹ La pension livrée est l'opération par laquelle un emprunteur cède en pleine propriété à son créancier des titres en garantie d'une opération de prêts et moyennant un prix convenu. L'emprunteur et le prêteur s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les titres, le second à les rétrocéder pour un prix convenu et à une date qui est normalement celle de l'échéance du prêt.

L'évolution des créances et engagements « internationaux » des banques résidentes

Le dollar et le franc représentaient ensemble plus de 66 % des encours en décembre 1997 et n'en représentent plus que 62 % en mars 1998. Toutefois, s'agissant des prêts libellés en francs, la baisse apparente enregistrée sur le premier trimestre de 1998 s'explique par la hausse du dollar : exprimé en francs, l'encours des prêts bancaires internationaux en francs aux non-résidents demeure stable pour la période sous revue.

Les encours de prêts en yens enregistrent également une baisse, largement liée à la réduction des financements accordés aux banques japonaises.

Les prêts en autres devises profitent de ces diminutions, en particulier les monnaies européennes bénéficiant actuellement de taux d'intérêt élevés comme la livre sterling, la lire et la peseta. Les encours de prêts libellés en florins et en francs belges ont également augmenté de façon significative. La dispersion par devises des prêts reste toutefois inférieure à celle des portefeuilles de titres.

PRÊTS BANCAIRES INTERNATIONAUX RÉPARTIS PAR MONNAIES								
<i>(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)</i>								
	Fin décembre 1995		Fin décembre 1996		Fin décembre 1997		Fin mars 1998	
	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part
Opérations libellées en :								
Francs français	180,9	28,9	149,5	25,7	144,0	23,9	139,8	22,6
Dollars.....	225,8	36,1	219,2	37,6	259,2	43,0	252,2	40,8
Deutschemarks.....	53,9	8,6	46,2	7,9	47,6	7,9	53,4	8,6
Yens	49,9	8,0	47,1	8,1	35,6	5,9	29,4	4,8
Écus.....	27,3	4,4	26,9	4,6	22,3	3,7	27,2	4,4
Livres sterling.....	21,1	3,4	22,3	3,8	19,3	3,2	24,6	4,0
Francs suisses.....	16,9	2,7	14,6	2,5	13,9	2,3	13,8	2,2
Lires	16,2	2,6	21,3	3,7	24,7	4,1	31,4	5,1
Autres devises.....	33,4	5,3	35,1	6,0	36,2	6,0	45,8	7,5
Total	625,3	100,0	582,1	100,0	602,7	100,0	617,6	100,0
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Pensions livrées</i>	82,7	13,5	83,0	14,5	108,1	18,3	119,0	19,3
– <i>Francs non-résidents</i>	37,7	45,6	31,3	37,7	34,4	31,8	36,7	30,8
– <i>Devises non-résidents et résidents.....</i>	45,0	54,4	51,7	62,3	73,7	68,2	82,3	69,2
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 51 93								

S'agissant de la *répartition par pays*, les trois quarts environ des prêts transfrontière des banques résidentes sont destinés à des résidents des pays industrialisés et un peu moins de la moitié vis-à-vis de l'Union européenne. Le Royaume-Uni continue d'être le principal pays bénéficiaire, devant les États-Unis et le Japon. On note, par ailleurs, la forte progression des prêts vers l'Italie, dont l'encours a presque doublé depuis la fin de 1995. Globalement, l'encours des prêts vis-à-vis des résidents d'autres pays de la zone euro progresse plus rapidement que le total des prêts bancaires internationaux.

L'encours des prêts aux pays non industrialisés diminue, pour sa part, de 2,4 %, ce qui résulte notamment d'un désengagement des banques françaises vis-à-vis des pays d'Asie. À l'inverse, le montant des créances sur la Russie et le Brésil a continué de s'accroître au cours de la période.

VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES PRÊTS BANCAIRES À DES NON-RÉSIDENTS								
<i>(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)</i>								
	Fin décembre 1995		Fin décembre 1996		Fin décembre 1997		Fin mars 1998	
	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part
Pays industrialisés.....	411,9	76,3	354,8	73,3	361,4	72,5	368,3	73,3
dont : Royaume-Uni.....	143,4	27,3	109,8	23,1	118,8	23,8	114,1	22,7
Japon	68,5	13,0	65,1	13,7	42,7	8,6	37,8	7,5
États-Unis.....	60,4	11,5	52,8	11,1	68,8	13,8	70,7	14,1
Belgique	29,8	5,7	24,2	5,1	17,8	3,3	19,8	3,2
Italie	19,1	3,6	21,3	4,5	21,6	4,3	25,9	5,2
Allemagne.....	17,2	3,3	14,5	3,1	17,6	3,5	19,1	3,8
Luxembourg.....	12,6	2,2	9,9	2,1	12,1	2,4	12,7	2,5
Espagne	12,4	2,2	12,8	2,7	15,7	3,1	19,9	4,0
Suisse.....	16,7	2,9	15,1	3,2	13,5	2,7	14,1	2,8
Autres pays	128,0	23,7	129,2	26,6	137,4	27,5	134,1	26,7
dont : Singapour.....	15,8	3,0	18,1	3,8	15,5	3,1	12,2	2,4
Hong-Kong.....	13,1	2,5	14,3	3,0	19,1	3,8	16,3	3,2
Îles Caïmanes.....	8,2	1,4	12,7	2,7	13,6	2,7	15,4	3,1
Russie.....	3,3	0,6	3,8	0,8	5,6	1,1	5,9	1,1
Brésil.....	3,0	0,4	3,1	0,6	3,7	0,7	3,8	0,8
Total (non-résidents)...	539,9	100,0	484,0	100,0	498,8	100,0	502,4	100,0
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Total Union européenne</i>	<i>264,0</i>	<i>48,9</i>	<i>217,8</i>	<i>45,0</i>	<i>233,3</i>	<i>46,8</i>	<i>242,7</i>	<i>48,3</i>
<i>Total Union monétaire à 11</i>	<i>112,5</i>	<i>20,8</i>	<i>101,0</i>	<i>20,9</i>	<i>107,3</i>	<i>21,5</i>	<i>120,1</i>	<i>23,9</i>
dont : <i>Francs.....</i>	<i>42,8</i>	<i>35,9</i>	<i>34,9</i>	<i>32,5</i>	<i>35,8</i>	<i>33,4</i>	<i>36,6</i>	<i>30,5</i>
Source et réalisation :	Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 51 95							

2.2. Les emprunts bancaires internationaux

Les emprunts bancaires internationaux ont progressé un peu plus rapidement que les créances bancaires (+ 8 %), pour atteindre 610,7 milliards de dollars à fin mars.

La ventilation par devises montre un tassement de l'encours des emprunts libellés en francs et en deutschemarks, mais compte tenu de l'impact de la hausse du dollar sur la période, il s'agit en fait d'une quasi-stabilité. Elle montre, par ailleurs, une forte chute des engagements en yens.

À l'inverse, les emprunts en dollars enregistrent une forte augmentation (+ 11 %), de même que ceux en livres sterling, en liras, et dans d'autres devises plus mineures. Ces ressources ont, pour une large partie, servi à financer des achats de titres par les banques résidentes, particulièrement importants au cours du premier trimestre de 1998 (cf. 3.1.).

EMPRUNTS BANCAIRES INTERNATIONAUX RÉPARTIS PAR MONNAIES								
<i>(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)</i>								
	Fin décembre 1995		Fin décembre 1996		Fin décembre 1997		Fin mars 1998	
	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part
<i>Opérations libellées en :</i>								
Francs français	111,7	19,8	123,3	21,9	107,3	18,6	103,2	16,9
Dollars.....	182,6	32,4	187,2	33,3	208,0	36,1	231,1	37,8
Deutschemarks.....	76,3	13,5	65,6	11,7	69,1	12,0	65,8	10,8
Yens.....	33,1	5,9	27,1	4,8	40,9	7,1	31,1	5,1
Écus.....	26,4	4,7	24,9	4,4	24,2	4,2	27,3	4,5
Livres sterling.....	32,4	5,7	36,0	6,4	31,7	5,5	40,9	6,7
Francs suisses.....	20,6	3,7	17,2	3,1	13,8	2,4	14,2	2,3
Lires.....	22,7	4,0	26,6	4,7	30,5	5,3	36,4	6,0
Autres devises.....	57,9	10,3	54,2	9,7	50,7	8,8	60,7	9,9
Total	563,7	100,0	562,1	100,0	576,2	100,0	610,7	100,0
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Pensions livrées</i>	<i>73,4</i>	<i>13,0</i>	<i>98,4</i>	<i>17,5</i>	<i>105,8</i>	<i>18,6</i>	<i>117,4</i>	<i>19,2</i>
<i>– Francs non-résidents</i>	<i>29,6</i>	<i>40,4</i>	<i>46,6</i>	<i>47,4</i>	<i>41,2</i>	<i>(7,3)</i>	<i>38,5</i>	<i>(6,3)</i>
<i>– Devises non-résidents et résidents.....</i>	<i>43,8</i>	<i>59,6</i>	<i>51,8</i>	<i>52,6</i>	<i>64,7</i>	<i>(11,4)</i>	<i>78,8</i>	<i>(12,9)</i>
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 51 93								

La ventilation géographique des emprunts confirme le mouvement de réduction des financements en provenance du Japon. Ce fléchissement résulte largement de la réduction de l'activité des filiales et succursales de banques japonaises implantées en France. À l'inverse, les financements reçus des États-Unis et des autres pays de l'Union européenne progressent sensiblement.

VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES EMPRUNTS BANCAIRES À DES NON-RÉSIDENTS								
<i>(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)</i>								
	Fin décembre 1995		Fin décembre 1996		Fin décembre 1997		Fin mars 1998	
	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part
Pays industrialisés.....	378,5	80,5	374,3	80,3	377,5	80,0	398,0	79,8
dont : Royaume-Uni.....	116,3	24,7	115,4	24,8	121,5	25,8	126,5	25,4
Japon.....	21,7	4,6	14,5	3,1	22,3	4,7	17,2	3,4
États-Unis.....	36,7	7,8	40,2	8,6	44,5	9,4	56,5	11,3
Belgique.....	25,5	5,4	19,2	4,1	16,4	3,5	21,7	4,4
Italie.....	21,1	4,5	24,6	5,3	27,2	5,8	27,9	5,6
Allemagne.....	19,3	4,1	23,3	5,0	23,9	5,1	22,5	4,5
Luxembourg.....	53,1	11,3	29,8	6,4	22,8	4,8	25,4	5,1
Espagne.....	25,9	5,5	21,4	4,6	20,4	4,3	23,3	4,7
Suisse.....	49,3	10,5	48,7	10,4	48,7	10,3	42,5	8,5
Autres pays	91,6	19,5	91,7	19,7	94,2	20,0	100,8	20,2
dont : Singapour.....	4,2	0,9	5,0	1,1	5,4	1,1	5,6	1,1
Hong-Kong.....	7,1	1,5	7,0	1,5	8,6	1,8	8,6	1,7
Îles Caïmanes.....	4,9	1,1	11,6	2,5	9,2	2,0	12,8	2,6
Russie.....	0,1	–	0,1	–	0,8	0,2	0,8	0,2
Brasil.....	0,3	–	2,1	–	3,0	–	2,5	–
Total (non-résidents) ..	470,1	100,0	466,0	100,0	471,7	100,0	498,8	100,0
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Total Union européenne</i>	<i>277,7</i>	<i>59,0</i>	<i>268,4</i>	<i>57,0</i>	<i>261,6</i>	<i>55,4</i>	<i>281,3</i>	<i>56,4</i>
<i>Total Union monétaire à 11</i>	<i>154,4</i>	<i>32,0</i>	<i>142,9</i>	<i>31,0</i>	<i>132,1</i>	<i>28,0</i>	<i>145,1</i>	<i>29,1</i>
dont : Francs	37,3	24,2	34,6	24,2	21,5	16,3	23,0	15,9
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 51 93								

3. Évolution des portefeuilles de titres internationaux

Forte augmentation des portefeuilles de titres libellés en dollars et en liras

3.1. Portefeuilles de titres détenus par les banques

Cette catégorie de créances a enregistré une progression importante et homogène (à la fois sur les créances externes — non-résidents — et sur les créances en devises sur résidents) de 15 % entre décembre 1997 et mars 1998, pour atteindre un niveau d'encours de 209,3 milliards de dollars à cette dernière date.

Depuis fin 1995, le rythme de progression demeure en permanence supérieur à celui des prêts internationaux. En conséquence, les encours de créances « titres » sont passés de 14,0 % à 22,0 % du total des créances internationales et les portefeuilles de titres internationaux représentaient 31,9 % de l'encours total des portefeuilles-titres des banques résidentes à fin mars 1998, contre 29,9 % fin 1997. Enfin, les bonnes performances enregistrées par les marchés boursiers en Europe et en Amérique du Nord ont favorisé les acquisitions d'actions. L'encours de cette catégorie de titres dans les portefeuilles de titres internationaux des banques résidentes a progressé de 32,0 % au premier trimestre, contre 12,8 % pour les titres de dettes. Le mouvement est toutefois partiellement lié à l'appréciation mécanique des portefeuilles valorisés au prix de marché dans les bilans des banques résidentes.

La ventilation par monnaies laisse apparaître la même hiérarchie des devises que celle constatée en décembre 1997.

Le dollar conforte sa position dominante ; les portefeuilles de titres en dollars, qui représentaient 21,7 % des encours en décembre 1997, atteignent 24,4 % en mars 1998, pour un montant total de 43 milliards de dollars. Les bons et obligations du Trésor américain demeurent la principale catégorie de titres en dollars détenus par les banques résidentes.

Mis à part le dollar, les monnaies de réserve internationales, comme le deutschemark et le yen, ont enregistré un repli de leur part et une diminution de leurs encours.

RÉPARTITION PAR MONNAIES DU NOMINAL DES TITRES DÉTENUS VIS-À-VIS DES NON-RÉSIDENTS ET DES RÉSIDENTS EN DEVICES								
<i>(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)</i>								
	Décembre 1995		Décembre 1996		Décembre 1997		Mars 1998	
	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part
Opérations libellées en :								
Francs français	14,7	14,7	19,9	15,8	19,1	12,5	21,4	12,1
Deutschemarks	20,9	20,6	28,1	22,2	30,9	20,2	28,2	16,0
Dollars	23,1	22,9	26,5	21,5	33,2	21,7	43,0	24,4
Yens	11,9	11,7	12,9	10,2	18,2	11,9	17,5	9,9
Écus	8,4	8,2	6,1	4,9	4,7	3,1	5,5	3,1
Lires	6,4	6,3	8,3	6,5	14,3	9,3	18,9	10,7
Pesetas	5,2	5,1	5,9	4,7	6,6	4,3	6,9	3,9
Livres sterling	2,9	2,9	4,0	3,2	7,3	4,8	7,1	4,0
Francs suisses	1,1	1,1	2,1	1,6	4,4	2,9	5,1	2,9
Autres devises	6,6	6,5	11,8	9,4	14,6	9,5	22,8	12,9
Total	101,2	100,0	125,6	100,0	153,3	100,0	176,4	100,0
Sources et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – SEMEX – Tél. : 01 42 92 51 93								

L'évolution des créances et engagements « internationaux » des banques résidentes

Le franc enregistre, quant à lui, une légère diminution de sa part, mais les portefeuilles de titres émis sur le marché de l'euro franc par des non-résidents progressent, pour atteindre 21,4 milliards de dollars.

La part des autres devises a progressé, en particulier les titres en liras qui apparaissent recherchés dans le cadre des stratégies de convergence dans la perspective de la création de l'euro. Des achats de titres en pesetas et en écus sont également notés.

L'évolution des encours en fonction des pays émetteurs est similaire à celle que l'on constate sur les devises de ces pays. Globalement, la part des pays industrialisés est stable, avec plus de 84 % du total des titres émis par des non-résidents. Toutefois, si les encours des banques résidentes vis-à-vis du Japon et de l'Allemagne tendent à diminuer, ceux qu'elles détiennent vis-à-vis des États-Unis et de l'Italie progressent fortement.

La proportion de titres émis par des résidents d'autres pays de la zone euro apparaît particulièrement importante : 46,6 % des encours recensés, contre moins de 30 % pour les opérations de prêts/emprunts (cf. 2.).

RÉPARTITION PAR PAYS DU NOMINAL DES TITRES DÉTENUS VIS-À-VIS DES NON-RÉSIDENTS Actif – Portefeuilles-titres

(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)

	ACTIF (Portefeuille-titres, en milliards de dollars)							
	Décembre 1995		Décembre 1996		Décembre 1997		Mars 1998	
	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part
Pays industrialisés.....	76,9	79,0	98,8	81,9	123,7	84,1	141,9	83,9
dont :								
États-Unis.....	10,1	10,4	12,9	10,7	17,4	11,8	25,0	14,8
Japon.....	2,1	2,2	3,8	3,2	15,1	10,3	14,3	8,5
Allemagne.....	19,4	20,0	27,2	22,5	29,2	19,8	27,7	16,4
Italie.....	8,6	8,9	9,9	8,2	15,6	10,6	20,2	11,9
Espagne.....	6,8	7,0	8,3	6,9	8,3	5,6	8,4	5,0
Royaume-Uni.....	7,1	7,3	8,7	7,2	11,1	7,5	11,0	6,5
Luxembourg.....	1,5	1,6	1,2	1,0	1,6	1,1	1,7	1,0
Suisse.....	0,1	0,6	1,3	1,1	3,7	2,5	4,5	2,7
Autres pays.....	20,5	21,0	21,8	18,1	23,3	15,9	27,2	16,1
dont :								
Argentine (a).....	0,1	1,0	0,1	0,8	1,1	0,7	1,1	0,7
Brésil (b).....	2,3	2,4	1,8	1,5	1,6	1,1	1,9	1,1
Mexique (c).....	2,0	2,3	2,2	1,9	2,0	1,4	2,1	1,2
Îles Caïmanes.....	2,0	2,1	2,9	2,4	3,7	2,5	4,5	2,7
Antilles néerlandaises.....	3,6	3,7	3,3	2,7	3,6	2,8	3,4	2,0
Hong-Kong.....	0,2	0,3	0,1	0,7	0,6	0,4	0,6	0,4
Russie.....	0,5	0,5	0,1	0,7	0,7	0,5	0,8	0,5
Total.....	97,4	100,0	120,6	100,0	147,0	100,0	169,1	100,0
<i>Pour mémoire :</i>								
Total Union européenne.....	51,8	53,2	71,8	59,4	84,3	57,3	96,2	56,9
Total Union monétaire à 11.....	41,8	42,9	58,3	48,3	67,6	46,0	78,8	46,6
(a) Titrisation de la dette en mars 1993								
(b) Titrisation de la dette en janvier 1991 et avril 1994								
(c) Titrisation de la dette en mars 1990								
Source et réalisation : Banque de France								
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 51 91								

3.2. Dettes représentées par un titre émis par les banques résidentes

Rappelons que, contrairement aux emprunts bancaires, les engagements internationaux sous forme de titres sont plus difficiles à analyser que les créances : en effet, leur recensement s'effectue en fonction des opérations du marché primaire, sans tenir compte des transactions intervenant ultérieurement sur le marché secondaire.

Les dettes internationales des banques françaises sous forme de titres auraient progressé de 7,8 % au premier trimestre de l'année, pour atteindre un niveau d'encours de 193,8 milliards de dollars. Leur progression est cependant contrastée. Vis-à-vis des non-résidents, les engagements ont augmenté de 9,2 %, mais ils ont baissé de 6,0 % vis-à-vis des résidents.

RAPPEL MÉTHODOLOGIQUE

Le concept de créances et engagements internationaux repris dans l'analyse regroupe :

- *les encours des prêts et emprunts aux non-résidents, qu'ils soient en francs ou en devises étrangères, et des prêts et emprunts en devises aux résidents effectués par les banques résidentes. L'analyse est faite à partir des documents établis par les banques résidentes sur une base « sociale » ou géographique, les filiales des banques françaises installées à l'étranger n'étant pas prises en compte ;*
- *la fraction « internationale » des portefeuilles-titres et du passif-titres au sens où sont prises en compte à la fois :*
 - *les créances détenues sous forme de titres sur des non-résidents, en francs ou en devises (titres émis par des non-résidents). Cette rubrique correspond donc à des éléments de la position extérieure du secteur bancaire,*
 - *les créances détenues sous forme de titres sur des résidents, en devises (titres émis par des résidents sur les marchés internationaux) à l'exclusion des titres libellés en écus et émis sur le marché intérieur français (OAT libellées en écus),*
 - *les dettes libellées en devises avec une première contrepartie connue résidente ou non résidente et celles libellées en francs avec des non-résidents. Elles comprennent comptablement :*
 - *les titres de transaction (y compris les ventes à découvert et les dettes sur titres empruntés),*
 - *les titres du marché interbancaire,*
 - *les titres de créances négociables,*
 - *les obligations,*
 - *les autres dettes constituées par les titres,*
 - *les dettes subordonnées.*

SOURCES UTILISÉES

Les données permettant l'analyse de la part de l'activité internationale dans le bilan des banques résidentes proviennent des situations périodiques Bafi-4000 (ensemble des banques qui remettent leurs documents trimestriellement à la Commission bancaire).

S'agissant des autres tableaux, les données reposent sur des informations fournies par la direction de la Balance des paiements (sections « flux et encours » du Semex et « titres » du Sipex), retraitées pour les besoins de la BRI.

E N Q U Ê T E S

LE COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES

(résultats de l'exploitation de 5 369 déclarations
et portant sur la période du 1^{er} au 16 juillet 1998)

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

ÉVELYNE FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Entre début avril 1998 et début juillet 1998

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

Les baisses des taux, qui ont concerné les prêts de toute nature tant à court terme qu'à moyen et long terme, se sont étagées de 0,09 point pour les autres crédits à court terme à 0,67 point pour les découverts.

Entre fin avril 1998 et fin juillet 1998, le taux moyen au jour le jour et le TBB sont restés stables à, respectivement, 3,38 % et 6,55 %. Le TIOP à 1 mois a diminué de 0,02 point, tandis que le TIOP à 3 mois s'est réduit de 0,07 point.

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

Les diminutions de taux ont concerné la plupart des tranches de montant quelle que soit la nature de crédit retenue, allant de 0,01 point pour les autres crédits à court terme d'un montant compris entre 2 000 000 de francs et 10 000 000 de francs à 0,65 point pour les autres crédits à court terme compris entre 100 000 francs et 300 000 francs.

Toutefois, pour l'escompte et les autres crédits à court terme d'un montant compris entre 500 000 francs et 2 000 000 de francs une stabilité a été enregistrée.

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

Les taux moyens des prêts aux entreprises marquent tous des baisses, comprises entre 0,37 point pour l'escompte et 1,32 point pour les découverts

L'examen par montants fait ressortir une évolution différenciée selon la tranche de montant et la nature des concours observées. Les variations se sont ainsi étagées de + 0,14 point pour les découverts compris entre 500 000 francs et 2 000 000 de francs à - 1,29 point pour les découverts supérieurs à 10 000 000 de francs.

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

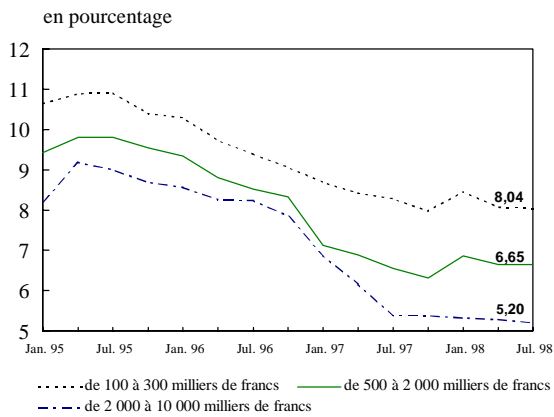
Entre fin juillet 1997 et fin juillet 1998, le TIOP à 1 mois ainsi que le TIOP à 3 mois ont reculé de 0,17 point. Le TMO et le taux moyen au jour le jour, quant à eux, se sont réduits de, respectivement, 0,54 point et 0,19 point.

TAUX OBSERVÉS							
<i>(en pourcentage)</i>							
Catégories de crédit	Par tranches de montant en milliers de francs						Ensemble (taux moyen)
	≤ 100	> 100 et ≤ 300	> 300 et ≤ 500	> 500 et ≤ 2 000	> 2 000 et ≤ 10 000	> 10 000	
ESCOMPTE							
moyen.....	8,51	8,04	7,42	6,65	5,20	(4,57)	5,51
Taux minimum.....	3,92	4,50	4,03	3,57	3,63	(3,81)	
maximum.....	10,73	10,73	10,73	10,73	10,55	(8,10)	
DÉCOUVERT							
moyen.....	9,76	8,54	7,21	6,45	5,08	(4,27)	4,97
Taux minimum.....	3,37	3,84	4,03	3,43	3,42	(3,62)	
maximum.....	12,63	12,63	12,55	12,45	11,50	(6,55)	
AUTRES COURT TERME							
moyen.....	6,59	6,82	6,47	5,55	4,34	3,85	4,00
Taux minimum.....	3,56	3,57	4,50	3,71	3,52	3,37	
maximum.....	10,73	10,70	10,73	9,80	8,10	4,87	
MOYEN ET LONG TERME							
moyen.....	5,84	5,68	5,57	5,36	4,99	(4,37)	4,69
Taux minimum.....	4,33	3,55	4,16	3,92	3,86	(3,30)	
maximum.....	8,00	8,50	8,05	8,20	6,60	(5,90)	

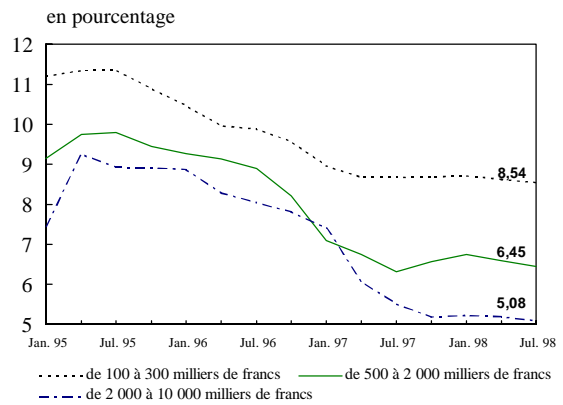
NB : Les taux issus de moins de 30 observations sont entre parenthèses.

ÉVOLUTION DES TAUX OBSERVÉS LORS DES ENQUÊTES

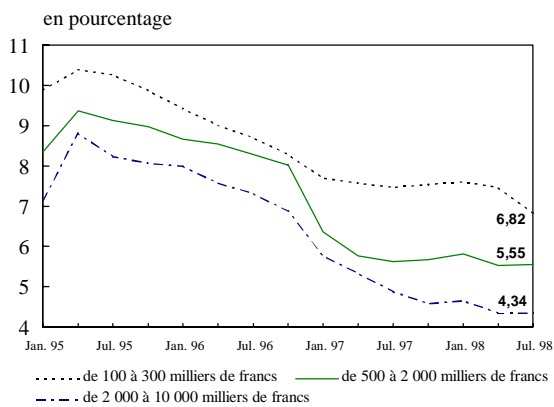
ESCOMPTE



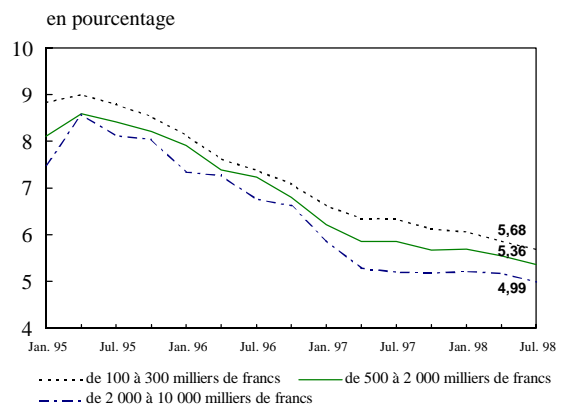
DÉCOUVERT



AUTRES COURT TERME



CRÉDITS À MOYEN ET LONG TERME



BULLETIN OFFICIEL

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

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

Banque de France

Lettre du gouverneur de la Banque de France, au président de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, relative au système des réserves obligatoires

– en date du 18 septembre 1998

J'ai l'honneur de porter à votre connaissance le texte de la décision n° 98-2 du Conseil de la politique monétaire relative au régime des réserves obligatoires, qui se substitue aux décisions n° 94-1 et n° 97-1. J'y joins le texte de l'instruction n° 3-98 de la Banque de France, prise en application de cette décision et qui remplace les instructions n° 1-94 et n° 2-97.

Ces textes permettent d'aménager une période de transition entre le 16 octobre et le 31 décembre 1998 inclus, en transposant en France de manière anticipée l'essentiel des caractéristiques du régime de réserves obligatoires arrêté par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne. Ainsi, les deux périodes de constitution de réserves obligatoires prévues — du 16 octobre au 15 novembre, puis du 16 novembre au 31 décembre — permettront-elles d'assurer la montée en charge progressive d'un dispositif qui marque des changements importants par rapport au régime actuellement en vigueur.

Outre l'application d'un taux uniforme de 2 % à la plupart des éléments retenus dans l'assiette, le système mis en place se caractérise en effet par :

- la rémunération au taux moyen des appels d'offres de la période des réserves obligatoires constituées ;
- la suppression du régime d'exemption bénéficiant actuellement à plus de 700 établissements. Cette évolution ne prendra cependant effet qu'à compter du 16 novembre prochain. Les établissements de crédit actuellement exonérés pourront ainsi mettre à profit ce délai pour mener à bien l'adaptation de leurs procédures de gestion interne à ce changement ;
- une assiette élargie, englobant les exigibilités francs et devises tant vis-à-vis des clients résidents que des non résidents, et intégrant notamment, outre les éléments inclus dans l'assiette actuelle, la plupart des dépôts d'épargne ;
- la détermination des réserves à constituer sur la base d'un arrêté comptable antérieur au premier jour de constitution de chaque période, et non plus sur la base des éléments de l'arrêté comptable de la période de constitution elle-même ;
- la non-prise en compte des encaisses de billets et monnaies pour déterminer le montant des avoirs constitués au titre de l'obligation de réserves, ainsi que la suppression de la faculté de reporter les excédents de réserve constatés au titre d'une période à la période suivante.

Compte tenu de ce nouveau contexte, le dispositif des comptes courants garantis qui avait été mis en place en 1992 pour faciliter l'ajustement des positions de fin de journée des établissements de crédit, dans un contexte de réserves obligatoires réduites, devient caduc. Il sera donc supprimé à compter du 16 octobre. Les établissements de crédit concernés recevront prochainement du service ou de la succursale gestionnaire de compte à la Banque de France des indications précises sur les modalités de cette suppression.

Afin d'assurer une montée en charge progressive du nouveau régime de réserves obligatoires, la première période de constitution ne vise que les établissements de crédit actuellement déclarants. Dans le but d'assurer des délais de remise rapides, l'état déclaratif exigé pour cette première période prend la forme d'une adaptation *a minima* de la déclaration remise actuellement.

Pour la seconde période de constitution, le système se fonde sur les états déclaratifs transmis au Secrétariat général de la Commission bancaire, selon un format et des délais mis en œuvre progressivement depuis juillet dernier et auxquels l'ensemble des établissements visés devront être en mesure de se conformer totalement à cette date.

Enfin, si le texte qui entre en vigueur à partir du 16 octobre préfigure le régime de réserves obligatoires du Système européen de banques centrales, j'attire votre attention sur la persistance de quelques dispositions à caractère national durant cette période transitoire : certaines d'entre elles, pour des raisons techniques (non prise en compte des comptes de correspondants hors zone euro notamment), d'autres, en raison de décisions complémentaires du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, qui seront prises au cours du dernier trimestre 1998 (dispositif de sanctions en cas de manquement aux obligations de réserves et montant de l'abattement forfaitaire applicable aux réserves calculées).

Je vous serais obligé de bien vouloir porter la décision n° 98-2 et l'instruction n° 3-98 ainsi que les informations susvisées à la connaissance de l'ensemble de vos adhérents.

Décision n° 98-02 définissant le régime des réserves obligatoires en France métropolitaine

– en date du 18 septembre 1998

Article premier – Établissements assujettis aux réserves obligatoires

Les établissements de crédit établis en France métropolitaine, ou à Monaco, sont assujettis aux réserves obligatoires. La Banque de France établit et tient à jour une liste des établissements assujettis au régime des réserves obligatoires.

Un établissement assujetti aux réserves obligatoires peut solliciter de la Banque de France l'autorisation de constituer la totalité de ses réserves obligatoires par le biais d'un autre établissement agissant en tant qu'intermédiaire (constitution indirecte des réserves). Dans ce cas, les avoirs en compte de réserves de l'intermédiaire seront pris en considération au titre des obligations de réserves de l'intermédiaire lui-même, ainsi que de celles des établissements pour lesquels il agit en tant qu'intermédiaire.

La possibilité de constituer indirectement les réserves obligatoires est, en principe, limitée aux établissements organisés de telle sorte qu'une partie de leur gestion soit normalement assurée par le biais de l'intermédiaire.

Les critères auxquels doit satisfaire un établissement assujetti pour agir en qualité d'intermédiaire sont précisés dans une instruction de la Banque de France.

Article 2 – Détermination des réserves obligatoires

2.1. Définition de l'assiette des réserves

Les réserves s'appliquent aux exigibilités suivantes, en francs ou en devises, des résidents et des non-résidents :

- dépôts à vue ;
- dépôts assortis d'une échéance convenue ;
- dépôts avec préavis de retrait ;

- titres mis en pension ;
- bons à moyen terme négociables et obligations ;
- certificats de dépôt, bons des institutions et sociétés financières.

2.2. Taux des réserves

Le taux applicable à ces exigibilités est de 2 %, à l'exception des éléments énumérés ci-dessous, pour lesquels le taux est de 0 % :

- titres mis en pension ;
- dépôts assortis d'un terme supérieur à 2 ans ;
- titres de créance d'une durée initiale supérieure à 2 ans.

2.3. Calcul des réserves obligatoires

L'obligation de réserves de chaque établissement est calculée en appliquant les taux de réserves au montant des exigibilités. Un abattement de 1 million de francs est appliqué au total des réserves à constituer, selon des modalités précisées par instruction de la Banque de France.

Article 3 – Détermination des réserves obligatoires

3.1. Période de constitution

Les réserves obligatoires sont constituées en principe par période mensuelle sur la base des éléments issus de l'arrêté comptable le plus récent précédant le mois où débute la période de constitution.

Une instruction de la Banque de France précise les modalités de détermination de l'arrêté comptable de référence et le calendrier de constitution des réserves retenu jusqu'au 31 décembre 1998 au soir.

Une dispense de constitution de réserves peut être accordée, pour la période de constitution des réserves du 16 octobre au 15 novembre 1998, dans les conditions définies par une instruction de la Banque de France.

3.2. Avoirs de réserve

Les réserves sont constituées par les soldes créditeurs, constatés pendant la période en cours, des comptes centraux de règlement (CCR) et des comptes courants ordinaires (CCO) des établissements assujettis, ouverts sur les livres de la Banque de France. En outre, les établissements dont le siège est situé à Monaco peuvent constituer leurs réserves sous forme de dépôts à la Trésorerie générale des finances de la Principauté de Monaco qui en reverse le montant sur un compte ouvert à cet effet dans les livres de la Banque de France à Paris.

3.3. Rémunération des réserves

La Banque de France rémunère les réserves obligatoires à un niveau correspondant à la moyenne des taux des appels d'offres à taux fixe à 7 jours de la période de constitution considérée, selon des modalités précisées dans une instruction de la Banque de France.

Article 4 – Déclaration et vérification de l'assiette des réserves

4.1. Règles de déclaration générales

L'assiette prise en compte pour l'application des réserves obligatoires est calculée sur la base des éléments du bilan des établissements assujettis, tels qu'ils sont communiqués à la Commission bancaire aux termes de l'instruction n° 97-01 émise par cette dernière, relative aux documents destinés à la Commission bancaire en phase III de l'Union économique et monétaire.

Les modalités de calcul de l'assiette, ainsi que les obligations déclaratives particulières relatives à la première période de constitution des réserves régie par la présente décision, sont précisées par instruction de la Banque de France.

4.2. Règles de déclaration relatives aux établissements autorisés à agir en qualité d'intermédiaire

Les établissements qui effectuaient une déclaration globale, selon les dispositions de l'instruction de la Banque de France n° 1-94 modifiée, relative au système de réserves obligatoires en vigueur jusqu'à la date d'entrée en application de la présente décision, sont considérés comme des intermédiaires au sens de la présente décision.

Les établissements autorisés à agir en qualité d'intermédiaire sont tenus de déclarer les données relatives à l'assiette de réserves et aux réserves constituées au nom de chaque établissement pour lequel ils agissent comme intermédiaire.

4.3. Vérification de l'assiette des réserves

Aux fins de vérifier l'exactitude et la qualité des données collectées, la Banque de France peut se faire communiquer toute information complémentaire, dans les conditions définies à l'article 20 de ses statuts.

Au cas où les encours soumis à réserves d'un établissement feraient apparaître des distorsions importantes par rapport à son activité moyenne, la Banque de France peut exiger de celui-ci la production de déclarations hebdomadaires et calculer le montant des réserves requises sur la base de la moyenne mensuelle de ces déclarations.

Article 5 – Manquements aux obligations de réserves

Constitue un manquement aux obligations de réserves le cas où la moyenne des soldes de fin de journée de calendrier du (des) compte(s) de réserve d'un établissement, sur l'ensemble de la période de constitution, est inférieur à ses obligations de réserves pour la période de constitution correspondante.

Les établissements de crédit qui n'ont pas respecté le minimum de réserves prescrit pour une période de constitution donnée sont redevables d'intérêts moratoires. Ces intérêts sont calculés en fonction de l'insuffisance constatée et décomptés sur le nombre de jours que comporte la période. Leur taux est fixé à 3 points au-dessus du taux des pensions de 5 à 10 jours de la Banque de France, en vigueur à la fin de la période considérée.

Un taux majoré, au plus égal à 0,1 % par jour, peut être appliqué à un établissement en cas d'insuffisances graves ou répétées, ainsi qu'en cas de déclaration fallacieuse.

Lorsqu'il est avéré qu'un établissement constituant ses réserves par le biais d'un intermédiaire n'a pas rempli ses obligations de réserves sur une période de constitution donnée, la Banque de France peut imposer ces sanctions soit à l'établissement lui-même, soit à l'intermédiaire, soit aux deux, en tenant compte des raisons de ce manquement.

Article 6 – Entrée en vigueur

La présente décision entre en vigueur à compter du 16 octobre 1998, pour une période d'application courant jusqu'au 31 décembre 1998. La décision n° 94-01 du 24 mars 1994, modifiée par la décision n° 97-01 du 13 février 1997, est abrogée.

Instruction n° 3-98 relative au système des réserves obligatoires

– en date du 18 septembre 1998

prise en application de la décision n° 98-2 du Conseil de la politique monétaire en date du 18 septembre 1998.

Article premier – Transmission des éléments de calcul par les établissements assujettis

1.1. Cas général

Les établissements visés à l'article premier de la décision n° 98-2 du Conseil de la politique monétaire doivent constituer des réserves sur leurs exigibilités, déterminées sur la base des éléments du bilan des établissements assujettis, tels qu'ils sont communiqués à la Commission bancaire aux termes de l'instruction n° 97-01 émise par cette dernière, relative aux documents destinés à la Commission bancaire en phase III de l'Union économique et monétaire, et définis à l'article 2 de la présente instruction.

1.2. Établissements agissant en qualité d'intermédiaire

Conformément à l'article premier de la décision n° 98-2 du Conseil de la politique monétaire, un établissement assujetti aux réserves obligatoires peut solliciter de la Banque de France l'autorisation de constituer la totalité de ses réserves obligatoires par le biais d'un autre établissement agissant en tant qu'intermédiaire (constitution indirecte des réserves). Dans ce cas, les avoirs en compte de réserves de l'intermédiaire seront pris en considération au titre des obligations de réserves de l'intermédiaire lui-même, ainsi que de celles des établissements pour lesquels il agit en tant qu'intermédiaire.

L'intermédiaire doit satisfaire aux critères suivants :

- il doit s'agir d'un établissement assujetti au régime des réserves obligatoires de la Banque de France ;
- il doit être titulaire d'un compte central de règlement (CCR) ou d'un compte courant ordinaire (CCO) sur les livres de la Banque de France, selon les principes définis à l'article 3.2. de la décision précitée.

Pour agir en qualité d'intermédiaire, un établissement assujetti doit en faire la demande à la Banque de France. Toutefois, les établissements qui effectuaient une déclaration globale, selon les dispositions de l'instruction de la Banque de France n° 1-94 modifiée, relative au système de réserves obligatoires en vigueur jusqu'à la date d'entrée en application de la décision du Conseil de la politique monétaire précitée, sont considérés comme des intermédiaires et sont dispensés d'effectuer une demande préalable d'autorisation.

Pour les autres établissements, la Banque de France peut accorder l'autorisation de constituer les réserves obligatoires de manière indirecte. La demande d'autorisation de constituer les réserves obligatoires de manière indirecte doit inclure une convention entre l'intermédiaire et l'établissement pour lequel ce dernier est susceptible d'agir, qui atteste de l'adhésion formelle des parties cocontractantes. La convention doit comporter une période de préavis convenue entre les parties, d'une durée d'au moins douze mois si les établissements assujettis envisagent de continuer le système convenu en phase III de l'Union économique et monétaire.

En principe, l'autorisation sera accordée pour une durée indéterminée. L'autorisation prend effet au début d'une période de constitution de réserves.

1.3. Première période de constitution des réserves

Pour la période de constitution des réserves du 16 octobre au 15 novembre 1998, les établissements assujettis devront adresser un état — mod. 7022ter — conformément au modèle présenté en annexe 2 de la présente instruction. Cet état doit être transmis selon le format prescrit, au plus tard le 12 octobre 1998, sur la base de la date d'arrêté au 30 septembre 1998.

Les établissements qui, à la date d'entrée en vigueur de la présente instruction, bénéficient d'une dispense de déclaration et de constitution de réserves continuent d'en bénéficier jusqu'au 15 novembre 1998.

Article 2 – Assiette des réserves

L'assiette des réserves est constituée des exigibilités des résidents et des non-résidents, en francs et en devises, suivantes :

a) Taux de 2 %

- Dépôts à vue de la clientèle (y compris des établissements financiers autres que les établissements de crédit : entreprises d'investissement, OPCVM, fonds communs de créances).
- Dépôts à échéance convenue d'une durée au plus égale à 2 ans.
- Dépôts avec préavis.
- Titres de créance, d'une durée initiale au plus égale à deux ans.
- Certificats de dépôt, bons des institutions et sociétés financières.

b) Taux de 0 %

- Dépôts à échéance convenue d'une durée initiale excédant 2 ans.
- Titres mis en pension.
- Titres de créance d'une durée initiale excédant 2 ans.

L'assiette des réserves est calculée à partir des postes comptables conformément aux indications reportées en annexe 2 de la présente instruction.

Pour les établissements agissant en qualité d'intermédiaire, les réserves à constituer sont calculées en additionnant le montant des réserves à constituer par les différents établissements inclus dans cette globalisation.

Article 3 – Arrêté comptable de référence

Conformément à l'article 3.1. de la décision n° 98-2 du Conseil de la politique monétaire, les réserves sont constituées sur la base des éléments issus de l'arrêté comptable le plus récent précédant le mois où débute la période de constitution.

Pour les établissements de crédit astreints, selon les dispositions de l'instruction n° 97-01 de la Commission bancaire, à la remise d'états mensuels — mod. 8000 et annexes —, les données de référence pour le calcul de l'assiette des réserves obligatoires correspondent à l'arrêté comptable au soir du dernier jour de calendrier précédant le mois où débute la période de constitution.

Pour les établissements de crédit astreints, selon les dispositions de l'instruction n° 97-01 de la Commission bancaire, à la remise d'états trimestriels — mod. 4000 et annexes —, les données de référence pour le calcul de l'assiette des réserves obligatoires correspondent à l'arrêté comptable au soir du dernier jour de calendrier du trimestre — arrêté au 31 mars, au 30 juin, au 30 septembre et au 31 décembre — précédant le mois où débute la période de constitution.

Les établissements qui n'ont pas produit en temps utile leur déclaration doivent constituer leurs réserves sur la base des montants figurant dans la dernière situation — mod. 8000 et annexes —, ou — mod. 4000 et annexes — transmise à la Commission bancaire, majorée forfaitairement de 10 %. Cette disposition est applicable dans les mêmes conditions aux établissements qui n'auront pas produit en temps utile l'état — mod. 7022ter — afférent à la période du 16 octobre au 15 novembre 1998.

Article 4 – Période de constitution des réserves

Le calendrier de constitution des réserves obligatoires entre la date de prise d'effet de la présente instruction et le 31 décembre 1998 comprend deux périodes : la première période s'étend du 16 octobre 1998 au matin au 15 novembre 1998 au soir. La seconde période s'étend du 16 novembre 1998 au matin au 31 décembre 1998 au soir.

L'annexe 4 précise les dates des arrêtés comptables de référence et les documents à remettre pour chacune de ces périodes.

Article 5 – Abattement sur les réserves calculées

Un abattement de 1 million de francs est appliqué au montant des réserves calculées, selon les modalités décrites à l'article 2 de la présente instruction. Lorsqu'un établissement effectue une remise globalisée, cet abattement est appliqué au montant global, et non pas à chaque déclaration individuelle des établissements de crédit inclus dans la globalisation.

Article 6 – Calcul et versement de la rémunération

Les modalités de calcul de la rémunération sont présentées en annexe 3 de la présente instruction.

Le versement de la rémunération des avoirs constitués au titre des réserves obligatoires est effectué sur un compte unique, qui peut être un compte central de règlement (CCR) ou un compte courant ordinaire (CCO) ouvert sur les livres de la Banque de France au nom de l'établissement effectuant la remise des documents permettant le calcul de l'assiette des réserves.

Sont pris en compte les soldes des CCR et CCO constatés à l'arrêté comptable définitif de chaque journée de la période de constitution considérée. En cours de journée, les soldes peuvent être affectés à la couverture des besoins de liquidité intrajournalière.

La rémunération des réserves obligatoires est versée dans un délai maximal de deux jours ouvrables suivant la fin de la période de constitution ayant donné lieu à rémunération.

Les établissements de crédit assujettis doivent désigner le compte destiné à recevoir le versement de cette rémunération avant le 1^{er} octobre 1998, selon les indications reportées en annexe 1 de la présente instruction.

Dans le cas d'établissements autorisés à constituer leurs réserves obligatoires par le biais d'un autre établissement agissant en qualité d'intermédiaire, le versement de la rémunération est effectué sur le compte désigné à cet effet par l'établissement intermédiaire.

Article 7 – Date de prise d'effet et dispositions particulières

La présente instruction entre en vigueur à compter du 16 octobre 1998, pour une période d'application courant jusqu'au 31 décembre 1998. Elle remplace l'instruction n° 1-94 du 24 mars 1994, modifiée par l'instruction n° 2-97 du 14 février 1997.

Les excédents de réserves — constitués dans le cadre de l'instruction n° 1-94 précitée et abrogée —, qui auront été le cas échéant constatés au terme de la période de constitution de réserves précédant l'entrée en application de la présente instruction, ne sont pas reportables.

**Éléments entrant dans le calcul du montant des exigibilités,
définis à l'art. 3.1. de la décision n° 98-2
du Conseil de la politique monétaire**

1. Éléments pris en compte

libellé	état-feuille	rubrique(s)	état-feuille	rubrique (s)
Emprunts auprès de la clientèle financière	8000-02	210 - col. 4	4000	H10
Dettes à l'égard de la clientèle hors emprunts auprès de la clientèle financière et autres sommes dues (cette rubrique inclut : valeurs données en pension, comptes ordinaires créditeurs, comptes d'affacturage, dépôts de garantie, comptes d'épargne à régime spécial, comptes créditeurs à terme, bons de caisse et bons d'épargne)	8000-02	211 - col 4	4000	H20 H40 H50 H55 H6A H7A H80
autres sommes dues	8000-02	212 - col 4	4000	H90
certificats de dépôt ou BISF	8000-02	224 - col 4	4018	J8Q
BMTN	8000-02	225 - col.4	4018	J8T J8Z

détail des postes au taux de 2 %

comptes ordinaires créditeurs	8014-02	200	4018	H40
comptes d'affacturage et dépôts de garantie	8014-02	220 + 230	4014	H51 H55
livrets ordinaires	8014-02	240	4014	H6B
livrets A	8014-02	241	4014	H6D
livrets bleus	8014-02	242	4014	H6E
livrets jeunes	8014-02	243	4014	H6F
livrets d'épargne populaire	8014-02	244	4014	H6L
comptes de développement industriel	8014-02	245	4014	H6M
comptes d'épargne logement	8014-02	246	4014	H6P
comptes créditeurs à terme	8014-02	255	4014	H7A
bons de caisse et bons d'épargne	8014-02	260	4014	H80
comptes créditeurs à terme - moins d'un an	8014-03	300 - col 1 et 2	4014	H7D
comptes créditeurs à terme - un à deux ans	8014-03	310 - col 1 et 2	4014	H7E
bons de caisse et bons d'épargne - moins d'un an	8014-03	330 - col 1 et 2	4014	H83
bons de caisse et bons d'épargne - un à deux ans	8014-03	340 - col 1 et 2	4014	H84
emprunts auprès de la clientèle financière - moins d'un an	8014-04	471 - col 1 et 2	4014	H13
emprunts auprès de la clientèle financière - un à deux ans	8014-04	472 - col 1 et 2	4014	H14
BMTN d'une durée initiale inférieure à 2 ans	8018-03	300	4018	J8T J8Z

BANQUE DE FRANCE

mode d'emploi et renvois au verso

DIRECTION GÉNÉRALE DU CRÉDIT
DIRECTION DES MARCHÉS DE CAPITAUX
Cellule monétaire
Tél. : 01 42 92 24 54 Télécopie : 01 42 92 41 43
NOM DE L'ÉTABLISSEMENT (1) :
Déclaration individuelle ou globale

ÉLÉMENTS DE CALCUL DU MONTANT DES RÉSERVES OBLIGATOIRES
en milliers de francs
RÉSIDENTS ET NON RÉSIDENTS

7022 ter

Code interbancaire :

Date d'arrêt : 30 . / 09 . / 1998 .

		FRANCS			DEVISES
EXIGIBILITÉS ET ENGAGEMENTS HORS BILAN		À VUE ET ASSIMILÉS	À PLUS DE 9 JOURS ET À MOINS DE 1 AN ET 1 JOUR	À PLUS DE 1 AN	TOUTES DURÉES CONFONDUES
OPÉRATIONS AVEC LA CLIENTELE					
01	emprunts auprès de la clientèle financière				
02	valeurs données en pension (2).....				
03	comptes ordinaires créditeurs				
04	comptes créditeurs à terme				
05	bons de caisse et bons d'épargne				
06	autres sommes dues				
OPÉRATIONS SUR TITRES					
07	titres de créances négociables				
ENGAGEMENTS SUR TITRES					
08	titres vendus avec faculté de rachat ou reprise (2)				
TOTAUX AVANT DÉDUCTIONS					
DÉDUCTIONS					
10	opérations avec la clientèle de terme initial >= 2 ans				
11	opérations sur titres >= 2 ans				
12	engagements sur titres >= 2 ans (2).....				
13	divers (3)				
14	Sous-totaux				
15	TOTAUX NETS ligne 9 - ligne 14	T1	T2	T3	
COMPTES D'ÉPARGNE A RÉGIME SPÉCIAL (à déduire)					
17				
18	plans d'épargne populaire				
19	plans d'épargne logement				
20	autres comptes d'épargne à régime spécial				
21	sous-total				
22	TOTAUX NETS ligne 16 - ligne 21	T5			T4
CALCUL DES RÉSERVES OBLIGATOIRES À CONSTITUER		Abattement	Assiette	Taux (4)	Réserves (5)
23	sur exigibilités à vue et assimilées (T1)			% +	
24	sur exigibilités à terme < 1 an 1 jour (T2)			% +	
25	sur exigibilités à terme > 1 an , < 2 ans (T3)			% +	
26	sur dépôts en devises (T4)			% +	
27	sur comptes d'épargne à régime spécial (T5)			% +	
					Abattement sur réserves (6) -
					=

CERTIFIÉ CONFORME

À _____, le _____ 19____
Signature

Correspondant (nom et n° de tél.) :
Nom et fonction du signataire :

BANQUE DE FRANCE
DIRECTION GÉNÉRALE DU CRÉDIT
DIRECTION DES MARCHÉS DE CAPITAUX
37-1332 Cellule monétaire
Tél. : 01 42 92 24 54
Télécopie : 01 42 92 41 43

ÉLÉMENTS DE CALCUL DU MONTANT DES RÉSERVES OBLIGATOIRES

MODE D'EMPLOI

NB : État à servir francs et devises, résidents + non-résidents

- (1) En cas de globalisation, joindre à la déclaration globale un état individuel pour chacun des établissements
- (2) Ne rien inscrire dans cette rubrique
- (3) Dont participation des fournisseurs (crédits acheteurs à l'exportation)
- (4) Inscrire le taux en vigueur selon les instructions de la Banque de France
- (5) Résultats arrondis au millier de francs inférieur
- (6) Montant uniforme de 1 million de francs, selon les instructions de la Banque de France

État à renvoyer en un seul exemplaire **avant le 12 octobre 1998** (Cf. art. 1.3 de l'instruction n° 3-98 du 18 septembre 1998), à l'adresse suivante :

BANQUE DE FRANCE
DMC
37-1332 Cellule monétaire
31 rue Croix-des-Petits-Champs
75049 PARIS CEDEX 01

MODALITÉS DE CALCUL DE LA RÉMUNÉRATION DES AVOIRS DE RÉSERVE

Les avoirs de réserve sont rémunérés selon la formule suivante :

$$R_t = \frac{H_t \times n_t \times \sum_{i=1}^n MR_i}{360} \times 100$$

- R_t : rémunération à verser sur les avoirs de réserve pour la période de constitution t
 H_t : réserves constituées sur la période de constitution t
t : période de constitution
 n_t : nombre de jours de calendrier de la période de constitution
i : i^{ème} jour de calendrier de la période de constitution
 MR_i : taux de l'appel d'offres à taux fixe à 7 jours le plus proche du jour de calendrier i de la période de constitution

NB : Les excédents de réserves éventuellement constitués n'entrent pas dans le calcul de la rémunération.

ARRÊTÉS DE RÉFÉRENCE ET DOCUMENTS CORRESPONDANTS

Période de constitution	Arrêté de référence	Documents à remettre
16 octobre - 15 novembre 1998	30 septembre 1998	État 7022ter, avant le 12 octobre + états « 8000 » selon les règles de l'instruction n° 97-01 de la Commission bancaire
16 novembre - 31 décembre 1998	31 octobre 1998 (pour les établissements remettant des documents mensuels) ou 30 septembre (pour les remises trimestrielles)	États 8000, au 30 octobre États 4000, au 30 septembre

Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change

du 1^{er} au 30 septembre 1998

Banque de France

**Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 8,50 % octobre 2008 en francs et 5,25 % avril 2008 en écus
(Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 1^{er} septembre 1998¹

**Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF)
(Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 3 septembre 1998¹

– en date du 10 septembre 1998¹

– en date du 17 septembre 1998¹

– en date du 24 septembre 1998¹

**Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels (BTAN)
(Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 15 septembre 1998¹

¹ Le détail de ces opérations peut être consulté sur Internet en composant : www.banque-france.fr/actu/cle/m2-28.htm

C O M M U N I C A T I O N S

LA MARCHÉ VERS L'EURO : LE POINT DE VUE DE LA BANQUE DE FRANCE

Conférence prononcée par Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
à l'Association Lyon place financière et tertiaire,
à Lyon, le 22 septembre 1998

C'est un grand plaisir et un honneur pour moi de m'exprimer ici à Lyon sur les perspectives de l'Union économique et monétaire. La capitale des Gaules a de tout temps constitué un carrefour européen, non seulement en raison de sa position géographique privilégiée mais aussi grâce au dynamisme des autorités publiques et des acteurs économiques de la ville et de la région. Et je ne citerai pas les nombreuses initiatives en faveur de la promotion de l'euro auxquelles nombre d'entre vous avez participé. Aussi voudrais-je remercier Pierre Walker de me donner l'occasion d'exprimer mes vues sur l'Union économique et monétaire (UEM) devant une assistance de qualité et dans une ville tant acquise à la « cause européenne ».

Tout juste 100 jours nous séparent donc de la mise en place de l'euro, événement unique dans l'histoire monétaire. La proximité et l'irréversibilité de cette échéance ont convaincu les agents économiques de la nécessité de se préparer activement et sans délai. Et cette conviction n'a pu qu'être renforcée par les progrès accomplis au cours de ces dernières années dans la voie de la convergence des économies européennes.

Les banques centrales sont au cœur de la préparation du passage à l'euro, tant au niveau des instances européennes qu'à celui des diverses places nationales, en aidant leur communauté bancaire et financière à préparer soigneusement cette transition. C'est pourquoi je voudrais appeler plus particulièrement aujourd'hui votre attention sur trois thèmes :

- d'abord sur le fait que l'UEM repose sur des bases profondes et solides ;
- ensuite sur le fait que cette Union renforcera la stabilité interne et externe ;
- et enfin sur le rôle que joue notre pays, avec l'ensemble des partenaires européens, dans la préparation et la mise en œuvre de l'Union future.

1. L'UEM repose sur des bases profondes et solides

Le 2 mai dernier, les chefs d'État et de gouvernement ont décidé, à l'unanimité, que onze pays participeront à l'Union monétaire dès le 1^{er} janvier 1999. Cette étape historique constitue le couronnement de l'Union économique et monétaire. Les remarquables progrès en matière de convergence économique au cours des dernières années ont contribué de manière décisive à ce processus. De plus, afin de fournir un repère aux opérateurs de marché, la méthode de fixation irrévocable des taux de conversion de l'euro a également été annoncée à Bruxelles le 3 mai.

Ainsi, la création de l'euro est basée sur de solides fondements économiques et vient couronner un long processus économique et politique.

1.1. Une idée ancienne solidement ancrée

1.1.1. La mise en place d'une union monétaire et d'une monnaie unique n'est pas un concept abstrait né récemment de l'imagination de quelques-uns. Le traité de Maastricht constitue l'aboutissement d'une série d'initiatives importantes qui appartiennent déjà à l'histoire de l'Europe. C'est le *rapport Werner* qui, dès le début des années soixante-dix, a conçu le projet d'une union économique et monétaire. Le traité de Maastricht a été négocié, signé et ratifié tout d'abord par douze puis ensuite par les quinze pays membres de l'Union européenne et j'observe au passage qu'il a été ratifié, sans aucune réserve, par treize d'entre eux.

1.1.2. La logique de ce processus réside dans les *avantages économiques* que l'Europe toute entière doit retirer d'une monnaie unique.

L'Union européenne rassemble 290 millions de citoyens et réalise environ 21 % de la totalité du commerce mondial, contre environ 17 % et 10 % respectivement pour les États-Unis et le Japon. Les avantages inhérents à la seule taille du marché unique sont évidents : il permet à l'ensemble du secteur productif de réaliser d'importantes économies d'échelle ; il permet de mieux affecter l'épargne aux investissements les plus rentables ; il accroît la transparence du marché et renforce la concurrence dans l'intérêt des consommateurs.

Dans cette perspective, la monnaie unique parachève le marché unique. L'objectif ultime du marché unique n'est pas atteint si subsiste l'obstacle à la libre circulation des biens, des services et des capitaux que constituent les frontières monétaires, avec les coûts de transaction et les risques de change qui leur sont consubstantiels. Demain, nos concitoyens bénéficieront de toutes les facilités liées à l'utilisation du même instrument monétaire sur l'ensemble du continent européen, comme c'est le cas aujourd'hui pour les citoyens américains qui, d'un point de vue monétaire, se sentent chez eux sur tout le territoire des États-Unis.

Les avantages de la monnaie unique sont nombreux. La monnaie unique réduira l'incertitude et facilitera les prises de décision en matière d'investissement et de production. Elle permettra une juste comparaison des prix dans toute l'Europe et réduira les coûts de transaction. La zone de la monnaie unique sera caractérisée par la stabilité des prix et la maîtrise de l'inflation, ce qui préservera et consolidera la confiance, et donnera à l'économie européenne un environnement financier favorable. L'existence même de la monnaie unique permettra de lever davantage de capital à de meilleures conditions sur des marchés plus larges, plus profonds et plus liquides. Enfin, l'euro deviendra une grande devise internationale, ce qui permettra d'élargir le champ de la coopération internationale.

1.2. La création de l'euro va bientôt couronner ce processus

La création de l'euro vient couronner l'UEM de la meilleure manière possible, puisqu'elle se fonde sur le strict respect des critères de convergence. De la sorte, les États membres doivent converger vers les performances des meilleures économies européennes.

1.2.1. Selon un proverbe français, on ne construit pas sur du sable. C'est la raison pour laquelle le traité de Maastricht a prévu que les États doivent respecter de manière durable les critères de convergence s'ils veulent rejoindre l'Union monétaire.

De remarquables progrès ont été enregistrés en matière de convergence. Les rapports publiés par l'Institut monétaire européen et la Commission européenne en mars dernier, qui ont servi de base très utile pour les décisions prises lors du sommet de Bruxelles, indiquent que quatorze pays sur quinze ont enregistré un taux d'inflation inférieur à 2 % sur la période de douze mois se terminant en janvier 1998. Tous ces pays ont ainsi respecté le critère de stabilité des prix qui requérait un taux d'inflation inférieur à 2,7 %.

Quatorze pays sur quinze ont respecté le critère de taux d'intérêt à long terme (taux inférieur à 7,8 %).

Les monnaies de dix États membres ont participé depuis plus de sept ans au mécanisme de change européen (MCE). Douze pays sur quinze ont participé au MCE, sur la période récente, et leurs monnaies sont globalement restées proches des taux centraux au cours de la période de référence de deux ans.

Quatorze pays sur quinze ont enregistré un déficit des administrations publiques inférieur ou égal à 3 % du PIB en 1997.

Dans un grand nombre de pays, le ratio de dette publique par rapport au PIB a décliné au cours des années récentes, même s'il reste au-dessus de 60 % du PIB dans de nombreux États membres.

À cet égard, je voudrais souligner les performances enregistrées par la France. Notre pays est l'un des trois pays ayant respecté rigoureusement l'ensemble des valeurs de référence prévues par le traité de Maastricht, y compris le ratio de dette publique rapportée au PIB. Notre stabilité des prix et nos taux d'intérêt à long terme nous placent parmi les trois meilleurs pays : en vertu du Traité, nos résultats ont ainsi constitué une référence pour apprécier les performances de nos partenaires. La Banque de France a contribué directement et indirectement à ces résultats, en conduisant une politique monétaire indépendante et crédible orientée vers la stabilité des prix.

En dépit de ces constatations encourageantes, la vigilance doit rester de mise. Tous les pays européens doivent maintenir leurs efforts, en particulier dans le domaine budgétaire, parce que le ratio de dette publique rapportée au PIB reste très élevé dans certains pays, malgré une récente diminution. Ces pays devront donc poursuivre de substantiels efforts en matière d'assainissement budgétaire, bien au-delà de ce qui est requis par le Pacte de stabilité et de croissance.

1.2.2. À ce stade, je voudrais insister sur un point très important. En construisant l'Union monétaire, les pays européens ne se contentent pas d'additionner leurs performances économiques, commerciales, financières et monétaires, faisant de la zone euro un partenaire majeur en termes de PIB, de commerce mondial ou d'agrégats monétaires. Nous voulons aussi et surtout créer une union solide et stable. Cela signifie que l'Union monétaire ne sera pas la simple addition arithmétique des performances économiques nationales. Elle implique l'alignement sur les performances des meilleurs en termes de stabilité monétaire. L'Union monétaire sera composée des pays dont les performances monétaires et financières auront convergé vers celles des monnaies les plus stables et les plus crédibles. C'est l'essence même du traité de Maastricht, qui prévoit que les critères d'inflation, de taux d'intérêt à long terme et de stabilité des changes sont calculés par rapport aux performances des meilleurs pays.

Enfin, la zone euro devra être une zone monétaire optimale. Cela nécessite en particulier que les économies membres aient suffisamment convergé. Notamment, leurs cycles économiques doivent être suffisamment synchronisés. Le respect des critères offre la garantie de cette nécessaire convergence.

2. L'UEM renforcera la stabilité interne et externe

Comme je l'ai souligné précédemment, la mise en place de l'Union monétaire et de la monnaie unique répond à une longue aspiration à la stabilité économique et monétaire en Europe, gage d'une croissance saine et durable. Cette stabilité sera double : elle bénéficiera d'abord à la zone de l'euro, mais elle favorisera également l'équilibre monétaire international.

2.1. L'UEM garantira la stabilité de la zone euro

La stabilité de la zone euro sera de deux ordres : stabilité monétaire et budgétaire.

2.1.1. La stabilité monétaire constituera l'objectif des autorités monétaires de la zone euro. Le traité de Maastricht donne au Système européen de banques centrales (SEBC) le mandat de préserver la stabilité des prix. Pour remplir cet objectif, le SEBC bénéficie d'une totale indépendance par rapport aux autorités nationales et européennes ; il est d'ailleurs important de rappeler que l'entrée en Union monétaire était conditionnée par le respect non seulement de critères économiques, mais aussi d'un critère juridique et institutionnel ayant trait à l'indépendance des banques centrales nationales et à la compatibilité de leurs statuts avec le Traité. Dès sa création, le SEBC hérite de la crédibilité des banques centrales nationales les plus réputées qui le composent, en Allemagne, en France et dans les autres pays.

2.1.2. La politique monétaire unique ne saurait seule assurer la stabilité des prix si elle ne s'accompagnait pas d'une discipline budgétaire appropriée, au niveau de l'ensemble de l'Union économique et monétaire.

Je vois pour ma part trois justifications économiques aux dispositions du Traité qui ont donné naissance au Pacte de stabilité et de croissance.

En premier lieu, en organisant une bonne coordination des politiques budgétaires entre les gouvernements des pays membres, le Pacte permet de s'assurer d'un bon « dosage des politiques économiques », d'un bon *policy mix* au sein de la zone euro, ce qui est essentiel du point de vue de la politique monétaire. Comme il n'y a pas en Europe de budget fédéral significatif, comme il n'y a pas de gouvernement fédéral, c'est au niveau de l'ensemble de la zone la somme des budgets des États nationaux qui en tient lieu ; d'où l'obligation d'une surveillance mutuelle étroite et d'une coordination des politiques budgétaires dans les économies composant la zone.

En deuxième lieu, en organisant, le cas échéant, un système de sanctions contre les déficits excessifs et donc en contribuant à la prévention de tels déficits, le Pacte permet d'éviter que les économies bien gérées n'aient à supporter le poids de primes de risque injustifiées.

Enfin, le Pacte de stabilité et de croissance permet de réfuter l'argument selon lequel la zone euro ne disposerait pas de stabilisateurs automatiques en cas de choc asymétrique sur une économie membre. En effet, en invitant un État à rechercher l'équilibre ou l'excédent de ses finances publiques à moyen terme, le Pacte lui offre la possibilité de laisser les stabilisateurs budgétaires nationaux jouer pleinement leur rôle en période de récession, sans pour autant que la valeur de référence de 3 % ne soit dépassée. Il permet en somme de créer une réserve budgétaire en période économique normale pour l'utiliser en cas de choc asymétrique.

Une preuve flagrante du sérieux avec lequel les Européens ont voulu traiter la question budgétaire au sein de la zone euro est donnée par l'observation suivante : le Conseil des ministres de l'Union européenne aura plus d'influence sur les budgets des États membres que le gouvernement fédéral américain sur les budgets du Texas ou de la Californie, que le gouvernement fédéral allemand sur le budget de la Bavière !

2.2. L'UEM favorisera un meilleur équilibre monétaire international

2.2.1. Les relations entre l'Union monétaire et les autres pays européens seront caractérisées par la coopération.

La coopération se manifestera par la coordination des politiques économiques entre les quinze pays de l'Union européenne. Cette coordination est requise par le Traité et est nécessaire au bon fonctionnement économique de l'UE. Il est important en effet que le dialogue se poursuive entre tous ces pays, même si la mise en place de l'euro modifie l'environnement économique traditionnel de l'Union européenne ; c'est la raison pour laquelle le Conseil de l'euro 11, composé des ministres des Finances de la zone euro, a été créé et s'est déjà réuni à plusieurs reprises. Ce dialogue qui s'engagera

entre toutes les parties devra prendre en compte la totale indépendance de la BCE et l'objectif de stabilité des prix qui, en vertu du Traité, doit guider la politique monétaire de la zone euro.

La coordination entre les quinze pays permettra notamment aux pays n'ayant pas encore rejoint l'Union monétaire de converger vers la zone euro. Le nouveau mécanisme de change qui liera à l'euro certaines de ces monnaies constituera un élément important dans ce processus. En favorisant la stabilité des changes, le nouveau MCE préservera le bon fonctionnement du marché unique et aidera les États *out* à se qualifier pour la monnaie unique.

2.2.2. En dehors de l'Europe, l'UEM contribuera également à l'équilibre monétaire international.

Même s'il est impossible de prévoir avec précision les évolutions futures, il est indéniable que l'euro constituera une monnaie de réserve internationale. Cette monnaie sera celle d'un ensemble économique et commercial se situant, avec le grand marché américain, au premier rang dans le monde. Elle s'appuiera sur un cadre macroéconomique de stabilité. Enfin, elle bénéficiera de marchés financiers actifs, profonds et liquides.

Mais permettez-moi d'insister sur un point. J'ai parfois entendu dire, par le passé, que l'euro pourrait être une monnaie faible. Cette idée était profondément erronée, et ce pour trois raisons.

D'abord, parce que ce serait contraire à la lettre et à l'esprit du Traité, qui organise la convergence monétaire et financière de toutes les monnaies européennes vers les plus solides et les plus stables d'entre elles, comme en témoigne le calcul même des critères de convergence : il s'agit, en matière d'inflation, de taux d'intérêt de long terme, de stabilité des changes, d'être le plus proche possible des meilleurs. Le Traité refuse de considérer l'euro comme la moyenne arithmétique pondérée des monnaies composantes. L'euro doit disposer, selon le Traité, du niveau de confiance et de crédibilité atteint par les meilleurs.

Ensuite, parce que ce serait contraire au bon sens économique et financier. Si le passage à l'euro en 1999 comportait une rupture de continuité entre des monnaies nationales crédibles et une monnaie unique faible, il s'ensuivrait nécessairement des perturbations sur les marchés financiers des pays concernés du fait de la perte de confiance des épargnants et des investisseurs. Du point de vue des économies disposant des monnaies les plus crédibles, un euro solide et crédible est donc indispensable. L'intérêt des économies ne disposant pas encore de monnaies se situant au premier rang de l'Europe dans l'ordre de la crédibilité est le même : un euro solide et stable, inspirant pleinement confiance, leur permet d'accéder à un environnement monétaire de meilleure qualité et à de meilleurs financements de marché qu'un euro médiocre.

Enfin, parce que la Banque centrale européenne, dont l'indépendance est solennellement garantie par le Traité, et dont l'objectif est la stabilité des prix, non seulement bénéficiera de la culture de stabilité qui est la marque des banques centrales nationales composant le Système européen de banques centrales, mais pourra aussi s'appuyer sur un très large soutien de l'opinion publique : les diverses opinions publiques en Europe, et en particulier dans les pays dotés des monnaies les plus crédibles, veulent que la nouvelle monnaie soit au moins aussi solide et stable, et inspire au moins autant confiance que les meilleures et les plus crédibles des monnaies qu'elle remplacera.

3. Les préparatifs pour le passage à l'euro sont bien engagés, en France comme en Europe

3.1. Les banques centrales et la communauté bancaire poursuivent leur préparation active au passage à l'euro

3.1.1. Les banques centrales de l'Union européenne ont mis au point, avec l'Institut monétaire européen puis la Banque centrale européenne, le cadre général de la politique monétaire unique. Les stratégies et

les instruments qui sont désormais à la disposition du SEBC sont largement similaires à ceux employés par la Banque fédérale d'Allemagne et la Banque de France. Il y aura ainsi une continuité entre les dispositifs actuels et futurs.

À cet égard, je voudrais insister sur un point très important. Le SEBC est un système fédéral, constitué par la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales. C'est un système décentralisé dans lequel les décisions sont prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE et où les banques centrales nationales participent activement à la préparation et à la mise en œuvre de ces décisions. Cette organisation ne mettra pas en danger l'unicité de la politique monétaire dans la zone euro, puisque le système *Target*, reliant les systèmes nationaux de règlement brut en temps réel, assurera l'instantanéité et l'irrévocabilité des paiements liés aux opérations de politique monétaire.

La BCE mène actuellement tous les tests techniques nécessaires afin de permettre au SEBC de conduire la politique monétaire unique dès le 1^{er} janvier 1999. C'est un grand défi, mais j'ai confiance dans la capacité des banques centrales à mener à bien ce projet.

3.1.2. La préparation de la communauté bancaire et financière française est particulièrement avancée. Les principales décisions ont été prises avant la fin de l'année dernière, et l'année 1998 est consacrée à la planification et aux tests permettant d'organiser le basculement des marchés de capitaux durant le dernier week-end de 1998.

Au niveau européen, les banques, en concertation avec la BCE depuis le 1^{er} juin dernier, contribuent à la mise en place de conventions de marché communes à la zone euro, afin de faciliter l'intégration des marchés nationaux de capitaux. En particulier, un accord a été conclu sur le calcul et la publication d'un indice de taux d'intérêt représentatif des transactions interbancaires ; cet indice, appelé Euribor, remplacera les indices nationaux similaires et couvrira l'ensemble des échéances mensuelles de 1 mois à 12 mois. Un accord a également été conclu en ce qui concerne le taux au jour le jour Eonia. Ces indices de taux revêtent une grande importance puisqu'ils fourniront une représentation précise des conditions du marché monétaire sur l'ensemble de la zone euro, et ils seront très utiles pour les opérateurs de marché et les agents économiques qui s'en serviront comme référence pour de nombreux contrats.

En France, les préparatifs de la communauté bancaire et financière sont très avancés. Nous sommes entrés dans une phase opérationnelle du basculement des marchés de capitaux et des systèmes de paiement, en particulier au travers d'une série de tests qui s'échelonnent jusqu'à la fin de l'année. J'ai confiance dans le succès de ces efforts, qui permettront un basculement sans heurt des marchés financiers à la fin de cette année.

Les entreprises françaises montrent également un intérêt croissant pour le passage à l'euro et ont mis en place des groupes de travail en collaboration avec le ministère des Finances.

Des recommandations ont été publiées au printemps et à l'automne 1997 en ce qui concerne la comptabilité, les relations avec les administrations fiscale et sociale, ou la conversion du capital social. Un projet de loi a été voté par le Parlement, et offrira en particulier une option « tout euro », dès le 1^{er} janvier 1999, aux entreprises qui le souhaitent.

Il y a quelques années, il fallait convaincre un très grand nombre de sceptiques en Europe et, plus encore, dans le monde, que l'euro était un projet cohérent. Nombreux étaient ceux qui en soulignaient les contradictions présumées, les prétendues incohérences : par exemple, l'impossibilité de doser de manière convenable les politiques monétaire et budgétaire (le *policy mix*) en l'absence de fédération politique ; l'impossibilité de résister à des chocs asymétriques (c'est-à-dire à des difficultés frappant une économie membre de l'Union et pas les autres) ; l'absence de flexibilité suffisante et de mobilité réelle du travail dans l'ensemble des pays européens, etc. La conclusion était que l'euro ne se ferait pas ! Les critiques ont été démenties par les faits. Il y a néanmoins un bon usage à faire aujourd'hui de ces

critiques. Elles dessinent les contours de ce qui est la question la plus importante pour nous maintenant : quelles sont les conditions à remplir pour une pleine réussite de l'euro ? J'en vois pour ma part cinq.

En premier lieu, le sérieux et la crédibilité de la politique monétaire garantis par l'indépendance de la Banque centrale européenne, scellée par le traité de Maastricht et appuyée sur l'indépendance de chacune des banques centrales nationales. Pour être un bon instrument monétaire, l'euro doit inspirer confiance aussi bien aux 290 millions d'Européens de la zone euro qu'aux non-Européens. Il doit être un instrument de conservation de la valeur au moins aussi bon que les meilleures monnaies européennes et, parmi celles-ci, que la nôtre : le franc. La satisfaction de cette première condition sera facilitée, le Traité offrant une garantie d'indépendance supérieure à celle des lois nationales puisqu'il ne peut être modifié qu'avec l'accord de tous les signataires.

En deuxième lieu, le respect des prescriptions du Traité et des orientations du Pacte de stabilité et de croissance en matière budgétaire. Contrairement à certaines analyses, la construction monétaire européenne n'est pas inspirée par une ultraorthodoxie budgétaire. Les prescriptions budgétaires qu'elle contient sont fondamentales pour éviter de donner prise à la critique précitée sur l'incohérence supposée de l'euro. Une coordination étroite des politiques budgétaires et la surveillance vigilante des pairs au sein du Conseil informel des Onze, l'euro 11, et du conseil Ecofin — qui réunit les ministres des Finances des Quinze — sont indispensables si l'on veut avoir un *policy mix* équilibré dans l'ensemble de la zone. Le respect de l'objectif à moyen terme de « finances proches de l'équilibre ou en excédent » est indispensable si l'on veut pouvoir faire face collectivement aux périodes économiques de « vaches maigres » et si l'on veut pouvoir résister individuellement à d'éventuels chocs asymétriques.

En troisième lieu, l'engagement résolu dans toute l'Europe de réformes structurelles audacieuses. L'Europe continentale connaît un chômage de masse très anormalement élevé, même si le taux de chômage diminue fort heureusement dans la plupart des économies concernées sur la période récente. Le FMI, l'OCDE nous disent que 80 % de ce chômage est d'origine structurelle, c'est-à-dire qu'il est créé par nos propres règles et règlements. Le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France partage ce sentiment. Certains observateurs extérieurs reprochaient encore tout récemment aux Européens de faire l'euro, alors qu'il eût été plus important, selon eux, de mener à bien, d'abord, les réformes structurelles indispensables à une création plus active d'emplois. Ces critiques avaient tort sur l'inopportunité de l'euro mais ils avaient évidemment raison s'agissant du diagnostic sur les défauts de l'économie européenne. L'euro, loin d'être contradictoire avec les réformes structurelles, en sera complémentaire. D'abord parce qu'il est en lui-même une réforme structurelle majeure pour tous les marchés de biens, de services et de capitaux. Ensuite, parce qu'il incite à un renforcement de la coordination entre les politiques structurelles des États membres (fonctionnement du marché du travail, éducation, formation, incitations au travail et à la création d'emplois...) : le Conseil européen de Luxembourg a explicitement mentionné les politiques structurelles au nombre des sujets retenus pour la coordination renforcée.

En quatrième lieu, l'accent qui doit être mis par les politiques économiques européennes sur la compétitivité. Avant l'euro, souvent, la politique économique consistait à surveiller étroitement la balance commerciale, la balance des paiements, les marchés de change et les marchés de taux. Des indications permanentes étaient ainsi données aux gouvernants sur les conséquences heureuses ou malheureuses de leurs décisions. Les indicateurs étaient sensibles, multiples, très réactifs. Après l'euro, ces indicateurs disparaissent, pour la plupart, au niveau national. Ils demeurent naturellement au niveau de la zone euro dans son ensemble. D'où l'importance des dispositions du Traité sur la coordination des politiques budgétaires et des politiques économiques. Mais les règles de l'économie de marché continueront à s'appliquer à chaque État membre de l'Union ! Ce sont les consommateurs qui créent les emplois en choisissant les biens et les services qui, à leurs yeux, ont le meilleur rapport qualité-prix. Ce sont les entrepreneurs qui affectent les emplois ainsi créés dans les diverses localisations possibles de la zone euro, en fonction de la compétitivité relative de ces localisations. Au niveau de chaque économie nationale, il faudra donc que les autorités économiques soient encore plus vigilantes qu'auparavant sur

les indicateurs de compétitivité : évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre, environnement réglementaire et fiscal, et plus généralement, environnement favorable au dynamisme des entreprises... Car les évolutions négatives de ces indicateurs ne seront plus sanctionnées immédiatement et rapidement par les comptes externes ou les évolutions des marchés de change et de taux. Les erreurs de politique économique seraient, le cas échéant, sanctionnées plus lentement, plus insidieusement et plus durablement par la montée du chômage et la faiblesse de la croissance.

Enfin, la stabilité monétaire, la sagesse budgétaire, les réformes structurelles et des politiques économiques orientées vers l'amélioration de la compétitivité ne seraient rien si elles ne s'incarneraient dans le comportement des agents économiques eux-mêmes, nos concitoyens, ménages, consommateurs, mais aussi salariés, ingénieurs, entrepreneurs individuels, chefs d'entreprise. C'est en particulier la raison pour laquelle le message de la Banque de France à l'intention des entreprises peut être résumé très simplement : « *l'introduction de l'euro n'est pas une question tactique mais une question stratégique* ». Il ne s'agit pas simplement de remplacer une dénomination monétaire par une autre et de réécrire des programmes informatiques. C'est l'ensemble des fonctions de l'entreprise — industrielle, commerciale, financière, etc. — qu'il faut réexaminer en s'interrogeant sur les changements stratégiques qu'il conviendrait, le cas échéant, de leur imprimer.

Nous observons en ce moment les développements récents de l'économie mondiale et des marchés financiers internationaux. Comme le récent communiqué du G 7 l'a souligné, nous devons rechercher les moyens de relever les défis qu'affronte le système financier international. Il est donc important de s'interroger sur la contribution propre de l'Europe à la stabilité du système. Sous l'angle monétaire et financier, je crois que cette contribution peut revêtir trois formes.

D'abord, préserver la confiance des Français aujourd'hui, et des Européens demain, dans leur monnaie. Ce niveau de confiance est en ce moment remarquable, comme en témoigne le niveau exceptionnellement bas de nos taux d'intérêt de marché à moyen et long terme. Préserver, grâce à la confiance monétaire, ce bas niveau des taux d'intérêt de marché est une importante contribution à la stabilité de l'économie européenne.

Ensuite, consolider la confiance des Européens dans le développement de leur économie. Le G 7 a salué les développements encourageants concernant la croissance de la demande intérieure au sein de l'Europe continentale. Une transition souple et bien organisée vers l'euro au cours des prochains mois est un des éléments du renforcement de la confiance nécessaire à la croissance de la demande interne et tout particulièrement de l'investissement.

Cette transition harmonieuse vers l'euro exige elle-même la convergence des taux d'intérêt dans la zone. Ceci entraînera, au plus tard à la fin de l'année, des baisses substantielles de taux d'intérêt dans plusieurs pays. La baisse des taux n'est pas à l'ordre du jour en France et dans les économies qui constituent le socle des taux en Europe. Mais elle est nécessaire dans une partie substantielle de l'économie de la zone euro : une partie qui représente un peu plus du tiers du produit intérieur brut de la zone euro.

Enfin, coopérer activement avec nos partenaires internationaux, en particulier dans quatre domaines importants aux yeux des banquiers centraux :

- la généralisation à l'ensemble des économies du monde des règles de prudence bancaire ;
- la transparence des politiques, des données économiques, financières et monétaires, tant pour les autorités que pour les acteurs du marché ;
- la concertation étroite avec le secteur privé pour trouver, aussi en amont que possible, les solutions amiables appropriées sur la base des données réelles de chaque économie et en essayant de combattre l'instinct grégaire par la transparence ;

– enfin, le soutien des institutions financières internationales et en particulier du FMI qui, comme l'a rappelé le communiqué du G 7, doit « rester au centre du système monétaire et financier international ».

MISE EN ŒUVRE ANTICIPÉE DES RÈGLES RELATIVES AU RÉGIME DES RÉSERVES OBLIGATOIRES DU SE BC

Communiqué du Conseil de la politique monétaire,
en date du 18 septembre 1998

Le Conseil de la politique monétaire a décidé d'introduire de manière anticipée et progressive, à partir du 16 octobre 1998, les règles relatives aux réserves obligatoires prévues dans le dispositif opérationnel de politique monétaire du Système européen de banques centrales (SEBC).

Un système d'assiette large et de réserves rémunérées sera mis en œuvre dans les conditions suivantes :

- un taux de 2 % sera appliqué aux exigibilités à moins de deux ans, en francs et en devises, envers les clients résidents et non résidents (à l'exception des opérations de pension) ;
- les réserves obligatoires seront rémunérées au taux moyen des appels d'offres.

Le niveau des réserves ainsi que leur constitution en moyenne permettra d'amortir l'impact des fluctuations de la liquidité sur la volatilité du taux au jour le jour. En outre, les avoirs constitués pouvant être utilisés pour la couverture des besoins de liquidité intrajournalière, cette mesure contribuera à faciliter le bon fonctionnement des systèmes de paiement. Enfin, la rémunération des réserves permettra de neutraliser la charge financière que représente pour les établissements assujettis la constitution de réserves obligatoires sur les livres de la banque centrale.

L'introduction anticipée du dispositif de réserves obligatoires du SEBC s'intègre dans le cadre des préparatifs de la place de Paris à l'euro. Elle permettra aux établissements de crédit de gérer leur trésorerie dans des conditions proches de celles qui seront introduites dans le cadre de la monnaie unique.

Le montant des réserves obligatoires constitué par le système bancaire sera ainsi relevé pour atteindre, au terme de la période de montée en charge, quelque 90 milliards de francs. Le nombre d'établissements assujettis à la déclaration et à la constitution de réserves passera de 250 à 1 000 environ.

PUBLICATION DU *RAPPORT ANNUEL* DU COMITÉ DE LA RÉGLEMENTATION BANCAIRE ET FINANCIÈRE

Communiqué de presse de la Banque de France, en date du 23 septembre 1998

Le Comité de la réglementation bancaire et financière, dont la compétence est étendue, depuis l'entrée en vigueur de la loi de modernisation des activités bancaires et financières, dans divers domaines, à certains prestataires de services d'investissement (établissements de crédit ou entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille), vient de publier son quatorzième *Rapport annuel*, qui concerne l'exercice 1997.

Ce rapport comprend cinq chapitres. Le premier expose les fondements de la réglementation bancaire et financière ; le deuxième traite du rôle et du fonctionnement du Comité ; le troisième retrace son activité en 1997 ; les quatrième et cinquième chapitres, enfin, décrivent, respectivement, la réglementation applicable aux établissements de crédit et celle qui concerne les prestataires de services d'investissement au début de l'année 1998.

Parmi les règlements adoptés en 1997, trois présentent une importance particulière. Il s'agit, tout d'abord, du règlement n° 97-02 qui a refondu le dispositif de contrôle interne afin d'y apporter, à la lumière de l'expérience récente et des orientations prises au plan international, les compléments qui apparaissaient nécessaires ; il a ainsi défini un ensemble de systèmes de mesure, de maîtrise et de contrôle des risques comparable aux meilleures pratiques internationales et que les établissements de crédit doivent adapter à leur situation. Les deux autres textes les plus significatifs ont été pris au titre des compétences nouvelles conférées au Comité par la loi de modernisation des activités financières : ils précisent, respectivement, la réglementation comptable (règlement n° 97-03) et la réglementation prudentielle (règlement n° 97-04) applicables aux entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille.

Le *Rapport*, qui comporte 240 pages, est accompagné de diverses annexes, dont le texte de la loi bancaire et celui de la loi de modernisation des activités financières mis à jour au 1^{er} mars 1998, les principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace retenus par le Comité de Bâle et la liste complète des règlements homologués depuis 1984, annotée des modifications intervenues.

Cet ouvrage peut être obtenu au prix de FRF 150 TTC auprès de la Banque de France, service Relations avec le public, 48 rue Croix-des-Petits-Champs, 75049 PARIS CEDEX 01, téléphone : 01 42 92 39 08, télécopie : 01 42 92 39 40.

Il est rappelé, à cette occasion, que le Comité de la réglementation bancaire et financière a récemment publié, conjointement avec la Banque de France, une nouvelle édition, mise à jour au 1^{er} mars 1998 et comprenant 766 pages, du recueil, en langue française, des textes relatifs à l'exercice des activités bancaires et financières, et rassemblant les dispositions que doivent respecter les établissements de crédit et les entreprises d'investissement opérant en France. Un ouvrage en langue anglaise intitulé « *Selected French Banking and Financial Regulations* », mis à jour au 1^{er} octobre 1997,

recense les principaux de ces textes. Ces deux publications sont disponibles à la même adresse au prix unitaire de FRF 375 TTC.

RAPPORT DU COMITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT EXERCICE 1997

Communiqué de presse de la Banque de France, en date du 23 septembre 1998

Le *Rapport* du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement pour 1997, le quatorzième ainsi présenté, est rendu public. Ce document fait apparaître un accroissement significatif de l'activité du Comité, qui reflète le mouvement de restructuration du système bancaire et de modernisation des activités financières.

En 1997, le Comité a pris 694 décisions individuelles, dont 550 concernant des établissements de crédit et 144 concernant des entreprises d'investissement. Parmi ces 694 décisions individuelles, on a compté 31 agréments pour des créations d'établissements nouveaux (1 banque, 19 sociétés financières et 11 entreprises d'investissement), 163 retraits d'agrément, dont 51 pour des cessations d'activité (7 banques, 33 sociétés financières et 11 entreprises d'investissement), ainsi que 116 autorisations de changement de contrôle.

La poursuite du mouvement de restructuration du système bancaire français a été à l'origine de plus de la moitié des décisions du Comité concernant des établissements de crédit en 1997. Outre le processus de simplification et de rationalisation des structures que l'on observe depuis quelques années, plusieurs opérations de grande ampleur ont marqué l'exercice, qui ont résulté, pour la plupart, d'offres publiques d'achat (OPA) ou d'échange (OPE), portant directement sur des établissements de crédit ou sur des sociétés contrôlant un ou plusieurs établissements de crédit. Parmi ces opérations, on peut en particulier citer la reprise du Crédit du Nord par la Société générale et de Natexis par le groupe des Banques populaires ainsi que la prise indirecte de contrôle du Comptoir des entrepreneurs, de la Banque du Phénix et des autres établissements majoritairement détenus par les AGF par le groupe allemand Allianz. Ces opérations ont contribué à renforcer la concentration bancaire.

L'effectif global des établissements de crédit implantés en France, y compris les succursales d'établissements communautaires, a, par la suite, continué de décroître, passant 1 382 à 1 273. La baisse nette a été en un an de 109 (- 7,9 %) ; en 5 ans, elle aura été de 440 (- 25,8 %) ; par rapport au 31 décembre 1987, date à laquelle l'effectif des établissements avait atteint son maximum en France (2 152), la diminution a été supérieure à 40 %.

L'internationalisation du système bancaire français s'est également poursuivie. D'un côté, on a enregistré un flux important d'investissements étrangers dans le secteur bancaire, qui ont atteint 3,1 milliards de francs en 1997, représentant 4,2 % de l'ensemble des investissements directs dans notre pays. À la fin de l'an dernier, on comptait ainsi en France 187 banques, 104 sociétés financières et 59 entreprises d'investissement sous contrôle étranger, auxquels s'ajoutaient 101 bureaux de représentation d'établissements étrangers. Cette présence étrangère est, en grande partie, originaire de l'Espace économique européen (100 banques, 61 sociétés financières et 38 entreprises d'investissement).

De l'autre, les investissements bancaires français nets à l'étranger se sont élevés à 12,6 milliards de francs en 1997, représentant 13,2 % de l'ensemble des investissements directs à l'étranger. À la fin de 1996 (dernière statistique disponible), les établissements de crédit français disposaient au total de 469 implantations bancaires à l'étranger (198 succursales et 271 filiales), dont près de la moitié (231) dans l'Espace économique européen (73 succursales et 158 filiales).

Depuis l'entrée en vigueur de la loi de modernisation des activités financières, dans le courant de l'année 1996, le Comité a vu son champ de compétence élargi à la population nouvelle des entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille. Il est, en outre, chargé d'établir et de tenir à jour la liste des prestataires de services d'investissement, qui est publiée au *Journal officiel*.

La première responsabilité du Comité dans ce domaine a consisté à recenser et à valider les droits acquis des prestataires de services d'investissement afin d'en établir la première liste, arrêtée au 31 décembre 1996 et mise à jour au 31 décembre 1997. À cette date, il existait 756 prestataires (hors sociétés de gestion de portefeuille), dont 526 établissements de crédit agréés, 44 succursales d'établissements de crédit communautaires, 183 entreprises d'investissement agréées et 3 succursales d'entreprises d'investissement communautaires.

Les nouvelles conditions juridiques d'exercice des services d'investissement définies par la loi de modernisation des activités financières, les choix effectués par les maisons de titres dont la loi prévoyait la suppression du statut et la possibilité d'opter pour un autre statut, comme les évolutions des marchés de capitaux et des techniques professionnelles ont conduit au cours de l'année 1997 à de nombreuses modifications dans la composition de la population des entreprises d'investissement. À la fin de 1997, les entreprises d'investissement, hors sociétés de gestion de portefeuille (SGP), étaient ainsi, compte tenu notamment de la création de 11 nouvelles entreprises d'investissement dans le courant de l'année, au nombre de 186 (dont 48 anciennes sociétés de bourse, 49 anciennes maisons de titres ayant opté pour ce statut et 18 anciens agents des marchés interbancaires).

Le rapport d'activité du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement pour 1997, dont la présentation a été profondément remaniée, s'articule désormais en cinq parties :

- la première, consacrée à l'activité du Comité en 1997, souligne les faits saillants de l'année et décrit les décisions prises ;
- la deuxième présente l'organisation du système bancaire et financier français à la fin de 1997 ;
- la troisième partie décrit l'intégration internationale du système bancaire et financier français ;
- la quatrième partie rappelle les missions et l'organisation du Comité, les activités nécessitant un agrément et les activités ouvertes aux établissements et entreprises agréés ainsi que les critères d'appréciation utilisés par le Comité ;
- la cinquième partie présente enfin une étude sur l'évolution des maisons de titres à la suite de l'entrée en vigueur de la loi de modernisation des activités financières.

Ce *Rapport* qui comprend 287 pages est accompagné de 185 pages d'annexes et de statistiques.

Cet ouvrage peut être obtenu au prix de FRF 150 TTC auprès de la :

Banque de France
Service Relations avec le public
48 rue Croix des Petits Champs
75049 PARIS CEDEX 01

Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40

RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC 1997

Communiqué de presse

publié par le secrétariat du Comité monétaire de la Zone franc,
en date du 17 septembre 1998

Les pays africains de la Zone franc sont aujourd'hui au nombre de quinze : d'une part, le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau (depuis avril 1997), le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo, en Afrique de l'Ouest, d'autre part, le Cameroun, le Centrafrique, le Congo, le Gabon, la Guinée équatoriale et le Tchad en Afrique centrale, et enfin, les Comores. À l'exception de ces dernières, ces pays sont regroupés dans deux zones monétaires, celle de l'Afrique de l'Ouest (UEMOA) et celle de l'Afrique centrale (CEMAC), qui disposent chacune d'une seule banque centrale et d'une monnaie unique ayant le même sigle et la même parité : le franc CFA.

1. L'amélioration de la croissance économique s'est confirmée en 1997, dans un contexte d'inflation relativement maîtrisée

Amorcée depuis le second semestre 1994, l'amélioration de la situation économique et financière des pays africains de la Zone franc (PAZF) s'est prolongée en 1997. Pour la troisième année consécutive, la croissance du PIB a été sensiblement plus forte que dans le reste de l'Afrique subsaharienne. Les PAZF n'ont guère été affectés par la crise des pays d'Asie dont les effets immédiats sur les pays de la Zone ont été limités, en raison du faible niveau de leurs échanges avec cette région.

La croissance du PIB est restée soutenue (6,0 % en Afrique de l'Ouest, 4,7 % en Afrique centrale) et le revenu par tête a sensiblement augmenté, notamment en Afrique de l'Ouest. Comme en 1996, l'inflation est restée assez modérée en 1997 (3,5 % en UEMOA, 5,1 % en CEMAC), ce qui a permis aux PAZF de conserver une large part des gains de compétitivité engendrés par la dévaluation de 1994. Les effets positifs de ces gains de compétitivité sur le secteur productif ont été accentués par le niveau relativement soutenu des cours des matières premières agricoles exportées et par la restructuration des filières agro-industrielles. Toutefois, le retournement des prix du pétrole, du bois et du coton au second semestre 1997 a rappelé la fragilité des comptes extérieurs des PAZF. Sur l'ensemble de l'année, les termes de l'échange ont ainsi stagné, alors qu'ils avaient connu une croissance de l'ordre de 5 % par an depuis 1994.

L'assainissement des finances publiques s'est généralement poursuivi, même si cette évolution a été moins nette dans certains PAZF. La plupart des pays ont continué d'appliquer les programmes d'ajustement structurel mis en place sous l'égide du Fonds monétaire international et certains d'entre eux ont bénéficié de nouvelles mesures d'allègement de la dette extérieure.

L'évolution des sources de la création monétaire a reflété l'amélioration de la situation économique. En effet, les concours aux États ont progressé de manière maîtrisée ; la demande de crédit a connu une expansion soutenue et les avoirs extérieurs nets, notamment ceux des deux banques centrales, ont continué à croître. Dans ce contexte intérieur favorable et bénéficiant des bas niveaux des taux d'intérêt en France, la Banque des États de l'Afrique centrale et la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest ont pu de nouveau abaisser leurs taux directeurs. Aux Comores, la masse monétaire a progressé modérément.

S'agissant des perspectives pour 1998, la crise asiatique pourrait entraîner un ralentissement de l'activité, estimé à 0,5 % du PIB de l'ensemble de la Zone pour l'exercice 1998, et qui devrait particulièrement toucher les secteurs du pétrole et du bois. Par ailleurs, les perturbations climatiques observées ces dernières années ont entraîné un recul des récoltes vivrières, notamment dans les zones sahéliennes, et, au premier semestre 1998, une pénurie d'électricité prolongée dans le Golfe de Guinée. La croissance économique de la Zone devrait toutefois se maintenir aux alentours de 5 % en 1998.

2. La relance de l'investissement privé doit s'appuyer sur une intensification de la politique d'intégration régionale pour permettre le maintien d'une croissance saine et durable

À moyen terme, le maintien d'un taux de croissance supérieur à 5 % nécessiterait un niveau d'investissement plus élevé que celui atteint par les PAZF, notamment dans le secteur productif, de manière à favoriser une extension et une diversification de la production et des exportations. Le taux d'investissement global moyen depuis la dévaluation s'est établi à 16,9 % dans la sous-région Afrique de l'Ouest et à 16,7 % aux Comores. Dans les pays d'Afrique centrale, ce taux a été nettement plus élevé (21,4 %), mais une part importante des investissements est réalisée par les compagnies pétrolières étrangères et a peu d'effet sur le tissu économique. L'augmentation de l'investissement, dans un contexte de réduction de l'importance relative de l'aide au développement, passe d'abord par une plus grande mobilisation de l'épargne intérieure et extérieure.

Face à l'émergence d'ensembles régionaux en Afrique australe et orientale, la mise en place d'un marché unifié en Zone franc apparaît à cet égard comme un facteur de croissance décisif, susceptible d'offrir aux investisseurs des débouchés élargis, dans un environnement sécurisé et compétitif. L'intégration régionale concourt également au développement des marchés financiers régionaux qui visent à réduire le coût de financement de l'économie, tout en contribuant au renforcement de la surveillance du système bancaire exercée par les commissions bancaires régionales. Outre la réalisation d'un vaste marché, la politique d'intégration régionale de la Zone vise également à internaliser les contraintes de l'ajustement structurel par l'instauration, dans chacune des zones, de critères de rigueur budgétaire qui s'imposent aux États membres.

Ce processus d'intégration régionale conforte les unions monétaires d'Afrique de l'Ouest et d'Afrique centrale qui fonctionnent depuis plus de trente-cinq ans avec l'appui de la France. La construction monétaire européenne n'aura pas d'incidence sur les accords noués dans le cadre de la Zone franc, entre la France et ses partenaires africains. Lors du passage à la monnaie unique en Europe, l'euro se substituera au franc français comme ancre des francs CFA et du franc comorien ; cette substitution sera de nature à favoriser les exportations des PAZF vers les pays de l'Union monétaire européenne, en même temps qu'elle tendra à faciliter l'investissement direct européen en Zone franc.

CALENDRIER DES JOURS D'OUVERTURE DE *TARGET* POUR 1999

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,
en date du 3 septembre 1998

Le système *Target*¹ développé par la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales des pays membres de l'Union européenne sera le système de règlement brut en temps réel (en anglais, RTGS) de l'euro. Il consiste dans l'interconnexion des 15 systèmes RTGS nationaux et du mécanisme de paiement de la BCE (en anglais, EPM) en une plateforme unique pour le traitement à l'échelle européenne des paiements transfrontière de montant élevé en euros. Le système *Target* a été développé en vue d'atteindre trois objectifs principaux : offrir un mécanisme sûr et efficace pour le règlement brut en temps réel des paiements transfrontière ; renforcer l'efficacité des paiements transfrontière à l'intérieur de l'Union européenne et, surtout, afin de répondre aux besoins de la politique monétaire du Système européen de banques centrales (SEBC) et du marché monétaire en euros.

En 1999, les seuls jours de fermeture de *Target* seront, outre les samedis et dimanches, les deux jours fériés communs à l'ensemble des pays de l'Union européenne : le jour de Noël et le jour de l'An. Le système *Target* sera ouvert tous les autres jours dans tous les pays de l'Union européenne.

Les actifs éligibles aux opérations de politique monétaire du SEBC pourront être utilisés, durant tous les jours d'ouverture de *Target*, au niveau tant national que transfrontière.

La BCE informera la communauté financière de tout changement qui pourrait être apporté au calendrier des jours d'ouverture de *Target* après 1999.

¹ Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer

SIGNATURE DE L'ACCORD DE SIÈGE

Allocution de bienvenue prononcée par Willem F. Duisenberg, président de la Banque centrale européenne, à Francfort, le 18 septembre 1998

C'est à la fois un grand honneur et un grand plaisir pour moi de vous accueillir aujourd'hui en ce lieu à l'occasion de la signature de l'Accord sur le siège de la Banque centrale européenne (BCE), qui a été conclu avec le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne. En signant cet Accord, nous franchissons une nouvelle étape dans la préparation de la phase III de l'Union économique et monétaire, qui entrera en vigueur prochainement.

L'Accord que M. Kinkel et M. Waigel, au nom du gouvernement fédéral, et moi-même, au nom de la BCE, allons signer contient essentiellement des dispositions relatives à l'application du protocole sur les privilèges et immunités des Communautés européennes. Il règle en particulier certaines questions d'ordre technique relatives au statut de la BCE, en tant qu'organe de la Communauté européenne, et de ses agents sur le territoire allemand, ainsi que les relations entre la BCE et les autorités allemandes. Contrairement à l'Institut monétaire européen, auquel elle succède, la BCE effectuera des opérations bancaires dès le début de la phase III. Par conséquent, il était nécessaire d'arrêter des dispositions légales permettant à la BCE de réaliser ces opérations sans restriction dans l'accomplissement de ses missions. À cet égard, le gouvernement fédéral a confirmé en tout point le caractère supranational de la BCE dans les domaines relevant de sa compétence.

Je tiens à remercier le gouvernement fédéral pour la manière dont les négociations ont été menées. Leur conclusion rapide permet de signer l'Accord dès aujourd'hui et d'engager ensuite, sans tarder, la procédure de ratification. Nous partons du principe que la procédure législative sera close d'ici à la fin de 1998 et que l'Accord pourra entrer en vigueur dès le début de la phase III de l'Union économique et monétaire.

Je vous invite maintenant à signer l'Accord.

SIGNATURE DE L'ACCORD DE SIÈGE

Allocution prononcée par Willem F. Duisenberg,
président de la Banque centrale européenne,
après la signature de l'Accord, à Francfort, le 18 septembre 1998

Il y a exactement trois ans — le 12 septembre 1995 —, dans une composition différente, les représentants de la République fédérale d'Allemagne et de l'Institut monétaire européen (IME) se rencontraient ici même pour signer l'Accord de siège. Aujourd'hui, les représentants de la République fédérale d'Allemagne et de la Banque centrale européenne sont réunis en ce lieu dans le même but. À présent, comme à cette époque, nous allons régler les modalités des relations entre une institution européenne et un État membre de l'Union européenne, qui accueille cette institution, les membres de son personnel et leurs familles.

Ce sont deux événements comparables, même si les circonstances sont tout à fait différentes. Lors de la signature du premier Accord de siège, en 1995, l'IME n'était en place que depuis dix-neuf mois et cela faisait seulement un an qu'il occupait ces locaux. L'Institut devait mener à bien une tâche particulièrement ardue, à savoir préparer le cadre dont le Système européen de banques centrales a besoin pour accomplir ses tâches durant la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM). Il ne lui restait plus beaucoup de temps jusqu'à la première date butoir, fixée au 31 décembre 1996, que les États membres ont décidé de repousser, et la nouvelle date limite de la mi-1998 n'était pas non plus très éloignée.

Comme le disait à juste titre le président Lamfalussy, qui m'a précédé à la tête de l'IME, il s'agit d'une mission historique, unique en son genre. Pour la mise en place de l'UEM, nous n'avons pas la possibilité de tirer profit des expériences faites dans le passé. Les différences d'ordre culturel, historique ou politique, et la manière dont chacune des banques centrales nationales (dont le nombre est passé de douze à quinze) conçoit son rôle, ont été autant de facteurs qui ont rendu difficile la tâche de l'IME. Néanmoins, je m'empresse de souligner que M. Lamfalussy, qu'animait une foi inébranlable, avait indiqué très clairement qu'en tout état de cause un éventuel retard dans le lancement de l'UEM ne pourrait être imputé à l'IME.

La confiance manifestée par mon prédécesseur était justifiée. Incontestablement, l'IME a rempli sa mission et a atteint ses objectifs. Le SEBC a été institué le 1^{er} juin de cette année, c'est-à-dire quelque six mois avant le lancement de l'euro. La BCE a donc eu le temps nécessaire pour se mettre en place, se doter du personnel dont elle a besoin, adopter le cadre pour la mise en œuvre de la politique monétaire unique à partir du 1^{er} janvier 1999, tester tous les systèmes et procédures à l'intérieur de ce cadre et assurer un passage harmonieux des politiques monétaires nationales à la politique monétaire unique.

Aujourd'hui, je peux partager l'optimisme dont faisait preuve M. Lamfalussy. Depuis lors, le Conseil des gouverneurs de la BCE a pris un certain nombre de décisions importantes en vue de rendre la BCE totalement opérationnelle d'ici à la fin de cette année. Permettez-moi d'insister sur quelques points.

Bien que le Traité sur l'Union européenne stipule expressément que la BCE est indépendante, certains craignent qu'elle ne soit pas responsable de ses décisions et que sa politique ne soit pas transparente. Ces craintes sont injustifiées. Cette indépendance, tout en permettant à la BCE d'obtenir la stabilité des prix, est indissociable de la responsabilité vis-à-vis du public. La BCE montrera la plus grande transparence possible. Elle s'engage à expliquer en détail au public sa politique et à lui présenter

une analyse approfondie des évolutions économiques et monétaires. En poursuivant l'objectif de stabilité des prix, la BCE apportera son soutien aux politiques économiques dans la Communauté, comme le requiert le Traité. La BCE prend très au sérieux l'obligation de respecter le principe du contrôle démocratique par d'autres institutions européennes.

Le Conseil des gouverneurs a décidé d'expliquer ses décisions au public, à l'issue de chaque réunion, et ce par le biais d'une conférence de presse ou d'un communiqué de presse. La communication avec le public revêtira d'autres formes : publications officielles, discours, interviews, articles, etc. Cette transparence contribuera certainement à renforcer la crédibilité de la politique monétaire sur les marchés de capitaux et à stabiliser les anticipations des marchés.

Je voudrais appeler votre attention sur un autre point. Au sein du Conseil des gouverneurs, un large accord s'est dégagé sur les instruments de politique monétaire. La palette des instruments à mettre en œuvre est presque complète, et les tests sont en cours. En outre, nous avons accompli des progrès considérables dans la définition d'une stratégie en matière de politique monétaire unique. Une décision définitive devrait être prise au cours des prochains mois.

Tout en étant pleinement conscient des dangers qui nous menacent à l'approche de la mise en place de l'UEM, je suis persuadé que la monnaie unique sera stable. La BCE sera dotée d'une infrastructure performante et sera opérationnelle à temps pour pouvoir assumer, à partir de 1999, la responsabilité de la politique monétaire au sein de la zone euro. L'Accord de siège, que nous venons de signer, sera l'un des piliers soutenant la BCE.

Je voudrais profiter de cette occasion pour remercier de nouveau tous ceux qui ont contribué à la mise au point, dans les délais requis, d'un accord qui puisse être accepté par toutes les parties concernées. Par ailleurs, j'ai été très sensible au geste du ministre allemand des Affaires étrangères, M. Klaus Kinkel, qui m'a écrit récemment pour me faire part de l'attitude favorable du gouvernement fédéral à l'égard de la création d'une école européenne à Francfort. D'une manière plus générale, je tiens à exprimer ma gratitude aux personnes, qui, à Bonn, à Wiesbaden et à Francfort, ont aidé la BCE, les membres de son personnel et leurs familles à s'installer à Francfort et qui n'ont pas ménagé leurs efforts pour que nous nous sentions bien dans cette ville.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN PHASE III : DOCUMENTATION GÉNÉRALE SUR LES INSTRUMENTS ET PROCÉDURES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DU SEBC

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,
en date du 18 septembre 1998

La Banque centrale européenne (BCE) publie aujourd'hui un rapport intitulé « La politique monétaire unique en phase III : documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC ». Le rapport contient une description détaillée des instruments et procédures de la politique monétaire que le Système européen de banques centrales (SEBC) mettra en œuvre dans la phase III de l'Union économique et monétaire. Il fournit donc aux établissements de crédit les informations qui leur seront nécessaires pour se préparer à participer aux opérations de politique monétaire du SEBC à compter du 1^{er} janvier 1999. Le rapport développe et actualise le contenu d'une version antérieure publiée par l'Institut monétaire européen (IME) le 23 septembre 1997.

Le rapport définit d'abord les critères auxquels doivent satisfaire les établissements de crédit pour être admis en tant que contreparties aux opérations de politique monétaire du SEBC. Il présente ensuite les caractéristiques des différentes catégories d'opérations d'*open market* susceptibles d'être effectuées par le SEBC (opérations principales de refinancement, opérations de refinancement à plus long terme, opérations de réglage fin et opérations structurelles), ainsi que les deux facilités permanentes du SEBC (facilité de prêt marginal et facilité de dépôt). Le rapport comporte une description détaillée des procédures relatives à ces diverses catégories d'opérations. De plus, il précise les critères d'éligibilité et mesures de contrôle des risques applicables aux actifs admis en garantie des opérations de fourniture de liquidité du SEBC. Le rapport décrit, en outre, les caractéristiques du système de réserves obligatoires du SEBC. Enfin, il présente les dispositions spécifiques qui s'appliqueront aux instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC au titre de la transition vers la phase III.

Au regard de la publication de l'IME de septembre 1997, le présent rapport spécifie de nouveaux détails, en particulier dans les domaines suivants :

– les critères d'éligibilité et mesures de contrôle des risques afférents aux actifs éligibles aux opérations de politique monétaire du SEBC ont été spécifiés, notamment en ce qui concerne les niveaux des marges initiales et des taux de décote. La BCE rendra publiques *via* Internet les listes des actifs éligibles aux opérations de politique monétaire du SEBC. La première publication de ces listes devrait intervenir en octobre 1998 ;

– l'horaire des procédures applicables aux transactions impliquant l'utilisation transfrontière d'actifs éligibles par l'intermédiaire du Modèle de la banque centrale correspondante (MBCC) a été arrêté. La BCE prévoit de publier en novembre 1998 une description plus détaillée des procédures relatives à l'utilisation transfrontière des actifs éligibles ;

– faisant suite à la décision prise le 7 juillet 1998 par le Conseil des gouverneurs de la BCE d'appliquer des réserves obligatoires à compter du début de la phase III, les caractéristiques précises du système de réserves obligatoires du SEBC, notamment la définition de l'assiette des réserves et le mode de calcul de la rémunération des réserves obligatoires constituées, figurent dans le rapport. À cet égard, il convient de noter que le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé, lors de sa réunion du 11 septembre 1998, d'étendre le champ des exigibilités assujetties à un taux zéro de réserves aux dépôts remboursables avec un préavis supérieur à deux ans. Le système de réserves obligatoires du SEBC s'applique aux établissements de crédit implantés dans la zone euro. La liste des établissements assujettis au système de réserves obligatoires du SEBC sera rendue publique *via* Internet. Une première publication de cette liste devrait intervenir en octobre 1998 ;

– le dispositif de collecte des statistiques monétaires et bancaires de la Banque centrale européenne est présenté en annexe 4 du rapport. Ce dispositif sera utilisé pour le calcul de l'assiette des réserves obligatoires des établissements de crédit. À cet égard, des modifications ont été apportées au cadre de déclaration statistique en vue d'assurer la cohérence entre les obligations de déclaration et la spécification définitive de l'assiette des réserves ;

– le calendrier des opérations d'appels d'offres en 1999, qui précise les dates des opérations principales de refinancement et des opérations de refinancement à plus long terme du SEBC, est présenté à l'annexe 5 du rapport ;

– la liste des réseaux d'information financière qu'utilisera le SEBC pour communiquer au public ses opérations de politique monétaire figure à l'annexe 6 du rapport ;

– la liste des systèmes de règlement de titres répondant aux normes minimales de la BCE et leurs conditions d'utilisation par le SEBC sont indiquées à l'annexe 7 du rapport.

Il convient de noter que la documentation générale ne confère en elle-même pas de droits aux contreparties. La relation juridique entre le SEBC et ses contreparties aux opérations d'*open market* et transactions au titre des facilités permanentes sera fixée par des dispositions contractuelles ou réglementaires appropriées que la BCE et les banques centrales nationales appliqueront. Ces dispositions contractuelles et réglementaires en cours d'élaboration par le SEBC visent à assurer des conditions financières uniformes aux contreparties de l'ensemble de la zone euro, en tenant dûment compte des différences d'environnement juridique entre les États membres. La documentation juridique sera portée à la connaissance des contreparties par la BCE et les banques centrales nationales avant le début de la phase III.

Le fondement juridique du système de réserves obligatoires du SEBC sera fixé dans un règlement du Conseil (CE). De même, les pouvoirs de sanction de la BCE et ses droits en matière de collecte des informations statistiques seront régis par des règlements du Conseil (CE). Ces trois règlements du Conseil (CE) n'ayant pas encore été adoptés par le Conseil de l'UE, les dispositions contenues dans le rapport sont dès lors susceptibles d'être modifiées en fonction de la rédaction définitive desdits règlements. Le régime juridique du système de réserves obligatoires du SEBC et du cadre de déclaration statistique sera finalisé dans des règlements de la BCE qui doivent entrer en vigueur après l'adoption des règlements du Conseil (CE).

Le rapport sera distribué par les banques centrales nationales de l'UE aux parties intéressées de chaque pays concerné. Des copies sont également disponibles à la BCE, à l'adresse suivante :

Banque centrale européenne
Service de presse
Kaiserstrasse 29
D – 60311 Frankfurt am Main

Télécopie : 00 49 69 1344 7404
Internet : <http://www.ecb.int>

ÉVALUATION DES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT DE TITRES DE L'UE AU REGARD DES NORMES D'UTILISATION DÉFINIES PAR LE SEBC POUR SES OPÉRATIONS DE PRÊTS

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,
en date du 29 septembre 1998

Dans le cadre du travail préparatoire à la phase III de l'Union économique et monétaire européenne, la Banque centrale européenne (BCE) publie aujourd'hui un rapport sur « L'évaluation des systèmes de règlement de titres de l'UE au regard des normes d'utilisation définies par le SEBC pour ses opérations de prêts ». Ces travaux font suite au rapport de l'IME publié en janvier 1998 sur « Les normes applicables à l'utilisation des systèmes de règlement de titres dans le cadre des prêts du SEBC ».

La BCE et les banques centrales nationales de l'UE ont évalué vingt-neuf systèmes de règlement de titres de l'UE au regard des normes instituées par le rapport précité. L'objectif est de s'assurer que les prêts du Système européen de banques centrales (SEBC) seront traités par des systèmes de règlement de titres qui :

- garantissent les banques centrales nationales contre la survenance de risques inopportuns dans la conduite des opérations de politique monétaire et de fourniture de crédit intrajournalier aux participants *Target* ;

- et offrent le même niveau de sécurité pour toutes les opérations des banques centrales nationales quelle que soit la façon dont elles sont réglées au sein de l'Union européenne. En particulier, ce nouveau rapport dresse la liste des systèmes de règlement de titres éligibles qui sont qualifiés pour traiter les opérations de politique monétaire et de crédit intrajournalier du SEBC. Une évaluation séparée concernant les liens entre systèmes de règlement de titres est en cours.

Les résultats de l'évaluation des vingt-neuf systèmes de règlement de titres montrent que tous peuvent être considérés comme éligibles pour traiter les opérations de prêt du SEBC. La plupart des systèmes de règlement de titres ne sont cependant éligibles que sur un mode opérationnel particulier.

Plus précisément, d'un point de vue opérationnel :

– seuls deux systèmes de règlement de titres (RGV en France et VPC en Suède) offrent actuellement, en cours de journée et durant les heures de fonctionnement de *Target*, des possibilités de livraison contre paiement (LCP) en temps réel, avec règlement en monnaie de banque centrale ;

– neuf autres systèmes de règlement de titres (CIK/BNB en Belgique, VP au Danemark, DBC en Allemagne, BOGS en Grèce, Negicef aux Pays-Bas, Siterne/Interbolsa au Portugal et RM en Finlande) offrent des facilités intrajournalières avec règlement en monnaie de banque centrale, en temps réel ou au cours de plusieurs vacations, mais ne sont pas actuellement compatibles avec les horaires de fonctionnement de *Target*. Ils ont l'intention de se mettre en conformité avec ces horaires au 4 janvier 1999 ;

– un système (OKB en Autriche) fournit une procédure de règlement intrajournalier en mode LCP, mais pas en monnaie de banque centrale. Il a cependant l'intention de le faire pour le 4 janvier 1999 ;

– deux systèmes seront utilisés sur un mode de livraison *franco* de titres, car ils ne fournissent pas de facilités en LCP (CAT/Monte Titoli en Italie) ;

– sept systèmes seront utilisés sur la base de procédures de livraison *franco* de titres, car ils ne fournissent pas de règlement sur un mode LCP en monnaie de banque centrale (CGO/CMO/CREST au Royaume-Uni, CBISSO/NTMA en Irlande, Euroclear et Cedel) ;

– neuf systèmes de règlement de titres ne permettent pas de garantir la livraison définitive des titres en cours de journée : les titres détenus dans ces systèmes peuvent être utilisés pour des crédits intrajournaliers seulement lorsqu'ils sont livrés par avance au SEBC, c'est-à-dire pré-déposés (Euroclear en Belgique, OM en Finlande, Cedel au Luxembourg, Cade en Espagne : Cade prévoit de mettre en œuvre des livraisons *franco* en temps réel pour le 15 janvier 1999, et sur un mode LCP en temps réel pour le 15 mars 1999, SCLV/Espaclear/SCLBarcelona/SCLBilbao/SCLValencia) ;

– un système (LDT en Italie) ne peut être utilisé pour le règlement intrajournalier d'opérations du SEBC.

Des éléments complémentaires sont fournis dans le rapport. En se fondant sur la présente évaluation, le SEBC ne considère pas qu'il existe de motif de s'abstenir d'utiliser l'un quelconque des vingt-neuf systèmes, c'est-à-dire que tous sont éligibles pour être utilisés dès le démarrage de la phase III (même si le mode d'utilisation peut être différent). L'éligibilité de chaque système pourra être périodiquement révisée à la lumière à la fois de son fonctionnement et de ses évolutions ainsi que des besoins du marché.

Le rapport est distribué par chaque banque centrale nationale de l'UE aux personnes intéressées dans leur pays respectif. Il est également disponible à la BCE, à l'adresse suivante :

Banque centrale européenne
Service de presse
Kaiserstrasse 29
D – 60311 Frankfurt am Main

Télécopie : 00 49 69 1344 7404

DÉCLARATION INTRODUCTIVE DU PRÉSIDENT DE LA BCE À LA RÉUNION DU CONSEIL DES GOUVERNEURS, LE 13 OCTOBRE 1998

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,
publié le 13 octobre 1998

Mesdames et Messieurs, conformément à ce que nous avons annoncé, le vice-président et moi-même sommes là aujourd'hui pour vous faire part des résultats de la réunion du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue ce jour. La longueur de ma déclaration introductive reflète l'importance des questions traitées aujourd'hui.

Comme d'habitude, le Conseil des gouverneurs a consacré une partie de sa réunion à un échange de vues sur les *évolutions économiques, monétaires et financières récentes*. Ces discussions ont eu lieu dans un contexte de messages contrastés. De toute évidence, d'une part, les données relatives à la situation économique aux États-Unis et en Europe, en particulier dans la zone euro, indiquent surtout que la croissance du PIB en termes réels se poursuit, encore que peut-être à un rythme moins rapide. D'autre part, toutefois, l'environnement macroéconomique mondial s'est détérioré. Notamment, de plus en plus de signes donnent à penser que l'activité économique dans le monde se ralentira en 1999. Parallèlement, les incertitudes sur les marchés financiers ont été accrues par l'annonce du quasi-effondrement d'un important fonds spéculatif, des pertes encourues par des institutions financières, ainsi que de larges fluctuations sur les marchés des actions, des obligations et de change.

De l'avis du Conseil des gouverneurs, pour faire face aux récentes évolutions économiques et aux conditions actuelles des marchés, il est absolument essentiel d'éviter de formuler des propositions inspirées par un activisme ne prenant pas suffisamment en compte la complexité des questions en jeu. Cela ne ferait que contribuer à amplifier les incertitudes qui sous-tendent l'instabilité présente des marchés mondiaux de capitaux. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs estime que les récents appels en faveur d'une réhabilitation du contrôle des mouvements de capitaux ou d'une baisse mondiale et uniforme des taux d'intérêt sont inappropriés, parce qu'ils ne prennent pas en compte la nature même des problèmes. Parallèlement, le Conseil des gouverneurs est d'avis qu'il est nécessaire de procéder, à l'échelle mondiale, à des améliorations structurelles. Celles-ci devraient être axées, notamment, premièrement sur un accroissement de la transparence des secteurs public et privé ; deuxièmement, sur l'assainissement des systèmes bancaires nationaux, principalement ceux des marchés émergents et des économies en transition ; et, troisièmement, sur l'amélioration de la prévention et de la gestion des crises financières, en particulier par une plus grande implication du secteur privé. Un certain nombre de propositions ont déjà été élaborées sur ces questions et devraient maintenant être parachevées, afin de pouvoir être mises en œuvre rapidement et de façon résolue.

En outre, le Conseil des gouverneurs a souligné que de telles améliorations structurelles au niveau mondial devraient s'accompagner de politiques saines au niveau national. À cet égard, étant donné la taille de la zone euro et son rôle mondial, il est d'une extrême importance que la stabilité des prix et, par conséquent, un climat propice à la croissance et à l'emploi, soient maintenus dans la zone euro. La

réalisation de cet objectif sera également d'une importance primordiale pour l'ensemble de l'économie mondiale.

Prenant tous ces éléments en considération, le Conseil des gouverneurs a examiné la situation monétaire, financière et macroéconomique de la zone euro.

Premièrement, le Conseil a débattu de la situation monétaire en se référant aux données provisoires, fournies par le nouveau système harmonisé de déclarations statistiques monétaires et bancaires. Une fois achevés les travaux internes, ces statistiques monétaires seront mises à la disposition du public. Au regard des définitions de la masse monétaire au sens large, nos données provisoires font apparaître des taux de croissance annuelle largement comparables et stables compris entre 3 % et 5 % en 1997 et au premier semestre de 1998. Selon notre première analyse, ces données ne semblent pas signaler à ce stade de tensions inflationnistes d'origine monétaire. Toutefois, étant donné le caractère provisoire des nouvelles données, la prudence s'impose quant à leur interprétation.

Deuxièmement, si l'on considère les autres indicateurs financiers, bien que les taux d'intérêt à long terme aient augmenté récemment, ils se situent encore à des niveaux historiquement bas et la courbe des rendements s'est aplatie par rapport à la situation d'il y a quelques mois. Une grande partie des évolutions sur les marchés obligataires de ces derniers mois reflète un « report sur les valeurs sûres ».

Troisièmement, le Conseil des gouverneurs a évoqué les perspectives générales des prix dans le contexte de l'environnement macroéconomique global. En ce qui concerne les évolutions de prix, les facteurs internationaux ont continué à exercer des pressions à la baisse. Le rythme de hausse des IPCH de la zone euro est revenu à 1,2 % au mois d'août, après être demeuré inchangé à 1,4 % d'avril à juillet. Cette évolution reflète principalement un recul des prix de l'énergie, qui, au mois d'août étaient inférieurs de près de 4 % à leur niveau de l'année précédente, ainsi que la baisse des cours d'autres matières premières. Pour l'ensemble de la zone euro, les tensions sur les prix ressortant des prix industriels à la production et les coûts de main-d'œuvre sont demeurés modérés. En 1999, selon les projections disponibles, l'inflation moyenne dans la zone euro devrait demeurer contrôlée.

Quatrièmement, il est extrêmement difficile d'évaluer et de quantifier l'incidence des évolutions internationales récentes sur les prix et, aussi, sur l'activité. Des données récentes donnent à penser que la croissance du PIB réel dans la zone euro, qui s'était établie à 0,6 % au premier trimestre 1998, s'est légèrement ralentie au deuxième trimestre. Il faut que nous attendions la publication de données plus complètes et donc plus fiables relatives à l'ensemble de la zone euro avant de pouvoir nous prononcer définitivement. D'autres données récemment publiées sur la production industrielle, le volume des ventes au détail et les immatriculations de voitures semblent laisser présager une poursuite de la croissance. Ce point de vue est également corroboré par des indications de la Communauté européenne, même si certains indicateurs sont restés constants ou revenus à des niveaux légèrement inférieurs ces derniers mois ; néanmoins, tous ces indicateurs restent supérieurs à leur niveau moyen de long terme.

Le Conseil des gouverneurs a accueilli favorablement les récentes réductions de taux d'intérêt décidées par un certain nombre de banques centrales nationales de la zone euro. En conséquence, les taux d'intérêt à 3 mois dans la zone euro atteignent désormais un niveau de 3,8 %, soit une baisse de près de 0,15 point depuis fin août. Ces modifications ont montré que le processus de convergence des taux d'intérêt des banques centrales dans la zone euro, qui devra être achevé d'ici à la fin de l'année, est à l'évidence en bonne voie. Le Conseil des gouverneurs a estimé qu'une poursuite de la convergence des taux d'intérêt vers la partie basse de la fourchette actuelle prévalant dans la zone euro est justifiée, compte tenu de ce qu'il sait actuellement des tendances monétaires et des perspectives d'évolution des prix, ainsi que d'un environnement caractérisé par des risques de pressions à la baisse. Dans les semaines à venir, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement les évolutions monétaires, financières et économiques à l'intérieur de la zone euro, afin de déterminer les niveaux appropriés des taux d'intérêt du marché monétaire pour la zone euro.

Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre étroitement les intentions budgétaires des États membres de la zone euro. Dans plusieurs États membres, les situations budgétaires structurelles sont encore loin d'être proches de l'équilibre ou en excédent, comme le prescrit le Pacte de stabilité et de croissance. Par conséquent, ces États membres ne sont pas encore suffisamment préparés pour permettre aux stabilisateurs automatiques de fonctionner en cas de ralentissement de la croissance du PIB réel, tout en continuant à respecter la valeur de référence de 3 % stipulée par le Traité et à veiller à la diminution à un rythme approprié des ratios de la dette publique. En outre, dans un certain nombre d'États membres, compte tenu d'un contexte de croissance encore favorable et en partie meilleur que prévu, les objectifs budgétaires à court terme semblent ne pas constituer d'améliorations structurelles.

Outre l'examen des évolutions économiques, un certain nombre de décisions ont été prises concernant divers aspects des travaux préparatoires de la phase III.

1. Questions de politique monétaire

En tout premier lieu, permettez moi d'évoquer la question de la *stratégie de politique monétaire*. Je peux vous informer que, lors de sa réunion d'aujourd'hui, le Conseil des gouverneurs est parvenu à un accord sur les caractéristiques principales de la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité des prix que le SEBC mettra en œuvre au cours de la phase III de l'Union monétaire.

Avant de donner des explications sur la stratégie, permettez-moi d'insister sur quelques caractéristiques importantes de l'environnement dans lequel la politique monétaire unique sera conduite à compter de janvier prochain. Certaines incertitudes qui résulteront inévitablement du passage à la phase III constitueront des sujets de préoccupation pour le SEBC. Ceux-ci concerneront notamment la manière dont la transition vers la phase III de l'Union monétaire affectera les comportements économiques et les structures institutionnelles et financières dans la zone euro, ainsi que les questions de statistiques.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé d'adopter une stratégie de politique monétaire précise, qui prend en compte les circonstances particulières auxquelles il est à présent confronté. Cette stratégie garantira la continuité avec les stratégies poursuivies avec succès par les banques centrales nationales participantes au cours de ces dernières années, tout en tenant compte, dans la mesure nécessaire, de la situation unique créée par le passage à l'Union monétaire.

Tenant compte de ce contexte, le Conseil des gouverneurs est aujourd'hui parvenu à un accord sur les éléments essentiels de la stratégie de politique monétaire du SEBC axée sur la stabilité des prix. Ces éléments concernent :

- la définition quantitative de l'objectif principal de la politique monétaire unique : la stabilité des prix ;
- un rôle essentiel pour la monnaie, une valeur de référence étant assignée à la croissance d'un agrégat monétaire ;
- une appréciation des perspectives d'évolution des prix se fondant sur une large gamme d'indicateurs.

Tout d'abord, permettez-moi d'insister sur le fait que, comme le stipule le Traité portant création de la Communauté européenne, le maintien de la stabilité des prix constituera l'objectif principal du SEBC. C'est pourquoi la stratégie de politique monétaire du SEBC sera strictement axée sur cet objectif.

Pour être transparent et afin de donner des orientations claires sur lesquelles pourront se fonder les anticipations sur l'évolution future des prix, le Conseil des gouverneurs de la BCE est convenu de rendre publique une définition quantitative de la stabilité des prix. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs

de la BCE a adopté la définition suivante : « La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro ».

Permettez-moi d'insister sur le fait que la stabilité des prix est un objectif qui doit être maintenu à moyen terme. Le taux actuel d'inflation mesuré par l'indice harmonisé est conforme à cet objectif.

Il convient de souligner trois caractéristiques de cette définition :

– premièrement, l'indice harmonisé IPCH fournit la mesure de l'évolution des prix la plus appropriée au regard de la définition de la stabilité des prix adoptée par le SEBC. C'est le seul indice des prix qui sera suffisamment harmonisé dans toute la zone euro au début de la phase III ;

– deuxièmement, en utilisant l'indice harmonisé IPCH « pour toute la zone euro » pour définir la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs montre clairement qu'il prendra ses décisions en fonction des évolutions monétaires, économiques et financières dans l'ensemble de la zone euro : il ne réagira pas à des évolutions spécifiques, régionales ou nationales ;

– troisièmement, cette définition correspond très largement aux définitions actuellement retenues par les banques centrales nationales de la zone euro.

En outre, stipuler que « la stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme » montre bien que la politique monétaire doit adopter une orientation prospective axée sur le moyen terme. Elle tient également compte de l'existence d'une instabilité à court terme des prix que la politique monétaire ne peut contrôler.

Afin de maintenir la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'adopter une stratégie de politique monétaire qui repose sur deux éléments-clefs.

– Premièrement, un rôle de premier plan pour la monnaie. Ce rôle sera souligné par l'annonce d'une valeur de référence quantifiée pour la croissance d'un agrégat monétaire large. Cette valeur de référence sera établie en cohérence avec l'impératif de stabilité des prix et contribuera à la réalisation de cet objectif.

Les écarts constatés entre la croissance monétaire effective et la valeur de référence devraient, dans des circonstances normales, signaler des risques pour la stabilité des prix. Le SEBC devra apprécier quelle est la meilleure façon d'éliminer ces risques. Toutefois, le concept de valeur de référence n'implique aucun engagement à corriger de façon mécanique des écarts susceptibles d'apparaître à court terme entre la croissance monétaire et la valeur de référence.

La relation entre la croissance monétaire constatée et la valeur de référence annoncée à l'avance fera l'objet d'une analyse régulière et approfondie par le Conseil des gouverneurs de la BCE ; les conclusions de cette analyse et ses incidences sur les décisions de politique monétaire feront l'objet d'explications publiques. La définition précise de l'agrégat de référence et le niveau spécifique de la valeur de référence quantifiée assignée à la croissance monétaire seront annoncés par le Conseil des gouverneurs de la BCE en décembre 1998.

Toutefois, bien que les agrégats monétaires contiennent des informations importantes et pertinentes pour l'élaboration de la politique monétaire, les évolutions monétaires ne constitueront pas un résumé exhaustif de l'ensemble des informations sur l'économie qu'il convient de connaître pour la mise en place d'une politique monétaire appropriée.

– En second lieu, il est à l'évidence nécessaire d'étudier également d'autres indicateurs. En conséquence, parallèlement à l'analyse de la croissance monétaire par rapport à la valeur de référence, l'évaluation des perspectives d'évolution de prix fondée sur une large gamme d'indicateurs et la prise en compte des risques pour la stabilité des prix dans la zone euro joueront un rôle important dans la stratégie du SEBC. Cette évaluation se fondera sur l'utilisation d'un large éventail de variables économiques et financières comme indicateurs de l'évolution future des prix.

Aussi le Conseil des gouverneurs examinera-t-il systématiquement toutes les informations disponibles relatives aux perspectives et aux risques en matière de stabilité des prix dans l'ensemble de la zone euro.

Cette stratégie met en évidence l'engagement du Conseil des gouverneurs de la BCE en faveur de son objectif principal et devrait faciliter la réalisation de cet objectif primordial. Elle devrait également garantir la transparence du processus de décision du SEBC et sa responsabilité. En s'appuyant sur cette stratégie, le Conseil des gouverneurs de la BCE informera le public régulièrement et en détail de son appréciation de la situation monétaire, économique et financière dans la zone euro et des raisonnements sous-tendant ses décisions spécifiques.

Cette stratégie vise à éviter de donner l'impression que la politique monétaire réagit « mécaniquement » à des déviations par rapport à un objectif unique ou à des changements affectant une variable spécifique. La stratégie de politique monétaire qui a été retenue par le Conseil des gouverneurs de la BCE indique que la politique monétaire au sein de la zone euro sera déterminée de manière à maintenir la stabilité des prix, en réagissant d'une manière appropriée et cohérente avec cet objectif prioritaire aux développements nouveaux ou aux perturbations survenus au sein de l'économie.

La stratégie offre dès lors un cadre clair et transparent qui permettra au Conseil des gouverneurs de la BCE d'évaluer et de présenter les décisions de politique monétaire.

Il convient de noter que les caractéristiques principales de la stratégie de politique monétaire font également l'objet d'un résumé dans un communiqué de presse qui vous sera remis.

Toujours dans le cadre de la préparation de la politique monétaire unique, vous vous rappellerez qu'en juillet je vous ai donné des informations sur les catégories d'établissements assujettis à la constitution de réserves obligatoires et sur les exigibilités figurant dans l'assiette des réserves. Je vous ai également donné des indications sur l'abattement forfaitaire à déduire des réserves obligatoires d'un établissement et sur le taux de réserve, pour lequel le Conseil des gouverneurs envisageait une fourchette de 1,5 %-2,5 %. Aujourd'hui, le Conseil des gouverneurs a discuté des dernières questions encore en suspens concernant *le système de réserves obligatoires du SEBC* et confirmé, que, premièrement, l'abattement forfaitaire demeurera fixé à un niveau de 100 000 euros, et deuxièmement, que le taux de réserve se situera au milieu de la fourchette indiquée, c'est-à-dire à 2 %. Enfin, il a été convenu qu'un établissement de crédit sera autorisé à déduire de l'assiette des réserves 10 % de ses titres de créance assortis d'une échéance allant jusqu'à 2 ans maximum et de ses instruments du marché monétaire s'il ne peut apporter la preuve de l'existence des exigibilités interbancaires correspondantes.

Un règlement de la BCE définissant les caractéristiques du système de réserves obligatoires du SEBC sera publié prochainement. En attendant, vous trouverez de plus amples détails dans un communiqué de presse séparé qui vous sera communiqué ce soir.

2. Questions relatives au change

Le Conseil des gouverneurs est convenu d'un ensemble de documentations juridiques définissant les rôles respectifs de la BCE et des banques centrales nationales (BCN) de la zone euro en ce qui concerne la gestion des avoirs de change de la BCE. Cette documentation juridique spécifie, entre autres, le rôle des BCN dans l'exécution des opérations impliquant les avoirs de change de la BCE et comporte des accords-cadres de compensation devant être signés par la BCE et par les contreparties de marché.

3. Questions relatives aux systèmes de paiement

Comme vous le savez, *Target* ne sera pas le seul système disponible pour les paiements transfrontière. Pour les opérations autres que de politique monétaire, il sera par exemple possible de traiter les paiements *via* le système ABE de compensation en euros (actuellement le Système de compensation et de règlement en écus). Si *Target* est un système à règlement brut en temps réel, l'autre solution offerte par l'ABE est un système de compensation, c'est-à-dire que les paiements doivent être réglés en fin de journée. À cet égard, le Conseil des gouverneurs est convenu que la BCE doit être impliquée. Le Système de compensation en euros de l'ABE ouvrira, par conséquent, un compte central de règlement à la BCE pour effectuer ses règlements au sein de la zone euro et pourra également ouvrir des comptes de règlement auprès des BCN qui acceptent d'en proposer. La BCE détiendra également le compte sur lequel la garantie en liquidités du Système de compensation en euros de l'ABE sera conservée. On met actuellement la dernière main aux accords entre la BCE et l'ABE concernant le fonctionnement de ces comptes.

4. Billets en euros

Afin de renforcer l'efficacité de la lutte contre la contrefaçon, le Conseil des gouverneurs a confirmé la décision prise par le Conseil de l'IME de créer un centre d'étude des billets et une base de données sur les monnaies contrefaites dans laquelle seront stockées des données techniques relatives à la contrefaçon des billets de banque en euros. J'aimerais préciser que notre intention est de continuer de traiter les contrefaçons d'autres monnaies (c'est-à-dire les monnaies nationales des États membres participant ou ne participant pas à la zone euro et le dollar américain) au niveau national. Tous les États membres de l'Union européenne pourront, s'ils le désirent, participer pleinement au système de la base de données. Bien que la décision concernant le lieu d'implantation du centre d'étude des contrefaçons ne doive pas être prise avant le début de 1999, le Conseil des gouverneurs a approuvé aujourd'hui les principes régissant la façon dont seront traités les billets de banque en euros contrefaits. Des détails complémentaires seront fournis dans le communiqué de presse qui sera publié ce soir séparément.

Le Conseil des gouverneurs s'est également mis d'accord sur l'approche qu'il convient d'adopter pour l'estimation du nombre de billets de banque en euros devant être imprimés avant la date de lancement du 1^{er} janvier 2002. La quantité de billets de banque en euros à imprimer sera déterminée par le nombre nécessaire au remplacement des stocks de billets de banque nationaux en circulation (stocks de lancement) dans les États membres participants et par le volume des stocks logistiques nécessaires pour que le passage aux nouveaux billets s'effectue sans problème. On estime actuellement qu'il faudra imprimer jusqu'à 13 milliards environ de billets de banque en euros avant la date d'émission pour les onze États membres participants. Cette estimation sera actualisée régulièrement jusqu'à l'an 2002.

Un communiqué de presse concernant les billets de banque sera publié ce soir séparément.

Enfin, le Conseil des gouverneurs a également abordé les questions suivantes :

– premièrement, en ce qui concerne les *statistiques*, il a été convenu de publier un additif au document intitulé « Money and Banking Statistics Compilation Guide – Guidance Provided to NCBs for the Compilation of Money and Banking Statistics for Submission to the ECB ». L'additif porte sur le traitement des instruments du marché monétaire et des crédits sur effets dans le cadre du dispositif harmonisé des statistiques monétaires et bancaires. Le premier manuel de collecte a été publié par l'IME en avril 1998 ;

– deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a pris acte de l'état d'avancement des tests des systèmes et procédures du SEBC les plus cruciaux à l'approche du début de la phase III. Le SEBC vient de commencer une « répétition générale », c'est-à-dire une *phase finale de tests de tous les systèmes et procédures du SEBC* ;

– enfin, se plaçant dans une perspective allant un peu au-delà du début de la phase III, le Conseil des gouverneurs est également convenu de faire effectuer une série de tests dans le courant de 1999, afin de s'assurer que tous les systèmes et applications de l'ensemble du SEBC soient compatibles avec le passage à l'an 2000.

Nous nous tenons à votre disposition pour toute autre question.

Banque centrale européenne
Service de presse
Kaiserstrasse 29
D – 60311 Frankfurt am Main

Tél. : 00 49 69 1344 7455 – Télécopie : 00 49 69 1344 7404
Internet : <http://www.ecb.int>

UNE STRATÉGIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE GÉNÉRALE POUR LE SEBC AXÉE SUR LA STABILITÉ

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,
en date du 13 octobre 1998

1. Lors de sa réunion du 13 octobre 1998, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a arrêté les éléments principaux de la stratégie de politique monétaire pour le SEBC axée sur la stabilité des prix. Ces éléments concernent :

- la définition quantitative de l'objectif principal de la politique monétaire unique : la stabilité des prix ;
- un rôle essentiel pour la monnaie, une valeur de référence étant assignée à la croissance d'un agrégat monétaire ;
- une appréciation des perspectives d'évolution des prix se fondant sur une large gamme d'indicateurs.

2. Comme le stipule le Traité portant création de la Communauté européenne, le maintien de la stabilité des prix constituera l'objectif principal du SEBC. C'est pourquoi la stratégie de politique monétaire du SEBC sera strictement axée sur cet objectif. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté la définition suivante : « *La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro* ».

La stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme.

Le taux actuel d'inflation mesuré par l'indice harmonisé IPCH est conforme à cet objectif.

Il convient de souligner trois caractéristiques de cette définition :

– l'indice harmonisé IPCH fournit la mesure de l'évolution des prix la plus appropriée au regard de la définition de la stabilité des prix adoptée par le SEBC. C'est le seul indice des prix qui sera suffisamment harmonisé dans toute la zone euro au début de la phase III ;

– en décidant d'adopter l'indice IPCH « dans la zone euro », le Conseil des gouverneurs de la BCE montre clairement qu'il prendra ses décisions en fonction des évolutions monétaires, économiques et financières dans l'ensemble de la zone euro. La politique monétaire unique s'inscrira dans une vision d'ensemble de la zone euro ; elle ne réagira pas à des évolutions spécifiques régionales ou nationales ;

– une « progression inférieure à 2 % » correspond très largement aux définitions actuellement retenues par les banques centrales nationales de la zone euro.

En outre, stipuler que « la stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme » montre bien que la politique monétaire doit adopter une orientation prospective, axée sur le moyen terme. Elle tient

également compte de l'existence d'une instabilité à court terme des prix que la politique monétaire ne peut contrôler.

3. Afin de maintenir la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'adopter une stratégie de politique monétaire qui repose sur deux éléments clés :

– un rôle de premier plan pour la monnaie. Ce rôle sera souligné par l'annonce d'une valeur de référence quantifiée pour la croissance d'un agrégat monétaire large. Cette valeur de référence sera établie en cohérence avec l'impératif de stabilité des prix et contribuera à la réalisation de cet objectif.

Les écarts entre la croissance monétaire constatée et la valeur de référence devraient dans des circonstances normales signaler des risques pour la stabilité des prix. Le concept de valeur de référence n'implique pas un engagement à corriger de façon mécanique des écarts susceptibles d'apparaître à court terme.

La relation entre la croissance monétaire constatée et la valeur de référence annoncée à l'avance fera l'objet d'une analyse régulière et approfondie par le Conseil des gouverneurs de la BCE ; les conclusions de cette analyse et ses incidences sur les décisions de politique monétaire feront l'objet d'explications publiques. La définition précise de l'agrégat de référence et le niveau spécifique de la valeur de référence quantifiée assignée à la croissance monétaire seront annoncés par le Conseil des gouverneurs de la BCE en décembre 1998 ;

– parallèlement à l'analyse de la croissance monétaire par rapport à la valeur de référence, l'évaluation des perspectives d'évolution de prix fondée sur une large gamme d'indicateurs et la prise en compte des risques pour la stabilité des prix dans la zone euro joueront un rôle important dans la stratégie du SEBC. Cette évaluation se fondera sur l'utilisation d'un large éventail de variables économiques et financières comme indicateurs de l'évolution future des prix.

4. Cette stratégie met en évidence l'engagement du Conseil des gouverneurs de la BCE en faveur de son objectif principal et devrait faciliter la réalisation de cet objectif primordial. Elle devrait également garantir la transparence du processus de décision du SEBC et sa responsabilité. En s'appuyant sur cette stratégie, le Conseil des gouverneurs de la BCE informera le public régulièrement et en détail de son appréciation de la situation monétaire, économique et financière dans la zone euro et des raisonnements sous-tendant ses décisions spécifiques.

Banque centrale européenne
Service de presse
Kaiserstrasse 29
D – 60311 Frankfurt am Main

Tél. : 00 49 69 1344 7455 – Télécopie : 00 49 69 1344 7404
Internet : <http://www.ecb.int>

NOUVELLES DÉCISIONS RELATIVES AUX BILLETS DE BANQUE EN EUROS

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,
en date du 13 octobre 1998

1. 13 milliards de billets de banque en euros seront imprimés

Au 1^{er} janvier 2002 (date de lancement), 13 milliards de billets de banque en euros auront été imprimés dans les onze États membres participants. Cette estimation, qui est ventilée en estimations par pays, sera actualisée tous les ans. Les banques centrales nationales lanceront désormais leurs commandes de billets à imprimer sur la base de cette estimation. La production en série des billets de banque en euros démarrera au premier trimestre 1999.

2. Un centre d'études des contrefaçons sera créé

La BCE créera un centre d'études des contrefaçons chargé des investigations sur les contrefaçons relatives aux billets en euros. Les données statistiques et techniques y afférentes seront stockées dans une base de données qui sera également conçue pour recevoir des données identiques sur la contrefaçon des pièces en euros. Les données contenues dans cette base seront mises à la disposition de toutes les banques centrales nationales des pays de l'Union européenne et des organismes chargés de mener la lutte contre le faux-monnayage.

Banque centrale européenne
Service de presse
Kaiserstrasse 29
D – 60311 Frankfurt am Main

Tél. : 00 49 69 1344 7455 – Télécopie : 00 49 69 1344 7404
Internet : <http://www.ecb.int>

UTILISATION D'UN SYSTÈME DE RÉSERVES OBLIGATOIRES PAR LE SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES PENDANT LA PHASE III

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,
en date du 13 octobre 1998

Le 8 juillet 1998, la Banque centrale européenne (BCE) a présenté les caractéristiques principales du système des réserves obligatoires tel qu'il doit être utilisé par le Système européen de banques centrales (SEBC). Parmi celles-ci figuraient la liste des établissements assujettis à la constitution de réserves obligatoires, les exigibilités prises en compte dans l'assiette des réserves, la fourchette dans laquelle le taux des réserves obligatoires pourra être fixé, l'instauration d'un abattement forfaitaire et la rémunération des réserves obligatoires constituées. D'autres précisions sur le système des réserves obligatoires ont été présentées dans le récent rapport de la BCE intitulé : « La politique monétaire unique en phase III : documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC » (septembre 1998).

Lors de sa réunion du 13 octobre 1998, le Conseil des gouverneurs de la BCE a examiné les dernières spécifications relatives aux questions demeurant en suspens au sujet des réserves obligatoires.

Les décisions suivantes ont été prises :

– la BCE appliquera un taux de réserves de 2 %. Celui-ci se rapportera aux éléments suivants de l'assiette des exigibilités : dépôts à 24 heures ; dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans, dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à 2 ans ; titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans ; instruments du marché monétaire ;

– la BCE autorisera un abattement forfaitaire de 100 000 euros à déduire des réserves obligatoires devant être constituées par chaque établissement ;

– si un établissement de crédit n'est pas en mesure de prouver l'existence d'exigibilités sous forme de titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans ou d'instruments du marché monétaire vis-à-vis d'autres établissements de crédit assujettis au système des réserves obligatoires du SEBC, la BCE autorisera celui-ci à appliquer une déduction uniforme de 10 % des exigibilités précitées.

La BCE publiera bientôt un règlement sur les réserves obligatoires, précisant les caractéristiques du système des réserves obligatoires du SEBC et leur donnant force de loi.

Banque centrale européenne
Service de presse
Kaiserstrasse 29
D – 60311 Frankfurt am Main

Tél. : 00 49 69 1344 7455 – Télécopie : 00 49 69 1344 7404
Internet : <http://www.ecb.int>

SCHÉMA D'INFORMATION PRUDENTIELLE CONCERNANT LES OPÉRATIONS DE NÉGOCIATION ET SUR INSTRUMENTS DÉRIVÉS

Communiqué de presse de la Banque des règlements internationaux,
en date du 1^{er} septembre 1998

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et le Comité technique de l'organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) diffusent ce jour une version révisée du schéma d'information prudentielle concernant les opérations sur instruments dérivés des banques et entreprises d'investissement, publié initialement en mai 1995. Il s'agit d'une mise à jour tenant compte des pratiques actuelles de gestion des risques inhérents aux opérations de négociation et sur dérivés, en regard notamment des risques de marché.

Le schéma de 1995 fournissait des orientations sur les informations dont les autorités prudentielles devraient disposer sur les activités de négociation et sur dérivés ; il a été largement mis en œuvre par les autorités de contrôle des banques et entreprises d'investissement. Depuis la parution du schéma commun d'information prudentielle concernant les instruments dérivés, le Comité de Bâle a, en 1996, modifié l'accord sur les fonds propres pour l'étendre aux risques de marché et, en 1997, publié des principes pour la gestion du risque de taux d'intérêt à l'usage des banques. De son côté, l'OICV a étudié les moyens de prendre en compte les risques de marché dans les normes de fonds propres et de gestion des risques applicables aux entreprises d'investissement.

Le schéma d'information prudentielle présenté dans ce document se divise en deux parties. La première est un catalogue des éléments qui, de l'avis des Comités, sont importants pour évaluer les risques associés aux opérations de négociation et sur instruments dérivés et que les autorités de contrôle peuvent utiliser pour étendre leur système de déclaration. La seconde est un schéma commun minimal constituant une base d'informations harmonisée à l'échelle mondiale (sous-ensemble de catalogue) sur les activités sur dérivés à laquelle, selon les deux Comités, les responsables prudentiels devraient avoir accès. Le schéma commun minimal, initialement axé sur les données aidant à déterminer l'engagement global des établissements dans les activités sur dérivés et leur risque de crédit, a été étoffé, afin de mieux montrer celles qui sont utiles pour évaluer les risques de marché liés aux opérations de négociation et sur dérivés.

Cette initiative va dans le sens de l'action poursuivie par le Comité de Bâle et l'OICV en ce qui concerne la surveillance des opérations de négociation et sur instruments dérivés des banques et entreprises d'investissement. Le nouveau document s'appuie également sur des travaux antérieurs des deux Comités, dont les lignes directrices pour améliorer la gestion des risques liés aux activités sur instruments dérivés et les principes de gestion des risques publiés conjointement en 1994. En 1995, le Comité de Bâle et l'OICV ont formulé des recommandations communes visant à renforcer la communication financière externe dans ce domaine important ; depuis, ces recommandations sont reprises chaque année dans des rapports d'étude conjoints sur les informations diffusées par les banques et les entreprises d'investissement.

Compte tenu du développement constant des opérations de négociation et sur instruments dérivés, il est important que les autorités prudentielles parviennent à une meilleure compréhension de l'impact de ces activités sur le profil de risque global et la rentabilité des banques et entreprises d'investissement. Ce schéma fournit, par conséquent, des exemples du type d'informations qui, de l'avis des deux Comités, devraient être disponibles dans les sociétés contrôlées et leurs principaux établissements affiliés intervenant sur les marchés dérivés ou exposés à des risques de marché substantiels et devraient également être accessibles aux responsables pruden­tiels. Alors que le document de 1995 portait sur les dérivés, la mise à jour de 1998 étoffe le schéma d'information afin de traiter de façon plus exhaustive les risques de marché résultant de la négociation d'instruments au comptant et sur dérivés.

Étant donné l'importance d'un contrôle efficient et souple, le schéma propose plusieurs méthodes de collecte de l'information, qui peuvent, par exemple, prendre la forme d'inspections sur place et audits externes, de discussions avec les établissements, d'études spéciales ainsi que de procédures de notification régulière. Il encourage les autorités prudentielles à utiliser les systèmes d'information internes dont disposent les banques et entreprises d'investissement pour surveiller leur exposition aux risques. Le schéma est également compatible avec les normes de gestion des risques et les exigences de fonds propres applicables aux banques et entreprises d'investissement à vocation mondiale.

Le rapport est disponible à compter de ce jour à l'adresse suivante :

Banque de France
Service de Presse
48 rue Croix-des-Petits-Champs
75049 PARIS CEDEX 01

Tél. : 01 42 92 39 00 – Télécopie : 01 42 92 39 81

ENQUÊTE CHANGES-PRODUITS DÉRIVÉS D'AVRIL 1998

Arrêté des chiffres pour la France

Communiqué de presse de la Banque des règlements internationaux, en date du 29 septembre 1998

1. Contexte de l'enquête

Coordonnée au plan international par la Banque des règlements internationaux (BRI), l'édition 1998 de l'enquête triennale sur les marchés de change et de produits dérivés a été menée par quarante-trois banques centrales ou autorités monétaires sur leurs places financières respectives, afin de rassembler une information à la fois détaillée et cohérente au niveau international sur la structure et la profondeur de ces marchés. La Banque de France était chargée de centraliser les données sur le marché de Paris auprès des principaux établissements de la place.

Le recensement s'articule en deux volets comprenant :

– d'une part, la collecte d'informations sur les transactions de change : change au comptant, terme sec et *swaps* cambistes ;

– d'autre part, le recensement sur les transactions de gré à gré de produits dérivés sur devises et sur taux d'intérêt : *swaps* de devises, options achetées et vendues sur devises, accords de taux futurs (FRA), *swaps* de taux d'intérêt et options achetées et vendues sur taux d'intérêt.

Le présent communiqué reprend les principaux résultats de l'enquête portant sur l'activité enregistrée en avril 1998. Une analyse plus détaillée fera l'objet d'une étude publiée dans une prochaine édition du *Bulletin de la Banque de France*.

2. Méthodologie du recensement

L'enquête sur l'activité enregistrée en avril 1998 sur une base géographique est comparable à celle intervenue trois ans auparavant : elle s'effectue selon une notion de place, quelle que soit la nationalité d'origine des établissements résidents. En revanche, contrairement à 1995, sont exclues du champ de l'enquête les opérations conduites sur les marchés organisés, l'information concernant ces marchés étant disponible par ailleurs.

Le nombre d'établissements ayant répondu au questionnaire s'est élevé à quatre-vingt-quatorze. Sur la base de ces déclarations, le montant de transactions enregistré au mois d'avril 1998 peut être considéré comme représentatif d'une activité normale, aucun événement exceptionnel n'ayant affecté le fonctionnement des marchés au cours de cette période.

Les résultats sont présentés sur la base d'une moyenne journalière, après élimination de l'incidence de la double comptabilisation résultant des transactions effectuées entre banques déclarantes sur la place financière de Paris.

Ces résultats sont purement nationaux, et seule la publication par la Banque des règlements internationaux, prévue le 19 octobre 1998, des résultats consolidés de l'enquête (après élimination des doubles comptages) permettra d'apprécier l'évolution mondiale des marchés de change et de produits dérivés et celle des différentes places.

3. Principaux résultats

3.1. Progression de l'activité sur les marchés de change et, beaucoup plus nettement encore, sur les marchés dérivés de gré à gré

3.1.1. Opérations de change

L'activité quotidienne nette (après déduction de la double comptabilisation des déclarations des banques résidentes) réalisée sur la place de Paris au cours du mois d'avril 1998 sur les produits de change (change au comptant, terme sec et *swaps* cambistes) s'établit à CVUSD 71,9 milliards, contre 58 milliards en 1995, marquant ainsi une progression globale de 24 % (soit un rythme annuel moyen de hausse supérieur à 7 %).

3.1.2. Produits dérivés

Le montant quotidien net enregistré en avril 1998 sur les marchés dérivés de gré à gré de devises et de taux d'intérêt s'est élevé à CVUSD 45,9 milliards, contre 22,2 milliards en 1995, soit une progression de 107 % sur la période (rythme annuel moyen de hausse de 27 %).

3.2. Évolution détaillée selon les instruments et les produits

3.2.1. Opérations de change

Le change au comptant et les *swaps* cambistes qui représentent la majeure partie du volume journalier de CVUSD 71,9 milliards (respectivement 27 % et 69 % du total) ont connu des évolutions divergentes.

La moyenne journalière des transactions de change au comptant est revenue de CVUSD 25,4 milliards en 1995 à 19,2 milliards en 1998, leur part relative s'établissant à un quart de l'ensemble des opérations sur devises, contre 44 % en 1995. Ce fléchissement résulte pour l'essentiel de la baisse des transactions sur couples de devises européennes, et notamment le DEM/FRF (qui passe de 45 % du total des transactions sur les marchés de change au comptant en 1995 à 16 % en avril 1998), en liaison avec la proximité de la réalisation de l'Union monétaire.

Les *swaps* cambistes ont fortement progressé, la moyenne journalière s'établissant en 1998 en hausse de 63 %, à CVUSD 49,5 milliards, contre 30,4 milliards trois ans auparavant. Comme en 1995, le couple USD/FRF domine toujours largement l'activité (42 % en 1998, contre 47 % en 1995), l'essentiel des transactions faisant intervenir le dollar (pour 86 % environ en 1998 comme en 1995) dont le couple USD/DEM (19 %).

3.2.2. Transactions sur produits dérivés

La moyenne journalière des transactions de produits dérivés sur devises a progressé tant pour les options de gré à gré (CVUSD 4,5 milliards, contre 3,1 milliards en 1995) que pour les *swaps* de devises (CVUSD 0,8 milliard, contre 0,3 milliard auparavant), tout en restant à un niveau restreint. En ce qui concerne les *swaps* de devises, près des trois quarts des transactions sont effectués contre dollar. Pour

les options de change de gré à gré, la moitié des opérations est recensée sur les couples USD/DEM et USD/JPY.

La hausse du montant quotidien d'activité sur les produits dérivés de taux d'intérêt résulte du très fort accroissement des *swaps* de taux. Ceux-ci ont progressé de 160 % (soit un rythme annuel moyen de hausse de 38 %), passant d'une moyenne journalière de CVUSD 12,5 milliards en 1995 à 32,5 milliards en 1998. Bien qu'en diminution, la proportion des *swaps* de taux libellés en francs conserve une position largement dominante avec plus de la moitié des opérations en 1998 (contre 79 % trois ans auparavant). À l'inverse, la part des opérations de *swaps* de taux libellés en deutschemarks progresse nettement (19 %, contre 4 % en 1995).

3.3. Niveau élevé de concentration de l'activité sur quelques établissements

3.3.1. Les marchés de change et de produits dérivés sur devises et taux d'intérêt sont toujours très largement dominés par un petit nombre d'établissements : en avril 1998, plus de 80 % de l'activité globale change-produits dérivés (contre 75 % en 1995) est assurée par les dix premiers établissements. Les cinq premières banques enregistrent, quant à elles, une activité variant d'environ 65 % du total (*swaps* cambistes, change au comptant) à près de 85 % (accords de taux futurs, options de taux d'intérêt).

D'une manière générale, on constate que, malgré leur taille parfois réduite, certains établissements développent une activité significative sur des compartiments de marché bien particuliers, comme les *swaps* de devises, les options sur devises et sur taux d'intérêt.

3.3.2. L'analyse des transactions par contrepartie confirme la forte prédominance des opérations interbancaires ; la proportion s'élève notamment à plus de 80 % pour le change au comptant et les *swaps* cambistes, soit le même pourcentage qu'en 1995. Elle s'est légèrement renforcée pour les produits dérivés avec une part des opérations interbancaires de 78 % en 1998, contre 75 % en 1995.

ANNEXE 1

VOLUMES D'ACTIVITÉ (« TURNOVER ») DES MARCHÉS DE CHANGE en avril 1998					
	<i>(en milliards de dollars des États-Unis)</i>				
	1995	1998			<i>Moyenne journalière (21 jours ouvrés)</i>
	<i>Moyenne journalière (19 jours ouvrés)</i>	Total brut	50 % interbancaire local (a)	Total net	
COMPTANT.....	25,4	469,6	65,7	403,9	19,2
TERME SEC.....	2,2	81,9	15,5	66,4	3,2
SWAPS CAMBISTES.....	30,4	1 233,3	193,8	1 039,5	49,5
TOTAL GÉNÉRAL.....	58,0	1 784,8	275,0	1 509,8	71,9

(a) Élimination de la double comptabilisation résultant des transactions entre banques déclarantes sur la place financière de Paris

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 68

**VOLUMES D'ACTIVITÉ (« TURNOVER ») DE PRODUITS DÉRIVÉS
DEVICES ET TAUX D'INTÉRÊT
en avril 1998**

(en milliards de dollars des États-Unis)

	1995	1998			
	<i>Moyenne journalière (19 jours ouvrés)</i>	Total brut	50 % interbancaire local (a)	Total net	<i>Moyenne journalière (21 jours ouvrés)</i>
DEVICES					
Swaps de devises	0,3	18,9	2,0	16,9	0,8
Options de change	3,1	99,6	5,8	93,8	4,5
– Vendues	1,6	50,9	2,3	48,6	2,3
– Achetées.....	1,5	48,7	3,5	45,2	2,2
TOTAL DÉRIVÉS DE DEVICES	3,4	118,5	7,8	110,7	5,3
TAUX D'INTÉRÊT					
FRA	5,0	109,4	12,1	97,3	4,6
Swaps de taux d'intérêt	12,5	843,8	162,4	681,4	32,5
Options de taux de gré à gré.....	1,3	80,0	6,6	73,4	3,5
– Vendues	0,7	41,1	3,6	37,5	1,8
– Achetées.....	0,6	38,9	3,0	35,9	1,7
TOTAL DÉRIVÉS DE TAUX D'INTÉRÊT	18,8	1033,2	181,1	852,1	40,6
TOTAL GÉNÉRAL	22,2	1151,7	188,9	962,8	45,9

(a) Élimination de la double comptabilisation résultant des transactions entre banques déclarantes sur la place financière de Paris

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 68

PRODUITS DE CHANGE RÉPARTITION PAR COUPLES DE MONNAIES ET PAR INSTRUMENTS avril 1998 <i>(montant en milliards de dollars des États-Unis – part en pourcentage)</i>					
Instruments	Montants nets (a)	Pourcentage	Instruments	Montants nets (a)	Répartition
COMPTANT	403,9	100,00	SWAPS DE DEVISES	16,9	100,00
dont :			dont :		
USD/DEM	123,4	30,56	USD/Autres Euro...	3,6	21,11
DEM/FRF	65,3	16,17	USD/FRF	2,9	17,07
USD/FRF	51,9	12,86	USD/JPY	1,9	11,37
USD/JPY	27,3	6,77	USD/DEM	1,6	9,72
DEM/Autres Euro..	20,4	5,06	USD/GBP	1,2	6,89
DEM/GBP	16,4	4,05	USD/XEU	1,1	6,49
DEM/XEU	13,8	3,42	DEM/FRF	0,4	2,14
TERME SEC	66,4	100,00	OPTIONS GRÉ À GRÉ VENDUES	48,6	100,00
dont :			dont :		
USD/FRF	23,8	35,84	USD/DEM	16,4	33,83
USD/DEM	6,5	9,72	USD/JPY	10,4	21,45
FRF/Autres Euro ..	4,8	7,22	USD/FRF	5,4	11,08
USD/Autres Euro...	4,7	7,04	DEM/GBP	3,5	7,20
USD/JPY	3,2	4,87	DEM/FRF	2,1	4,36
DEM/FRF	2,9	4,37	DEM/CHF	2,1	4,33
FRF/JPY	2,7	4,14	DEM/Autres Euro..	1,5	3,16
SWAPS CAMBISTES	1 039,5	100,00	OPTIONS GRÉ À GRÉ ACHETÉES ...	45,2	100,00
dont :			dont :		
USD/FRF	438,6	42,19	USD/DEM	14,2	31,34
USD/DEM	195,1	18,77	USD/JPY	10,5	23,22
USD/Autres Euro...	88,0	8,46	USD/FRF	4,7	10,31
USD/XEU	58,9	5,67	DEM/GBP	4,0	8,91
USD/JPY	57,9	5,57	DEM/CHF	1,7	3,82
USD/GBP	50,6	4,86	USD/CHF	1,5	3,37
DEM/FRF	31,2	3,00	DEM/FRF	0,8	1,75
(a) Élimination de la double comptabilisation résultant des transactions entre banques déclarantes sur la place financière de Paris					
Source et réalisation : Banque de France					
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 68					

PRODUITS DE TAUX D'INTÉRÊT RÉPARTITION PAR DEVISES ET PAR INSTRUMENTS avril 1998		
Instruments	Montants nets (a) (en milliards de dollars des États-Unis)	Répartition (en pourcentage)
ACCORDS DE TAUX FUTURS (FRA)	97,3	100,00
dont :		
USD	33,1	33,99
FRF	25,7	26,44
DEM	20,8	21,35
Autres Euro.....	7,6	7,86
JPY	4,1	4,23
CHF	3,5	3,62
SWAPS	681,4	100,00
dont :		
FRF	360,6	52,91
DEM	131,1	19,23
USD	67,5	9,91
Autres Euro.....	66,2	9,71
GBP	20,8	3,06
JPY	16,4	2,41
OPTIONS GRÉ À GRÉ VENDUES	37,5	100,00
dont :		
DEM	15,4	40,98
FRF	8,2	21,94
USD	7,5	19,97
Autres Euro.....	2,8	7,40
GBP	1,1	2,90
JPY	0,8	2,21
OPTIONS GRÉ À GRÉ ACHETÉES	35,9	100,00
dont :		
DEM	14,7	40,95
FRF	8,2	22,82
USD	5,9	16,38
Autres Euro.....	2,7	7,64
JPY	1,8	5,08
GBP	1,1	3,18
(a) Élimination de la double comptabilisation résultant des transactions entre banques déclarantes sur la place financière de Paris		
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 68		

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

Depuis le 11 mai 1998, le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr)
est actualisé quotidiennement, notamment pour ses rubriques
« changes » et « marchés de capitaux ».

1. Publications diffusées par la Banque de France en septembre 1998

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 171 – septembre 1998

Direction de la Conjoncture
(Tél. : 01 42 92 29 18 – Télécopie : 01 42 92 49 10)

Cahier des titres de créances négociables – août 1998

Direction des Marchés de capitaux
(Tél. : 01 42 92 41 71 – Télécopie : 01 42 92 41 92)

La situation des entreprises industrielles – Bilan 1997

Direction des Entreprises
(Tél. : 01 42 92 36 20 – Télécopie : 01 42 92 49 39)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

La Zone franc – Rapport annuel 1997

Secrétariat du Comité monétaire de la Zone franc
(Tél. : 01 42 92 31 46 – Télécopie : 01 42 92 39 88)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Conseil national du crédit et du titre – Rapport annuel 1997

Secrétariat du Conseil national du crédit et du titre
(Tél. : 01 42 92 27 10 – Télécopie : 01 42 92 27 52)
Prix du numéro : FRF 250 TTC

Tendances régionales Alsace – septembre 1998

La situation des entreprises industrielles – Bilan 1997

Banque de France de Strasbourg
Secrétariat aux affaires régionales d'Alsace
(Tél. : 03 88 52 28 40 – Télécopie : 03 88 52 28 66)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Tendances régionales Alsace – septembre 1998
Les vins d'Alsace en 1997 – Commercialisation et étude financière

Banque de France de Strasbourg
Secrétariat aux affaires régionales d'Alsace
(Tél. : 03 88 52 28 40 – Télécopie : 03 88 52 28 66)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

2. Contributions à des publications extérieures

La firme bancaire : développements récents de l'analyse économique

par Dominique Plihon et Michel Boutillier, chargés de mission à la Banque de France, et Sylvie Diatkine (*Agefi* – 22 septembre 1998)

Recenser les meilleures pratiques

par Jean-Louis Fort, secrétaire général de la Commission bancaire
(*Banque* – n° 596 – octobre 1998)

La réforme de la loi Neiertz

par Frédéric Ferrière, adjoint de direction à la direction du Réseau
(*Banque* – n° 596 – octobre 1998)

3. Communications des responsables de la Banque de France

La marche vers l'euro : le point de vue de la Banque de France

Conférence prononcée par Jean-Claude Trichet, gouverneur,
à l'Association Lyon place financière et tertiaire à Lyon, le 22 septembre 1998 ¹

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur, sur CNN,
le 23 septembre 1998

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,
sur Europe 1, le 9 octobre 1998

¹ Texte publié dans le présent *Bulletin*