

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 59

NOVEMBRE 1998

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

La situation économique de la France

La conjoncture économique en octobre

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle s'est, dans l'ensemble, stabilisée ; seul le secteur de l'automobile a enregistré de sensibles progrès.

Le taux d'utilisation des capacités de production n'a pratiquement pas varié.

La demande globale s'est légèrement contractée. Les achats des ménages demeurent soutenus, mais les marchés extérieurs enregistrent un repli. La fermeté du marché européen n'a, en effet, que partiellement compensé les pertes de débouchés liées à la forte contraction des marchés asiatique et russe, au fléchissement de la demande des pays producteurs de pétrole et au renforcement de la concurrence occasionné par la faiblesse de certaines devises (dollar, monnaies du Sud-Est asiatique).

Les carnets de commandes, encore bien garnis, se sont de nouveau allégés. Jugés insuffisants dans l'automobile, les stocks se sont quelque peu renforcés ailleurs.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer de progresser dans la plupart des secteurs.

Les prix des matières premières ont diminué dans de nombreuses branches. Dans un contexte de concurrence exacerbée, ces baisses ont été répercutées sur les prix des produits finis.

Les investissements prévus pour cette année sont dans l'ensemble réalisés. Les dépenses actuellement engagées concernent, pour l'essentiel, l'équipement informatique et le renouvellement du matériel courant. Peu de projets d'envergure sont signalés.

L'activité commerciale, qui s'est repliée en octobre, continue d'enregistrer une progression sur douze mois.

Les effectifs permanents, globalement stables dans l'industrie, le commerce et les services marchands, ont progressé dans le bâtiment. L'adaptation de l'activité à la demande se fait généralement par un moindre recours au personnel intérimaire ou à contrat à durée déterminée, ainsi que par l'annualisation du temps de présence dans le cadre d'accords sur la réduction du temps de travail, surtout dans les plus grandes entreprises.

La balance des paiements en août

En données FAB-FAB cvs, la balance commerciale a dégagé un excédent de 12,9 milliards de francs, très proche de celui de juillet (13,2 milliards), mais inférieur à la moyenne observée au cours des six derniers mois (13,5 milliards). Sur les huit premiers mois de l'année, le solde positif cumulé s'élève à 108,3 milliards de francs, contre 107,9 milliards pour la période correspondante de 1997.

Après avoir atteint le niveau exceptionnel de 27,6 milliards de francs, en données cvs, en juillet, l'excédent du compte des transactions courantes s'est contracté en août, à 13,5 milliards. En données brutes, il s'inscrit toutefois en hausse sensible par rapport à août 1997 (9,5 milliards de francs, contre 6,1 milliards). Sur les huit premiers premiers mois de l'année, les transactions courantes dégagent un solde positif cumulé de 149,1 milliards de francs, contre 143,2 milliards un an auparavant.

Comme en juillet, les flux enregistrés dans le compte financier se sont traduits par des sorties nettes limitées (1,8 milliard de francs). Les investissements de portefeuille ont, à nouveau, été à l'origine de sorties nettes, à hauteur de 20,3 milliards de francs, les résidents ayant repris leur courant d'achats de titres étrangers, essentiellement des obligations. En revanche, les investissements directs et les autres investissements ont donné lieu à des entrées nettes, pour des montants respectifs de 2,6 milliards de francs et de 23,2 milliards. Les avoirs de réserve bruts se sont, quant à eux, à nouveau renforcés de 7,2 milliards de francs, portant à 65 milliards leur augmentation depuis le début de l'année.

Les agrégats monétaires en septembre

Les moyens de paiement ($M1$) ont progressé de 0,7 % en septembre, comme le mois précédent. Leur glissement annuel, qui s'est établi à + 8,4 %, après + 7,6 % en août, demeure soutenu, en liaison avec la faiblesse du coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction et la bonne tenue de la demande intérieure. La progression des placements à vue ($M2 - M1$) a enregistré une légère décélération (+ 0,2 % en septembre, après + 0,5 % en août), reflétant un tassement du livret A, mais aussi des livrets ordinaires, au cours du mois. $M2$ a progressé de 0,5 % en septembre (+ 0,6 % en août) et continué d'afficher un glissement annuel dynamique (+ 7,8 %). Les placements à terme rémunérés à des taux indexés sur ceux du marché monétaire ($M3 - M2$) ont sensiblement fléchi en septembre (- 1,4 %, au lieu de + 0,3 % le mois précédent), notamment en raison de rachats importants de titres d'OPCVM monétaires (- 2,3 % en septembre). Ils conservent un glissement annuel légèrement négatif (- 0,7 %). Ainsi, $M3$ a faiblement diminué en septembre (- 0,2 %, après + 0,5 % en août), mais son glissement annuel, pratiquement stabilisé depuis le printemps 1998, s'est maintenu à + 4,8 %. Le ralentissement des flux d'épargne contractuelle ($P1$) s'est poursuivi. Au total, $M3 + P1$ a progressé de 5,4 % sur un an, après + 5,7 % à fin août.

L'*endettement intérieur total* s'est accru de 4,7 % en glissement annuel à fin septembre, après + 4,6 % en août et + 4,8 % en juillet. En glissement annuel, les crédits à l'économie ont continué d'accélérer (de + 2,1 % en juillet à + 2,2 % en août, puis + 3,0 % en septembre). La progression des crédits aux ménages est restée dynamique (+ 3,9 % sur un an en septembre, après + 4,1 % les deux mois précédents), tandis que celle des crédits aux sociétés s'est sensiblement renforcée (+ 3,5 % en glissement annuel en septembre, après + 1,4 % en août et + 1,2 % en juillet), du fait, particulièrement, des crédits de trésorerie. Les financements levés sur les marchés internes ont augmenté de 7,2 % sur un an en septembre, après + 6,3 % en août.

Les marchés de change et de l'or

Dans un marché volatil, le dollar a baissé face aux monnaies européennes et surtout face au yen contre lequel il a, notamment, fortement pâti du « débouclement » de positions longues par des fonds d'investissement américains. Vis-à-vis des devises européennes, le dollar a souffert des anticipations persistantes de baisse des taux aux États-Unis, tandis que les opérateurs continuaient d'anticiper un *statu quo* monétaire en Allemagne et en France. La livre sterling s'est également repliée face à l'ensemble des autres monnaies européennes, un nouveau recul des taux étant attendu, après celui intervenu en début de mois. Les banques centrales espagnole, irlandaise, italienne et portugaise ont procédé à des baisses de taux d'intérêt dans le cadre de la convergence des taux courts européens avant l'entrée en monnaie unique. Ces mouvements n'ont pas entraîné de variations des monnaies concernées. Le franc français a peu varié par rapport aux principales autres devises européennes et a progressé de 1,37 % par rapport au dollar.

Les marchés des capitaux en octobre

Les évolutions sur les marchés de capitaux ont été largement influencées par les mouvements de baisse des taux directeurs intervenus aux États-Unis et dans plusieurs pays européens, mais aussi par la révision du jugement des opérateurs, dans un sens moins pessimiste, quant à l'ampleur de la crise financière des pays émergents et de ses conséquences sur les économies et les bourses occidentales.

Aux États-Unis, les deux baisses successives de l'objectif de taux des fonds fédéraux ont contribué à apaiser les craintes d'un impact marqué des développements de la crise asiatique sur l'activité économique. À partir de la seconde quinzaine d'octobre, les anticipations en faveur de nouvelles baisses des taux courts se sont dès lors progressivement atténuées.

Les mouvements de baisse des taux directeurs intervenus en Espagne, en Irlande, en Italie et au Portugal étaient attendus. Ils n'en ont pas moins marqué par leur ampleur une étape importante dans le processus de convergence des taux à court terme vers les niveaux français et allemand actuels, tout en traduisant un nouvel assouplissement monétaire non négligeable à l'échelle de la zone euro.

Les taux à long terme se sont, en revanche, tendus sur les échéances les plus lointaines, après avoir atteint de nouveaux plus bas niveaux historiques en début de mois. Le regain de confiance à l'égard du contexte économique et financier a contribué à un renversement du mouvement de report vers les actifs sûrs. Les investisseurs ont ainsi renoué avec des stratégies d'allocation d'actifs plus équilibrées, en faveur des marchés d'actions et au détriment des marchés obligataires.

L'encours global des titres de créances négociables s'est élevé à 1 313,9 milliards de francs à la fin du mois d'octobre, contre 1 334,7 milliards à fin septembre. Cette légère décrue recouvre des évolutions d'ampleur assez faible quels que soient les titres concernés. L'encours des certificats de dépôt régresse de 16,9 milliards de francs, celui des billets de trésorerie se rétracte de 3,3 milliards et l'encours des bons à moyen terme négociables reste à un niveau très proche de celui du mois précédent, à 414,1 milliards. Seul l'encours des bons des institutions et sociétés financières s'inscrit à l'inverse de cette tendance, progressant de 2,1 milliards de francs, pour atteindre le montant de 43,8 milliards.

Les taux de rendement à l'émission des certificats de dépôt et des billets de trésorerie ont peu varié, si l'on excepte une tension spécifique sur la durée de trois mois, qui a été davantage sollicitée par les émetteurs, sans doute pour faciliter le passage de fin d'année. Ce comportement a conduit dans le même temps à un allongement des durées d'émission pour l'ensemble des titres courts.

Dans un contexte caractérisé par des taux à long terme à leur plus bas niveau historique, le montant des émissions obligataires réglées en octobre a légèrement diminué d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte essentiellement d'une diminution des capitaux levés par l'État.

La Bourse de Paris s'est fortement redressée au cours du mois d'octobre, l'indice CAC 40 regagnant presque toute la perte du mois de septembre, avec une progression de 10,16 %. Cette reprise traduit un regain de confiance des investisseurs, qui ont réagi positivement tant aux décisions de baisse des taux directeurs aux États-Unis et en Europe, qu'aux avancées obtenues dans la stabilisation de la situation financière des économies émergentes. L'évolution a été similaire sur les autres grandes places boursières, à l'exception de Tokyo qui enregistre une performance relativement médiocre, avec une progression limitée à 1,18 %.

2. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

2.1. La conjoncture économique en octobre 1998

Les indicateurs

En octobre, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), la hausse des prix de détail a été comprise entre -0,1 % et 0 %, après une stabilité le mois précédent. Sur un an, l'indice des prix à la consommation s'est accru de 0,4 % à 0,5 %, contre + 0,5 % en septembre.

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'issu du deuxième trimestre est de 2,5 % pour l'année 1998.

Sur les trois derniers mois (juillet à septembre 1998), le nombre de logements mis en chantier a progressé de 14,1 % par rapport à la période correspondante de 1997. Cette augmentation est due aussi bien aux logements individuels (+ 17,6 %) qu'aux logements collectifs (+ 9,1 %).

En septembre, la consommation des ménages en produits manufacturés a augmenté de 2,0 %, après une diminution de 1,4 % en août. Sur l'ensemble du troisième trimestre, elle a progressé de 2,6 % (+ 0,7 % au deuxième trimestre). Limités au champ du commerce, les achats des ménages se sont repliés de 0,3 %, après une baisse de 1,0 % en août. Néanmoins, au troisième trimestre, ils s'accroissent de 0,4 %, après une hausse de 1,0 % au trimestre précédent.

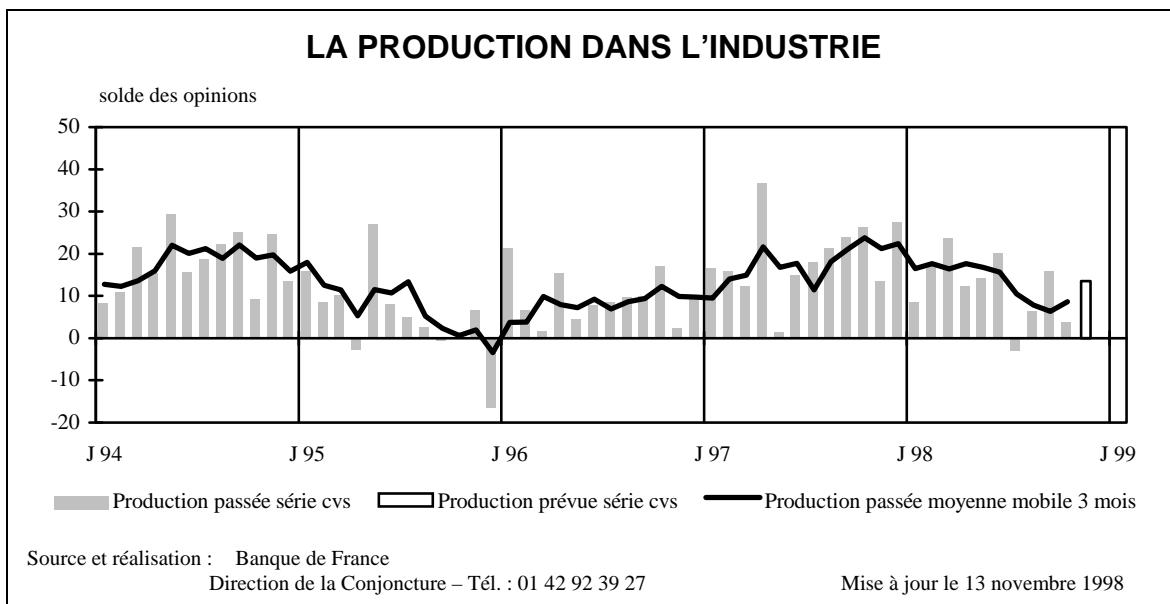
L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 0,4 % au cours du troisième trimestre 1998 (résultats provisoires) et s'est établi à 13 754 000 emplois, ce qui correspond à une création nette d'emplois de 60 400 postes, après + 67 100 le trimestre précédent. En glissement sur un an, 298 800 emplois ont été créés (soit + 2,2 %, après + 2,1 % le trimestre précédent).

En septembre, le nombre des demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1) a diminué de 42 900 personnes, atteignant 2 954 700, contre 2 997 600 en août ; sur un an, il a reculé de 5 %. Le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1 + 6) a reculé de 0,4 % en septembre, s'établissant à 3 445 800 personnes.

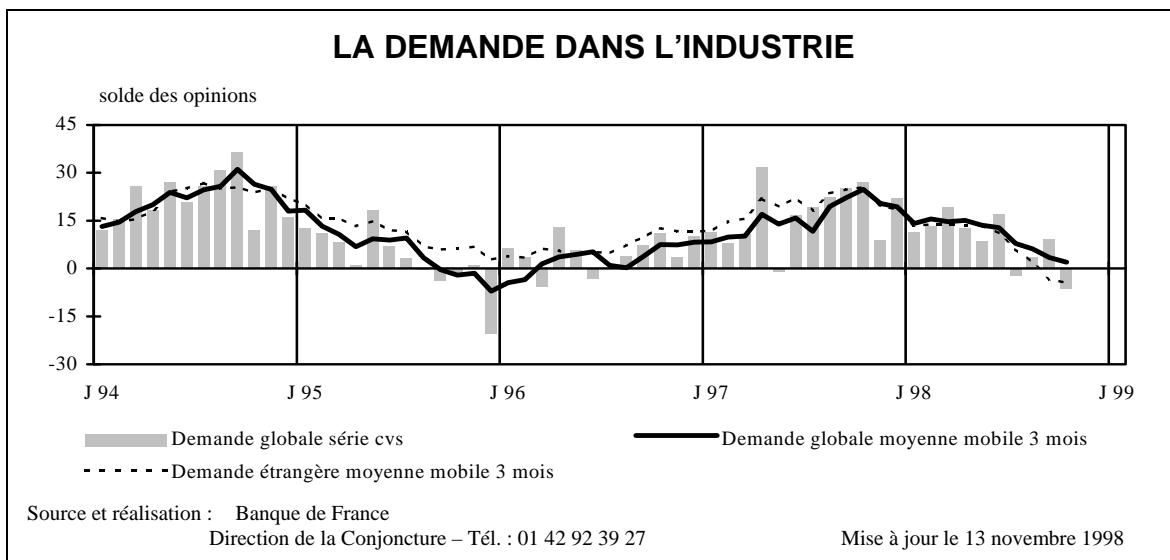
Le taux de chômage (au sens du BIT) s'est établi à 11,7 % de la population active (- 0,8 point sur un an).

En octobre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle s'est, dans l'ensemble, stabilisée ; seul le secteur de l'automobile a enregistré de sensibles progrès.

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

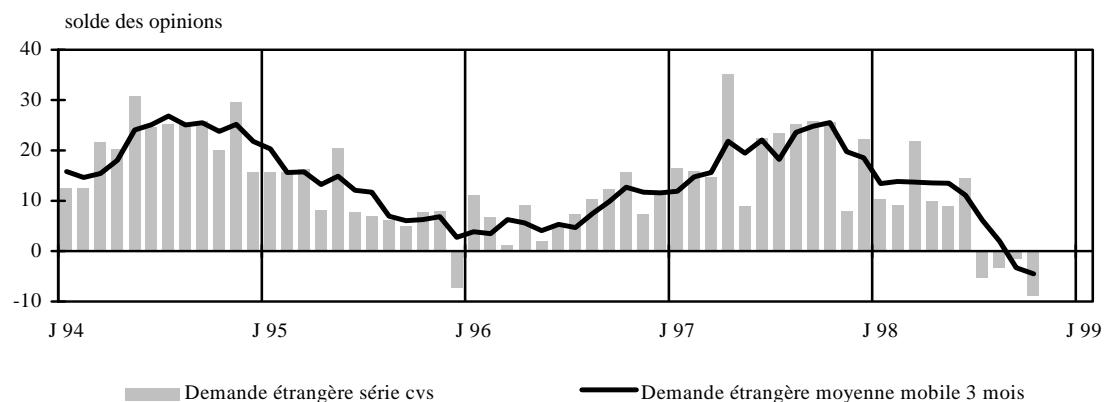


En octobre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'*activité industrielle* s'est, dans l'ensemble, stabilisée ; seul le secteur de l'automobile a enregistré de sensibles progrès.



La *demande globale* s'est légèrement contractée. Les achats des ménages demeurent soutenus comme la demande inter-industrielle, mais les marchés extérieurs enregistrent un repli. En effet, la fermeté du marché européen n'a que partiellement compensé les pertes de débouchés liées à la forte contraction des marchés asiatique et russe, au fléchissement de la demande des pays producteurs de pétrole et au renforcement de la concurrence occasionné par la faiblesse de certaines devises (dollar, monnaies du Sud-Est asiatique).

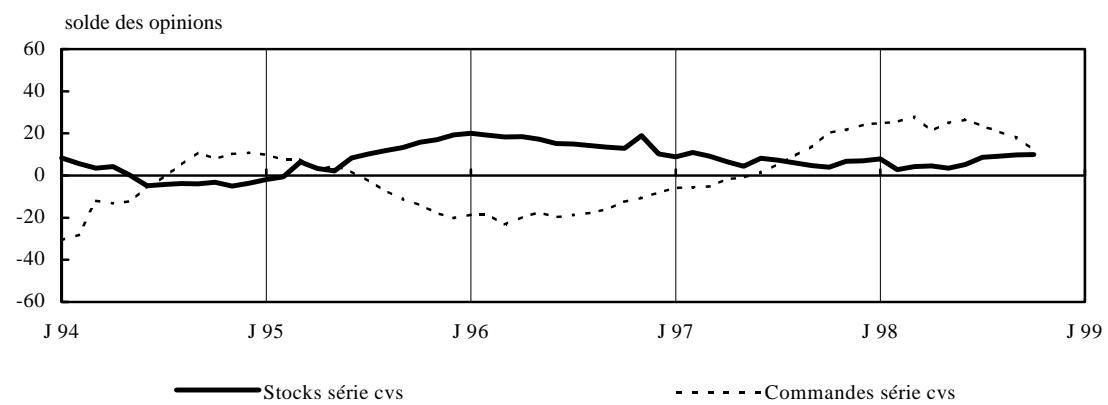
LA DEMANDE ÉTRANGÈRE DANS L'INDUSTRIE



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

Mise à jour le 13 novembre 1998

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



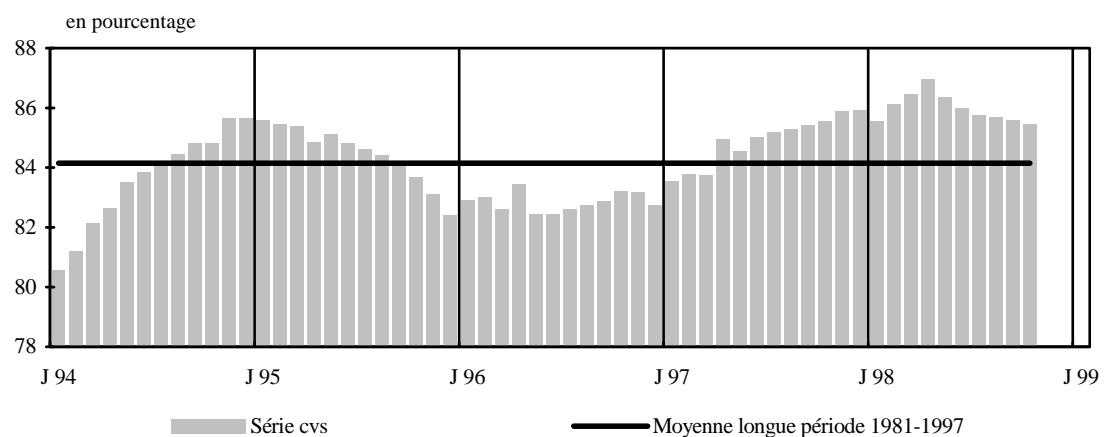
Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 13 novembre 1998

Les carnets de commandes, encore bien garnis, se sont de nouveau allégés. Jugés insuffisants dans l'automobile, les stocks se sont quelque peu renforcés ailleurs.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer de progresser dans la plupart des secteurs.

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



2.2.La balance des paiements en août 1998

En baisse prononcée en données brutes par rapport à juillet, mais en hausse sensible par rapport à août 1997 (9,5 milliards de francs, au lieu de 6,1 milliards), l'excédent du *compte des transactions courantes* en août 1998 contribue à accentuer l'avance prise sur les huit premiers mois de l'année par rapport à la période correspondante de 1997 (147,8 milliards, contre 142,1 milliards).

L'évolution du solde des transactions courantes sur ces deux périodes a cependant été réalisée dans un contexte de contraction des échanges de biens, perceptible depuis le mois de juin, davantage en recettes qu'en dépenses (respectivement - 7,3 % et - 4,4 % en données mensuelles cvs), confirmant le recul du taux de couverture des échanges constaté depuis le début de l'année.

Comme à l'accoutumée pour ce mois, mais de façon moindre cette année, le solde excédentaire des voyages a diminué par rapport à juillet, portant le cumul sur huit mois en données brutes à un niveau historique : 48,8 milliards de francs, contre 45,9 milliards pour la période correspondante de 1997.

En ce qui concerne les services (hors voyages), la progression du mois d'août (+ 1,8 milliard de francs) a atténué la diminution de l'excédent constaté depuis le début de l'année (- 1,8 milliard) par rapport à la période correspondante de 1997.

Enfin, les opérations de répartition (services et transferts courants) ont dégagé un déficit moins important qu'en juillet, ce qui a permis au solde sur huit mois, déficitaire de façon structurelle, de rester stable.

Bien qu'en nette contraction, les sorties nettes de capitaux enregistrées dans le *compte financier*, sur les huit premiers mois, recouvrent des mouvements nets de plus forte amplitude qu'en 1997, notamment pour les investissements de portefeuille et les autres investissements (dépôts-crédits).

Les placements à l'étranger ont plus que doublé en 1998, sous forme d'achats de titres étrangers par les résidents (532 milliards de francs, dont 64 milliards en août, au lieu de 259 milliards sur les huit premiers mois de 1997), et de dépôts à l'étranger des « autres secteurs » (entreprises, assurances et OPCVM), ces derniers s'élevant sur huit mois à 86 milliards, contre 30 milliards sur la période correspondante de 1997.

Dans le même temps, les non-résidents ont presque triplé d'une année à l'autre leurs achats de valeurs françaises (299 milliards de francs, contre 115 milliards) constitués pour moitié de valeurs du Trésor.

Le secteur bancaire a été emprunteur net de 272 milliards de francs, contre 15,8 milliards sur les huit premiers mois de 1997, et les avoirs de réserve ont progressé en huit mois de 65 milliards, contre 20 milliards.

Enfin, le poste « erreurs et omissions », qui rassemble les flux non enregistrés dans les différentes rubriques de la balance des paiements, s'est établi à - 19,7 milliards de francs, contre 45 milliards pour les huit mois correspondants en 1997, soit des pourcentages respectifs de - 0,16 % et + 0,34 % du total des débits ou des crédits enregistrés en balance des paiements.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE								
	(données brutes – en millions de francs)							
	Année 1997 (a)	Année 1996 (a)	Mai 1998 (b)	Juin 1998 (b)	Juillet 1998 (c)	Août 1998 (c)	8 mois 1997 (a)	8 mois 1998 (c)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	230 117	104 984	20 195	14 827	22 734	9 472	142 076	147 769
<i>Biens</i>	164 298	76 515	12 088	12 547	18 737	3 949	97 730	100 965
<i>Services</i>	102 623	77 281	10 068	11 828	10 938	8 604	68 685	69 760
<i>Autres biens et services</i>	0	5 965	0	0	0	0	0	0
Total « Biens et services »	266 921	159 761	22 156	24 375	29 675	12 553	166 415	170 725
<i>Revenus</i>	19 161	- 10 019	3 004	- 3 889	- 3 779	4 439	7 310	6 373
<i>Transferts courants</i>	- 55 965	- 44 758	- 4 965	- 5 659	- 3 162	- 7 520	- 31 649	- 29 329
COMPTE DE CAPITAL	8 564	6 295	83	329	518	436	7 259	3 977
COMPTE FINANCIER	- 264 400	- 115 872	- 14 491	9 900	- 3 708	- 1 799	- 194 287	- 132 056
<i>Investissements directs</i>	- 72 436	- 43 275	- 19 546	7 254	- 3 958	2 566	- 14 867	- 19 542
– Français à l'étranger	- 207 688	- 155 615	- 35 589	- 6 114	- 14 548	- 4 285	- 100 691	- 130 169
– Étrangers en France	135 252	112 340	16 043	13 368	10 590	6 851	85 824	110 627
<i>Investissements de portefeuille</i>	- 149 078	- 308 995	- 20 747	- 58 257	47 660	- 20 325	- 144 856	- 233 138
– Avoirs	- 415 255	- 271 414	- 65 704	- 94 563	5 686	- 63 588	- 259 312	- 531 646
– Engagements	266 177	- 37 581	44 957	36 306	41 974	43 263	114 456	298 508
<i>Autres investissements</i>	- 8 607	237 627	34 543	66 529	- 40 575	23 181	- 14 565	185 597
– Avoirs	- 304 794	136 858	59 505	11 118	34 557	- 59 275	- 115 512	- 15 310
– Engagements	296 187	100 769	- 24 962	55 411	- 75 132	82 456	100 947	200 907
<i>Avoirs de réserve</i>	- 34 279	- 1 229	- 8 741	- 5 626	- 6 835	- 7 221	- 19 999	- 64 973
ERREURS ET OMISSIONS NETTES...	25 719	4 593	- 5 787	- 25 056	- 19 544	- 8 109	44 952	- 19 690

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

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85 Mise à jour le 5 novembre 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)	Juillet 1998 (c)	Août 1998 (c)	8 mois 1997 (a)	8 mois 1998 (c)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES...	230 117	104 984	22 734	9 472	142 076	147 769
Biens.....	164 298	76 515	18 737	3 949	97 730	100 965
Marchandises générales.....	154 741	65 853	18 067	3 538	91 247	95 679
Services.....	102 623	77 281	10 938	8 604	68 685	69 760
Transports	- 2 158	- 2 306	- 131	- 675	- 1 777	2
– Transports maritimes.....	- 7 852	- 6 082	- 557	- 549	- 5 086	- 5 242
– Transports aériens	- 285	- 1 811	- 195	- 660	- 607	- 1 038
– Autres	5 979	5 587	621	534	3 916	6 282
Voyages.....	66 732	54 287	10 100	5 967	45 880	48 851
Autres services aux entreprises.....	32 742	21 216	1 183	2 382	20 828	18 498
Services personnels, culturels et récréatifs	- 2 379	- 2 139	- 95	- 6	- 1 214	- 1 633
Autres biens et services	0	5 965	0	0	0	0
Total « Biens et services ».....	266 921	159 761	29 675	12 553	166 415	170 725
Revenus.....	19 161	- 10 019	- 3 779	4 439	7 310	6 373
Transferts courants	- 55 965	- 44 758	- 3 162	- 7 520	- 31 649	- 29 329
dont : Secteur des administrations publiques	- 46 836	- 40 301	- 855	- 7 210	- 25 841	- 23 301
COMPTE DE CAPITAL.....	8 564	6 295	518	436	7 259	3 977
dont : Acquisitions d'actifs non financiers.....	- 128	- 94	- 23	- 25	12	- 276

(données cvs-cjo – en millions de francs)

	Année 1997 (a)	Année 1996 (a)	Juillet 1998 (c)	Août 1998 (c)	8 mois 1997 (a)	8 mois 1998 (c)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES...	228 525	105 033	27 553	13 556	143 224	149 119
Biens.....	163 795	78 048	16 346	9 057	99 930	102 850
Marchandises générales.....	154 023	67 513	16 269	8 573	93 851	98 289
Services.....	101 261	77 004	7 463	8 647	67 577	69 168
Transports	- 2 174	- 2 388	- 131	- 800	- 1 768	139
– Transports maritimes.....	- 7 802	- 6 027	- 610	- 658	- 5 239	- 5 376
– Transports aériens	- 417	- 1 838	- 12	- 596	154	- 66
– Autres	6 095	5 599	543	524	3 660	6 009
Voyages	66 189	54 187	5 239	6 281	42 688	45 679
Autres services aux entreprises	32 511	21 021	2 199	2 559	22 064	19 895
Revenus.....	21 326	- 9 250	- 3 162	2 430	11 988	13 676
Rémunération des salariés.....	10 853	10 652	643	755	7 001	7 026
Revenus des investissements	10 623	- 19 913	- 4 090	1 771	5 258	7 043
– Revenus des investissements directs.....	22 715	32 263	- 1 016	8 901	26 220	28 006
– Revenus des investissements de portefeuille.....	- 48 067	- 65 117	- 5 763	- 1 491	- 33 651	- 26 016
– Autres revenus des investissements	23 193	20 559	2 443	- 844	15 136	16 783
Transferts courants	- 55 326	- 45 532	864	- 7 944	- 32 680	- 28 704
dont : Secteur des administrations publiques	- 45 005	- 40 677	2 910	- 7 704	- 26 694	- 21 662

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 5 novembre 1998

2.2.1. Les transactions courantes

Après avoir atteint le niveau exceptionnel de 27,6 milliards de francs en juillet (en données cvs), le solde des transactions courantes se contracte au mois d'août, pour s'établir à 13,5 milliards. La baisse de l'excédent par rapport à juillet trouve son origine dans le recul prononcé de l'excédent des biens, qui passe de 16,3 milliards de francs à 9,1 milliards, et du solde des transferts courants, ces deux évolutions n'étant que partiellement compensées par une amélioration des soldes des services et des revenus.

Sur les huit premiers mois de l'année, bien que les transactions courantes dégagent un excédent de 149,1 milliards de francs, contre 143,2 milliards fin août 1997, l'évolution des quatre grandes composantes (biens, services, revenus et transferts) ressortant en hausse par rapport à la période correspondante de l'an dernier, on note, avec une progression des ventes (+ 9,3 %) inférieure à celle des dépenses (+ 10,0 %), une diminution du taux de couverture des échanges.

2.2.1.1. *Évolutions du commerce extérieur de marchandises*

(source Douanes)

Évolution globale

(évolutions mensuelles en données FAB-FAB cvs)

Le commerce extérieur a dégagé en août un excédent de 12,9 milliards de francs en données cvs. Compte tenu de la révision à la baisse de 0,9 milliard de francs du solde de juillet, le solde d'août demeure très proche de celui du mois précédent (13,2 milliards). L'excédent, en nette augmentation par rapport à celui d'août 1997 (9,8 milliards de francs), se situe toutefois au-dessous de la moyenne observée au cours des six derniers mois (13,5 milliards).

Après le décrochage simultané des importations et des exportations constaté en juillet, les importations se stabilisent à 133,8 milliards de francs, tandis que les exportations diminuent très légèrement (146,7 milliards, au lieu de 147,1 milliards en juillet).

Les importations bénéficient toujours de la baisse du cours des matières premières, qui a permis d'alléger substantiellement la facture énergétique. À noter, cependant, la confirmation du ralentissement des achats de biens de consommation courante et d'équipement professionnels, malgré la bonne tenue de la demande intérieure. En glissement annuel, les importations progressent de 5,3 %, tandis qu'elles cèdent du terrain en glissement trimestriel (- 1,5 %).

S'agissant des exportations, le fort rebond des ventes d'automobiles en direction de l'Allemagne et du Royaume-Uni, accompagné par la bonne tenue des ventes d'Airbus, permet de compenser le quasi-arrêt de ventes de matériel militaire. En glissement sur trois mois, les exportations fléchissent de 1 %.

Au plan géographique, le mois sous revue se caractérise par une forte croissance de l'excédent envers les pays de la zone hors OCDE et par le redressement des échanges avec l'Union européenne. En revanche, le déficit envers les États-Unis se creuse, suite à de moindres ventes aéronautiques.

Au total, sur les huit premiers mois de l'année, l'excédent cumulé s'élève à 108,3 milliards de francs, contre 107,9 milliards en 1997.

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

– L'excédent avec les *pays de l'Union européenne* se raffermit de plus de 1 milliard de francs (6,1 milliards, contre 5 milliards en juillet), sous l'effet d'une hausse plus forte des exportations de (+ 1,8 %) que des importations (+ 0,7 %). En revanche, les échanges avec les pays de la zone euro deviennent déficitaires de 0,1 milliard de francs. La progression des ventes touchent surtout le Royaume-Uni (+ 6,4 %) et le Portugal (+ 8,8 %). L'excédent avec l'Autriche, stimulé par la livraison de 1 Airbus, se redresse nettement, tandis que le déficit avec l'Allemagne, avec qui les échanges s'accélèrent depuis le début de l'année, se maintient à un niveau proche de l'équilibre. Les importations ont, quant à elles, surtout progressé en provenance de l'Italie et des Pays-Bas.

– Le solde déficitaire avec les *pays de l'OCDE hors UE* se creuse très sensiblement en août, pour atteindre – 2,4 milliards de francs. Les *États-Unis*, avec un déficit bilatéral de 2,6 milliards de francs, contre – 0,4 milliard en juillet, sont principalement à l'origine de cette situation liée au niveau exceptionnellement bas des ventes aéronautiques. Les exportations en direction du *Japon* fléchissent de nouveau, suite au recul des ventes d'alcool, d'habillement et d'électronique professionnel, portant le déficit à 2,6 milliards de francs (le plus important depuis 1992).

– L'excédent avec les autres zones s'accroît de plus de 3,5 milliards de francs d'un mois à l'autre. Le déficit avec les *pays d'Asie à économie en développement rapide* se contracte notablement, sous l'effet conjugué d'une baisse des importations et d'une hausse des exportations. La progression des excédents avec les *pays d'Afrique et du Moyen-Orient* est à rapprocher de la baisse des prix des matières premières, qui limite les importations en provenance des pays producteurs d'énergie. Des ventes dans le secteur des biens de consommation courante et de l'équipement professionnel ont également favorisé la bonne tenue des échanges commerciaux avec les *pays d'Afrique et les pays de l'Est* (hors Russie). Le solde bilatéral avec la zone « *reste du monde* » suit le même mouvement, puisqu'il redevient positif de 0,4 milliard de francs, après – 1,2 milliard le mois précédent.

Évolution par produits

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

La quasi-absence d'exportations militaires en août porte le solde de l'excédent de l'industrie civile et militaire nettement en deçà de la moyenne des douze derniers mois, malgré le dynamisme des ventes d'automobiles qui progressent de plus de 50 % entre juillet et août.

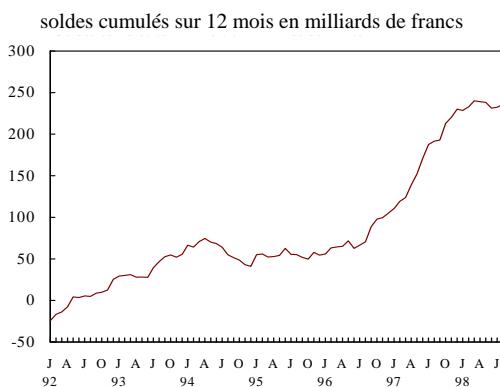
– L'excédent des *biens d'équipement professionnel* recule suite à une hausse des importations, en deçà cependant des niveaux enregistrés ces derniers mois, et à un fléchissement des exportations. Les ventes d'*Airbus* restent pourtant soutenues et s'élèvent à 4,2 milliards de francs, niveau très élevé pour un mois d'août, contre 3,2 milliards en juillet.

– Les exportations de biens intermédiaires sont au niveau le plus bas depuis un an, notamment en direction des *États-Unis* et de l'*UEBL*. Des achats à l'Irlande de principes actifs pour l'industrie chimique ont affecté lourdement le solde déjà déficitaire des demi-produits non métalliques.

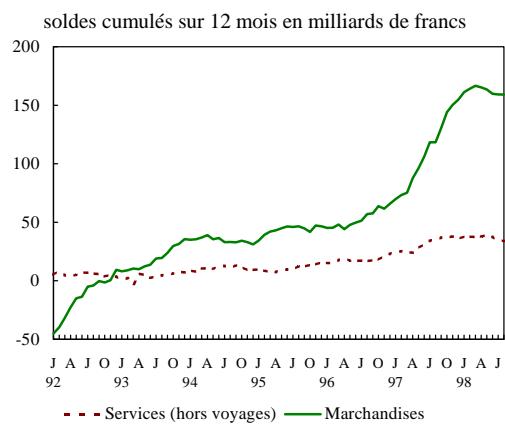
– L'envolée des ventes d'automobiles (+ 51,4 %), accentuée par la correction des variations saisonnières, s'est concentrée sur l'Allemagne et le Royaume-Uni, tandis que les ventes à l'Italie ont subi un ralentissement, suite à la suppression de la prime à la casse au mois juillet 1998. Les importations d'automobiles poursuivent, pour leur part, leur développement. Le déficit des biens électroménagers se contracte, en raison de moindres importations (- 6,8 %), les échanges restant à des niveaux relativement élevés. Enfin, le déficit des biens de consommation se creuse, suite au repli des exportations en provenance d'Italie dans les secteurs du textile, de l'habillement, du cuir et de la chaussure.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

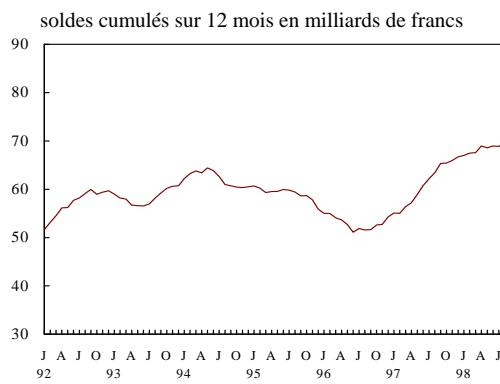
Transactions courantes



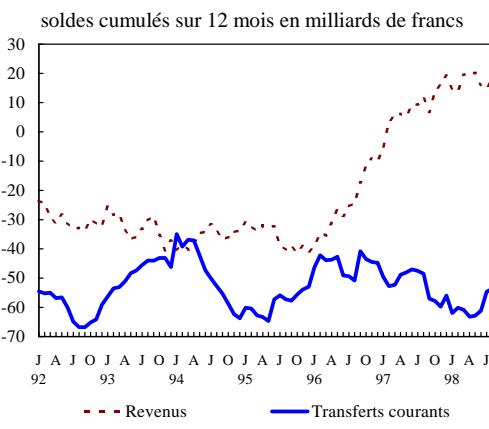
Marchandises et services (hors voyages)



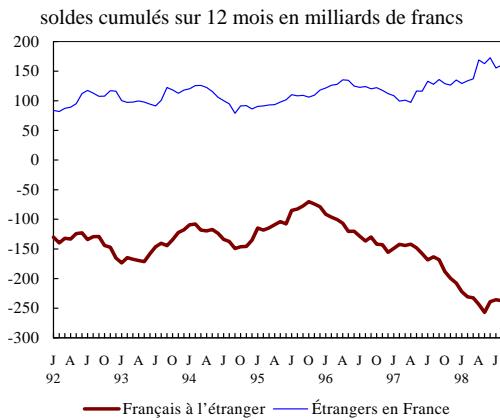
Voyages



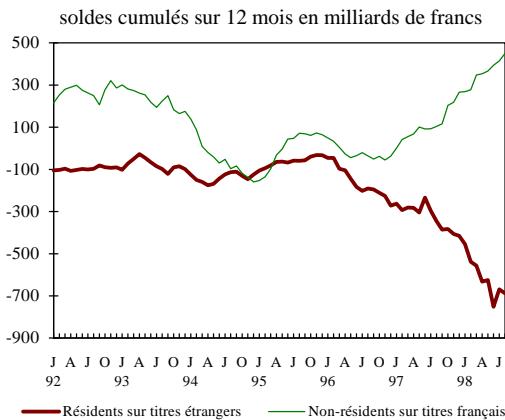
Autres lignes des transactions courantes



Investissements directs (a)



Investissements de portefeuille (a)



(a) En signe de balance

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 5 novembre 1998

– L'excédent *agro-alimentaire*, bien qu'en léger retrait par rapport au mois précédent, reste proche des 5 milliards de francs en août. La baisse des exportations vinicoles est compensée par la progression des ventes de colza et de céréales. Les exportations de produits transformés tendent à se tasser. Elles ont toutefois bénéficié d'opérations ponctuelles de ventes de sucre à destination du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord.

– La baisse de la facture énergétique se poursuit.

2.2.1.2. Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes

Les biens (évolutions mensuelles en données cvs)

Le léger repli du solde cvs du commerce extérieur se traduit, une fois retraité en balance des paiements, par un recul plus marqué de celui des échanges de marchandises (de 16,3 milliards de francs à 9,1 milliards). Toutefois, sur huit mois, l'excédent des biens conserve un écart positif avec celui enregistré sur la période correspondante de 1997.

Les services (évolutions mensuelles en données cvs)

L'excédent des services se renforce au mois d'août, à 8,6 milliards de francs, contre 7,5 milliards en juillet. Cette progression, principalement due à la bonne orientation du poste des voyages et de celui de certains services aux entreprises, renforce l'écart observé entre l'évolution du solde cumulé pour l'année 1998 et celui de 1997, l'excédent s'établissant à fin août 1998 à 69,2 milliards de francs, contre 67,6 milliards un an plus tôt (avec une progression de 5,9 % des recettes et de 7,5 % des dépenses).

– Après trois mois de déficit contenu, les services de *transports* enregistrent une dégradation de leur solde, qui passe de – 0,1 milliard de francs à – 0,8 milliard, les échanges de transports aériens enregistrant une forte détérioration, à la suite d'un surplus de dépenses occasionné par les perturbations de trafic du mois de juillet chez les transporteurs français, ayant conduit à transférer les passagers sur des compagnies étrangères. Le solde des transports maritimes demeure toujours déficitaire autour de 0,6 milliard de francs-0,7 milliard, tandis que celui des autres transports (rail, route, transports fluviaux et par conduite...) se maintient à 0,5 milliard.

– L'excédent des *voyages* progresse au mois d'août et s'établit à 6,3 milliards de francs (contre 5,2 milliards en juillet), en raison d'une stabilisation des dépenses et d'une hausse des recettes. Sur les huit premiers mois, l'excédent s'accroît de 7 % par rapport à la période correspondante de 1997 (de 42,7 milliards de francs à 45,7 milliards), malgré une progression plus rapide des dépenses (10 %) que des recettes (9 %).

– Si les *autres postes des services* continuent dans l'ensemble d'enregistrer des évolutions divergentes, certains comme les services de construction confirment au fil des mois leur bonne orientation. En effet, l'excédent dégagé par ce poste pour le mois d'août (1 milliard de francs) est en progression à la fois par rapport à juillet (0,8 milliard) et par rapport à août 1997 (0,5 milliard), tandis que l'écart positif s'accroît sur les huit premiers mois de l'année par rapport à la période correspondante de 1997 (8,4 milliards, contre 7,4 milliards), généré par la poursuite de gros chantiers, notamment dans le Golfe persique, en Chine et en Afrique.

Les revenus (évolutions mensuelles en données cvs)

Le solde des *revenus* se retourne en août, passant de – 3,2 milliards de francs à 2,4 milliards, cette évolution étant entièrement imputable aux revenus des investissements (qui représentent plus de 90 % de la ligne des revenus), les rémunérations nettes des salariés demeurant relativement stables.

– Déficitaire en juillet de 1 milliard de francs, le solde des *revenus des investissements directs* observe une forte progression, pour s'établir à 8,9 milliards, avec un rapatriement exceptionnel de dividendes au cours du mois. En cumul sur les huit premiers mois de l'année, le poste dégage des revenus nets positifs supérieurs à ceux de l'an dernier (28 milliards de francs, contre 26,2 milliards).

– Bénéficiant d'une baisse plus prononcée des dépenses que des recettes, le déficit des *revenus des investissements de portefeuille* s'atténue sensiblement, passant de – 5,8 milliards de francs à – 1,5 milliard en août. Le recul observé des versements de coupons et de dividendes sur le mois d'août intervient après plusieurs mois de versements soutenus. Cumulés sur les huit premiers mois de l'année, les revenus nets de portefeuille demeurent moins négatifs qu'en 1997, avec un déficit de 36,7 milliards de francs, contre 41,8 milliards un an plus tôt, dans un contexte de très forte internationalisation des portefeuilles, se traduisant par une progression des recettes de près de 60 % sur la période et d'environ 28 % pour les dépenses.

– Après une stabilisation autour de 2,4 milliards de francs pendant deux mois, le solde des *revenus des autres investissements* se contracte, pour devenir négatif de 0,8 milliard, sous l'effet principalement de sorties plus importantes liées aux intérêts à verser aux non-résidents sur des opérations de placements ou d'emprunts. Sur huit mois, les revenus nets excédentaires générés par l'ensemble des opérations de la ligne demeurent plus importants que ceux observés sur la période correspondante de 1997 (16,7 milliards de francs, contre 15,2 milliards).

Au total, l'excédent cvs des revenus d'investissements s'inscrit en progression de 1,8 milliard de francs sur huit mois (7 milliards, contre 5,2 milliards).

Les transferts courants (en données brutes)

Si le solde des transferts courants avait bénéficié en juillet d'une conjonction favorable (versement important de la part du Fonds de solidarité européen (FSE) parallèlement à une absence de contribution au budget européen au titre de la TVA), le déficit se creuse sensiblement en août. Les recettes se sont contractées, sous l'effet de moindres rentrées du FSE et au titre de la partie garantie du Feoga, tandis que les dépenses, malgré de moindres envois de fonds des travailleurs vers l'étranger, se sont sensiblement renforcées. Sur huit mois, le déficit s'établit à 29,3 milliards de francs, contre 31,6 milliards un an plus tôt, grâce à de plus importantes recettes en provenance de l'Union européenne, principalement au titre du FSE.

2.2.2. Le compte de capital

(en données brutes)

L'excédent des transferts en capital se contracte légèrement en août, en raison de moindres versements de l'Union européenne au titre du Feder. Sur les huit premiers mois de l'année, il demeure en retrait par rapport à la période comparable de 1997 (4 milliards de francs, contre 7,3 milliards).

2.2.3. Le compte financier

Comme en juillet, les flux financiers se traduisent par des sorties nettes limitées en août 1998 (1,8 milliard de francs). Ce résultat est consécutif à l'existence d'un solde déficitaire des investissements de portefeuille légèrement supérieur aux entrées liées aux autres investissements, notamment celles du secteur bancaire.

Investissements directs

Les investissements directs (y compris les bénéfices réinvestis) ont donné lieu, en août 1998, à des entrées nettes à hauteur de 2,6 milliards de francs, après des sorties de 4 milliards en juillet, les non-résidents ayant proportionnellement plus investi ce mois-ci en France que les résidents à l'étranger.

Les flux nets d'*investissements français à l'étranger* se sont, en effet, réduits de 10,3 milliards de francs sur un mois, pour atteindre 4,3 milliards. Cette réduction trouve son origine dans la baisse des opérations en capital social, qui avaient été particulièrement nombreuses en juillet. Parallèlement, des remboursements au titre des autres opérations ont à nouveau été enregistrés (pour un montant de 1,4 milliard de francs).

Les flux nets d'*investissements étrangers en France* ont également diminué, mais dans de moindres proportions. Ils sont ainsi passés de 10,6 milliards de francs en juillet à 6,9 milliards en août 1998. Les opérations en capital (3,2 milliards de francs, après 4,1 milliards le mois précédent) et plus encore les autres opérations (qui ont été quasiment divisées par deux, pour s'élever à 3,4 milliards) ont contribué à cette évolution.

Investissements de portefeuille

Après un excédent en juillet, les investissements de portefeuille ont à nouveau été à l'origine de sorties nettes en août 1998, pour un montant de 20,3 milliards de francs (produits financiers dérivés inclus).

Les résidents ont repris leur courant d'*achats de titres étrangers* (pour 63,6 milliards de francs), à l'exception des actions, qui ont donné lieu à des *ventes nettes* pour 3 milliards de francs pour la première fois depuis décembre 1997. Les acquisitions des résidents concernent surtout des obligations et assimilés (pour 45,9 milliards de francs, contre 33,9 milliards en juillet) et, dans une moindre mesure, des instruments du marché monétaire (pour 15,9 milliards), dont un peu plus de la moitié est composée de bons du Trésor.

Les *achats des non-résidents en titres français* se sont maintenus à hauteur de 43,3 milliards de francs en août, après 42 milliards en juillet, et ont surtout concerné des obligations (26,8 milliards), notamment des OAT (23,1 milliards).

Autres investissements

En août, les « autres investissements » ont provoqué des entrées nettes de 23,2 milliards de francs, imputables à une augmentation des engagements (82,5 milliards) supérieure à celle des avoirs (59,3 milliards).

Les opérations du secteur bancaire ont dégagé un solde positif net de 50,4 milliards de francs, résultant d'une progression marquée des engagements des banques vis-à-vis des non-résidents (80,3 milliards) et de celle plus mesurée des créances, à hauteur de 29,9 milliards. Ce sont, pour l'essentiel, les opérations à court terme libellées en devises qui expliquent le mouvement enregistré tant sur les engagements que sur les créances, respectivement à hauteur de 75,8 milliards de francs et 27,2 milliards.

Parallèlement, les flux financiers des autres secteurs ont donné lieu à des sorties nettes de 27,2 milliards de francs, en liaison notamment avec les placements à l'étranger des résidents.

Avoirs de réserve

En août 1998, les avoirs de réserve bruts se sont à nouveau renforcés de 7,2 milliards de francs, portant à 65 milliards leur augmentation depuis le début de l'année 1998.

3. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Les moyens de paiement ($M1$) ont progressé de 0,7 % en septembre 1998, comme le mois précédent. Leur glissement annuel, qui s'est établi à + 8,4 %, après + 7,6 % en août, demeure soutenu, en liaison avec la faiblesse du coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction et la bonne tenue de la demande intérieure. Les placements à vue ($M2 - M1$) ont enregistré une légère décélération (+ 0,2 % en septembre, après + 0,5 % en août) reflétant un tassement des livrets A, mais aussi des livrets ordinaires au cours du mois. $M2$ a progressé de 0,5 % en septembre (+ 0,6 % en août) et continué d'afficher un glissement annuel dynamique (+ 7,8 %). Les placements à terme rémunérés à des taux indexés sur ceux du marché monétaire ($M3 - M2$) ont sensiblement chuté en septembre (- 1,4 %, au lieu de + 0,3 % le mois précédent), notamment en raison de rachats importants de titres d'OPCVM monétaires (- 2,3 % en septembre). Ils conservent un glissement annuel légèrement négatif (- 0,7 %). Ainsi, $M3$ a faiblement diminué en septembre (- 0,2 %, après + 0,5 % en août), mais son glissement annuel, pratiquement stabilisé depuis le printemps 1998, a atteint + 4,8 %. Le ralentissement des flux d'épargne contractuelle ($P1$) s'est poursuivi. Au total, $M3 + P1$ a progressé de 5,4 % sur un an (après + 5,7 % à fin août).

L'*endettement intérieur total* a progressé de 4,7 % en glissement annuel à fin septembre, après + 4,6 % en août et + 4,8 % en juillet. En glissement annuel, les crédits à l'économie ont continué d'accélérer (de + 2,1 % en juillet à + 2,2 % en août, puis + 3,0 % en septembre). La progression des crédits aux ménages est restée dynamique (+ 3,9 % sur un an en septembre, après + 4,1 % les deux mois précédents), tandis que celle des crédits aux sociétés s'est sensiblement renforcée (+ 3,5 % en glissement annuel en septembre, après + 1,4 % en août et + 1,2 % en juillet), du fait particulièrement des crédits de trésorerie. Les financements levés sur les marchés internes ont augmenté de 7,2 % sur un an en septembre, après + 6,3 % en août.

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 SEPTEMBRE 1998			
M1	1 913,0	0,7	8,4
M2	3 671,2	0,5	7,8
M3	5 532,9	- 0,2	4,8
AGRÉGATS DE PLACEMENT À FIN SEPTEMBRE 1998			
P1	2 252,2	0,2	6,9
M3 + P1	7 785,0	- 0,1	5,4
AGRÉGATS DE FINANCEMENT À FIN SEPTEMBRE 1998			
Endettement intérieur total	11 691,1	0,2	4,7
dont : État	4 032,5		6,1
Crédits à l'économie (c)	6 533,8	0,7	3,0
ESTIMATION DES PRÊTS NOUVEAUX À FIN AOÛT 1998 (d)	—	—	5,4

AVERTISSEMENT

Une refonte substantielle du dispositif de collecte d'informations statistiques auprès des établissements de crédit est intervenue au cours de l'été 1998, conformément aux obligations statistiques arrêtées par le Conseil de l'Institut monétaire européen en 1996 dans le cadre de la préparation au passage à l'Union monétaire et en application de l'instruction n° 97-01 de la Commission bancaire.

Cette réforme est entrée en régime de croisière depuis l'échéance de septembre, de sorte que la Banque de France est désormais en mesure de diffuser simultanément, pour le même mois de référence, les résultats mensuels relatifs à l'évolution des agrégats monétaires et ceux portant sur la distribution de crédit.

Ainsi, les Statistiques mensuelles sur la monnaie et le financement du présent Bulletin fournissent à la fois les données sur les agrégats monétaires, l'endettement intérieur total et les crédits à l'économie arrêtées à fin septembre.

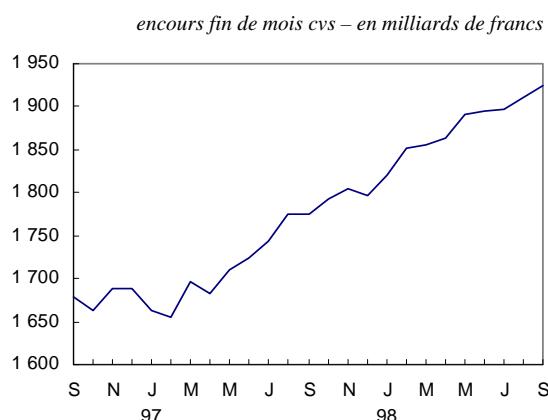
3.1. Les agrégats de monnaie et de placement

(à fin septembre 1998)

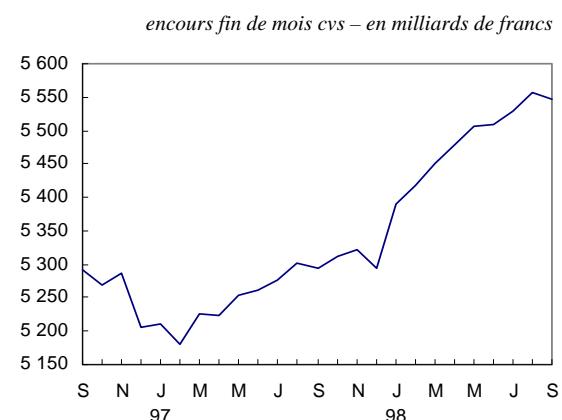
(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle		Variation sur 12 mois	
		des encours fin de mois cvs	des encours fin de mois bruts	Décembre 1997	Septembre 1998
	Septembre 1998	Août 1998	Septembre 1998	Décembre 1997	Septembre 1998
AGRÉGATS DE MONNAIE					
<i>Billets et monnaies</i>	256,4	0,0	- 0,8	1,1	0,7
<i>Dépôts à vue</i>	1 656,6	0,8	1,0	7,4	9,7
Total M1	1 913,0	0,7	0,7	6,5	8,4
M2 – M1	1 758,1	0,5	0,2	9,2	7,2
<i>Livrets A</i>	698,4	- 0,1	- 0,3	3,0	2,5
<i>Livrets bleus</i>	98,1	0,1	- 0,2	4,2	5,0
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	168,2	0,3	0,4	5,5	5,2
<i>Codevi</i>	226,9	0,5	0,0	8,1	7,9
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	224,6	2,3	2,2	20,1	17,1
<i>Livrets jeunes</i>	31,4			17,6	9,2
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	310,5	1,0	- 0,1	24,2	13,0
Total M2	3 671,2	0,6	0,5	7,8	7,8
M3 – M2	1 861,7	0,3	- 1,4	- 8,2	- 0,7
<i>Dépôts et TCN en devises</i>	138,3			4,3	14,4
<i>Dépôts à terme (a)</i>	323,4	0,3	- 0,4	- 12,8	- 3,2
<i>Bons de caisse et d'épargne</i>	145,6	- 0,7	- 1,0	- 3,8	- 11,0
<i>Titres de créances négociables (b)</i>	294,3	0,1	- 1,0	2,8	- 4,7
– Certificats de dépôt et BMTN	278,4			5,6	- 5,8
– Bons et BMTN des ISF	15,9			- 39,0	18,3
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	952,4	0,2	- 2,3	- 11,3	1,7
<i>Parts de fonds communs de créances</i>	7,5				
Total M3	5 532,9	0,5	- 0,2	2,0	4,8
M4 – M3	102,4	1,5	- 0,1	52,0	- 8,9
<i>Bons du Trésor négociables</i>	85,1			80,6	- 0,8
<i>Billets de trésorerie et BMTN (b)</i>	17,3			- 20,3	- 35,0
Total M4	5 635,3	0,5	- 0,2	2,8	4,5
AGRÉGATS DE PLACEMENT					
<i>Plans d'épargne-logement</i>	1 098,6	1,1	0,8	13,8	8,1
<i>Autres comptes d'épargne (c)</i>	29,0				
<i>Plans d'épargne populaire</i>	663,5	0,9	- 0,8	12,6	6,5
– dont : Entreprises d'assurance	172,1				
<i>Titres d'OPCVM garantis</i>	163,4			39,3	15,9
<i>Bons de capitalisation</i>	297,7	- 0,0	0,0	- 1,2	- 0,5
Total P1	2 252,2	0,9	0,2	12,8	6,9
Total M3 + P1	7 785,0	0,6	- 0,1	4,9	5,4
(a) Comptes à terme, comptes d'affacturage indisponibles et opérations à terme sur titres					
(b) Les titres de créances négociables en francs détenus par les agents non financiers résidents sont classés dans M3 – M2 s'ils sont émis par des établissements de crédit (et assimilés), ou dans M4 – M3 s'ils sont émis par des agents non financiers résidents.					
(c) Comptes espèces associés aux plans d'épargne en actions, contrats de crédit différé et autres comptes d'épargne à régime spécial					
Source et réalisation : Banque de France					
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14					
Mise à jour le 2 novembre 1998					

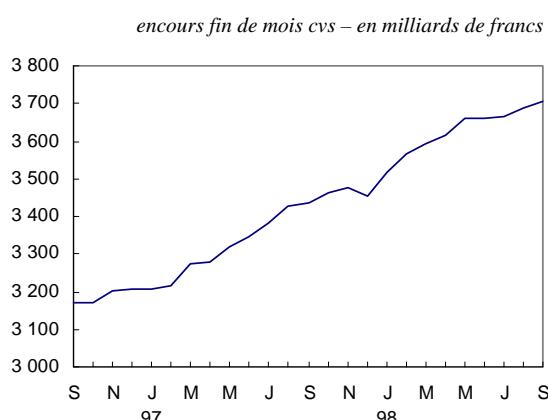
AGRÉGAT M1



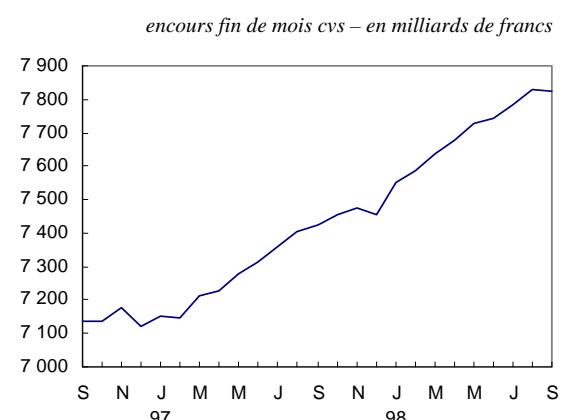
AGRÉGAT M3



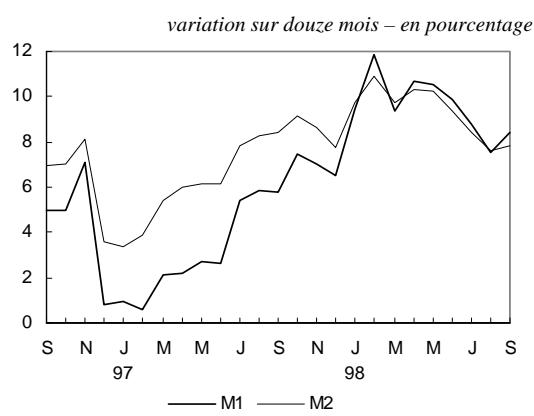
AGRÉGAT M2



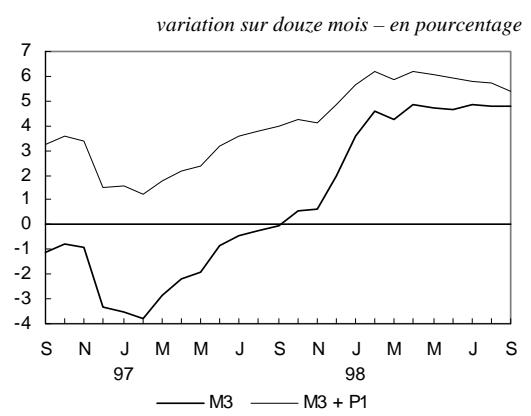
AGRÉGAT M3 + P1



AGRÉGATS M1 ET M2



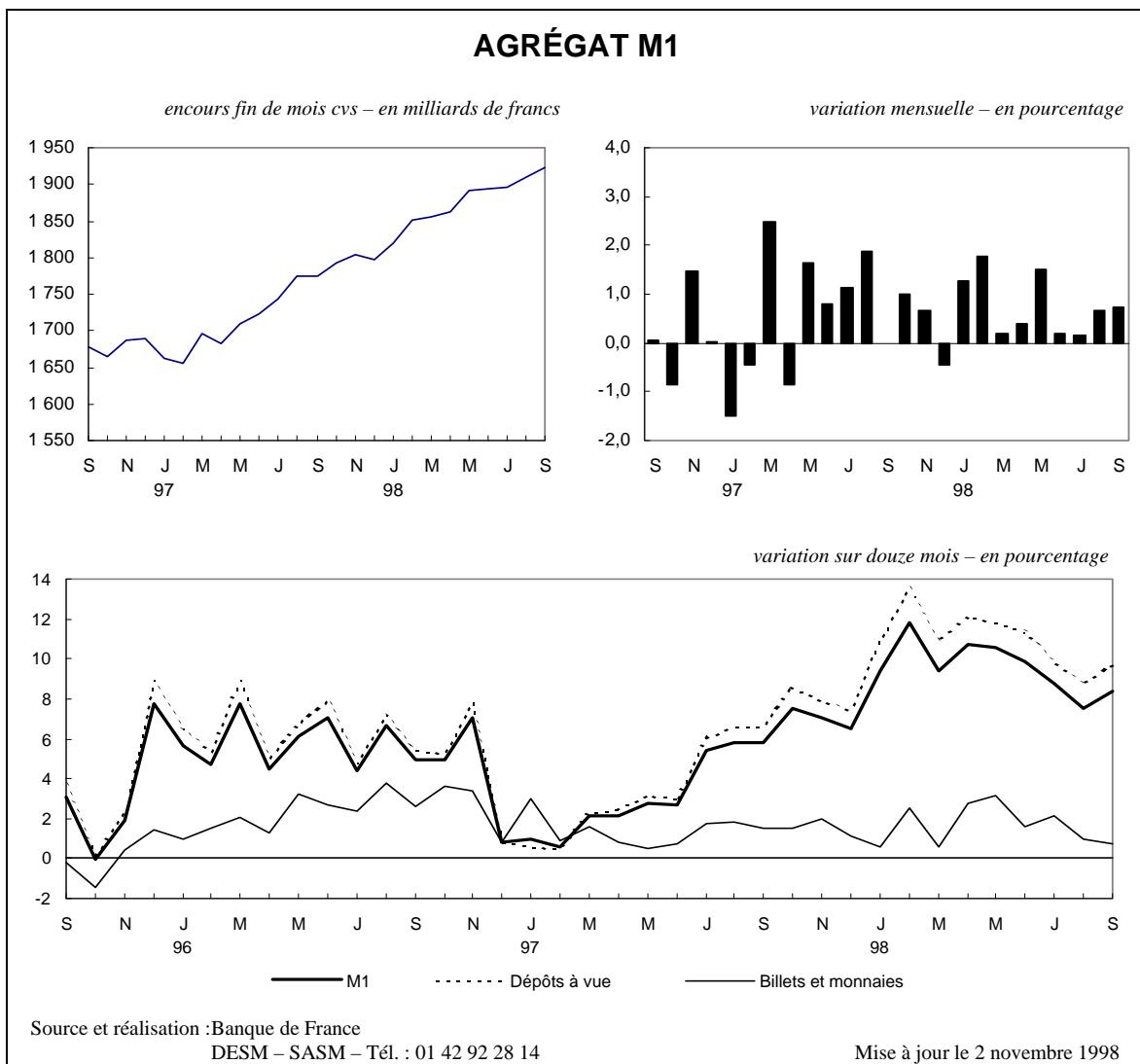
AGRÉGATS M3 ET M3 + P1



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

Mise à jour le 2 novembre 1998

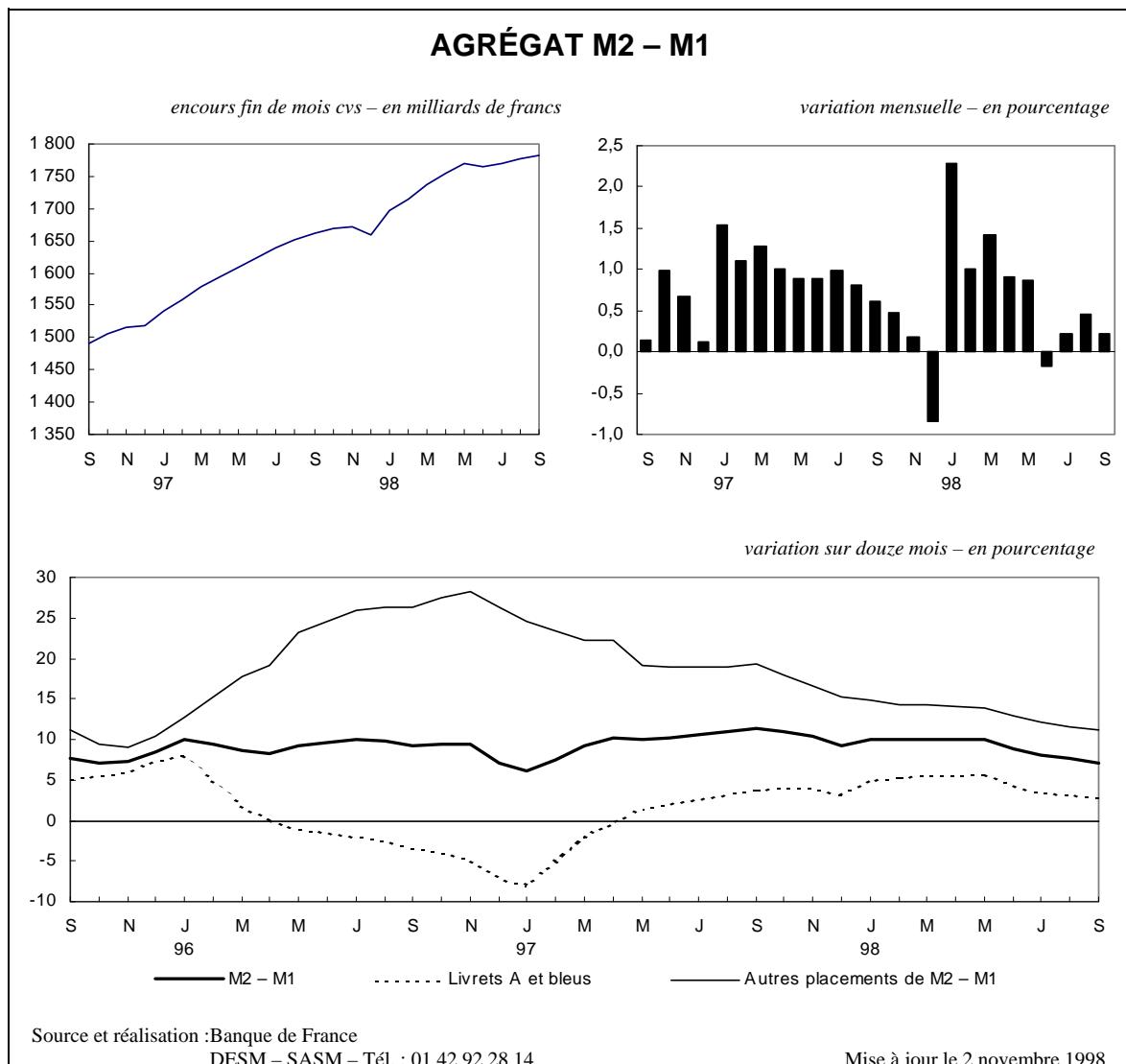
3.1.1. Les moyens de paiement (M1)



En septembre comme en août, l'agrégat M1 a progressé de 0,7 %. Son encours brut s'est élevé à 1 913 milliards de francs.

Le ralentissement du glissement annuel de M1 observé depuis avril s'est interrompu (+ 8,4 % en septembre, après + 7,6 % le mois précédent). Ce redressement est le reflet de l'évolution des dépôts à vue qui ont progressé de 9,7 % sur un an, après + 8,7 % en août. En revanche, l'encours des billets et monnaies ne s'est accru que de 0,7 % sur un an.

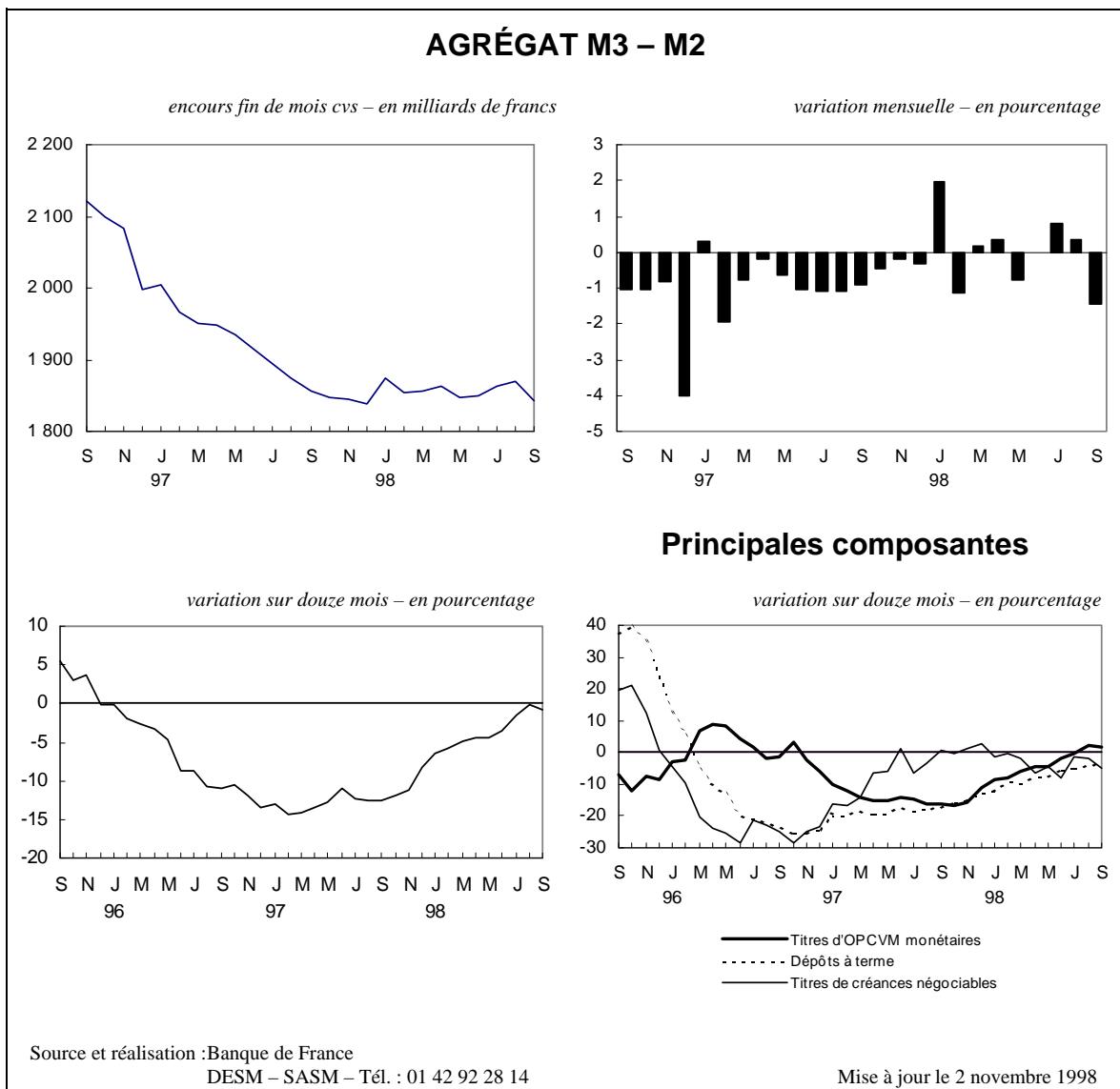
3.1.2. Les placements à vue (M2 – M1)



En septembre, l'agrégat M2 – M1 a connu une quasi-stagnation (+ 0,2 %). Ainsi, le regain d'intérêt des épargnants pour les placements sur livrets, observé en août (+ 0,5 %), ne s'est-il pas confirmé. L'encours brut de ces produits s'est établi à 1 758,1 milliards de francs.

Le glissement annuel de M2 – M1, même s'il est resté élevé, a été moins dynamique (+ 10,1 % en mars, + 8,8 % en juin et + 7,2 % en septembre). Les principales composantes de cet agrégat ont accusé un ralentissement de leur progression annuelle : les livrets A et bleus ont progressé de 2,8 % (après + 3,2 % en août) et les livrets soumis à l'impôt de 13,0 % (après + 13,9 % en août). L'accroissement des livrets d'épargne populaire, soutenu par une rémunération attractive (4,75 %), est resté vif (+ 17,1 %, après + 17,5 % à fin août).

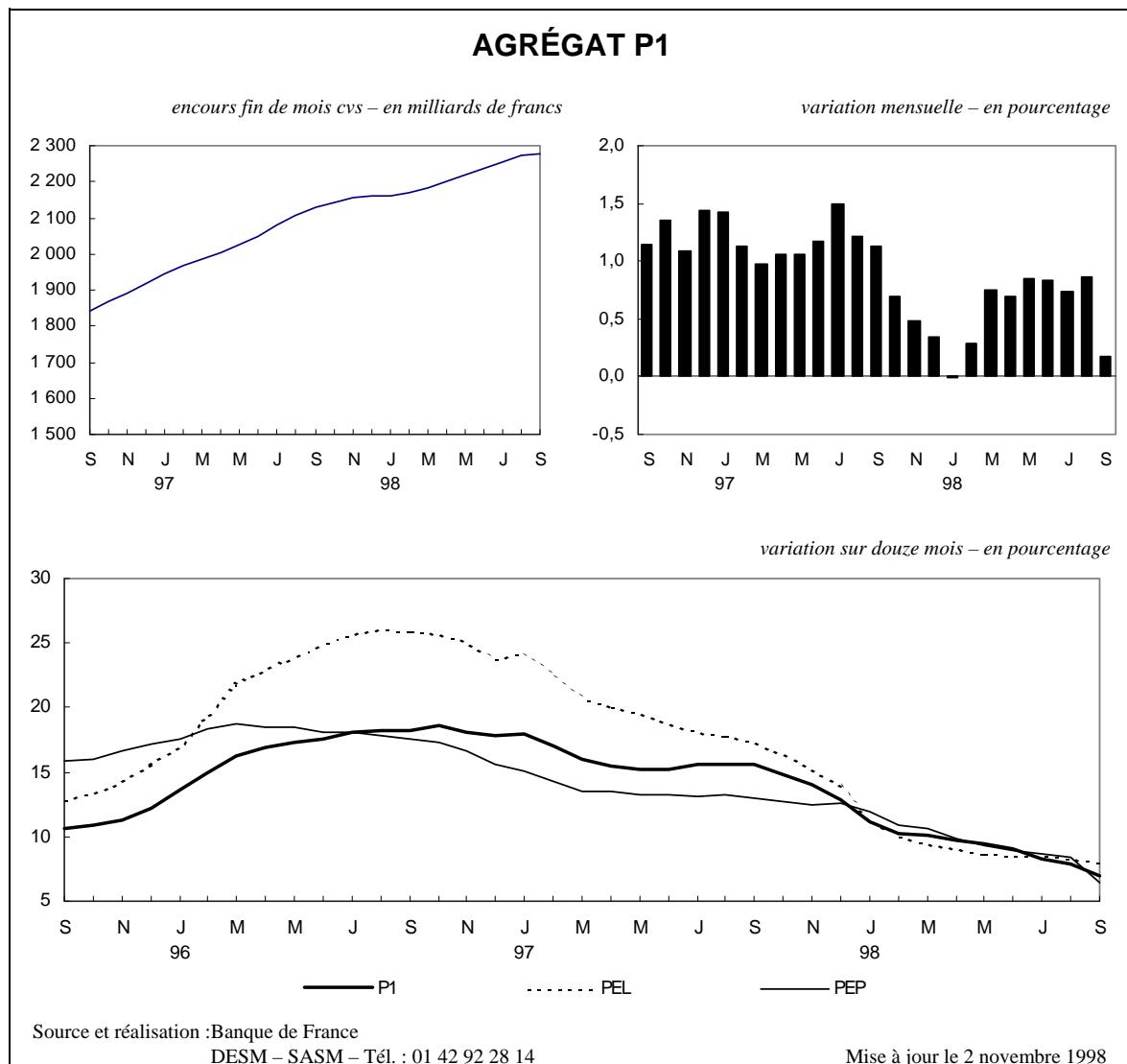
3.1.3. Les placements à terme indexés sur les taux monétaires (M3 – M2)



L'agréagat M3 – M2 s'est replié de 1,4 % en septembre. Son encours brut s'est établi à 1 861,7 milliards de francs.

Alors que le glissement annuel de cet agrégat se redressait régulièrement depuis un an (passant de - 12,5 % en août 1997 à - 0,2 % en août 1998), il s'est légèrement dégradé en septembre, pour atteindre - 0,7 %. On note en particulier un recul sensible des titres de créances négociables (- 4,7 % sur un an) et des bons de caisse (- 11,0 %), qui n'a pu être compensé par la progression modérée des titres d'OPCVM monétaires (+ 1,7 %), ceux-ci ayant fait l'objet de rachats importants. Le glissement annuel des dépôts en devises est resté soutenu (+ 14,4 %, après + 13,9 % en août).

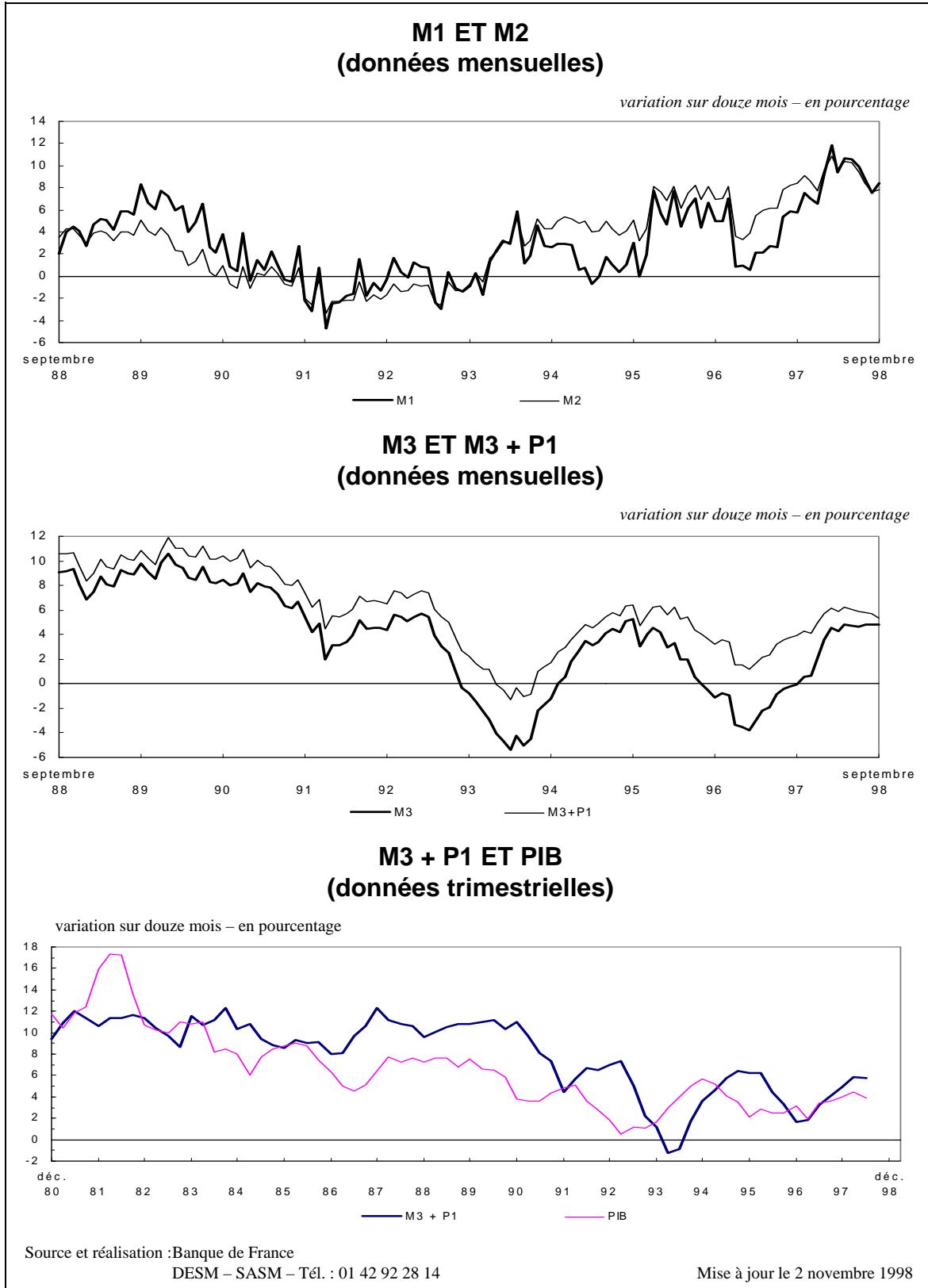
3.1.4. L'épargne contractuelle (P1)



L'aggrégat P1 a faiblement progressé en septembre (+ 0,2 %) et son encours brut a atteint 2 252,2 milliards de francs.

Le ralentissement du glissement annuel de P1 est très net depuis un an (de + 15,6 % en septembre 1997 à + 6,9 % en septembre 1998). Le dynamisme des plans d'épargne-logement et des plans d'épargne populaire s'atténue progressivement, leurs glissements annuels s'établissant respectivement à + 8,1 % et + 6,5 %. Ce résultat correspond à la fois à l'arrivée à maturité des plans bénéficiant des rémunérations les plus élevées et au moindre attrait de ces placements, compte tenu de leurs conditions actuelles de rémunération (4 % pour les nouveaux PEL). Bien que toujours soutenu, le glissement annuel des titres d'OPCVM garantis s'est sensiblement ralenti, passant en un an de + 48,7 % à + 15,9 %.

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



3.2.Le financement de l'économie

(à fin septembre 1998, sauf indications contraires)

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)

(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle		Variation sur 12 mois	
		des encours fin de mois cvs (a)	des encours fin de mois bruts (a)	Décembre 1997	Septembre 1998
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL	11 691,1	- 0,1	0,2	3,8	4,7
– État	4 032,5			7,1	6,1
– Sociétés	3 924,9			- 0,0	5,8
– Ménages	2 740,1			3,8	3,9
– Autres (b)	993,6			5,7	- 2,1
CRÉDITS À L'ÉCONOMIE	6 533,8	0,2	0,7	2,3	3,0
– Sociétés	2 949,0	0,2	0,9	0,2	3,5
– Ménages	2 740,1	0,1	0,2	3,8	3,9
– Autres (b)	844,8	- 0,1	0,1	4,7	- 1,6
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (c)	313,2	- 6,9	- 17,7	6,2	- 9,1
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)	4 540,1	0,2	0,9	6,9	7,2
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>1 610,1</i>	<i>- 1,7</i>	<i>0,3</i>	<i>8,9</i>	<i>6,5</i>
– État	1 370,6			10,8	8,7
– Sociétés	226,8			- 0,2	0,1
– Autres (b)	12,8			–	–
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>2 930,0</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>5,9</i>	<i>7,6</i>
– État	2 326,8			6,3	7,5
– Sociétés	496,8			2,3	9,4
– Autres (b)	106,4			–	–
CRÉDITS OBTENUS AUPRÈS DES NON-RÉSIDENTS	116,2	- 2,2	0,6	- 18,4	0,0
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	187,8	2,4	0,5	0,4	49,3

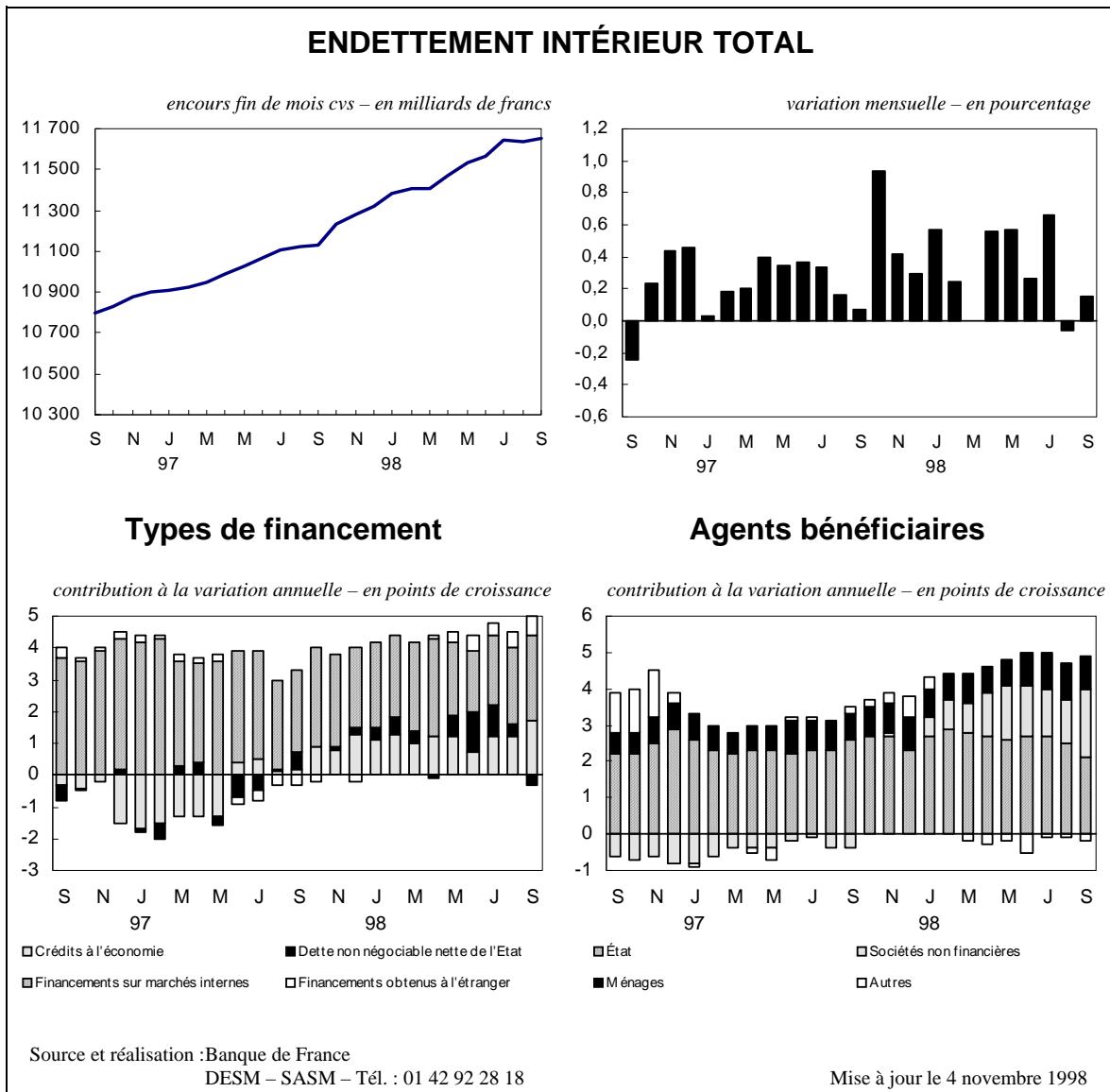
- (a) Pour le calcul des glissements, le cumul des opérations de défaisance de la période considérée est réintégré dans l'encours de fin de période.
- (b) Ce poste regroupe les administrations publiques hors État, les administrations privées et les entreprises d'assurance.
- (c) Ce poste reprend le total des monnaies divisionnaires en circulation, des dépôts collectés par le Trésor, du net des comptes à la Banque de France et des remises de dettes (Dakar 1 et 2), après déduction des opérations de pension sur titres réalisées avec les institutions financières.
- (d) Obtenu auprès des résidents et des non-résidents

Source et réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 18

Mise à jour le 4 novembre 1998

3.2.1. L'endettement intérieur total (EIT)

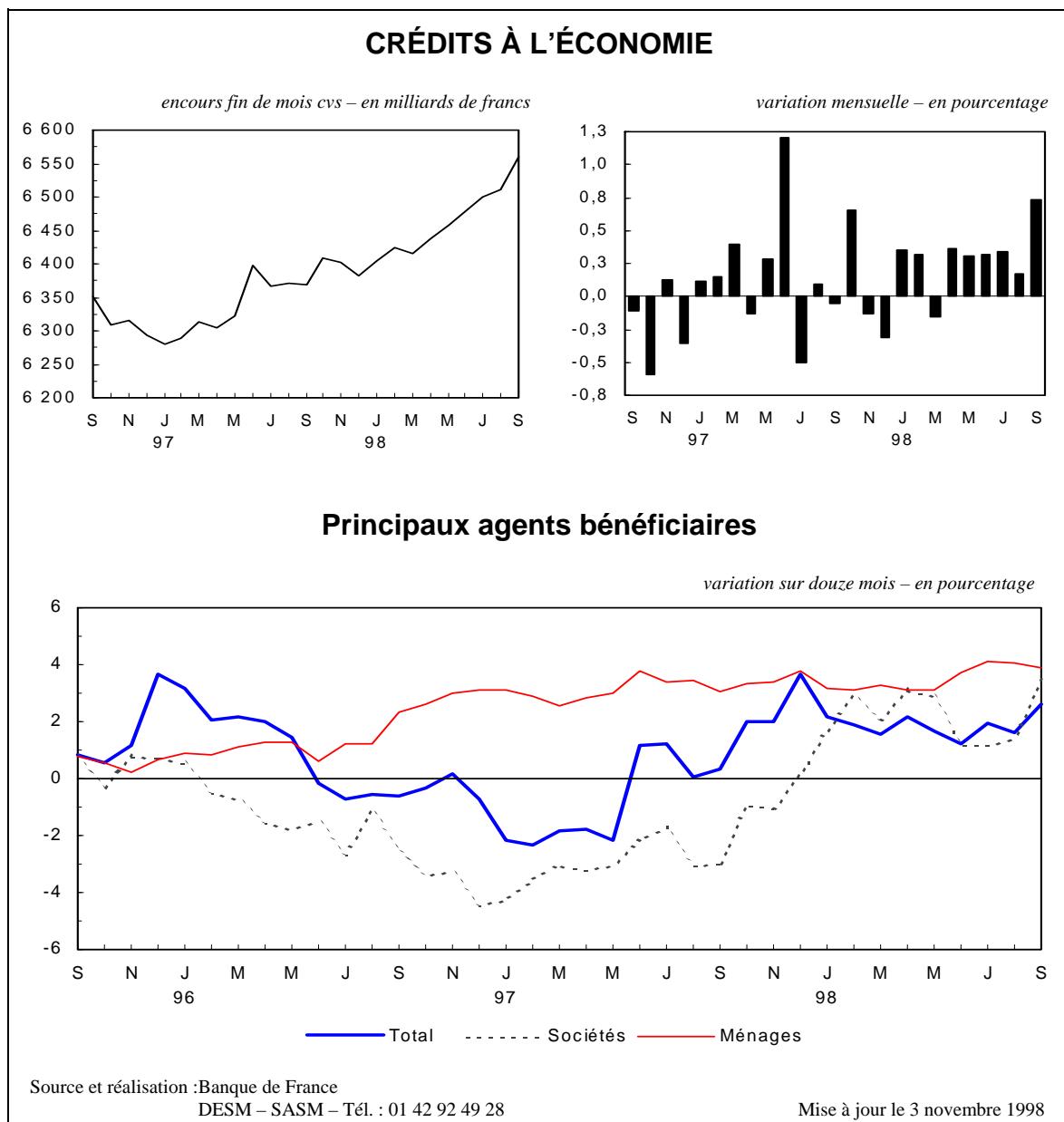


L'endettement intérieur total a faiblement progressé en septembre 1998 (+ 0,2 %, après – 0,1 % en août et + 0,5 % en juillet). Son encours brut s'est établi à 11 691,1 milliards de francs.

Le glissement annuel de l'EIT a atteint + 4,7 % en septembre, après + 4,6 % en août et + 4,8 % en juillet. Si la progression annuelle de l'endettement de l'État a ralenti (+ 6,1 %, après + 7,5 % en août et + 8,1 % en juillet), celle des sociétés s'est renforcée (+ 5,8 %, après + 3,6 % en août et + 3,7 % en juillet). L'endettement des ménages, quant à lui, a enregistré un glissement annuel de + 3,9 % en septembre, après + 4,1 % en juillet et en août.

Le glissement annuel des crédits à l'économie s'est accéléré (+ 3,0 %, après + 2,2 % en août et + 2,1 % en juillet). Il en est de même des financements obtenus sur les marchés internes (+ 7,2 %, après + 6,3 % en août et + 5,7 % en juillet), notamment ceux levés par l'État sur le marché monétaire (+ 8,7 % sur un an en septembre, après + 7,6 % en août et + 4,0 % en juillet).

3.2.2. Les crédits¹



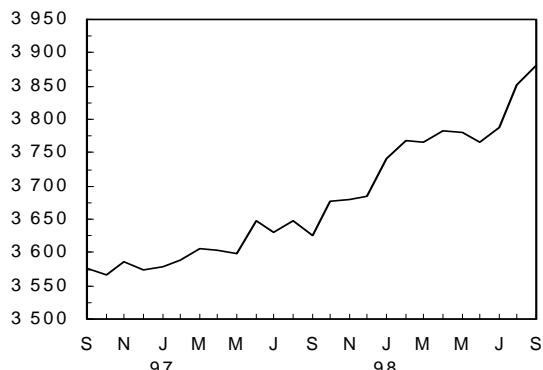
En septembre 1998, les crédits à l'économie ont atteint 6 533,8 milliards de francs (encours brut). Leur progression mensuelle a été de 0,7 %, après + 0,2 % en août et + 0,3 % en juillet.

Leur glissement annuel a atteint + 3,0 %, après + 2,2 % en août et + 2,1 % en juillet. Hors concours à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (Acoss), il s'établit à 3,8 %. Cette accélération correspond essentiellement à un renforcement de la distribution de crédit aux sociétés (+ 3,5 % en glissement annuel à fin septembre, après + 1,4 % en août et + 1,2 % en juillet). La progression annuelle des crédits aux ménages est demeurée soutenue (+ 3,9 % en septembre, après + 4,1 % en août et en juillet).

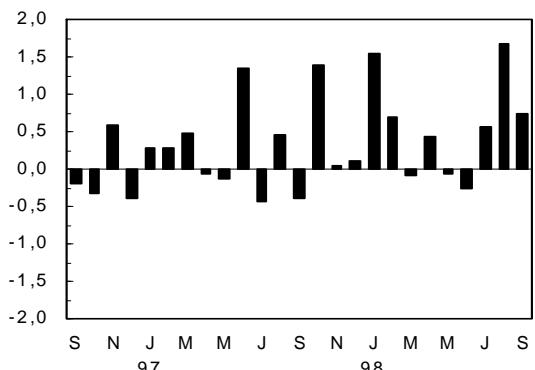
¹ On distingue les crédits à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents d'une part, les crédits bancaires distribués par l'ensemble des banques résidentes (hors sociétés financières, établissements financiers spécialisés et établissements de crédit non assujettis à la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

CRÉDITS BANCAIRES

encours fin de mois cvs – en milliards de francs

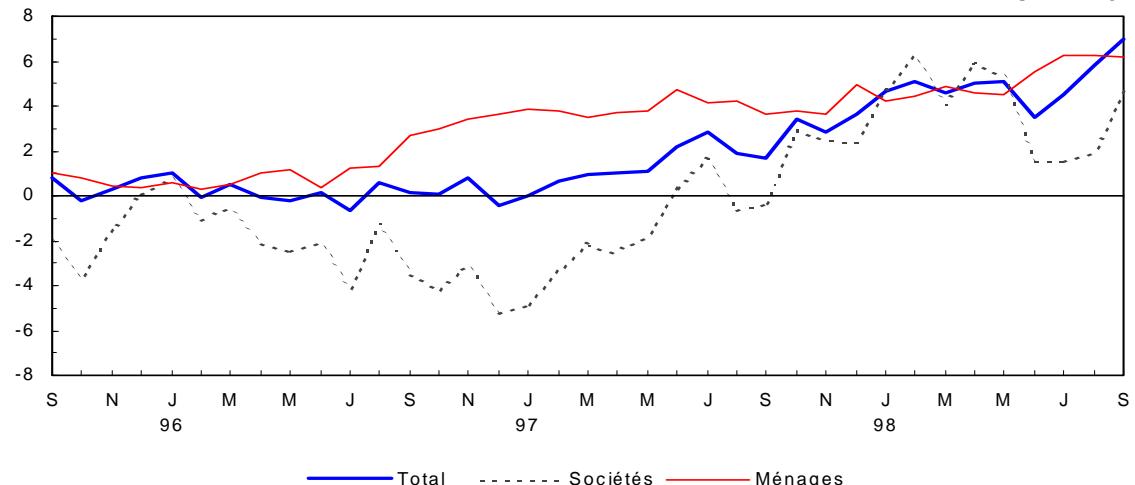


variation mensuelle – en pourcentage



Principaux agents bénéficiaires

variation sur douze mois – en pourcentage



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

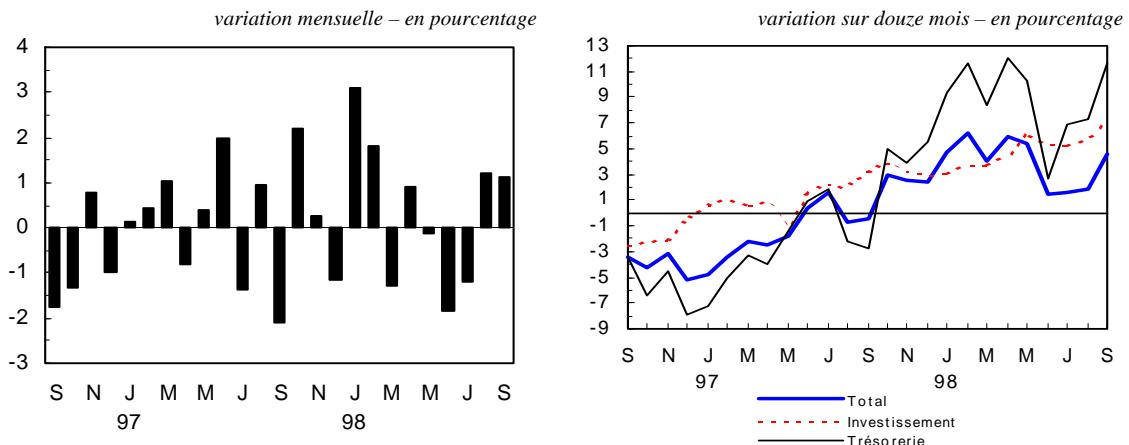
Mise à jour le 3 novembre 1998

En septembre, les crédits bancaires ont atteint 3 879,8 milliards de francs (encours brut), en hausse de 0,7 %, après + 1,7 % en août et + 0,6 % en juillet.

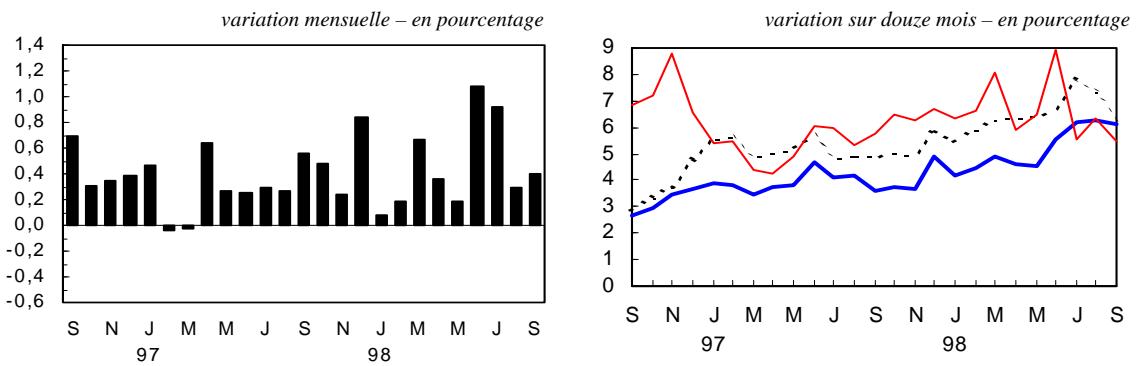
Leur glissement annuel s'est établi à + 7,0 %, après + 5,8 % en août et + 4,5 % en juillet. Notamment, la progression annuelle des crédits bancaires aux sociétés a fortement accéléré (+ 4,6 % en septembre, au lieu de + 1,9 % en août et + 1,5 % en juillet), alors que celle des crédits bancaires aux ménages est restée très dynamique (+ 6,2 % en septembre, mais aussi en août et en juillet).

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 3 novembre 1998

Les crédits bancaires aux sociétés ont progressé de 1,1 % en septembre, après + 1,2 % en août et – 1,2 % en juillet. Ce regain de dynamisme est le reflet de l'accélération sensible des crédits de trésorerie (+ 11,6 % en glissement annuel à fin septembre, après + 7,4 % en août et + 6,9 % en juillet) et à un degré moindre des crédits à l'investissement (+ 7,0 % sur un an en septembre, après + 5,8 % en août et + 5,3 % en juillet).

Les crédits bancaires aux ménages ont augmenté de 0,4 % en septembre, après une hausse de 0,3 % en août et de 0,9 % en juillet. En glissement annuel, la croissance des concours aux particuliers s'est élevée à + 7,8 % en septembre, après + 8,0 % en août, tandis que les prêts aux entrepreneurs individuels ont augmenté de 2,6 % (+ 2,4 % en août). Le glissement annuel des crédits à l'habitat (+ 7,4 % et + 6,2 %, respectivement en août et en septembre) et celui des crédits de trésorerie des particuliers (+ 6,3 % et + 5,5 %, respectivement en août et en septembre) sont restés soutenus.

3.2.3. Estimation des prêts nouveaux¹

PRÊTS NOUVEAUX DÉCAISSEMENTS CUMULÉS DEPUIS LE 1 ^{er} JANVIER (variation sur douze mois en pourcentage)				
	Total	Habitat	Investissement	Autres prêts
1997				
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
Août	5,4	9,6	-1,4	9,7

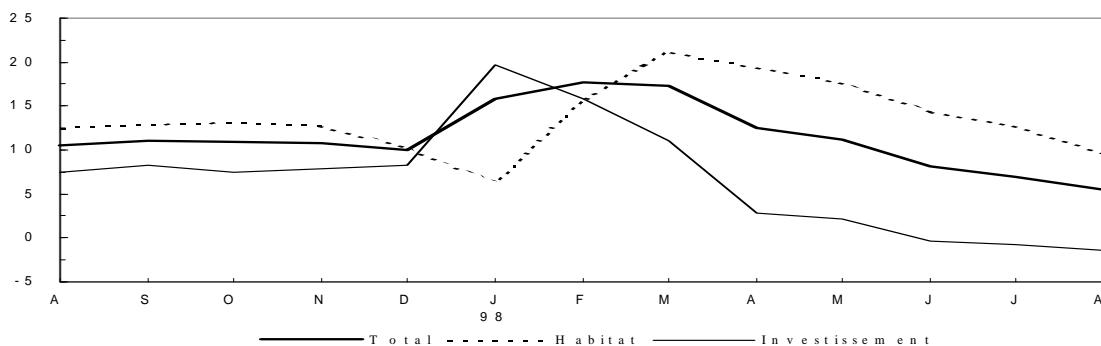
Source et réalisation : Banque de France

DESM-SASM-Tél : 01 42 92 49 28

Mise à jour le 27 octobre 1998

PRINCIPALES COMPOSANTES DES PRÊTS NOUVEAUX décaissements cumulés depuis le 1^{er} janvier

variation sur douze mois – en pourcentage



Source et réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 91 34

Mise à jour le 27 octobre 1998

Le montant des prêts nouveaux décaissés au cours des huit premiers mois de l'année 1998 s'est accru de 5,4 % par rapport à la période correspondante de 1997.

Cette progression globale masque un contraste marqué entre la croissance des prêts à l'habitat (+ 9,6 % sur un an pour le flux des huit premiers mois de l'année) et la légère baisse des prêts à l'investissement (- 1,4 % sur un an pour le flux de janvier à août), notamment imputable au mouvement de désendettement des administrations publiques locales. On observe également la bonne tenue des autres formes de prêts nouveaux amortissables (crédit à la consommation notamment), qui ont augmenté de 9,7 % sur un an (en flux cumulés de janvier à août).

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

Dans un marché volatil, le dollar a baissé face aux monnaies européennes et surtout face à la monnaie japonaise. Contre yen, il a fortement pâti du « déboulement » de positions longues par des fonds d'investissement américains. Face aux monnaies européennes, le dollar a souffert des anticipations persistantes de baisse des taux aux États-Unis, tandis que les opérateurs continuaient d'anticiper un *statu quo* monétaire en Allemagne et en France. Les banques centrales italienne, espagnole, portugaise et irlandaise ont procédé à des baisses de taux d'intérêt dans le cadre de la convergence des taux courts européens avant l'entrée en monnaie unique.

Le **dollar** s'est replié vis-à-vis du yen (−14,89 %), du franc suisse (−2,47 %), du deutschemark (−1,16 %) et du franc français (−1,37 %). Il s'est, en revanche, apprécié de 1,18 % face à la livre sterling. Le 8 octobre, il s'est même traité face au deutschemark et au franc français à son plus bas niveau depuis janvier 1997 (1,5875 deutschemark et 5,3230 francs français).

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

– les anticipations persistantes de baisse des taux aux États-Unis, à la suite notamment des propos de M. Greenspan qui s'est déclaré inquiet de la situation économique et financière aux États-Unis. Ces anticipations ont été validées le 15 octobre par la décision du Système de réserve fédérale d'assouplir sa politique monétaire (pour la première fois depuis quatre ans, une baisse a été décidée en dehors du cadre des réunions régulières du FOMC) ;

– les « déboulements » de positions longues en dollars contre yens de la part des fonds spéculatifs (*hedge funds*), qui avaient enregistré, par ailleurs, des pertes sur les marchés émergents ;

– les anticipations de *statu quo* monétaire des pays du noyau dur européen, à la suite notamment de certaines déclarations de MM. Tietmeyer et Trichet ;

– l'approbation par la Chambre des représentants des auditions du président Clinton (*impeachment hearings*), processus qui paraissait pouvoir mener à sa destitution ou à sa démission.

Mais à partir du 8 octobre, le dollar s'est nettement raffermi contre monnaies européennes et sa chute contre yen s'est trouvée enravée à la faveur de différents facteurs :

– les incertitudes sur la politique économique qui sera menée par le nouveau gouvernement allemand ;

– les baisses de taux initiées par plusieurs banques centrales européennes (Espagne, Irlande, Italie, Portugal) ;

– la présentation du plan de stabilisation brésilien par le président Cardoso qui a semblé ouvrir la voie à un accord avec le FMI et a infirmé les rumeurs d'une dévaluation du real ;

– la hausse plus forte qu'attendu du PIB américain au troisième trimestre (+3,3 % pour une anticipation de +2,1 % à +2,5 %) et la progression moins forte qu'anticipé de la composante prix du PIB (+0,8 %, au lieu de +1,1 %).

La situation sur les pays émergents d'Amérique latine s'est stabilisée. L'élection de M. Cardoso au Brésil, tout comme l'attente d'une aide financière de grande ampleur du FMI pour ce pays, ainsi que la présentation par son gouvernement d'un plan de

stabilisation, ont contribué à la stabilisation financière de la région. En infirmant les rumeurs de dévaluation du real brésilien, la présentation de ce plan a bénéficié aux **pesos mexicain et colombien** et au **bolivar** qui se sont appréciés face au dollar.

Le **yen** s'est fortement apprécié face au dollar et aux monnaies européennes. Dans un marché très volatil, il s'est même négocié le 9 octobre matin à son meilleur niveau depuis quinze mois face à la monnaie américaine (111,60 USD/JPY).

Le raffermissement spectaculaire de la monnaie nipponne a notamment fait suite à l'annonce par le gouvernement d'un accord avec deux partis d'opposition, lui permettant de faire adopter son projet de loi de restructuration bancaire par la Diète.

Le yen a aussi bénéficié de l'annonce par le gouvernement japonais d'un nouveau plan de soutien à l'économie.

Mais c'est surtout le « déboulement » de positions de *carry-trade* en yens, ainsi que des appels de marge sur des produits dérivés, qui sont à l'origine de la liquidation précipitée de positions longues en dollars/yens.

Le yen n'a pas véritablement pâti des anticipations (démenties par les faits) d'une possible détente monétaire au Japon, de la dégradation par Moody's de la notation de huit sociétés d'assurance et de quatre grandes banques japonaises, et de la publication du taux de chômage en septembre, qui demeure au niveau record de 4,3 %.

Les devises du Sud-Est asiatique ont bénéficié du repli du dollar face au yen, ainsi que de la confirmation du redressement de leur marché financier. Le **dollar de Singapour** et le **ringitt malais** se sont ainsi appréciés face au dollar. Les pressions sur le **dollar de Honk-Kong** se sont relâchées, comme en témoigne la baisse des taux Hibor à 1 mois, 3 mois et 6 mois. En fin de période, le **baht thaïlandais** s'est traité face au dollar à son meilleur niveau depuis un an.

Le **franc français** a enregistré de faibles variations face aux principales devises européennes. Il a progressé de 1,37 % par rapport au dollar, pour

s'établir en fin de période à 5,5533 francs pour 1 dollar.

Divers indicateurs ont confirmé la bonne orientation de l'économie française : l'indice définitif des prix à la consommation est demeuré inchangé en septembre, s'établissant à + 0,5 % sur un an. La balance commerciale a enregistré un excédent de 12,85 milliards de francs en août et la balance courante un excédent de 27,6 milliards en juillet. Le nombre des demandeurs d'emploi a baissé de 43 000 en septembre, le taux de chômage s'établissant à 11,7 %, contre 11,8 % le mois précédent.

Le **deutschmark** est demeuré stable face aux principales devises du mécanisme de change européen.

MM. Tietmeyer, Welteke, Zeitler, Palm et Stark, membres du Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne, ont rejeté l'idée d'une baisse des taux allemands d'ici à la fin de l'année.

La **livre sterling** s'est repliée face à l'ensemble des monnaies européennes. La Banque d'Angleterre a décidé, le 8 octobre, de baisser son taux directeur de 25 points de base (à 7,25 %). La Banque centrale a expliqué sa décision par la dégradation du climat international. Sur le plan domestique, sa décision a probablement été influencée par le manque de dynamisme que traduisent les enquêtes dans l'industrie, qui l'ont emporté sur les craintes d'une réurgence de l'inflation salariale. Le gouverneur Eddie George a accueilli favorablement la récente baisse de sa monnaie et laissé entendre que ce déclin pourrait se poursuivre.

En fin de mois, les opérateurs anticipaient toujours une baisse des taux d'intérêt britanniques, à la suite notamment de la publication de l'enquête CBI qui a fait ressortir un indice de confiance s'établissant à son plus bas niveau depuis 1977.

Le **dollar canadien** a quelque peu souffert de la faiblesse des cours des matières premières et surtout des craintes d'instabilité politique : le parti de M. Bouchard pourrait en effet organiser un nouveau référendum sur la sécession du Québec. Le 16 octobre, la Banque du Canada a néanmoins accompagné la baisse des taux décidée par le

Système de réserve fédérale et a ramené son taux directeur à 5,5 %.

En revanche, le **franc suisse** s'est fortement apprécié face au dollar et aux monnaies européennes ; il a temporairement atteint, face au deutschemark, son meilleur niveau depuis trois ans, à 0,7980 deutschemark. La Banque nationale a été amenée à apporter de la liquidité sur le marché monétaire, afin de contrecarrer l'appréciation jugée excessive de sa monnaie.

Les devises scandinaves flottantes ont enregistré des variations importantes face à l'ensemble des monnaies du mécanisme de change européen.

La **couronne suédoise** a temporairement pâti des incertitudes politiques en Suède (notamment sur la politique budgétaire qui sera menée). Cette situation a suscité des dégagements de capitaux non résidents. La **couronne norvégienne** s'est aussi temporairement affaiblie, en liaison avec les difficultés du gouvernement pour faire voter son budget et à la chute des prix du *Brent*. Grâce à la volonté réaffirmée par la Banque centrale de défendre la valeur externe de sa monnaie, la couronne norvégienne s'est ensuite appréciée face à l'ensemble des monnaies européennes.

La **couronne danoise** est demeurée stable face aux devises européennes. La Banque centrale a ainsi pu abaisser de 25 points de base ses taux de prises en pension.

La convergence des taux courts européens s'est poursuivie avec une baisse de 50 points de base du taux directeur de la Banque d'Espagne. La Banque du Portugal a, elle aussi, réduit le niveau de ses taux de 0,5 point, ramenant son taux de prises en pension à 4,0 %, son taux d'absorption à 4,2 % et ses taux d'avance à 5,7 %. Parallèlement, la Banque centrale irlandaise a ramené le taux de sa facilité de 6,75 % à 5,75 %. Ces mouvements de taux n'ont pas entraîné de variations des monnaies concernées.

La **lire italienne** s'est très légèrement affaiblie vis-à-vis des monnaies européennes. Elle s'est repliée à la suite de la chute inattendue du gouvernement Prodi et avant que la formation du nouveau gouvernement D'Alema ne vienne rassurer les opérateurs. Aussi, la Banque centrale a pu baisser ses taux directeurs de 100 points de base en fin de mois.

Les devises d'Europe centrale et orientale se sont légèrement appréciées face au dollar. La **couronne tchèque** n'a que temporairement souffert du glissement de la **couronne slovaque**. Cette dernière a été dévaluée de fait, après que la Banque centrale ait décidé d'abolir, le 1^{er} octobre, la bande de fluctuation de sa monnaie par rapport aux autres devises. La couronne tchèque et le **zloty polonais** n'ont pas été affectés par la baisse des taux directeurs sur le marché monétaire.

La prime de l'**écu** négocié sur le marché par rapport au panier s'est momentanément sensiblement accrue. Elle a atteint 1,5 % le 9 octobre, puis est revenue à 0,5 % en fin de mois.

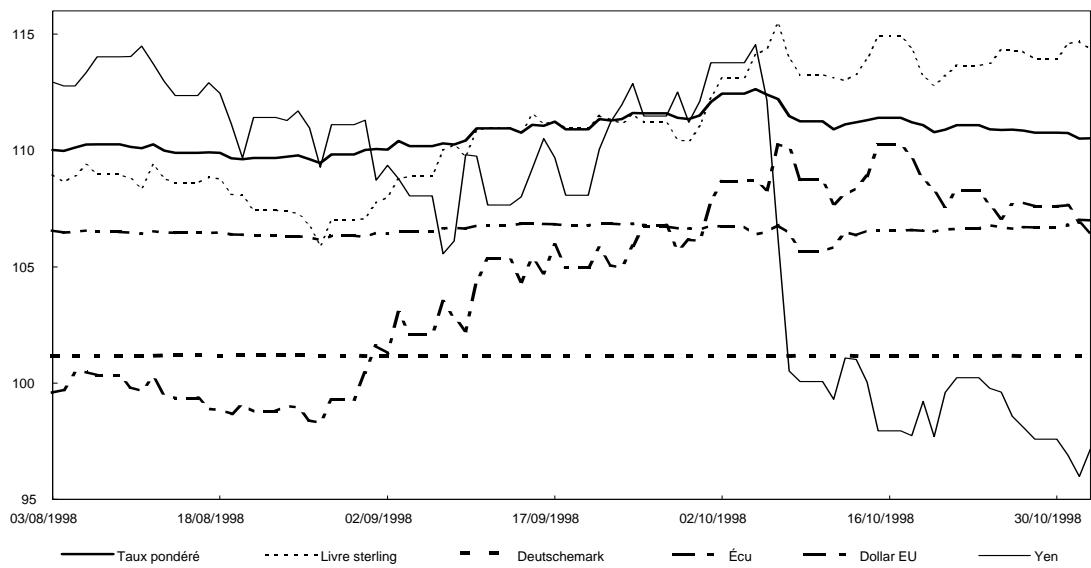
COURS DE CHANGE À PARIS

(en francs)

Principales monnaies étrangères à Paris		30 septembre 1998	30 octobre 1998	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,6164	5,5392	- 1,37
Écu privé.....	1 XEU	6,6005	6,595	- 0,08
Allemagne.....	100 DEM	335,31	335,305	0,00
Belgique.....	100 BEF	16,2535	16,2545	0,01
Pays-Bas	100 NLG	297,36	297,325	- 0,01
Danemark.....	100 DKK	88,18	88,2	0,02
Espagne.....	100 ESP	3,9465	3,9445	- 0,05
Portugal.....	100 PTE	3,27	3,27	0,00
Irlande	1 IEP	8,3785	8,345	- 0,40
Royaume-Uni.....	1 GBP	9,537	9,295	- 2,54
Italie	1 000 ITL	3,3925	3,3895	- 0,09
Grèce.....	100 GRD	1,946	1,9725	1,36
Suède.....	100 SEK	71,54	71,04	- 0,70
Finlande	100 FIM	110,16	110,24	0,07
Autriche	100 ATS	47,657	47,657	0,00
Norvège	100 NOK	75,79	75,195	- 0,79
Suisse	100 CHF	405,23	411,38	1,52
Japon	100 JPY	4,1474	4,7649	14,89

TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS base 100 en 1988

données quotidiennes



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

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

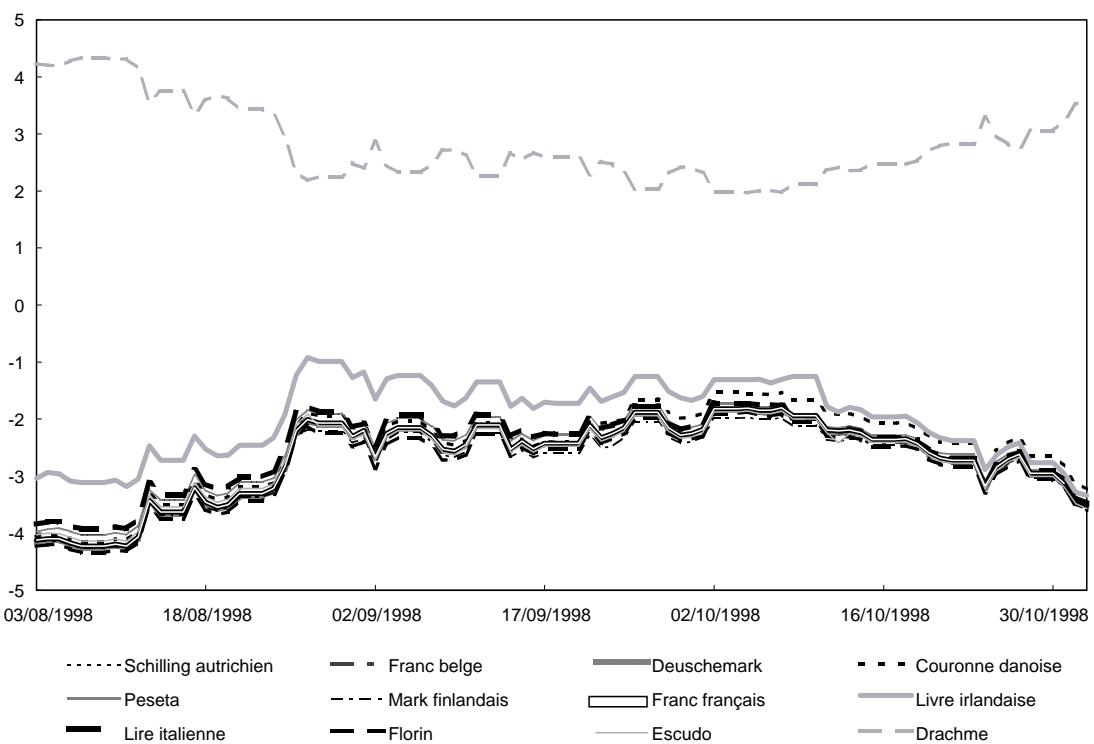
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 5 novembre 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.

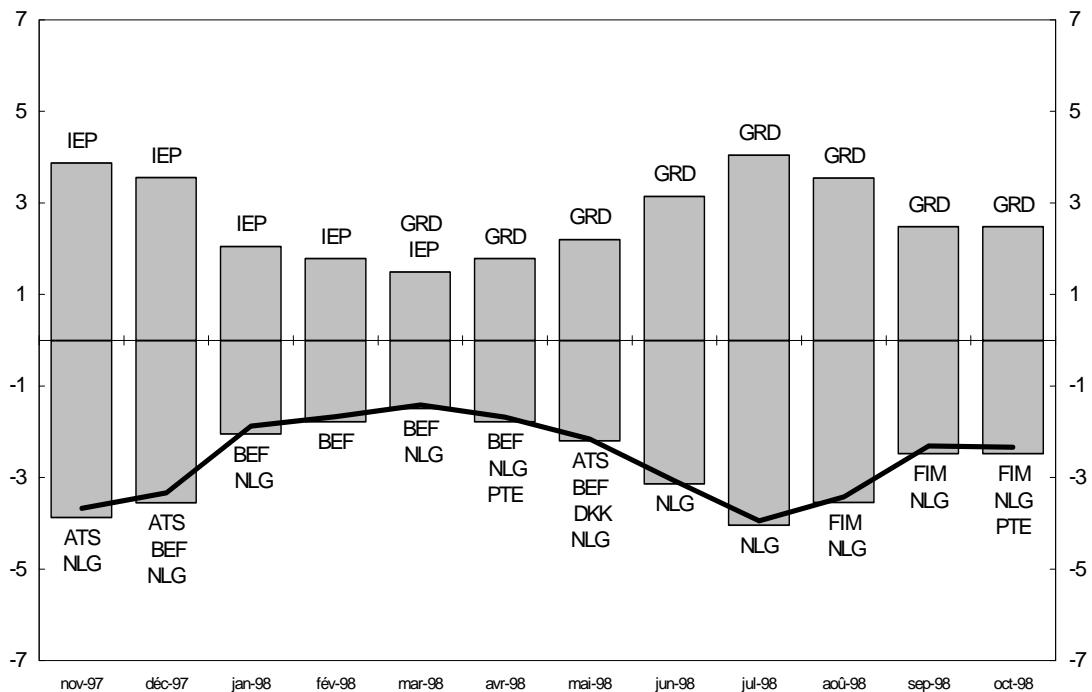
Source et réalisation : Banque de France
Direction des Changes – SAMI – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 5 novembre 1998

En octobre, la monnaie grecque a maintenu sa position en tête du Système. De son côté, la situation de la livre irlandaise s'est légèrement détériorée, passant à la troisième place, derrière la couronne danoise. Les positions des autres devises, notamment celle du franc français, ont peu varié.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE

en pourcentage



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

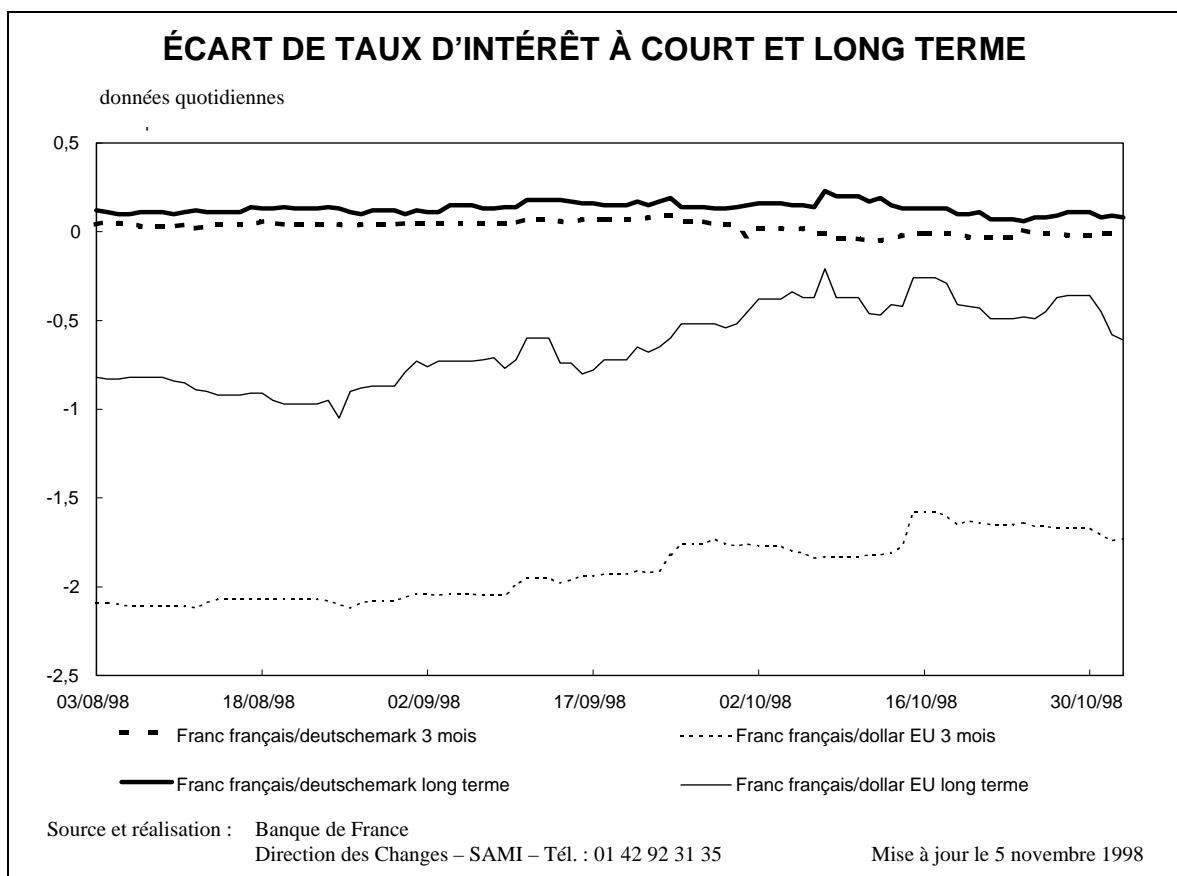
Mise à jour le 5 novembre 1998

À l'intérieur de la bande communautaire, la drachme a enregistré, en octobre, l'écart positif moyen le plus important. Cette monnaie est restée durant tout le mois en opposition avec le mark finlandais, le florin et l'escudo. Globalement, l'écart est resté stable.

TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES				
	1 mois		3 mois	
	30 septembre 1998	30 octobre 1998	30 septembre 1998	30 octobre 1998
	5,27	5,15	5,25	5,15
Dollar.....	5,27	5,15	5,25	5,15
Livre sterling	7,38	7,31	3,50	7,06
Deutschmark.....	3,41	3,44	3,48	3,50
Franc suisse	1,33	0,94	1,49	1,19
Franc français	3,45	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 octobre 1998



Durant le mois d'octobre, l'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne est demeuré voisin de zéro, du fait de la quasi-stabilité des taux dans les deux pays.

D'une fin de période à l'autre, l'écart négatif entre taux français et américains n'a pratiquement pas varié, en dépit de l'abaissement sensible des taux américains intervenu à la mi-octobre.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart de taux entre la France et l'Allemagne est resté relativement stable sur la période.

L'écart négatif entre taux français et américains, de son côté, a évolué de manière très contrastée, les taux américains ayant connu des variations plus accentuées que les taux français.

4.2.Le marché de l'or

Le cours au comptant de l'**or** s'est globalement replié sur la période, passant de 301 dollars l'once à 292 dollars. Cette baisse s'explique essentiellement par des rumeurs, pourtant démenties par le gouvernement britannique, selon lesquelles le Royaume-Uni encourageait le FMI à vendre une partie de son or afin de renflouer ses comptes (le FMI possède actuellement 3 200 tonnes d'or).

La stabilisation des marchés financiers observée en fin de période a également contribué à la rechute des prix de l'once.

La tension sur les taux de dépôt observée le mois dernier ne s'est pas prolongée. Le taux à 1 mois, qui s'était tendu jusqu'à 1,10 % fin septembre, a reculé jusqu'à 0,25 % en fin de mois.

COURS DE L'OR

	30 septembre 1998	30 octobre 1998	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	53 600,00	52 300,00	
Lingot (le kg).....	54 700,00	53 750,00	- 1,74
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	318,00	314,00	- 1,26
Vreneli	318,00	317,00	- 0,31
Union latine	318,00	314,00	- 1,26
Souverain	427,00	446,00	4,45
20 dollars	3 040,00	2 925,00	- 3,78
Peso mexicain.....	2 010,00	1 990,00	- 1,00
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	293,85	292,30	- 0,53

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

Mise à jour le 30 octobre 1998

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

Au cours du mois d'octobre, les évolutions sur les marchés de capitaux ont été largement influencées par les mouvements de baisse des taux directeurs intervenus aux États-Unis et dans plusieurs pays européens, mais aussi par la révision du jugement des opérateurs, dans un sens moins pessimiste, quant à l'ampleur de la crise financière des pays émergents et de ses conséquences sur les économies et les bourses occidentales.

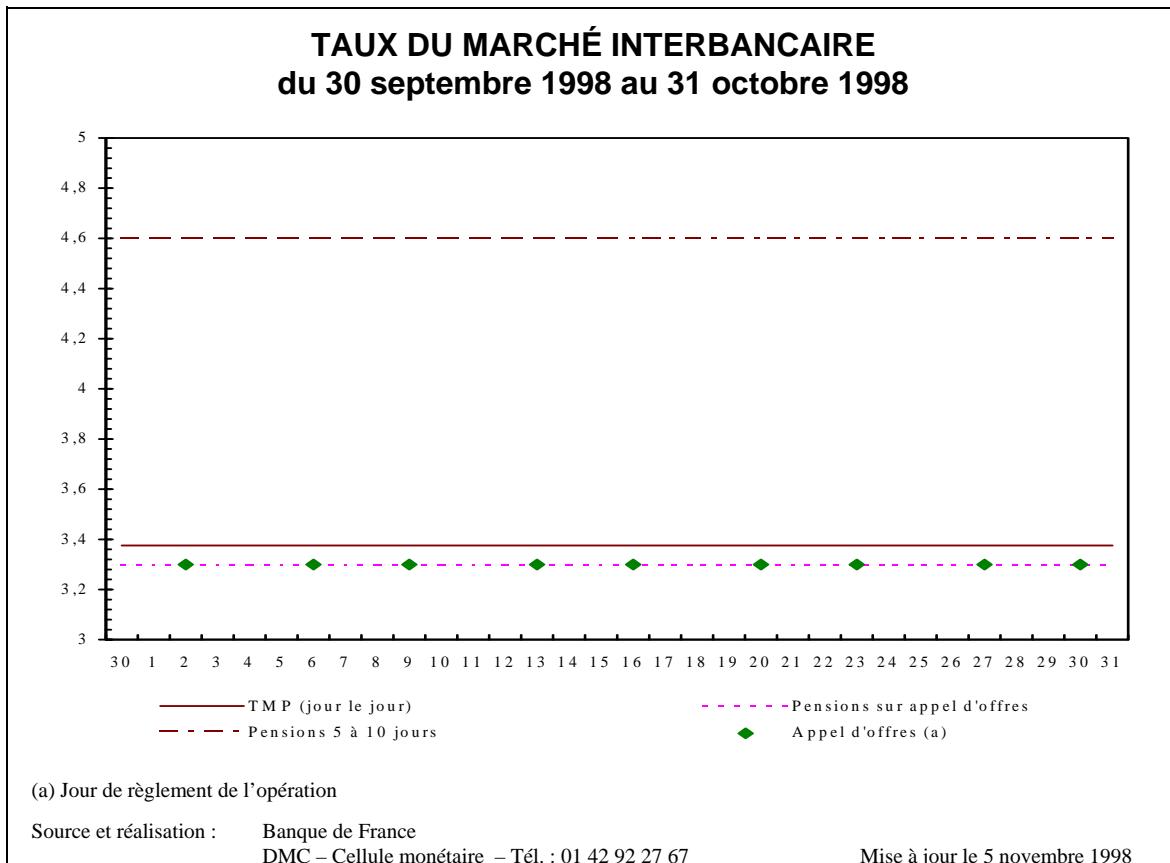
Aux États-Unis, les deux baisses successives de l'objectif de taux des fonds fédéraux ont contribué à apaiser les craintes d'un impact marqué des développements de la crise asiatique sur l'activité économique. À partir de la seconde quinzaine d'octobre, les anticipations en faveur de nouvelles baisses des taux courts se sont dès lors progressivement atténues.

Les mouvements de baisse des taux directeurs intervenus en Espagne, en Irlande, en Italie et au Portugal étaient attendus. Ils n'en ont pas moins marqué par leur ampleur une étape importante dans le processus de convergence des taux à court terme vers les niveaux français et allemand actuels, tout en traduisant un nouvel assouplissement monétaire non négligeable à l'échelle de la zone euro.

Les taux à long terme se sont, en revanche, tendus sur les échéances les plus lointaines, après avoir atteint de nouveaux plus bas niveaux historiques en début de mois. Le regain de confiance à l'égard du contexte économique et financier a contribué à un renversement du mouvement de report vers les actifs sûrs. Les investisseurs ont ainsi renoué avec des stratégies d'allocation d'actifs plus équilibrées, en faveur des marchés d'actions et au détriment des marchés obligataires.

Les grandes places boursières se sont ainsi inscrites, pour la plupart, en reprise marquée. En particulier, l'indice CAC 40 a gagné 10,16 % au cours du mois, pour clôturer à 3 523 points le 31 octobre, contre 3 198 points le 30 septembre.

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



Le taux de l'argent au jour le jour est resté stable tout au long du mois d'octobre, dans une fourchette de 3 5/16 %-3 7/16 %.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 septembre-15 octobre se sont établies à 21,8 milliards de francs (dont 5,7 milliards d'avoirs en compte auprès de la Banque de France et 16,1 milliards sous forme d'encaisses en billets), pour une moyenne requise de 21,3 milliards. Suite à l'entrée en vigueur du nouveau régime de réserves obligatoires arrêté par le Conseil de la politique monétaire — qui préfigure largement celui qui sera appliqué dans le cadre du Système européen de banques centrales —, le montant des réserves constituées a fortement augmenté à partir du 16 octobre. Désormais constituées exclusivement sous forme d'avoirs en compte auprès de la Banque de France, les réserves se sont établies sur la seconde quinzaine du mois à 91 milliards de francs, pour une moyenne requise de 87 milliards.

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

(en milliards de francs)

	Septembre 1998	Octobre 1998	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	- 261,2	- 259,5	1,7
RÉSERVES OBLIGATOIRES (a)	- 5,6	- 50,0	- 44,4
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	210,4	216,1	5,7
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	6,8	5,3	- 1,5
DIVERS	- 2,3	4,0	6,3
TOTAL	- 51,9	- 84,1	- 32,2
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
- Opérations sur appels d'offres	39,0	67,8	28,8
- Autres pensions	2,3	10,0	7,7
- Bons du Trésor achetés ferme	17,4	16,9	- 0,5
- Opérations d'escompte net	0,0	0,0	0,0
- Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	- 6,8	- 10,6	- 3,8
TOTAL	51,9	84,1	32,2

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

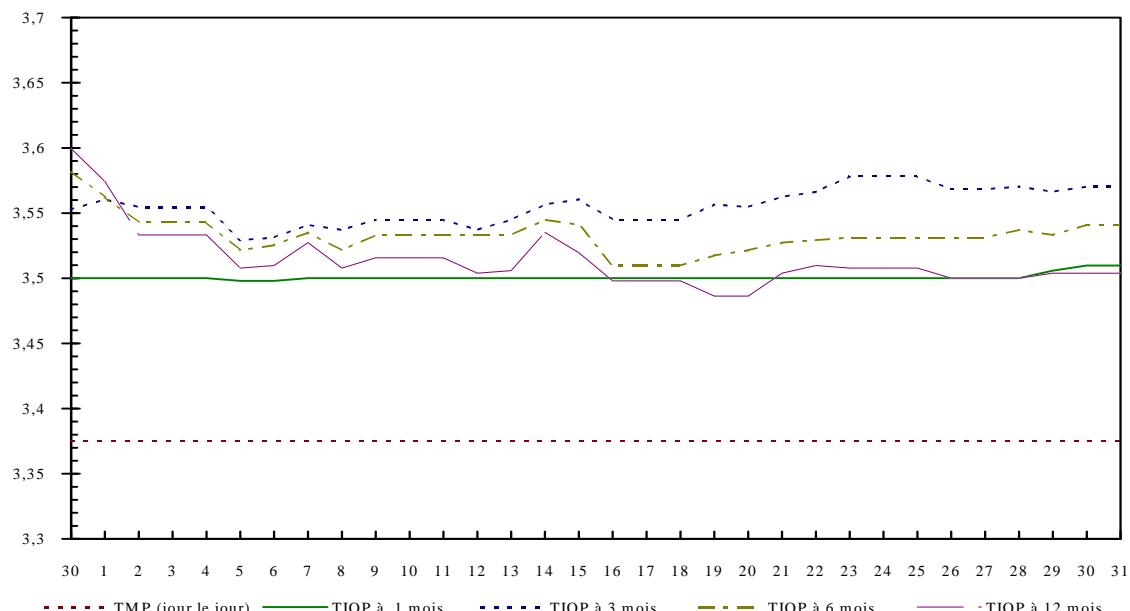
(a) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets que les établissements assujettis ont été autorisés à inclure dans leurs réserves constituées jusqu'au 15 octobre 1998.

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

Mise à jour le 5 novembre 1998

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

TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 30 septembre 1998 au 31 octobre 1998



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

Mise à jour le 5 novembre 1998

Les taux du marché interbancaire ont évolué de manière contrastée selon les échéances : stables sur l'échéance à 1 mois, ils se sont tendus de 2 points de base sur celle à 3 mois, tout en enregistrant une détente sur les durées plus longues. Ces mouvements ont abouti à ce que la courbe des rendements marque en fin de mois un profil légèrement inversé.

Le mouvement d'aplatissement de la courbe des taux s'est effectué principalement au cours de la première quinzaine, par suite de l'apparition d'anticipations de desserrement monétaire en Europe dans le courant de l'année 1999 et dans le sillage des baisses de taux directeurs enregistrées tour à tour aux États-Unis et dans les pays périphériques de la zone euro.

En effet, le Système de réserve fédérale américain a baissé à deux reprises de 25 points de base son objectif en matière de taux des fonds fédéraux, les 1^{er} et 15 octobre, pour le ramener à 5 %. Cet assouplissement s'est accompagné, le 15 octobre, d'une baisse de 25 points de base du taux d'escompte, à 4,75 %.

Les taux directeurs ont été abaissés de 50 points de base en Espagne et au Portugal (à respectivement 3,75 % et 4,0 %), de 125 points de base en Irlande (à 4,94 %) et de 100 points de base en Italie (taux d'escompte ramené à 4,0 %).

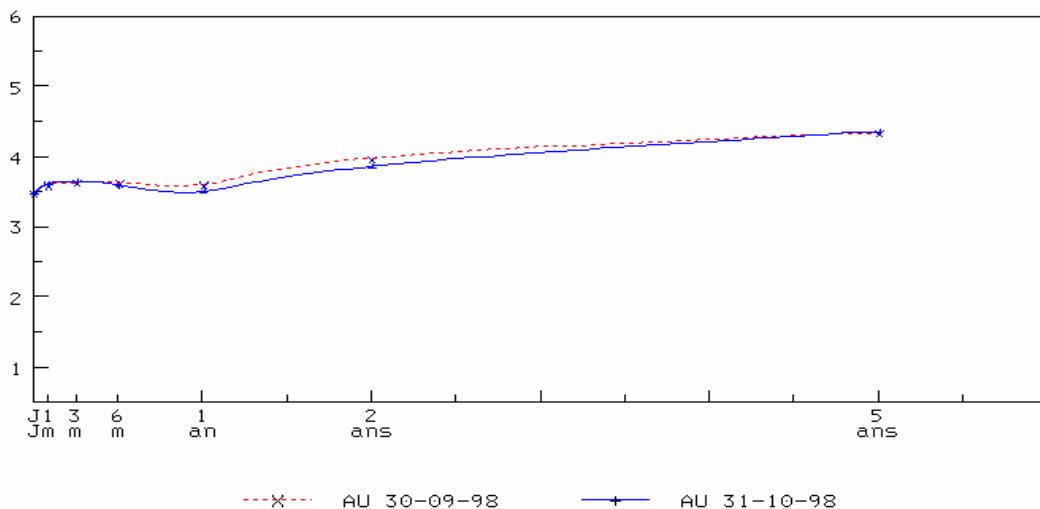
Les baisses de taux se sont traduites, sur le mois, par une détente de l'ordre de 10 points de base du coût de refinancement moyen observé à l'échelle de la zone.

La publication en cours de mois de statistiques confirmant la robustesse de la croissance en Europe et l'effacement progressif des anticipations de baisses de taux aux États-Unis, sous l'effet conjugué d'une relative stabilisation de l'ensemble des marchés financiers et de l'affaiblissement des craintes relatives à un éventuel « credit crunch », ont contribué à la stabilisation des taux interbancaires.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	30 septembre 1998	31 octobre 1998	Variation
TIOP à 1 mois	3,50000	3,50976	0,00976
TIOP à 3 mois	3,55273	3,57031	0,01758
TIOP à 6 mois	3,58203	3,54101	- 0,04102
TIOP à 1 an	3,59960	3,50390	- 0,09570
Taux à 2 ans	3,98000	3,86000	- 0,12000
Taux à 5 ans	4,34000	4,36000	0,02000

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels

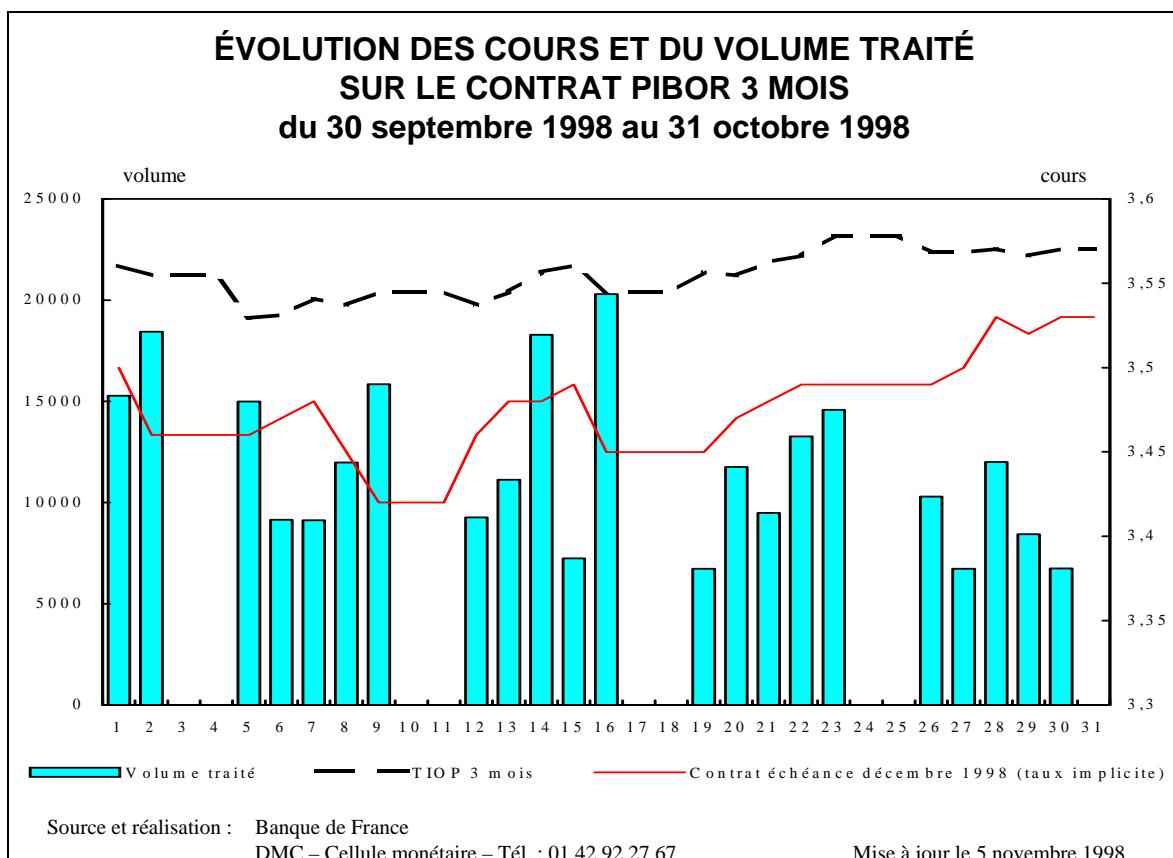


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 12 novembre 1998

L'inversion de la pente de la courbe des taux interbancaires sur les échéances de 3 mois à 1 an traduit le fait que les anticipations de baisses de taux en Europe se trouvent reportées au-delà de l'entrée en vigueur de la monnaie unique. La légère progression du taux de l'échéance à 3 mois apparaît, pour l'essentiel, imputable à des facteurs techniques relatifs au passage de l'échéance de fin d'année.

Ainsi, la courbe des rendements interbancaires (du jour le jour au 1 an) s'est quelque peu déformée, laissant apparaître en fin de mois une légère « bosse » autour des échéances 3 mois et ne montrant une allure croissante qu'au-delà de l'échéance 1 an.



Après s'être légèrement détendu au début de la période en liaison avec les taux au comptant, le taux implicite du contrat Pibor échéance décembre 1998 a marqué une remontée progressive témoignant de la dissipation des anticipations de baisses des taux d'ici à la fin de l'année.

Globalement, le taux implicite du contrat décembre 1998 est resté ainsi pratiquement inchangé, passant de 3,53 % le 30 septembre à 3,52 % le 30 octobre 1998.

En revanche, les taux implicites des échéances plus lointaines des contrats Pibor se sont détendus significativement, cédant 12 points à l'horizon de mars 1999 et 17 points à l'horizon de juin 1999, pour s'établir respectivement à 3,30 % et 3,25 %, soit des niveaux inférieurs d'une trentaine de points de base à celui du taux au comptant.

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois d'octobre, le Trésor a procédé à l'adjudication de 107,94 milliards de francs de bons du Trésor (82,56 milliards de francs de BTF et 25,38 milliards de francs de BTAN).

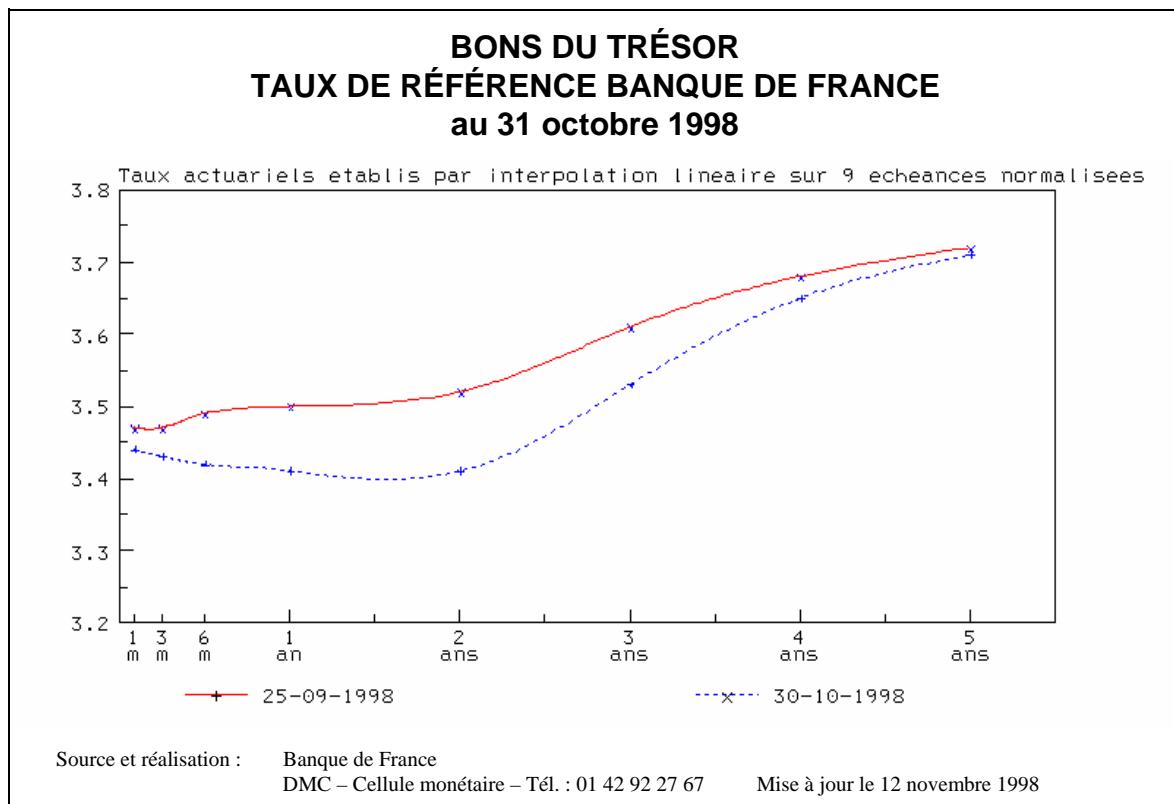
ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXE								
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis-sions (c)	Montants émis		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)	Taux actuariel annuel moyen	Taux inter-bancaire (f)
				(c)	(d)			
5 octobre 1998	BTF	13 sem.	59 347	15 390	1 629	3,35	3,40	3,44
5 octobre 1998	BTF	47 sem.	20 600	4 048	44	3,35	3,40	3,40
12 octobre 1998	BTF	13 sem.	53 280	14 516	594	3,33	3,36	3,42
12 octobre 1998	BTF	25 sem.	19 950	4 004	0	3,34	3,41	3,43
15 octobre 1998	BTAN 4,0 %	2 ans	23 975	5 935	0	100,80	100,92	3,43
15 octobre 1998	BTAN 4,5 %	5 ans	19 048	10 492	2 262	103,08	103,30	3,72
15 octobre 1998	BTAN ÉCUS	2 ans	1 192	372	7	100,60	100,84	3,48
15 octobre 1998	BTAN ÉCUS	5 ans	1 285	508	123	102,80	103,08	3,77
19 octobre 1998	BTF	13 sem.	47 750	16 012	8	3,33	3,33	3,42
19 octobre 1998	BTF	45 sem.	15 173	4 006	0	3,33	3,33	3,39
26 octobre 1998	BTF	13 sem.	41 507	16 543	1 644	3,34	3,38	3,44
26 octobre 1998	BTF	45 sem.	15 650	4 061	61	3,35	3,36	3,41
(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 5 novembre 1998

L'encours total des bons du Trésor s'élevait au 30 octobre à 1 327,54 milliards de francs, contre 1 370,1 milliards le mois précédent.

Entre les dernières adjudications des mois de septembre et d'octobre, les taux à l'émission se sont légèrement détendus sur les BTF 13 semaines (de 3,47 % à 3,44 %). La détente des rendements à l'émission a été plus marquée pour les BTAN 2 ans (de 3,57 % à 3,43 %), alors que celle des BTAN 5 ans est restée limitée à 4 points de base (de 3,76 % à 3,72 %).

Au cours du mois d'octobre, aucune adjudication de BTF 28 semaines n'a eu lieu.

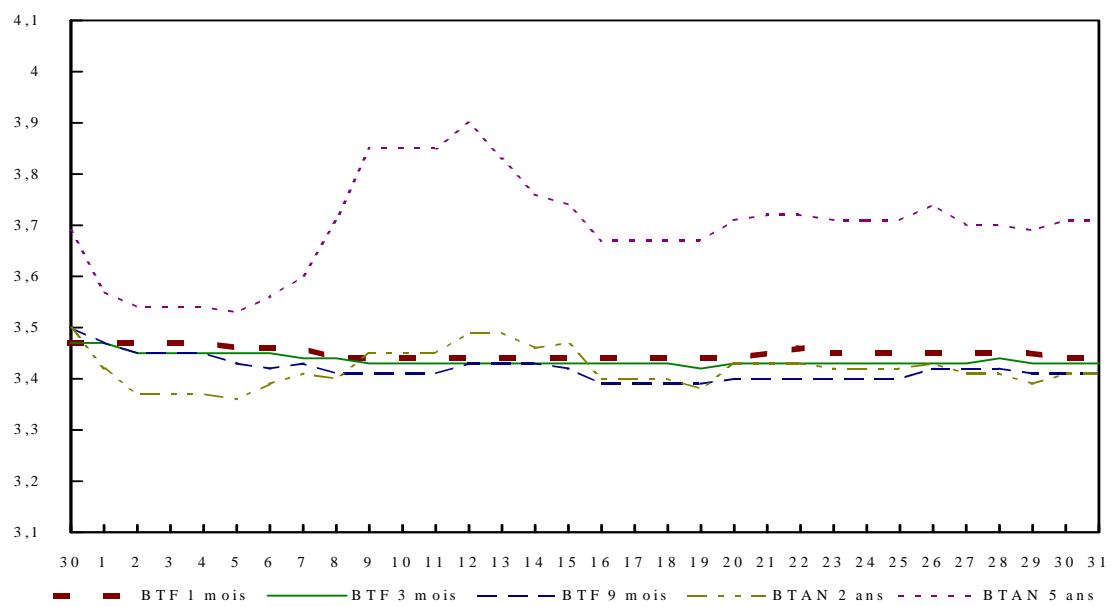
Marché secondaire



Les rendements des bons du Trésor se sont quelque peu détendus au mois d'octobre, notamment sur les papiers d'échéance inférieure à 3 ans.

Il en est résulté une légère inversion de la courbe des rendements jusqu'à l'échéance 2 ans et un creusement de l'écart de rendements entre cette échéance et celle à 5 ans. Celui-ci s'est ainsi accru d'une dizaine de points de base par rapport à la fin du mois de septembre.

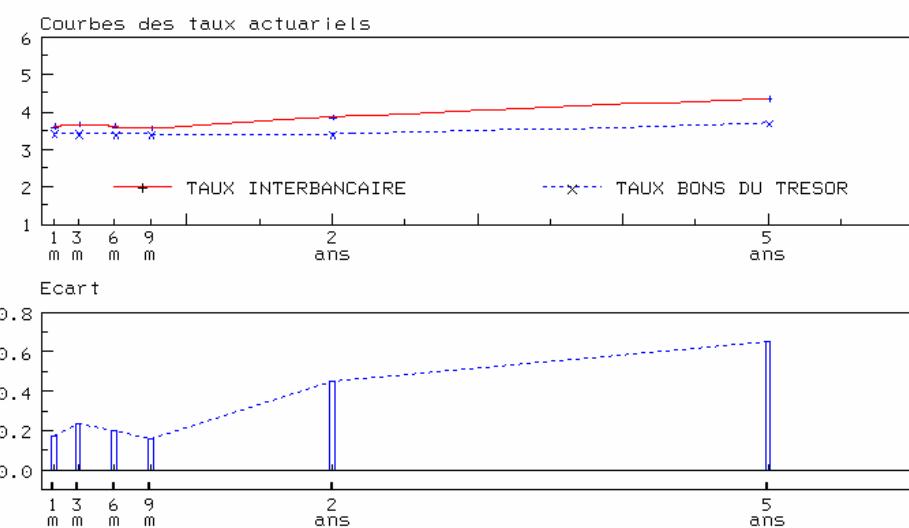
TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 30 septembre 1998 au 31 octobre 1998



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

Mise à jour le 5 novembre 1998

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

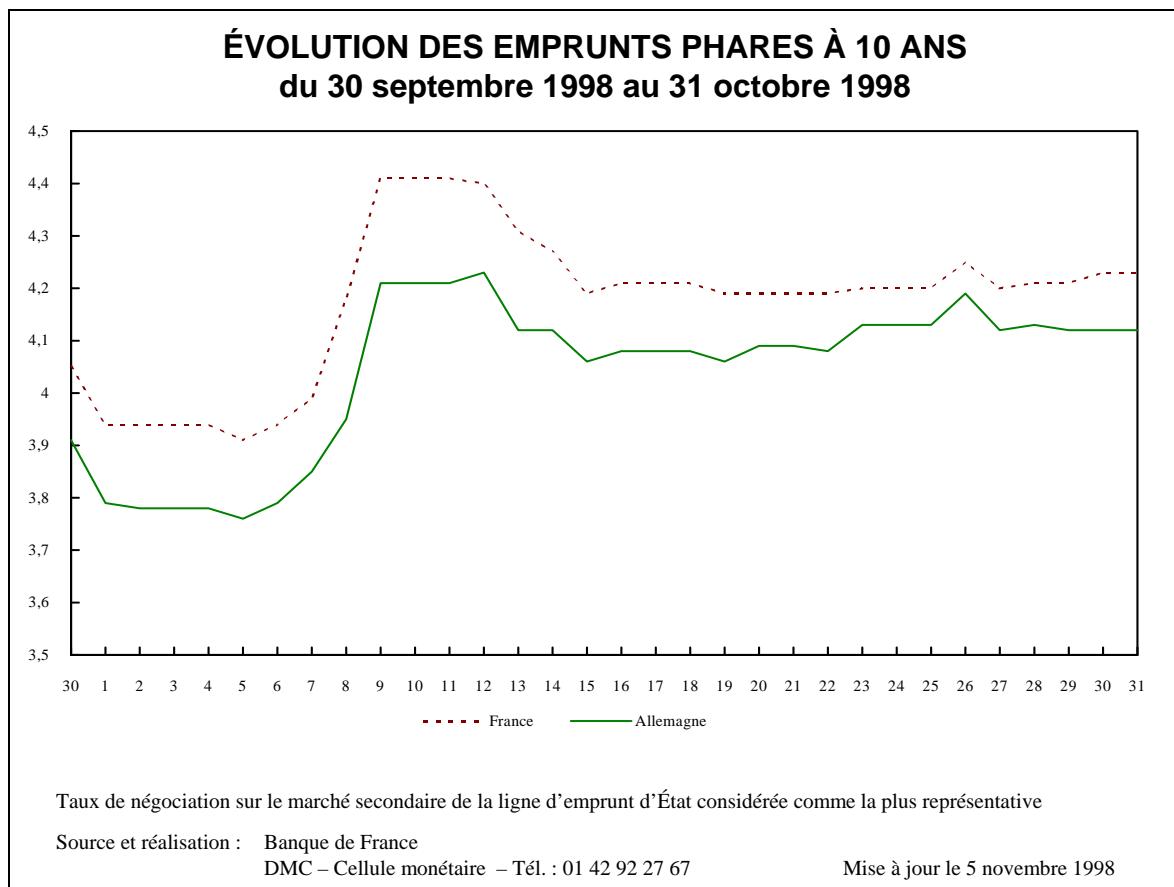


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 12 novembre 1998

Les écarts de rendements entre les taux des bons du Trésor et ceux du marché interbancaire sont restés stables sur la période, si l'on excepte les échéances 3 mois et 6 mois sur lesquelles les premiers se sont davantage détendus (respectivement -4 points de base et -7 points de base) que les seconds (-2 points de base et -5 points de base).

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel



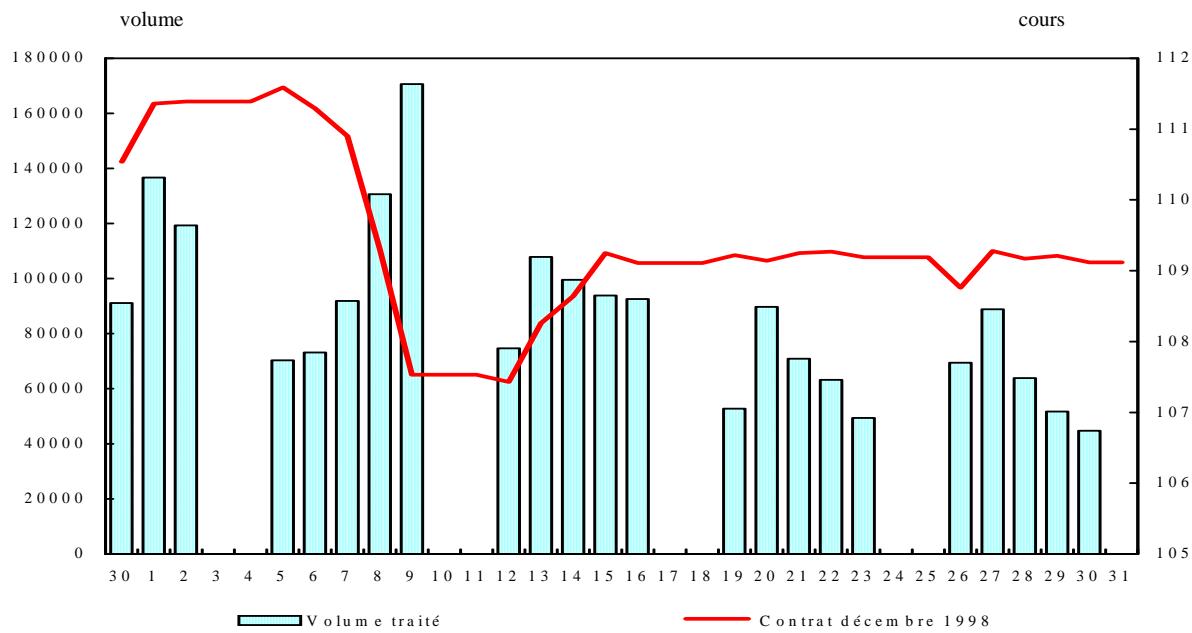
Les marchés obligataires occidentaux ont subi une correction marquée en début de période, avec une remontée des rendements atteignant jusqu'à 50 points de base : le taux à 10 ans français, qui avait touché un plus bas niveau de 3,93 % le 5 octobre, s'est ainsi tendu jusqu'à 4,46 %, avant de se stabiliser par la suite autour de 4,20 % (4,22 % le 30 octobre). Ses évolutions ont été comparables à celles du taux du *Bund* à 10 ans, l'écart de rendements entre les deux emprunts s'étant toutefois quelque peu réduit.

Cette correction fait suite à la succession de plus bas niveaux historiques observés en septembre, à une époque où les marchés obligataires occidentaux avaient bénéficié, de manière exceptionnelle, de leur statut de valeurs refuges. Elle doit, de ce fait, être relativisée. Elle dénote néanmoins, sur un plan plus général, une révision du jugement des opérateurs quant à l'ampleur de la crise sur les économies et les bourses occidentales.

La hausse des rendements s'est produite, à partir du 6 octobre, à la suite de l'affaiblissement du dollar contre yen qui s'est accompagné du « débouclement » de placements sur titres en dollars financés par des emprunts de yens. Les variations de change observées ont alors induit des stratégies de précaution consistant à un report massif et brutal des placements longs vers des titres de la partie courte de la courbe des rendements.

La stabilisation des taux observée dans la seconde partie du mois a été favorisée tant par les baisses de taux directeurs en Europe et aux États-Unis que par un regain de confiance des opérateurs suscitant un rééquilibrage des portefeuilles entre placements à court terme et à long terme.

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



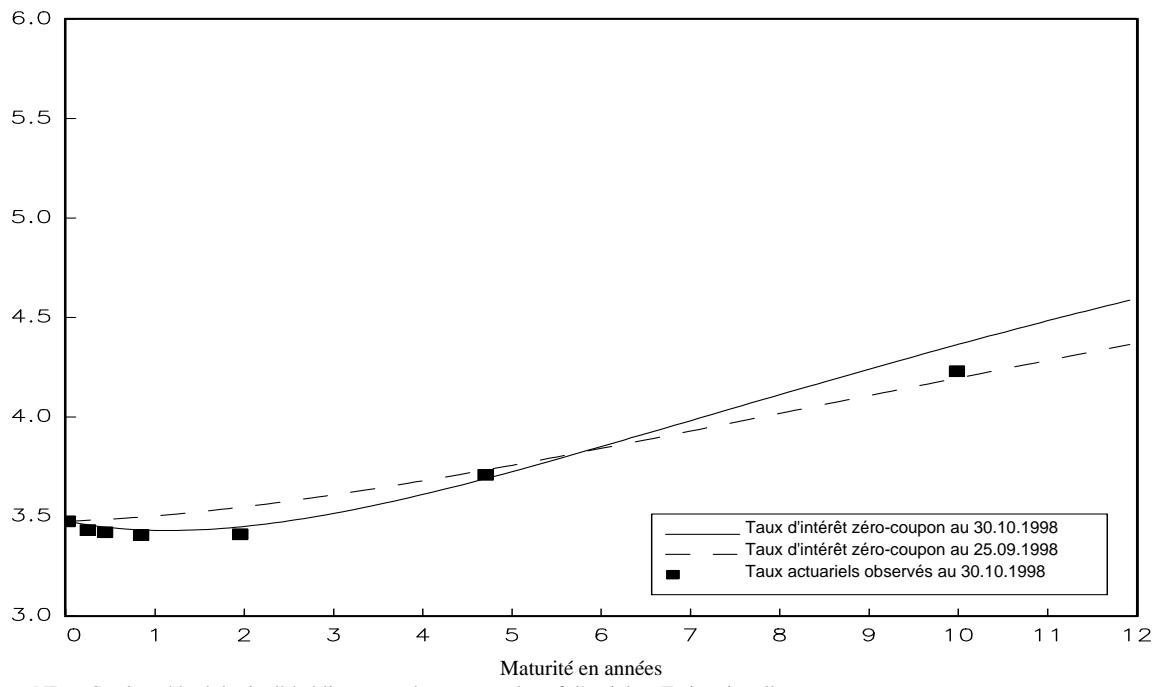
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 5 novembre 1998

Après une forte progression en septembre, les volumes sur les marchés à terme ont diminué en octobre. Encore soutenue durant la première quinzaine, qui a été marquée par la correction des marchés obligataires, l'activité s'est ensuite tassée, en liaison avec la stabilisation de la tendance observée sur le marché au comptant.

Sur le Matif, 89 000 lots sur le contrat notionnel se sont échangés en moyenne sur le mois (soit un volume en baisse de 32 % par rapport à septembre), alors que la volatilité est restée stable sur la période.

TAUX D'INTÉRÊT ZÉRO-COUPON ET TAUX ACTUARIELS



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

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

Mise à jour le 5 novembre 1998

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

(arrêtée au 9 novembre)

Au début du mois de novembre, les anticipations de baisse des taux courts, notamment aux États-Unis, se sont atténuées progressivement. Les nouvelles baisses de 25 points de base des taux directeurs en Espagne et au Portugal et de 125 points de base en Irlande ont marqué une étape supplémentaire dans le processus de convergence des taux directeurs en Europe vers les niveaux français et allemand, sans traduire pour autant de changement d'orientation des politiques monétaires des pays de la zone euro.

L'amélioration, intervenue à partir de la mi-octobre, de la perception de l'environnement international a permis aux marchés obligataires de demeurer stables, malgré l'affaiblissement des anticipations de baisses des taux courts.

5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est élevé à 1 313,9 milliards de francs à la fin du mois d'octobre, contre 1 334,7 milliards à fin septembre. Cette légère décrue recouvre des évolutions d'ampleur assez faible quels que soient les titres concernés. L'encours des certificats de dépôt régresse de 16,9 milliards de francs, celui des billets de trésorerie se rétracte de 3,3 milliards et l'encours des bons à moyen terme négociables reste à un niveau très proche de celui du mois précédent, à 414,1 milliards. Seul l'encours des bons des institutions et sociétés financières s'inscrit à l'inverse de cette tendance, progressant de 2,1 milliards de francs, pour atteindre le montant de 43,8 milliards.

Les taux de rendement à l'émission relatifs aux certificats de dépôt et aux billets de trésorerie ont peu varié si l'on excepte une tension spécifique sur la durée de trois mois, qui a été davantage sollicitée par les émetteurs, sans doute pour faciliter le passage de fin d'année. Ce comportement a conduit dans le même temps à un allongement des durées d'émission pour l'ensemble des titres courts.

Dans un contexte caractérisé par des taux à long terme à leur plus bas niveau historique, le montant des émissions obligataires réglées en octobre a légèrement diminué d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte essentiellement d'une diminution des capitaux levés par l'État.

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 625,1 milliards de francs le 30 octobre, contre 642 milliards le 25 septembre et 628,2 milliards le 28 août.

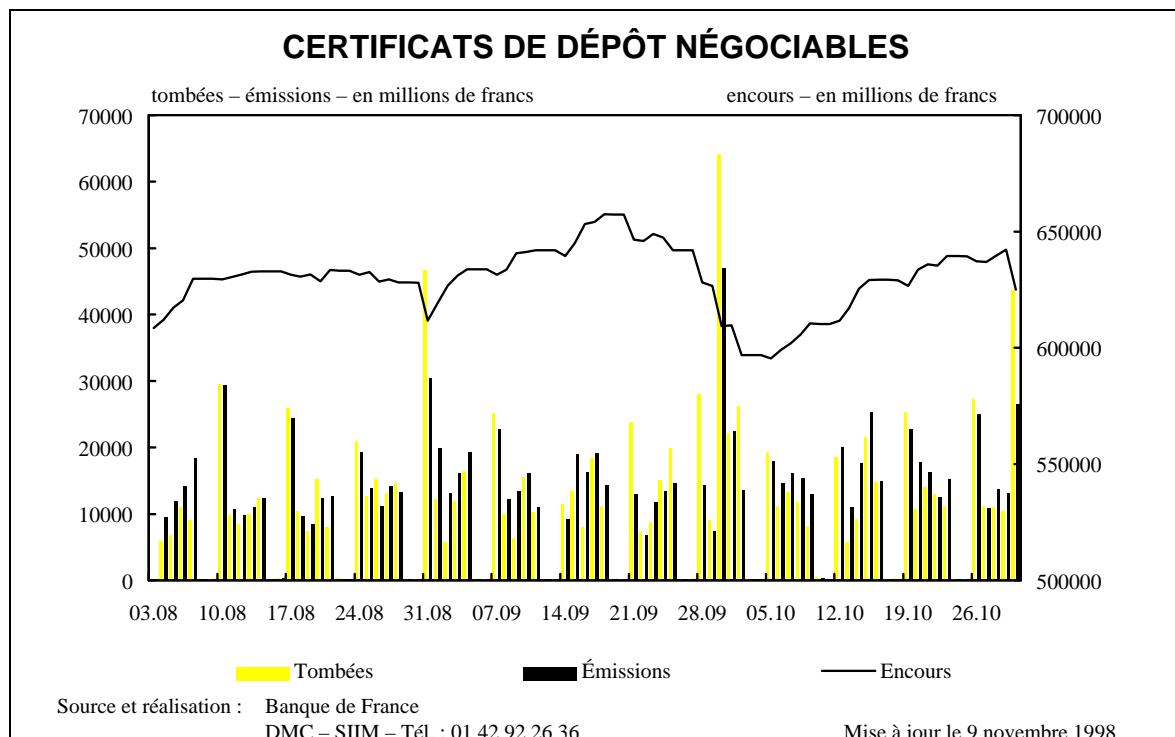
Les émissions réalisées au cours du mois d'octobre ont atteint 445,6 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 312,4 milliards en septembre et 297,1 milliards en août (respectivement 462,5 milliards, contre 298,5 milliards et 270,5 milliards, pour les tombées).

Trois émetteurs ont accru leur encours de plus de 4 milliards de francs au cours du mois sous revue : la Caisse centrale des caisses d'épargne (8 milliards), la BRED-Banque populaire (5,1 milliards), et la Commerzbank AG (4,9 milliards). À l'opposé, trois autres établissements ont réduit leur encours au-delà de ce même montant : KBC Bank (5,8 milliards de francs), la Banque CPR (4,3 milliards) et la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (4,1 milliards). La Caisse des dépôts et consignations demeure le principal émetteur du marché, avec un encours de 40,5 milliards de francs, devant la Banque fédérative du crédit mutuel (34,8 milliards), le Crédit Lyonnais (31,1 milliards) et Paribas SA (28,7 milliards).

La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteurs* révèle une légère baisse de la part des établissements de crédit et des sociétés et entreprises individuelles, avec respectivement 26,3 % et 25,2 % du montant total d'émission, contre 31,8 % et 29,8 % pour le mois précédent. Cette diminution est compensée par l'accroissement du montant souscrit par les assurances, caisses de retraite et mutuelles (22,3 % du total, contre 12,5 % en septembre), dont la trésorerie s'accroît traditionnellement au début du mois d'octobre du fait de l'encaissement des primes semestrielles.

La ventilation des émissions selon les *durées initiales* traduit une légère augmentation de la part des émissions réalisées entre un mois et trois mois, plage qui a concentré 40,3 % du montant des opérations, contre 36,4 % pour le mois précédent.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	117,3	26,3
De 1 mois à moins de 3 mois.....	179,6	40,3
De 3 mois à moins de 6 mois.....	140,3	31,5
De 6 mois à 1 an.....	8,4	1,9
Total.....	445,6	100,0



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 309 le 30 octobre, contre 303 pour les deux mois précédents.

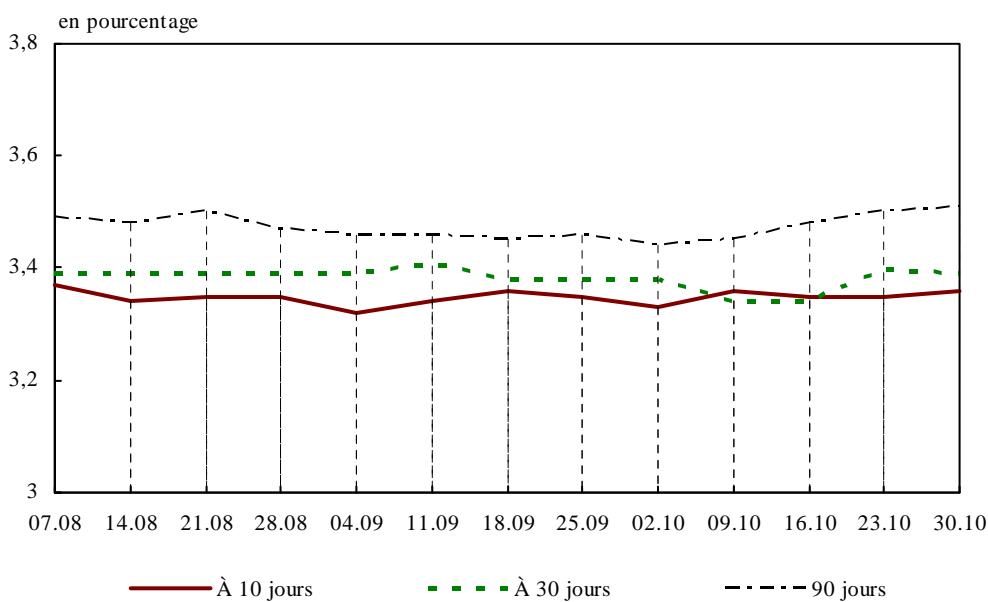
L'examen des taux à l'émission fait apparaître une hausse régulière, comprise entre 1 point de base et 3 points de base selon les semaines, des rémunérations relatives aux titres émis sur la durée de trois mois.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN

(en pourcentage)

	28 septembre au 2 octobre	5 au 9 octobre	12 au 16 octobre	19 au 23 octobre	26 au 30 octobre
Certificats à 10 jours (moyenne).....	3,33	3,36	3,35	3,35	3,36
Certificats à 30 jours (moyenne).....	3,38	3,34	3,34	3,40	3,39
Certificats à 90 jours (moyenne).....	3,44	3,45	3,48	3,50	3,51
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas).....	3,04	3,00	3,00	2,97	3,00
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut)	3,42	3,43	3,44	3,46	3,51
TIOP à 1 mois (plus bas).....	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
TIOP à 1 mois (plus haut)	3,50	3,50	3,50	3,50	3,51

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



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

Mise à jour le 9 novembre 1998

Bons des institutions et sociétés financières (BISF)

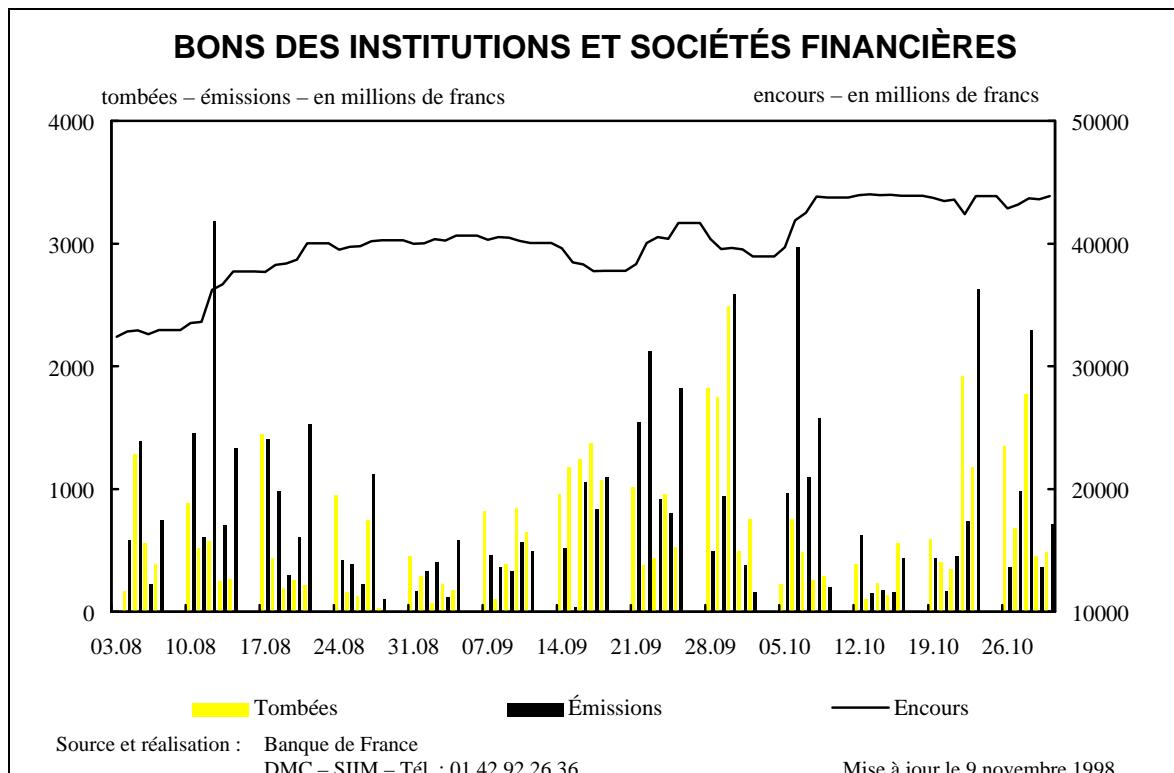
L'encours de ces bons s'élevait à 43,8 milliards de francs le 30 octobre, contre 41,7 milliards le 25 septembre et 40,3 milliards le 28 août. Au 30 octobre, 94,5 % de l'encours global correspondait aux opérations de sept établissements disposant d'un encours supérieur à 1 milliard de francs, le premier d'entre eux, le Crédit local de France, représentant 63,7 % du total, avec un encours de 27,9 milliards, devant Cofidis (4 milliards) et la Diac (3,2 milliards).

Les émissions réalisées au cours du mois d'octobre ont atteint 22,1 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 14,6 milliards en septembre et 17,4 milliards en août (respectivement 19,9 milliards, contre 13,2 milliards et 11,1 milliards, pour les tombées).

Les OPCVM ont concentré 55,2 % de la souscription des BISF, contre 48,0 % et 64,1 % pour les deux mois précédents. Les établissements de crédit ont recueilli 37,7 % du montant des émissions (31,1 % en septembre et 26,4 % pour le mois d'août).

L'examen des durées à l'émission fait ressortir une forte inflexion au profit des opérations réalisées entre trois mois et six mois, lesquelles ont représenté 84 % du total, au lieu de 52 % au mois de septembre. Cet allongement s'est effectué au détriment de la tranche de durée immédiatement inférieure (de un mois à trois mois), laquelle n'a recueilli que 12,9 % du montant des émissions, contre 43,1 % pour le mois précédent.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	0,4	1,7
De 1 mois à moins de 3 mois.....	2,9	12,9
De 3 mois à moins de 6 mois.....	18,5	84
De 6 mois à 1 an.....	0,3	1,4
Total.....	22,1	100,0



Billets de trésorerie (BT)

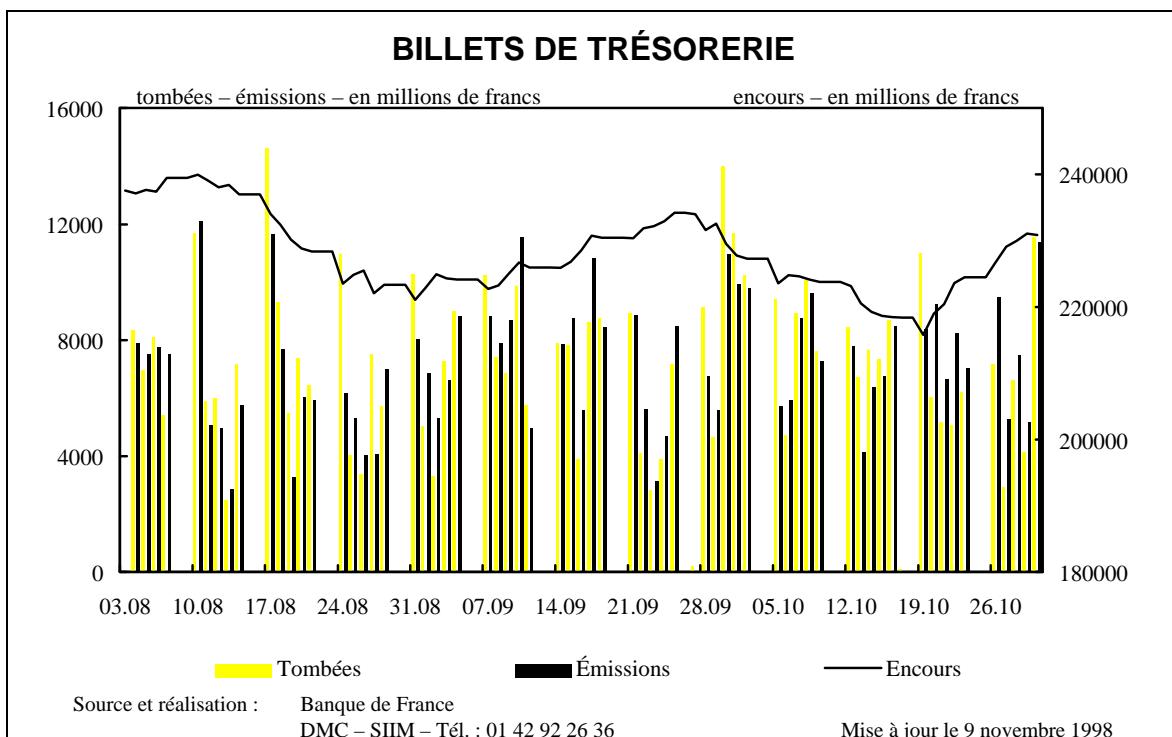
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 230,9 milliards de francs le 30 octobre, contre 234,2 milliards le 25 septembre et 223,3 milliards le 28 août. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 191,9 milliards de francs, contre 149,6 milliards en septembre et 130,9 milliards en août (respectivement 195,2 milliards, contre 138,7 milliards et 148,3 milliards, pour les tombées).

Le 30 octobre, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 95, contre 91 à fin septembre et 93 à fin août. Trois émetteurs ont accru leur encours de 2 milliards de francs ou plus entre fin septembre et fin octobre : Vivendi (4,9 milliards), Lafarge (2,9 milliards) et Charbonnages de France (2 milliards). À l'opposé, trois autres émetteurs ont réduit leur encours au-delà de ce même seuil : Total CFP (6,1 milliards de francs), France Télécom (4,6 milliards) et la Cades (3,9 milliards). Au 30 octobre, le principal émetteur sur le marché des billets de trésorerie était Vivendi (12,8 milliards de francs), devant LVMH (11,4 milliards), Lafarge (9,5 milliards) et la Cades (8,7 milliards).

La ventilation du volume d'émission selon les types de *souscripteurs* demeure proche de celle du mois précédent. La part des établissements de crédit reste largement dominante, avec 74,6 % du total, contre 78,4 % en septembre. Les OPCVM ont représenté 15,6 % du total (12,3 % en septembre), les sociétés et entreprises individuelles 5,2 % et les assurances, caisses de retraite et mutuelles 3,5 %.

La répartition mensuelle des émissions selon les *durées initiales* révèle un rallongement sensible des durées traitées au profit des opérations d'une échéance initiale comprise entre trois mois et six mois, lesquelles ont recueilli 28,8 % du montant global, contre 8,1 % pour le mois de septembre. La tranche de durée de un mois à trois mois demeure néanmoins la plage la plus sollicitée, avec 59,5 % du montant total (65,9 % en septembre).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	20,8	10,8
De 1 mois à moins de 3 mois.....	114,1	59,5
De 3 mois à moins de 6 mois.....	55,3	28,8
De 6 mois à 1 an.....	1,7	0,9
Total	191,9	100,0



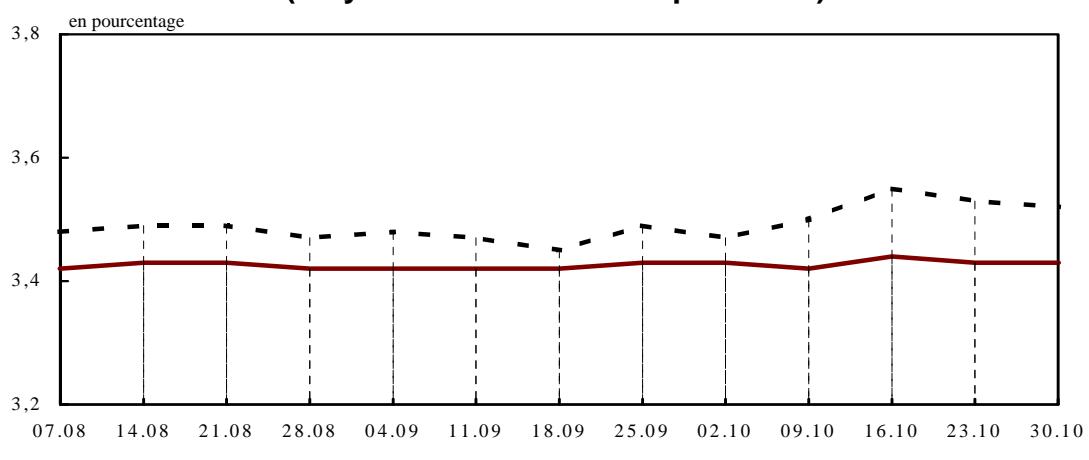
L'examen des *taux de rendement à l'émission* hebdomadaires traduit une tension sur la durée de trois mois au cours de la première quinzaine du mois, les taux moyens gagnant 8 points de base pendant cette période, suivie d'une légère détente sur le reste du mois, le niveau des rémunérations régressant cette fois de 3 points de base.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BILLETS DE TRÉSORERIE

(en pourcentage)

	28 septembre au 2 octobre	5 au 9 octobre	12 au 16 octobre	19 au 23 octobre	26 au 30 octobre
Billets à 10 jours (moyenne).....	(-)	3,40	(-)	3,40	(-)
Billets à 30 jours (moyenne).....	3,43	3,42	3,44	3,43	3,43
Billets à 90 jours (moyenne).....	3,47	3,50	3,55	3,53	3,52
Billets de 20 à 40 jours (plus bas)	3,36	3,39	3,39	3,30	3,38
Billets de 20 à 40 jours (plus haut)	3,49	3,49	3,53	3,53	3,51
TIOP à 1 mois (plus bas)	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,50	3,50	3,50	3,50	3,51

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BILLETS DE TRÉSORERIE (moyenne hebdomadaire pondérée)



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

Mise à jour le 9 novembre 1998

Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 414,1 milliards de francs le 30 octobre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 416,8 milliards au 25 septembre et 416,2 milliards au 28 août.

Les émissions réalisées au cours du mois d'octobre se sont élevées à 6,4 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 8,2 milliards en septembre et 7,5 milliards en août (respectivement 9,2 milliards, contre 7,6 milliards et 5,6 milliards, pour les tombées).

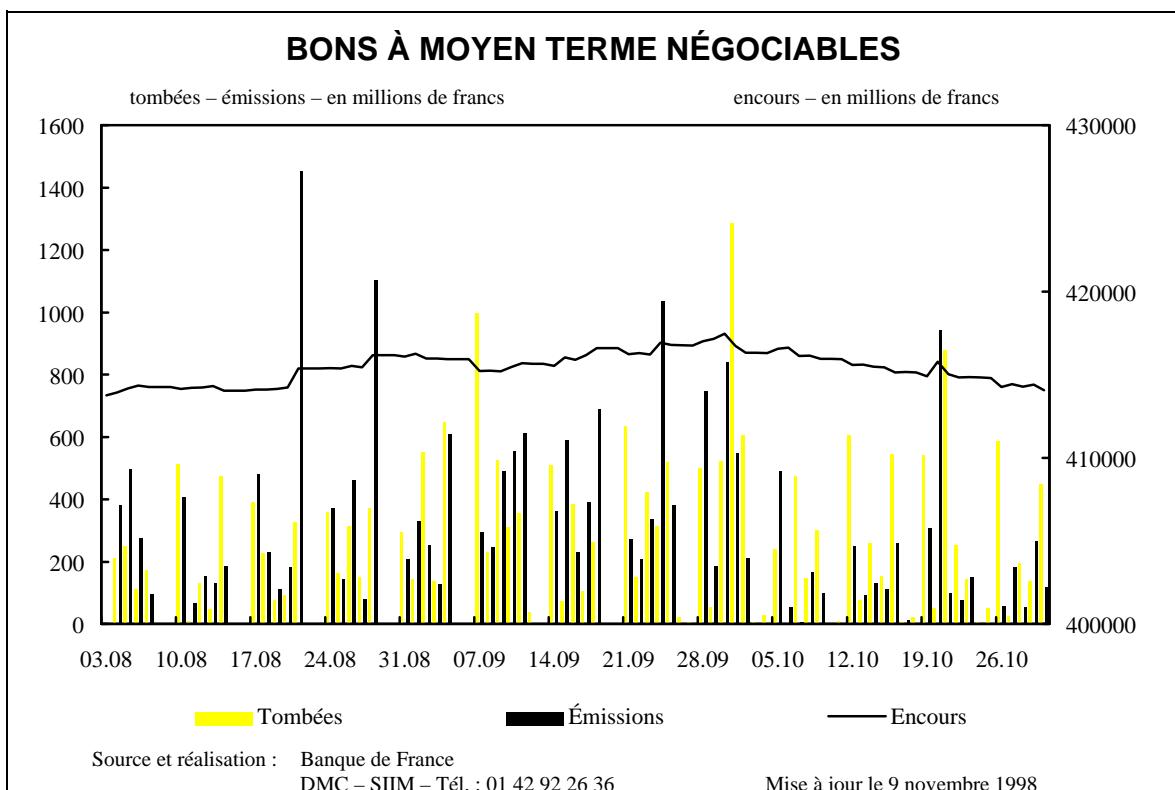
Le nombre d'émetteurs présents sur le marché au 30 octobre s'est établi à 228, contre 224 pour les deux mois précédents. Les hausses d'encours les plus significatives relevées pendant le mois concernent la Banque de réescompte et de placement Barep (1,1 milliard de francs) et Natexis Banque (848 millions). À l'opposé, les baisses les plus conséquentes proviennent du Crédit industriel et commercial (455 millions de francs), du Crédit Lyonnais (362 millions) et de Renault crédit international (315 millions).

Au 30 octobre, la Société générale demeurait le principal émetteur sur le marché des BMTN, avec 26,3 milliards de francs, devant le Crédit Lyonnais (24,6 milliards), la Caisse des dépôts et consignations (22,9 milliards) et Paribas SA (20,4 milliards).

La répartition mensuelle par catégories de *souscripteurs* fait apparaître une légère décrue de la contribution des établissements de crédit, avec 62,6 % du montant global d'émission (69,5 % en septembre) et, à l'opposé, une progression d'ampleur similaire de la part des OPCVM (25,9 % du total, contre 17,5 % pour le mois précédent). Les sociétés et entreprises individuelles ont représenté 7,9 % du total, alors que les assurances, caisses de retraite et mutuelles sont demeurées très peu présentes (1,4 %, contre 0,3 % en septembre et 2,5 % en août).

La ventilation du montant global des émissions selon leur *durée initiale* a très peu évolué par rapport à la période précédente. La part la plus importante des opérations est restée concentrée sur les durées inférieures à deux ans (42,1 % du montant de la production), devant les émissions d'une durée comprise entre deux ans et trois ans (20,3 %) et les titres d'une durée allant de trois ans à cinq ans (21,8 %).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	2,7	42,1
De 2 ans à moins de 3 ans.....	1,3	20,3
De 3 ans à moins de 5 ans.....	1,4	21,8
De 5 ans à moins de 7 ans.....	0,7	10,8
De 7 ans et plus.....	0,3	5,0
Total	6,4	100,0



Dans un marché étroit, où peu d'émissions ont été engagées, les taux offerts n'ont pas connu de fluctuations sensibles, contrairement à ce qui a pu être observé sur le marché obligataire au cours du mois d'octobre. Les taux des émissions ont, néanmoins, marqué à partir de la mi-octobre une tendance haussière sur la plupart des durées et, notamment, sur celles comprises entre 3 ans et 5 ans.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BMTN					
	(en pourcentage)				
	28 septembre au 2 octobre	5 au 9 octobre	12 au 16 octobre	19 au 23 octobre	26 au 30 octobre
Bons à 1 an 1 jour (moyenne).....	3,51	3,42	3,47	3,36	3,52
Bons à 2 ans (moyenne).....	3,70	3,48	(-)	(-)	3,54
Bons à 3 ans (moyenne).....	3,68	3,60	3,72	3,74	(-)
Bons à 5 ans (moyenne).....	3,93	(-)	4,17	(-)	4,19
Bons à 7 ans (moyenne).....	(-)	(-)	(-)	(-)	4,37
Bons à 10 ans (moyenne)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)

5.2.2. Les OPCVM

ENCOURS DE TITRES D'OPCVM (SICAV ET FCP)					
(données brutes en milliards de francs)					
	1997		1998		
	Octobre	Décembre	Août	Septembre	Octobre
SICAV	1 642,8	1 618,7	1 852,4	1 768,9	1 782,1
– monétaires	784,7	745,6	813,9	795,9	794,8
– obligations et autres titres de créance	457,7	446,2	474,3	475,6	471,6
– actions	243,6	264,8	362,1	310,7	325,4
– diversifiées	154,1	159,2	199,1	183,8	187,3
– garanties	2,7	2,9	3,0	2,9	3,0
FCP	1 369,8	1 360,0	1 673,1	1 628,8	1 646,8
– monétaires	283,1	274,8	316,5	314,8	304,6
– obligations et autres titres de créance	375,2	361,6	374,7	381,7	385,4
– actions	145,3	152,5	224,0	194,7	202,1
– diversifiés	401,1	405,7	558,8	541,5	555,7
– garantis	165,1	165,4	199,1	196,1	199,0
OPCVM	3 012,6	2 978,7	3 525,5	3 397,7	3 428,9
– monétaires	1 067,8	1 020,4	1 130,4	1 110,7	1 099,4
– obligations et autres titres de créance	832,9	807,8	849,0	857,3	857,0
– actions	388,9	417,3	586,1	505,4	527,5
– diversifiés	555,2	564,9	757,9	725,3	743,0
– garantis	167,8	168,3	202,1	199,0	202,0

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

Mise à jour le 6 novembre 1998

En octobre, l'encours de titres d'OPCVM « monétaires » s'est situé à 1 099,4 milliards de francs, en progression de 3,0 % sur un an, après + 1,4 % en septembre et + 3,3 % en août. D'après la société d'informations financières Fininfo, on note, en particulier, un mouvement de souscriptions nettes (+ 17 milliards de francs) succédant aux forts rachats de septembre (- 32,4 milliards).

L'encours des titres d'OPCVM « obligations » s'est élevé à 857 milliards de francs. Sa progression s'est légèrement renforcée, avec + 2,9 % sur 12 mois, après + 1,7 % en septembre et + 0,7 % en août.

L'encours des titres d'OPCVM « actions » s'est établi à 527,5 milliards de francs. Sous l'effet du redressement des places boursières intervenu en milieu de mois, il a enregistré une hausse de 35,6 % en glissement annuel, après + 21,6 % en septembre et + 44,6 % en août.

L'encours de titres d'OPCVM « diversifiés » a atteint 743 milliards de francs (+ 33,8 % sur un an) et celui des OPCVM « garantis » 202 milliards (+ 20,4 % en glissement annuel).

Au total, le marché de la gestion collective marque une reprise en octobre. L'encours des titres d'OPCVM s'est élevé à 3 428,9 milliards de francs en fin de mois, son glissement annuel atteignant + 13,8 %.

5.2.3. Le marché primaire obligataire en octobre

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 octobre a légèrement diminué d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte essentiellement d'une diminution des capitaux levés par l'État.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 38,6 milliards de francs, après 56,7 milliards en septembre et 42,4 milliards en août. Près de 59 % des titres réglés en octobre ont été émis en francs sur le marché intérieur, et plus de 10 % l'ont été en écus. Le compartiment international a, pour sa part, enregistré 31 % des émissions.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES							
ventilation par marchés							
				(en milliards de francs)			
Brutes				Nettes			
Octobre 1998	10 mois 1998	10 mois 1997	Année 1997	En date de règlement			
				MARCHÉ INTÉRIEUR			
23,6	296,4	289,0	336,0	État	23,6	156,1	160,6
2,8	52,0	60,2	75,6	Établissements de crédit et assimilés	- 18,9	- 131,7	- 53,0
-	48,3	29,2	46,2	Sociétés non financières	- 4,4	20,4	- 1,4
0,3	8,5	16,6	16,6	Autres émetteurs résidents	0,3	7,1	14,5
26,7	405,2	394,9	474,3	Ensemble des résidents	0,6	52,0	120,6
-	2,6	0,2	0,2	Non-résidents	-	1,6	- 4,2
26,7	407,8	395,1	474,5	TOTAL	0,6	53,6	116,4
4,0	37,0	31,9	34,5	dont émissions en écus	4,0	- 24,6	25,5
				MARCHÉ INTERNATIONAL			
-	-	-	-	État	-	-	-
1,1	30,0	22,5	25,6	Établissements de crédit et assimilés	- 0,4	16,2	9,1
-	22,9	2,1	6,8	Sociétés non financières	-	17,0	- 3,3
-	15,7	-	-	Autres émetteurs résidents	-	15,7	- 0,3
1,1	68,6	24,6	32,4	Ensemble des résidents	- 0,4	48,9	5,5
10,8	140,1	146,2	168,7	Non-résidents	4,3	103,4	116,3
11,9	208,7	170,9	201,1	TOTAL	3,9	152,3	121,7
-	32,7	4,7	4,7	dont émissions en écus	-	30,7	- 3,9
-	32,7	3,4	3,4	dont émissions en écus des résidents	-	32,7	- 3,9
-	8,2	8,8	8,8	dont émissions en devises	-	8,2	8,8
-	1,0	1,4	1,4	dont émissions en devises des résidents	-	1,0	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 2 novembre 1998

La **collecte des résidents** est ressortie à 27,8 milliards de francs (50,4 milliards en septembre), soit 72 % des émissions réglées en octobre.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES

ventilation par devises

(en milliards de francs)

				En date de règlement	Nettes			
Octobre 1998	10 mois 1998	10 mois 1997	Année 1997		Octobre 1998	10 mois 1998	10 mois 1997	Année 1997
ÉMISSIONS en FRANCS								
19,6	259,7	257,4	301,7	État	19,6	181,0	135,4	112,1
3,9	67,5	77,7	96,1	Établissements de crédit et assimilés	- 19,3	- 130,0	- 41,7	- 76,8
-	53,1	31,3	53,0	Sociétés non financières	- 4,4	19,4	- 4,8	5,3
0,3	22,8	16,6	16,6	Autres émetteurs résidents	0,3	21,5	14,2	13,6
23,8	403,2	382,9	467,4	Ensemble des résidents	- 3,8	91,8	103,1	54,2
10,8	135,4	137,7	160,2	Non-résidents	4,3	99,7	104,7	118,6
34,6	538,6	520,6	627,5	TOTAL	0,6	191,6	207,7	172,9
22,6	370,8	363,2	440,0	dont émissions intérieures	- 3,4	78,2	90,9	51,0
22,6	368,3	363,0	439,8	dont émissions intérieures des résidents	- 3,4	76,6	95,1	56,2
ÉMISSIONS en ÉCUS								
4,0	36,7	31,6	34,3	État	4,0	- 24,9	25,2	27,9
-	13,6	3,7	3,7	Établissements de crédit et assimilés	-	13,6	- 3,6	- 3,6
-	18,1	-	-	Sociétés non financières	-	18,1	-	-
-	1,3	-	-	Autres émetteurs résidents	-	1,3	-	-
4,0	69,7	35,3	38,0	Ensemble des résidents	4,0	8,1	21,7	24,3
-	-	1,3	1,3	Non-résidents	-	- 2,0	-	-
4,0	69,7	36,6	39,3	TOTAL	4,0	6,1	21,7	24,3
4,0	37,0	31,9	34,5	dont émissions intérieures	4,0	- 24,6	25,5	28,2
4,0	37,0	31,9	34,5	dont émissions intérieures des résidents	4,0	- 24,6	25,5	28,2
ÉMISSIONS en DEVISES								
-	1,0	1,4	1,4	Établissements de crédit et assimilés	-	1,0	1,4	1,4
-	7,2	7,4	7,4	Non-résidents	-	7,2	7,4	7,4
-	8,2	8,8	8,8	TOTAL	-	8,2	8,8	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 2 novembre 1998

Les émissions brutes de l'**État** se sont élevées à 23,6 milliards de francs (42 milliards en septembre). Les fonds en francs ont été levés sur une nouvelle ligne, l'OAT 4 % avril 2009¹. Lors de l'adjudication du 1^{er} octobre, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 18,3 milliards de francs, auxquels il faut ajouter 739 millions au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 4,02 %, en baisse de 35 points de base par rapport à l'adjudication du 3 septembre.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée également le 1^{er} octobre et qui portait sur une nouvelle ligne, l'OAT 4 % avril 2009. Le montant nominal émis s'est élevé à 610 millions d'écus, soit environ 4 milliards de francs. Le taux de rendement de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 4,05 %, en baisse de 36 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

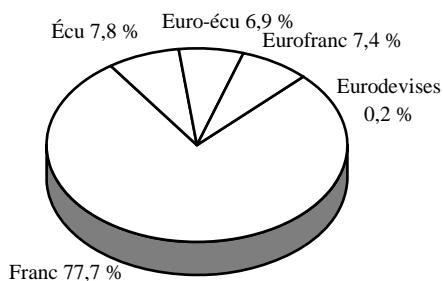
¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 2 au 23 octobre) ont atteint 590 millions de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 3,78 %.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée principalement sur le marché national, est revenue de 8,4 milliards de francs à 4,2 milliards d'un mois à l'autre. Les **établissements de crédit** ont levé 3,9 milliards de francs représentant pratiquement la totalité des émissions.

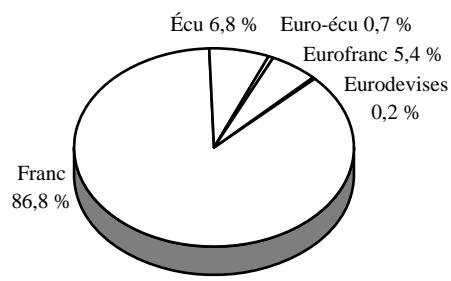
La collecte des **émetteurs non résidents**, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint 10,8 milliards de francs en octobre, après 6,3 milliards en septembre.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉS ET PAR DEVISES

10 mois 1998

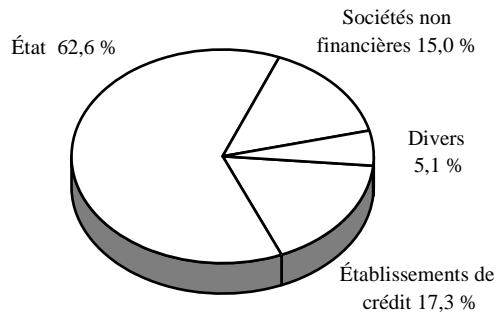


Année 1997

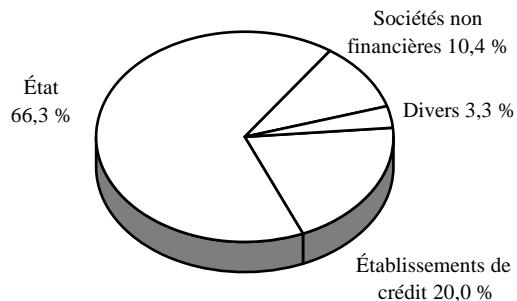


ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEURS ÉMETTEURS

10 mois 1998



Année 1997



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

Mise à jour le 2 novembre 1998

Au terme des dix premiers mois de 1998, la collecte brute cumulée en francs et en devises des résidents s'est élevée à 474 milliards de francs, contre 420 milliards durant la période correspondante en 1997. Globalement, la proportion des émissions en francs a diminué au profit des émissions libellées en écus. La part de l'État¹ a représenté près de 63 % 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 d'octobre

La suppression de la distinction entre le marché intérieur et le compartiment international de la Bourse de Paris, annoncée pour janvier 1999 lors des rencontres financières de l'association Paris-Europlace en juillet, a finalement été fixée au 2 octobre 1998 par le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Néanmoins, la Société des bourses françaises continue pour l'instant à effectuer cette distinction lors de la publication des avis de nouvelles émissions.

¹ À fin octobre, l'État avait réalisé 92 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 320 milliards de francs.

Le Trésor a procédé à l'émission de deux nouveaux emprunts par voie d'adjudication, l'un en francs, l'autre en écus, aux caractéristiques identiques (intérêt annuel de 4 % et échéance au 25 avril 2009), ce qui permettra de fusionner les deux lignes en un seul titre libellé en euros lors de la conversion de la dette publique le 1^{er} janvier 1999.

Par ailleurs, le colloque « Paris-Marchés Euro » a été l'occasion pour les établissements financiers français de s'engager à utiliser le nouvel indice européen Euribor, appelé à remplacer le Pibor début 1999.

En outre, le Conseil des marchés financiers (CMF) a communiqué le calendrier des opérations de conversion en euros des titres de créance pour les mois de février et mars prochains. S'agissant des opérations de conversion du deuxième trimestre 1999, les émetteurs devaient déposer une demande auprès du CMF avant le 31 octobre 1998.

Sur le marché international, un nouvel émetteur est apparu, Rabobank Nederland (3 milliards de francs).

Enfin, Électricité de France a procédé, du 2 au 22 octobre, à une offre publique d'échange portant sur onze lignes libellées en francs. L'opération a pour but de permettre aux détenteurs des titres de les échanger contre des obligations en euros. L'offre a finalement donné lieu à l'émission de titres en euros pour un montant total de 1,8 milliard d'euros.

5.2.4. Le marché primaire des actions en septembre

ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT					
	(en milliards de francs)				
	Août 1998	Septembre 1998	9 mois 1998	9 mois 1997	Année 1997
TOTAL ÉMIS (a)	20,6	23,2	257,5	211,6	292,9
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES	20,6	22,9	250,3	194,5	267,5
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT	–	0,2	5,8	7,0	7,2
COMPAGNIES D'ASSURANCE	–	0,1	1,3	10,0	18,1
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES	–	–	0,1	0,1	0,1
dont :					
– Émissions de titres cotés (b)	2,7	2,0	54,8	25,8	52,2
– Émissions avec appel public à l'épargne (c)	–	0,3	32,7	22,4	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					Mise à jour le 30 octobre 1998
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23					

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 23,2 milliards de francs en septembre, après 20,6 milliards en août. Au terme des neuf premiers mois de 1998, leur montant (257,5 milliards de francs) apparaît en progression d'environ 22 % d'une année à l'autre¹.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont passées de 25,8 milliards de francs à 54,8 milliards. À fin septembre 1998, elles représentaient 21 % du montant total des émissions d'actions, contre 12 % pour les neuf premiers mois de l'année 1997.

Les émissions réalisées avec appel public à l'épargne sont également en forte hausse d'une année à l'autre : 32,7 milliards de francs sur les neuf premiers mois de 1998, contre 22,4 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 fortement redressée au cours du mois d'octobre, l'indice CAC 40 regagnant presque toute la perte du mois de septembre, avec une progression de 10,16 %. Cette reprise traduit un regain de confiance des investisseurs, qui ont réagi positivement tant aux décisions de baisse des taux directeurs aux États-Unis et en Europe, qu'aux avancées obtenues dans la stabilisation de la situation financière des économies émergentes. L'évolution a été similaire sur les autres grandes places boursières, à l'exception de Tokyo qui enregistre une performance relativement médiocre, avec une progression de seulement 1,18 %.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

La Bourse de Paris a progressé de manière régulière au cours de la période sans phase marquée de prises de bénéfices. La hausse des cours a été, toutefois, particulièrement soutenue entre le 10 octobre et le 18 octobre, avant de prendre un tour plus modéré sur le reste du mois.

L'ampleur de la reprise et sa rapidité (le mouvement de hausse s'étant concentré principalement sur 5 ou 6 séances) ont tenu notamment aux facteurs suivants :

- la deuxième baisse consécutive des taux du Système de réserve fédérale de 25 points de base, le 15 octobre, totalement inattendue contrairement à la première, a été bien accueillie par les opérateurs, qui ont eu le sentiment que le Système était résolu à agir en vue de prévenir les risques de rationnement du crédit aux États-Unis ;

- l'inquiétude sur les marchés financiers a également été apaisée par la présentation du plan de relance et de sauvetage du système bancaire japonais, ainsi que par les perspectives d'un renforcement des moyens du FMI ;

- par la suite, l'évolution de la Bourse de Paris, à l'instar de celle des principales bourses européennes, a été soutenue par l'amélioration des perspectives économiques aux États-Unis et le redressement du dollar.

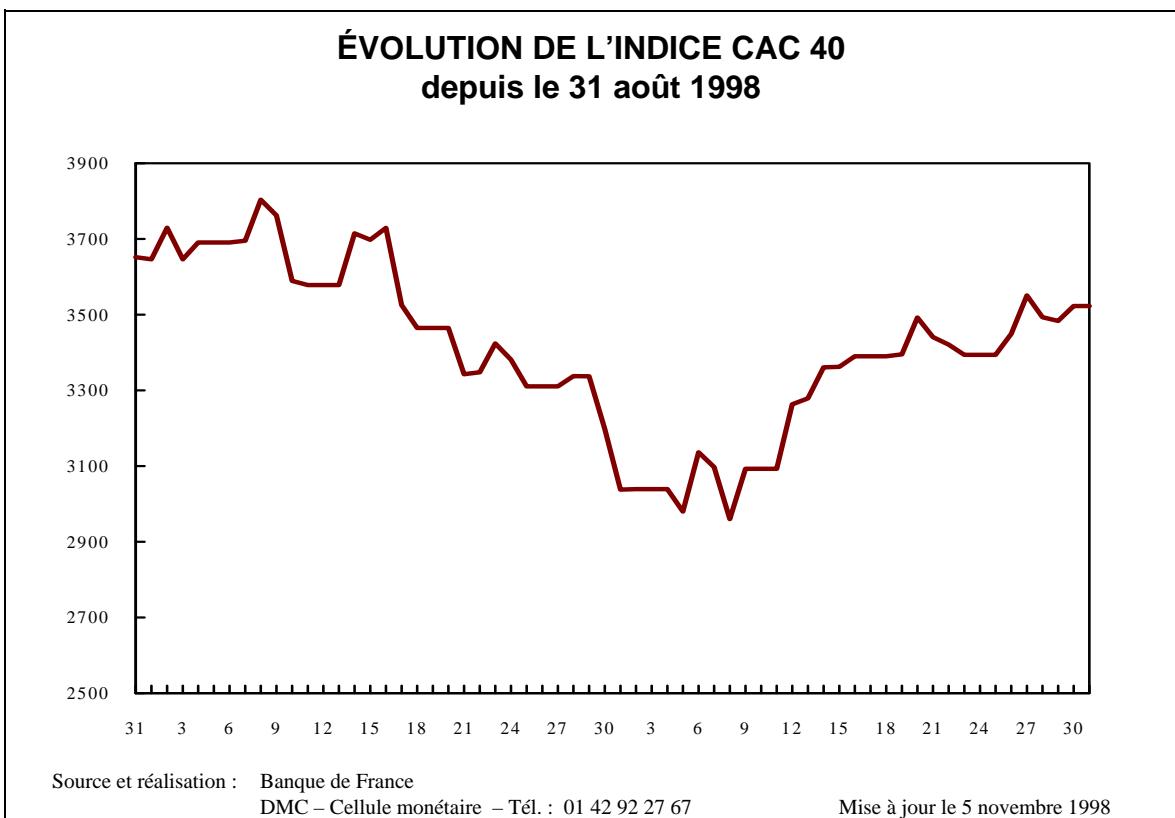
Outre ces évolutions générales qui ont favorisé une réorientation des portefeuilles vers les marchés boursiers, des éléments plus spécifiques aux valeurs cotées ont joué.

D'une part, la mise en œuvre effective de programmes de rachat d'actions semble avoir joué un rôle important au début de la phase de remontée des cours. D'autre part, le regain de confiance a également été conforté par un effort de communication de nombreuses entreprises, rassurant les investisseurs sur les niveaux de résultats à attendre pour l'ensemble de l'année 1998. Enfin, renouant avec la tendance observée au premier semestre, de nouvelles perspectives de rapprochements d'entreprises, ainsi que des introductions en bourse, ont participé à l'animation du marché.

INDICES BOURSIERS				
	30 septembre 1998	31 octobre 1998	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1998
New York (Dow Jones)	7 842,62	8 592,10	9,56	8,65
Londres (FT 100)	5 064,40	5 438,40	7,38	5,90
Tokyo (Nikkei)	13 406,39	13 564,51	1,18	- 11,10
Paris (CAC 40)	3 197,95	3 522,93	10,16	17,47
Francfort (DAX)	4 474,51	4 671,12	4,39	9,92

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

Mise à jour le 5 novembre 1998



5.3.2. La tendance au début du mois de novembre (arrêtée au 9 novembre)

Au début du mois de novembre, la Bourse de Paris a continué sa progression, l'indice CAC 40 avoisinant 3 600 points à la fin de la première semaine, dans le cadre d'un mouvement général de progression des principales places boursières. La publication des données d'activité sur les neuf premiers mois de l'année a débuté, dessinant des perspectives de croissance et de résultats qui s'avèrent meilleures que celles anticipées par de nombreux analystes lors de la période de publication des résultats semestriels, et proches, en définitive, des objectifs annoncés par nombre d'entreprises en début d'année.

CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

Le gouvernement et la politique générale

Le Sénat

1^{er} octobre Christian Poncelet succède à René Monory à la présidence du Sénat.

Le marché obligataire

2 octobre En vue de préparer le passage du marché obligataire du franc à l'euro, le ministère de l'Économie et des Finances supprime la distinction entre le marché obligataire domestique et l'euromarché. Désormais, les émetteurs sur l'euromarché ne seront plus soumis à obligation déclarative auprès du ministère.

Les privatisations

1^{er} octobre Succès du placement des titres de la Caisse nationale de prévoyance : l'offre à prix ferme a été souscrite à hauteur de six fois l'offre initiale et le placement global garanti destiné aux institutionnels à hauteur de sept fois.

27 octobre Publication d'un décret autorisant le transfert au secteur privé d'une part minoritaire de la société Thomson Multimédia.

29 octobre Le gouvernement arrête les modalités de privatisation du Crédit Lyonnais. D'ici à la fin de l'année, la clause de retour à meilleure fortune devra être apurée et les liens avec le CDR rompus. Début 1999, un appel d'offres sera lancé pour constituer un groupe d'actionnaires partenaires qui ne détiendra pas plus de 33 % du capital. Ce noyau dur souscrira à une augmentation de capital de FRF 8 milliards. Au cours du premier semestre, une offre publique de vente aux particuliers, aux institutionnels et aux salariés permettra de ramener la part de l'État sous les 10 %.

Les 35 heures

5 octobre Au 23 septembre, 321 accords sur les 35 heures ont été signés, concernant 45 444 salariés et créant 3 500 nouveaux emplois. Les PME sont largement dominantes dans ces accords.

16 octobre Accord dans le secteur textile entre le patronat et tous les syndicats.

23 octobre Signature d'un accord dans la branche des services automobiles entre le patronat et 3 syndicats (FO, CFE-CGC, CFTC).

29 octobre Signature d'un accord dans l'industrie de la viande.

La fiscalité

- 7 octobre** À compter du 1^{er} janvier prochain, une taxe de FRF 15 sera prélevée sur chaque billet d'avion au départ de France, en remplacement d'une redevance perçue auprès des compagnies aériennes et annulée par le Conseil d'État.
- 14 octobre** Au-delà de FRF 1 million et dans la limite de 30 % du patrimoine, les contrats d'assurance-vie faisant l'objet d'une transmission seront taxés à 20 %. Mais cette mesure ne s'appliquera qu'aux montants versés à compter du 14 octobre 1998.
- 22 octobre** La suppression de la TVA sur l'acquisition de terrains à bâtir s'appliquera aux actes authentiques signés à compter du 22 octobre.
- 28 octobre** Le ministère des Finances reporte au 31 décembre 1999 la date limite du délai permettant le transfert en franchise fiscale des contrats d'assurance-vie en francs vers des contrats DSK.

Le CNCT

- 7 octobre** Publication du *Rapport annuel du Conseil national du crédit et du titre*.

L'agriculture

- 13 octobre** L'Assemblée nationale adopte en première lecture la loi d'orientation agricole qui met en place, notamment, le contrat territorial d'exploitation.

L'AMI

- 14 octobre** Le Premier ministre annonce que la France se retire des négociations sur l'Accord multilatéral sur l'investissement.

La justice consulaire

- 14 octobre** Les ministres de la Justice et de l'Économie et des Finances présentent les grandes lignes de la réforme de la justice commerciale, qui vise, notamment, à introduire dans les tribunaux de commerce la pratique de l'échevinage.

Les entreprises publiques

- 14 octobre** La Commission européenne donne son accord à l'octroi par l'État de FRF 6,29 milliards à la Société marseillaise de crédit, avant sa cession à la Banque Chaix, filiale du Crédit commercial de France.

Les finances publiques

- 15 octobre** Fin août, le déficit budgétaire s'élevait à FRF 293,5 milliards, soit 24,8 milliards de moins qu'un an auparavant.
- 20 octobre** L'Assemblée nationale adopte le volet recettes du projet de loi de finances pour 1999, maintenant le déficit au niveau prévu par le gouvernement, à FRF 236,6 milliards.

La protection sociale

- 20 octobre** Le gouvernement propose au conseil d'administration de la CNAM un objectif de progression des dépenses de santé de 2,6 % en moyenne pour 1999.
- 23 octobre** Le gouvernement, les caisses d'assurance maladie et 4 syndicats de biologistes signent un accord concrétisant l'engagement pris en juillet d'économiser FRF 75 millions sur les dépenses du secteur en 1998.
- 27 octobre** Publication d'un décret autorisant le cumul du RMI avec certaines prestations familiales.

Le remaniement ministériel

- 20 octobre** Louis Le Pensec, élu sénateur, est remplacé par Jean Glavany au poste de ministre de l'Agriculture et de la Pêche.

L'an 2000

- 20 octobre** Le ministère de l'Économie et des Finances, la Commission bancaire, la Commission des opérations de bourse et la Commission de contrôle des assurances publient un *Livre blanc* sur le passage à l'an 2000.

Les mesures en faveur des lycées

- 21 octobre** Le ministre de l'Éducation nationale présente un plan d'action immédiat qui prévoit, notamment, de mettre 14 000 adultes supplémentaires dans les lycées (3 000 surveillants, 10 000 emplois-jeunes et 1 000 appelés du contingent). Il incite par ailleurs les régions à emprunter FRF 4 milliards sur quatre ans à taux zéro pour équiper les lycées.

L'intercommunalité

- 27 octobre** Le ministre de l'Intérieur par intérim présente au Conseil des ministres le projet de loi relatif à « l'organisation et à la simplification de la coopération intercommunale ». Ce texte permet notamment la mise en place d'une taxe professionnelle d'agglomération.

Le CNPF

- 27 octobre** Le Conseil national du patronat français devient le Mouvement des entreprises de France (Medef).

Les fonds de pension

- 28 octobre** Les ministres de l'Emploi et de l'Économie et des Finances s'engagent à abroger, l'an prochain, la loi Thomas sur les fonds de pension. En contrepartie, ils annoncent qu'un projet de loi sera présenté, en 1999, pour créer de nouveaux produits d'épargne-retraite destinés à compléter le régime par répartition.

Le 1 % logement

- 28 octobre** Le gouvernement élargit les utilisations possibles des fonds collectés dans le cadre du 1 % logement.

L'évaluation des politiques publiques

28 octobre Dans le cadre de la réforme de l'État, le gouvernement crée un Conseil national de l'évaluation des politiques publiques.

La Banque de France et la politique monétaire

16 octobre Entrée en vigueur du nouveau régime des réserves obligatoires.

É T U D E S

LA SITUATION DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE À L'AUTOMNE 1998

Depuis le début de l'année, l'économie française reste sur un rythme d'expansion soutenu grâce au développement rapide de la demande interne, principalement de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises. À l'inverse, les échanges extérieurs, qui avaient été le moteur de la reprise, pèsent sur l'activité.

La poursuite d'une croissance robuste dépend de la capacité de la demande intérieure à maintenir un rythme de progression apte à compenser les effets du ralentissement de l'économie dans les zones extérieures à l'Europe des Onze. Or, le dynamisme de la consommation paraît solide, en raison notamment de l'amélioration du marché du travail, et devrait alimenter le cycle de l'investissement. Il faudrait une rupture nette dans la confiance des ménages pour faire passer la croissance en deçà du seuil de stabilisation du chômage.

*Direction des Études économiques et de la Recherche
Service d'Études macroéconomiques sur la France*

Les comptes du premier et du deuxième trimestres de 1998 ont fait apparaître une modification marquée de la contribution respective de la demande intérieure et des échanges extérieurs à la croissance.

Les échanges extérieurs avaient été le moteur de la reprise entamée au milieu de l'année 1996, avec une contribution à la croissance de quelque 1,5 point en 1997. Celle-ci est devenue négative de 0,5 point au premier trimestre de 1998, puis de 0,3 point au trimestre suivant, ces résultats commençant à refléter le tassement de nos marchés d'exportation. Cette tendance s'est vraisemblablement accusée depuis la fin du premier semestre, les enquêtes les plus récentes réalisées auprès des chefs d'entreprise signalant, en effet, un repli des carnets de commandes étrangers.

En revanche, la reprise de la demande intérieure a été très nette : la croissance de la consommation des ménages se situe à la fin du premier semestre sur un rythme de 4,1 % en glissement annuel, l'investissement des entreprises se montre particulièrement dynamique (+ 6,6 %), alors que l'investissement des ménages marque un redressement sensible (+ 2,4 %). Cette orientation de la demande intérieure s'est vraisemblablement prolongée depuis la fin de l'été : la consommation des ménages en produits manufacturés a progressé de 2,6 % au troisième trimestre, après 0,7 % au trimestre précédent, et les réponses aux enquêtes réalisées cet été auprès des grossistes spécialisés dans les biens d'équipement, bien qu'en repli par rapport aux niveaux exceptionnels atteints au printemps, révèlent une bonne tenue de leurs ventes et de leurs intentions de commandes.

La question principale pour la durabilité de la phase actuelle d'expansion soutenue (l'acquis de croissance pour le PIB se situe à 2,5 % à la fin du premier semestre) réside sans aucun doute dans la capacité de la demande intérieure à maintenir un rythme de progression apte à compenser les effets du ralentissement de la croissance dans les zones extérieures à l'Europe des Onze. Compte tenu d'un meilleur fonctionnement du marché du travail et des effets indirects de la crise financière internationale (gains des termes de l'échange, baisse des taux d'intérêt de marché), une progression vigoureuse de la consommation paraît tout à fait réalisable : il faudrait une rupture nette dans la confiance des ménages pour faire passer la croissance en deçà du seuil de stabilisation du chômage.

1. Grâce à une demande intérieure toujours dynamique, l'activité pourrait se maintenir en France au-dessus du seuil nécessaire à la création d'emplois

1.1. La croissance n'est plus tirée par les échanges extérieurs

1.1.1. Le ralentissement du rythme des exportations est essentiellement imputable au resserrement sensible de la demande mondiale

Alors que la reprise de l'économie française, à partir de l'été 1996, a été dans un premier temps essentiellement attribuable au dynamisme de la demande étrangère, les comptes des deux premiers trimestres de 1998 reflètent un ralentissement des exportations de biens et services : ces dernières ont progressé à la fin du premier semestre à un rythme annuel d'environ 5 %, contre plus de 13 % à la fin du quatrième trimestre 1997. Conjuguée à la vigueur d'une demande interne qui continue à nourrir des flux d'importations en hausse de près de 8,0 %, la modération des exportations se traduit par une contribution négative des échanges extérieurs à la croissance.

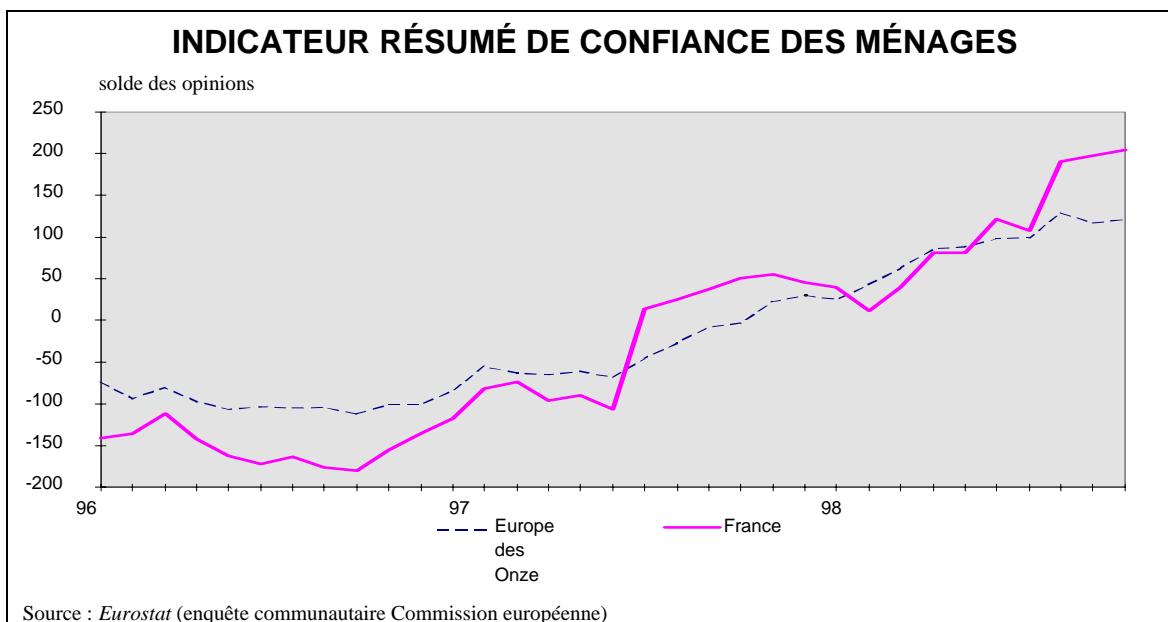
Sur la base des informations actuellement disponibles, il est probable que cette décélération, liée à la contraction de la demande mondiale, se poursuive au cours des trimestres prochains.

Le tableau ci-après rappelle l'évolution des échanges extérieurs français avec les principales zones. Ces données ne sont pas identiques aux chiffres des comptes trimestriels, puisqu'elles ne concernent que les seules exportations de marchandises et sont exprimées en francs courants. Elles permettent toutefois de donner une idée de la sensibilité des exportations françaises à l'évolution conjoncturelle des grandes zones.

FLUX D'IMPORTATIONS ET D'EXPORTATIONS PAR ZONES						
Données de balance commerciale						
(montants en milliards de francs courants – moyenne mensuelle – CAF-FAB – cvs)						
	Importations			Exportations		
	1 ^{er} semestre 1997	2 ^e semestre 1997	1 ^{er} semestre 1998	1 ^{er} semestre 1997	2 ^e semestre 1997	1 ^{er} semestre 1998
Union européenne (UE) des Quinze.....	78,1	82,8	86,7	84,2	90,3	92,3
d ^{ont} : Europe des Onze.....	64,0	68,2	71,7	66,5	71,1	72,5
OCDE hors UE	22,2	24,8	25,6	20,2	21,8	23,4
d ^{ont} : États-Unis	10,6	12,1	12,8	8,5	9,9	11,0
Japon	4,1	4,6	4,6	2,4	2,4	2,5
Monde hors OCDE	25,8	28,6	28,1	28,5	32,6	31,5
d ^{ont} : Pays de l'Asie émergente	8,1	9,4	9,2	8,4	9,8	7,3

Source : Douanes

À cet égard, il convient de souligner que les données disponibles pour le premier semestre ne font ressortir d'inflexion notable que pour les exportations à destination des pays émergents d'Asie. On notera également que le gain de compétitivité des exportateurs de ces pays ne s'est pas pour le moment traduit par une accélération sensible des importations françaises en provenance de cette zone. Compte tenu des prévisions actuellement disponibles relatives aux activités américaine et britannique, le soutien de ces dernières au dynamisme des exportations françaises pourrait s'atténuer dans les prochains trimestres. Il est alors possible que les seules exportations à destination de l'Europe des Onze soient insuffisantes pour compenser le ralentissement des autres zones. De fait, les premiers résultats de l'enquête d'octobre 1998 réalisée par l'INSEE auprès des industriels signalent un repli très net de leurs prévisions relatives aux carnets de commandes étrangers.



Il convient toutefois de rappeler que l'activité, dans la plupart des pays de l'Europe des Onze, semble obéir à un schéma similaire à celui que la France a connu depuis le début de l'année 1998 : si les exportations ralentissent, la demande intérieure, et tout particulièrement la consommation des ménages, marque un redémarrage. Le graphique (cf. *supra*) reproduit l'évolution de la confiance des ménages en France et dans la zone euro. Il montre clairement que la réorientation plus optimiste des anticipations des ménages a été depuis le printemps de 1998 plus ample en France que dans la zone euro prise dans son ensemble. Toutefois, la confiance des ménages continue d'y progresser régulièrement, ce qui peut être interprété comme le signe d'un raffermissement de leur demande dans les prochains mois, susceptible d'engendrer une amélioration des perspectives de ventes des producteurs français vers une zone qui吸orbe près de la moitié de leurs exportations.

1.1.2. Les effets de la dépréciation du dollar devraient rester limités

À cette contraction du rythme de croissance de la demande mondiale, pourraient s'ajouter les effets de la dépréciation du dollar vis-à-vis du franc observée ces derniers mois. Cependant, on peut dénombrer au moins trois raisons de penser que l'impact négatif d'un repli du dollar sera plus faible que par le passé.

– Dans le contexte actuel, la baisse du dollar, même si elle pénalise la zone euro, contribue en particulier à stimuler certaines économies émergentes en atténuant la pression sur les monnaies encore ancrées au dollar (real, dollar de Hong-Kong), en réduisant le poids des dettes libellées en dollars et en favorisant la baisse des taux en Asie.

– Le repli du dollar ne génère pas, comme ce fut le cas dans le passé, de turbulences monétaires intra-européennes. Ce découplage est de nature à réduire l'incertitude pour les entreprises françaises et à maintenir les taux d'intérêt de marché à un bas niveau, contribuant ainsi à préserver la reprise de la demande intérieure.

– L'effet favorable des gains de termes de l'échange est sous-estimé. La désinflation importée soutient le pouvoir d'achat des ménages et infléchit à la baisse le taux d'épargne. Ces effets viennent contrarier assez rapidement l'incidence négative des pertes de compétitivité initiales.

Si ces effets de demande sont convenablement retracés dans les modèles, les effets d'offre favorables associés aux gains de termes de l'échange sont, en revanche, mal pris en compte. Une baisse du dollar, en améliorant les termes de l'échange, tend à faire diminuer le coût réel du travail. En effet, la désinflation importée ralentit les prix à la consommation, qui progressent moins vite que les prix de vente des entreprises. Dans la mesure où les salaires viennent peu ou prou s'indexer sur les prix à la consommation, le coût réel du travail, vu du côté des entreprises (c'est-à-dire apprécié par rapport à leur prix de vente), diminue. Ceci devrait *a priori* provoquer une baisse du chômage structurel.

Compte tenu de tous ces éléments, la Banque de France considère que l'incidence négative sur le taux de croissance du PIB d'une baisse de 10 % du dollar peut être estimée à 0,3 point de PIB la première année et 0 point la seconde, soit un résultat moins pessimiste que d'autres estimations souvent avancées. De plus, la récente hausse du yen devrait conduire à compenser partiellement l'impact négatif de la dépréciation du dollar sur l'activité française.

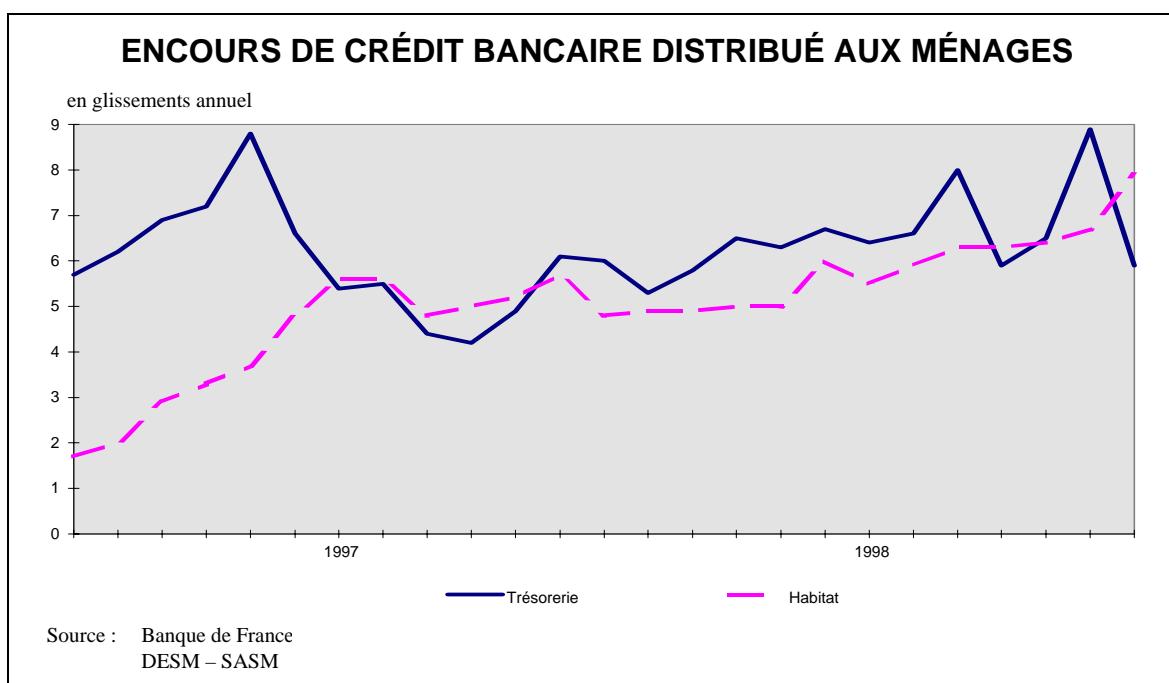
1.2. La demande interne assure aujourd'hui la poursuite de la croissance

1.2.1. Le dynamisme de la demande intérieure

Parmi les composantes de la demande intérieure, c'est la demande des ménages (consommation et investissement-logement) qui contribue le plus à la croissance. Le dynamisme de la consommation s'appuie sur une hausse soutenue du pouvoir d'achat des ménages, nourrie par une inflation faible et d'importantes créations d'emplois.

À cet égard, la situation du marché du travail français s'est déjà nettement améliorée sur la période récente puisque les créations d'emplois ont atteint 245 000 postes sur un an à la fin du deuxième trimestre de 1998, en liaison avec l'accélération de la production. L'emploi devrait continuer, au cours des trimestres prochains, à tirer profit du maintien de la croissance, et cela d'autant plus qu'il apparaît que l'amélioration de la flexibilité du marché du travail a permis de renforcer la réactivité de l'emploi à l'activité. En effet, la reprise de l'emploi depuis le second semestre de 1997, essentiellement imputable aux contrats atypiques (intérim en particulier), pourrait être une conséquence de la remise en cause au cours des dernières années de la plupart des réglementations limitant le recours à ces formes de contrats.

La demande des ménages est également soutenue par le faible niveau des taux de marché, qui continue de favoriser la reprise de l'investissement-logement, ainsi que celle du crédit à la consommation. De fait, les crédits octroyés par les établissements bancaires aux ménages progressent actuellement à un rythme annuel d'environ 6 %, aussi bien en ce qui concerne le crédit à l'habitat que les crédits à la consommation (cf. graphique *infra*). Cette reprise nette de l'endettement des ménages peut être interprétée également comme un signe de confiance sur leurs perspectives économiques.



L'investissement des entreprises est également favorablement orienté, le maintien de la progression de la consommation à un rythme soutenu se combinant au haut niveau des taux d'utilisation des équipements dans le secteur manufacturier observé depuis les premiers mois de 1998. Par ailleurs, la faiblesse de l'investissement au cours des années récentes s'est naturellement traduite par un vieillissement des équipements, qui accroît le besoin actuel de renouvellement et réduit la capacité du secteur productif à répondre à la demande sans augmenter le capital mis en œuvre. Enfin, la situation d'aisance financière des entreprises reste très favorable à l'investissement.

Enfin, la politique budgétaire tend à soutenir légèrement le revenu des ménages. Certes, les nouvelles mesures prises en 1998 ont conduit à des prélèvements supplémentaires de 13,5 milliards de francs en 1998 sur le revenu (y compris la substitution de la CSG aux cotisations sociales « maladie ») et à un moins-perçu de 4 milliards de francs dû à la mise sous condition de ressources transitoire des allocations familiales. Toutefois, dans le même temps, s'exercent les premiers effets des revalorisations indiciaires de la fonction publique et de la reprise de l'emploi soutenue par la mise en place de diverses

mesures publiques telles que le programme d'emplois jeunes (350 000 emplois prévus d'ici à la fin de l'an 2000).

1.2.2. Les récentes perturbations financières ne devraient guère affecter ces tendances

La baisse du cours des actions a atteint 14,7 % entre la fin du mois de juin et le début du mois de novembre 1998 (indice SBF 250). Celle-ci se traduit par un reflux de la richesse financière des ménages succédant à une longue phase de hausse. Observons d'abord que la pertinence de l'utilisation d'une telle variable pour la compréhension des comportements de dépense des ménages reste discutée. De plus, l'encours des actions cotées retracé dans le tableau des opérations financières de fin 1997 ne représente que 2,9 % du patrimoine des ménages et n'est qu'un peu plus du double de celui des obligations, alors que le patrimoine immobilier s'élève à 39,0 %. Or les cours des obligations montent et les prix de l'immobilier, après la forte baisse de 1995, ont repris leur progression.

Au total, l'observation de l'ensemble de la variation du patrimoine des ménages depuis cet été conduit à nuancer l'effet éventuel du recul du cours des actions sur le comportement de consommation des ménages.

Par ailleurs, les récentes perturbations financières, qui se sont traduites par des pertes sur un certain nombre d'actifs, ont été présentées comme de nature à modifier le comportement d'offre de crédit de la part des établissements bancaires, contraints de réduire de manière globale leur exposition au risque, et donc de sélectionner de manière plus rigoureuse les emprunteurs. Néanmoins, la dernière enquête réalisée par la Banque de France auprès des établissements de crédit ne signale aucune tendance à la raréfaction de l'octroi de crédit aux entreprises.

2. Les tensions inflationnistes internes sont compensées par la modération des prix internationaux

2.1. *Le maintien de l'activité sur un rythme de croissance relativement soutenu se traduit par une accélération progressive des coûts et une dilatation modérée des marges*

La hausse des coûts unitaires salariaux devrait progressivement se répercuter sur les prix à la production des biens manufacturés qui accélèreraient légèrement. Un élément de modération des tensions réside toutefois dans la poursuite de l'amélioration de la rentabilité des entreprises (matérialisée par une hausse du taux de marge), qui rendrait moins nécessaire un relèvement des tarifs du secteur productif.

Il est probable que la baisse régulière du taux de chômage est de nature à soutenir la hausse des salaires. Par ailleurs, les gains de productivité, suivant ainsi leur cycle usuel, ralentissent quelque peu par rapport à ceux réalisés au début de la reprise, en 1996 et 1997. Les coûts salariaux unitaires, dont l'augmentation était restée très modérée en 1997 (+ 0,3 % en glissement annuel), pourraient ainsi renouer avec des rythmes de progression proches de 2,0 %.

Le maintien de pressions sur les capacités de production s'explique par le contexte de demande interne soutenue, mais aussi probablement par le vieillissement du capital induit par le manque d'investissement au cours des années récentes. Le taux d'utilisation des équipements, qui se situe actuellement nettement au-dessus de sa moyenne de long terme (85,6 % selon l'enquête de la Banque de France de septembre 1998, contre 84,1 % sur longue période), est un bon indicateur avancé des tensions inflationnistes à l'œuvre dans le secteur manufacturé.

2.2. Au cours des derniers mois, l'inflation effective est devenue sensiblement inférieure à l'inflation sous-jacente

Le glissement annuel des prix à la consommation s'élevait à 0,5 % en septembre 1998. Le glissement de l'inflation sous-jacente¹ pour sa part s'établissait à 1,1 %. Cet écart est dans une large mesure imputable à la grande modération des prix internationaux, qui atténue largement l'effet des tensions internes. Ce mouvement s'applique en premier lieu aux prix des matières premières, et tout particulièrement à celui du pétrole, et tend par ailleurs à être magnifié par le récent repli du dollar. Il semble acquis que les prix des biens et services importés baisseront de manière substantielle sur l'ensemble de l'année 1998.

Ce schéma d'une reprise graduelle des tensions inflationnistes internes, compensée par la baisse des prix importés, est illustré par le graphique (cf. *infra*). La progression des prix des services du secteur privé, sensibles avant tout aux coûts salariaux, et par nature protégés des mouvements de prix internationaux, se maintient sur un rythme annuel de l'ordre de 1,0 % à 1,5 %. La variation des prix des produits manufacturés du secteur privé est redevenue positive : le glissement sur un an atteint + 0,2 % en septembre 1998, contre - 0,5 % à son minimum en octobre 1997. Jusqu'à présent, les reculs de prix des consommations intermédiaires, pour ce qui est des produits manufacturés en France, ou plus directement la répercussion sur les prix à la consommation de la baisse des prix des produits de consommation courante importés, ont presque compensé l'effet de la reprise graduelle des coûts salariaux. Enfin, l'accentuation de la baisse des prix de l'énergie, directement liée à celle des cours du pétrole, se confirme.

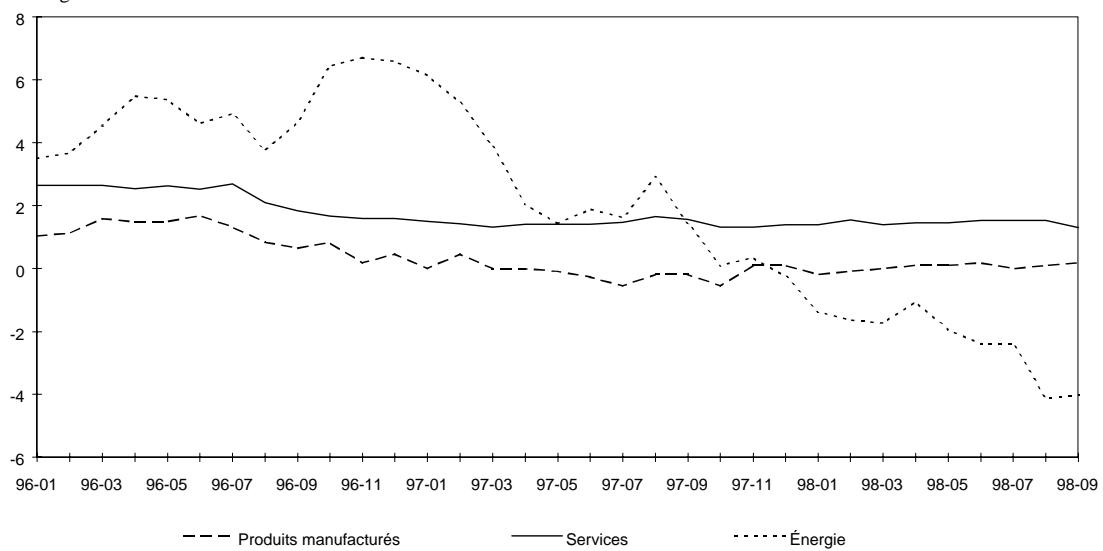
Au total, ce rythme historiquement faible de hausse des prix s'explique par les prix importés, en baisse depuis le quatrième trimestre 1997. Il ne doit pas être interprété comme un symptôme de déflation. D'ailleurs, la modération des prix n'est pas le produit d'une compression des marges : selon les comptes trimestriels, le taux de marge des entreprises est remarquablement stable depuis le début de 1996 jusqu'à la mi-1998 (40,7 % au deuxième trimestre 1998, 40,8 % au premier trimestre 1996). Elle n'est pas non plus la conséquence d'un manque de liquidités, puisque l'agréagat large M3 + P1 progresse actuellement à un rythme de 5 %.

Par conséquent, lorsque le repli des prix internationaux, et en particulier celui de l'énergie, aura cessé d'exercer son effet modérateur, il faut s'attendre à ce que la hausse des prix retrouve un rythme légèrement plus rapide, sous l'effet des facteurs de tension internes.

¹ L'indicateur d'inflation sous-jacente exclut les éléments les plus volatils, notamment les prix de l'énergie et des produits alimentaires frais ou exotiques.

PRIX À LA CONSOMMATION (grands regroupements)

en glissement annuel



Source : INSEE

À la lecture des données conjoncturelles les plus récentes, le dynamisme actuel de la demande interne paraît suffisamment robuste pour compenser les effets négatifs du ralentissement de la demande mondiale et de la dépréciation du dollar. Dans ces conditions, la perspective d'une croissance du PIB de l'ordre de 3 % en 1998 demeure parfaitement réaliste.

ANNEXE

**TABLEAU DE SYNTHÈSE DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE
(comptes trimestriels de l'INSEE disponibles le 9 octobre 1998)**

(taux de croissance en pourcentage)

	1997				1998		Moyenne annuelle		Acquis fin 2 ^e trim. 1998	Glissement annuel	
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	1996	1997	1998 (a)	1996	1997
OFFRE ET DEMANDE											
Produit intérieur brut	0,2	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6	1,6	2,3	2,5	2,4	3,0
dont : Partie marchande	0,2	1,3	1,1	0,8	0,8	0,7	1,3	2,5	2,8	2,4	3,4
Importations	- 0,4	4,5	3,2	1,4	2,5	0,5	3,0	7,7	6,7	6,4	8,9
Consommation des ménages.....	0,1	0,0	1,4	1,0	0,7	1,1	2,0	0,9	3,0	1,7	2,6
Investissement des entreprises.....	- 2,5	1,4	1,1	0,6	3,2	1,7	0,6	- 0,4	5,9	1,7	0,5
Investissement des ménages.....	- 0,6	0,2	0,3	- 0,2	0,1	1,5	- 1,0	- 0,6	1,3	- 1,1	- 0,3
Exportations	1,8	6,2	3,2	1,5	0,8	- 0,4	5,2	12,5	4,7	10,4	13,3
Demande intérieure y compris stocks.....	- 0,5	0,5	0,9	0,7	1,3	0,9	0,9	0,8	3,1	1,3	1,6
CONTRIBUTION CROISSANTE DU PIB											
Importations	0,1	- 1,3	- 1,0	- 0,4	- 0,8	- 0,2	- 0,9	- 2,3	- 2,1	- 1,9	- 2,7
Exportations	0,6	2,0	1,0	0,5	0,3	- 0,1	1,5	3,8	1,6	3,0	4,1
Consommation des ménages.....	0,1	0,0	0,8	0,6	0,4	0,6	1,1	0,5	1,7	1,0	1,5
Investissement des entreprises.....	- 0,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,6	0,2	0,1
Investissement des ménages.....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	- 0,1	0,0	0,1	- 0,1	0,0
Demande intérieure y compris stocks.....	- 0,5	0,5	0,9	0,7	1,3	0,9	0,9	0,8	3,1	1,3	1,6
Variations de stocks	- 0,4	0,2	- 0,1	0,0	0,4	0,0	- 0,7	0,0	0,5	- 0,3	- 0,3
DÉFLATEURS											
Consommation marchande des ménages.....	0,4	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	1,8	1,0	0,3	1,7	0,8
Produit intérieur brut	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	1,2	0,9	0,6	0,7	0,9
Importations	1,5	0,0	1,5	- 0,1	- 0,2	- 0,2	1,3	1,6	0,3	0,6	2,9
Exportations	0,7	0,4	1,3	- 0,2	0,1	0,2	0,1	1,6	0,8	- 0,3	2,1
SOLDES EXTÉRIEURS (en milliards de francs)											
Solde commercial FAB-FAB (brut).....	30,2	48,3	39,2	51,3	39,3	43,7	85,5	169,0	170,4		
Solde des transactions courantes	52,2	62,1	49,8	65,9	62,3	52,4	105,0	230,1	219,5		
Balance biens et services	67,1	81,1	83,2	84,5	78,4	75,6	205,5	315,9	305,2		
FINANCES PUBLIQUES											
Besoin financement des APU/PIB (b).....	nd	nd	nd	nd	nd	nd	- 4,1	- 3,0			
Taux de prélevements obligatoires (%).....	45,7	46,0	45,8	47,1	46,0	46,2	45,7	46,2	46,2		
ENTREPRISES (SQS-EI)											
Prix de la valeur ajoutée	0,1	0,6	0,1	- 0,1	0,1	0,4	0,8	0,9	0,5	0,8	0,8
Taux de marge coûts des facteurs (%)	32,3	33,2	33,2	32,8	33,1	33,3	32,3	32,9	33,2		
Taux de marge prix de marché (%)	36,5	37,3	37,3	36,9	37,3	37,6	36,4	37,0	37,5		
Valeur ajoutée	- 0,1	1,8	0,7	0,4	1,1	0,9	1,0	2,3	2,9	2,0	2,8
Emploi	0,0	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	- 0,2	0,1	1,1	- 0,4	0,6
Productivité	- 0,1	1,6	0,5	0,1	0,7	0,5	1,2	2,2	1,8	2,4	2,1
Coût salarial nominal par tête	0,1	1,1	0,5	0,6	0,2	0,4	2,1	2,1	1,5	2,7	2,5
Taux d'investissement (%)	14,6	14,5	14,5	14,6	14,9	14,9	15,0	14,6	14,9		
Taux d'autofinancement (%) (SQS)	112,2	124,7	120,8	106,8	113,5	112,3	112,1	116,1	112,6		
Taux d'utilisation des capacités de prod. total (%)	81,4	83,6	83,8	84,9	81,2	84,8	83,1	83,4	83,9		
Taux d'utilisation des capacités de prod. manuf. (%)	82,7	83,2	83,7	84,7	85,1	86,6	82,9	83,6	86,2		
MARCHÉ DU TRAVAIL											
Emploi total	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	1,0	0,1	0,6
Taux de chômage (%)	12,5	12,6	12,5	12,3	12,0	11,7	12,4	11,8			
MÉNAGES											
Salaires bruts réels	0,4	0,7	0,8	0,7	0,9	0,8	1,2	2,0	2,6	1,1	2,7
Prestations sociales réelles	0,1	1,4	1,7	0,4	0,2	0,1	1,9	2,4	1,7	1,4	3,6
Revenu disponible brut réel	1,0	0,5	1,8	0,6	0,7	0,8	0,6	2,5	2,9	0,2	4,0
Taux d'épargne (%)	14,2	14,6	15,0	14,7	14,7	14,5	13,3	14,6	14,6		
Taux d'épargne financière (%)	7,7	7,9	8,2	8,1	8,1	7,9	6,7	7,9	7,9		

Avec les égalités comptables: (F) = (D) - (E) ; (A) = (G) - (F) + del (C) / [1 - (C) (- 1) /100] [sauf colonne (a)]

(a) Acquis pour les séries interrompues avant la fin de l'année

(L'acquis est le taux de croissance annuel qui serait observé si la variable concernée restait au niveau atteint au dernier trimestre connu. Il ne s'agit pas d'une prévision mais d'une indication de l'impact des évolutions passées.)

(b) Après diverses corrections, présentation en convention européenne

nd : non disponible

Sources : INSEE – Banque de France – DEER – SEMEF

Réalisation : Banque de France

DEER – SEMEF – Tél. : 01 42 92 64 63

Mise à jour le 3 novembre 1998

LA BANQUE DE FRANCE ET LES STATISTIQUES SUR LA MONNAIE ET LE CRÉDIT EN UNION MONÉTAIRE

Le passage à l’Union économique et monétaire (UEM) conduit à réviser en profondeur notre dispositif de statistiques sur la monnaie et le financement¹. D’une part, la politique monétaire unique et (indirectement) le *policy mix* de la zone euro s’appuieront sur une gamme renouvelée d’indicateurs, en particulier les agrégats de monnaie et de crédit de la zone euro, qui seront établis par la Banque centrale européenne (BCE) à partir des données collectées et traitées par les banques centrales nationales. D’autre part, l’UEM européenne constitue un modèle original : du maintien d’une très large souveraineté nationale, en particulier, dans le domaine des politiques budgétaires, découle la nécessité d’identifier clairement des politiques macroéconomiques nationales ; cela justifie de préserver un corps cohérent d’indicateurs pertinents au plan national dans le domaine monétaire et financier, en complément de ceux relatifs à la zone euro.

PIERRE JAILET
IVAN ODONNAT
Direction des Études et Statistiques monétaires

¹ Dans une optique plus large, la formation « Monnaie, finance, balance des paiements » du Conseil national de l’information statistique (CNIS), présidée par Christian de Boissieu, a choisi comme thème de réflexion pour 1998 « L’impact du passage à l’UEM sur les indicateurs monétaires et financiers et les comptes nationaux ». Le champ d’investigation du groupe de travail créé à cet effet, co-présidé par Pierre Jaillet – Banque de France – DESM) et François Lequiller (chef du département des Comptes nationaux à l’INSEE), Marc-Alain Bahuchet (Banque de France – DESM – SESOF) en étant co-rapporteur avec Annabelle Mourougane (administrateur de l’INSEE), couvre aussi les comptes nationaux et la balance des paiements. Le CNIS publiera le rapport final fin novembre 1998 (secrétariat du CNIS : 18, boulevard Adolphe Pinard, 75675 Paris Cedex 01).

1. Le nouveau contexte de production, d'utilisation et de diffusion de statistiques monétaires et de financement

L'union monétaire entraîne la fusion des espaces monétaires, une très large homogénéité des marchés financiers nationaux, une substituabilité parfaite des actifs monétaires et financiers (sous réserve de l'inégale qualité des émetteurs et de spécificités techniques des marchés nationaux) et la transformation des mouvements de capitaux d'un pays à l'autre de la zone monétaire en flux de réallocation de portefeuilles intra-zone. Du strict point de vue de la politique monétaire unique, il apparaît alors que seuls les agrégats monétaires et de financement de la zone euro sont pertinents après le passage à la phase III de l'Union économique et monétaire.

1.1. Production et utilisation

1.1.1. Du côté des producteurs, les travaux d'harmonisation engagés depuis près de deux ans, en ligne avec les orientations définies par le Conseil de l'Institut monétaire européen (IME) en juillet 1996 (« obligations statistiques en phase III de l'UEM »), permettront aux banques centrales nationales (BCN) de fournir d'ici à la fin 1998 un « bilan agrégé mensuel » des institutions financières monétaires résidentes (IFM)¹ à la Banque centrale européenne (BCE), dans un délai maximum de 15 jours ouvrables, au lieu de 25 jours ouvrables environ aujourd'hui pour les agrégats monétaires et 45 jours ouvrables environ pour les statistiques de crédit calculés et publiés au plan national ; des données trimestrielles plus détaillées seront fournies dans un délai de 28 jours ouvrables. La préparation de ce nouveau dispositif entraîne une mutation importante des procédures de collecte et de traitement de l'information et représente un coût important d'adaptation pour les services statistiques de la Banque de France et pour le système bancaire et financier, comme le montre le tableau ci-après (cf. aussi l'annexe 1).

1.1.2. Si l'on se place du côté de la demande, il revient à la BCE d'établir, dans le cadre de la définition de sa stratégie monétaire, la hiérarchie et la gamme des indicateurs monétaires et financiers sur lesquels se fondera la politique monétaire unique, de même que les formats de publication de ces données. Les grandes lignes de cette stratégie ont été annoncées dans le communiqué de presse diffusé le 15 octobre 1998 par la BCE, « Une stratégie de politique générale pour le SEBC axée sur la stabilité ». Il y est notamment évoqué « l'annonce d'une valeur de référence quantifiée pour la croissance d'un agrégat monétaire large ». Il s'agira en fait de l'agrégat M3 défini dans l'annexe 2. Le dispositif sera annoncé dans le détail en décembre 1998².

Pour ce qui concerne les autres utilisateurs, la question du choix des indicateurs pertinents n'est pas encore tranchée. Il est clair que certains indicateurs monétaires et financiers nationaux perdront une grande part de leur validité en Union monétaire. Il en ira notamment ainsi de l'agrégat national correspondant à l'agrégat monétaire de la zone euro qui servira de « référence » dans le cadre de la stratégie monétaire du Système européen de banques centrales (SEBC).

De prime abord, ce type d'indicateurs ne présentera plus un grand intérêt du strict point de vue de la politique monétaire unique et l'on peut contester l'intérêt et encore plus l'opportunité pour une BCN de les publier, en raison des problèmes que cela pourrait susciter du point de vue de la communication avec le public.

¹ Les institutions financières monétaires comprennent les établissements de crédit résidents tels qu'ils sont définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (au moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières.

² Les premiers résultats couvrant la période décembre 1996-octobre 1998 seront publiés en décembre 1998.

En effet, le maintien d'une « fiction » d'agrégat monétaire national pourrait entretenir une confusion dans l'opinion publique et sur les marchés quant à l'interprétation de divergences potentielles d'évolution entre les agrégats euro et leurs composantes nationales, ou même entre ces dernières¹.

LES STATISTIQUES SUR LA MONNAIE ET LE CRÉDIT ET LE PASSAGE À LA PHASE III		
	Aujourd'hui	Demain
♦ Destination	♦ Préparation de la politique monétaire française	♦ Préparation de la politique monétaire unique ♦ Information sur les spécificités nationales dans le domaine des placements et des financements
♦ Point d'entrée pour la collecte d'informations	– Secrétariat général de la Commission bancaire (établissements de crédit sauf CDC) – COB (OPCVM) – Banque de France (CDC, Trésor, La Poste...)	– Secrétariat général de la Commission bancaire (établissements de crédit sauf CDC) – Banque de France (OPCVM, CDC, Trésor, La Poste...)
♦ Champ de collecte	mensuelle : 20 puis 120 établissements de crédit + OPCVM monétaires (total de l'actif net repris globalement de la COB) + Trésor + La Poste + Banque de France trimestrielle : exhaustif	mensuelle : 320 établissements } de crédit } + environ 700 OPCVM } 1 000 monétaires (nouveau } IFM dispositif géré par } environ Banque de France) } + Trésor + La Poste } + Banque de France } trimestrielle : exhaustif
♦ Délai de transmission et de parution	mensuel : ▪ agrégats monétaires seulement : transmission à la Banque de France : J + 25 ouvrables ; parution : J + 30 ▪ crédits : transmission à la Banque de France : J + 45 ouvrables ; parution : J + 60 trimestriel : environ 4 mois	mensuel : ▪ Bilan agrégé des IFM et dépôts du Trésor et de La Poste : transmission à la BCE : J + 15 ouvrables ; parution : J + 20 trimestriel : J + 28 ouvrables
♦ Objectif, procédures suivies et avancement des travaux	Objectif et procédures suivies : – Disposer de statistiques nationales destinées à être transmises à la BCE pour l'élaboration des statistiques de la zone euro avant le passage à l'Union monétaire (janvier 1999) ; – Orientations définies pour l'ensemble des États membres par le Conseil de l'IME de juillet 1996 (« Obligations statistiques en phase III de l'UEM ») Avancement des travaux : 1. <i>Phase de rodage</i> : premières séries en format « Union monétaire » transmises à la BCE en juillet 1998, portant sur le mois de juin. 2. <i>Régime de croisière</i> : transmission à la BCE à partir d'octobre 1998 des statistiques régulières portant sur fin m – 1 NB : – La collecte des informations sur les OPCVM donnant lieu à la création d'un tout nouveau dispositif, le régime de croisière ne sera dans ce cas atteint qu'en mars 1999. – Les séries rétropolées à partir de décembre 1977 seront disponibles à partir de novembre 1998.	

1.1.3. Il convient de noter que la Banque de France ne sera plus à même, en phase III (et surtout après 2002), de mesurer précisément la détention de billets et de pièces en circulation sur le territoire national, dès lors que ceux-ci pourront être émis dans n'importe quel pays de la zone et qu'ils ne seront pas répertoriés selon leur lieu d'émission. Cette situation rend illusoire tout calcul précis d'agrégat du type M1 (et donc M2 ou M3) dans n'importe lequel des pays membres de la zone euro.

¹ Par analogie, la centralisation départementale des dépôts et crédits assurée aujourd'hui par le réseau de la Banque de France ne saurait conduire à valider des agrégats monétaires de la Lozère ou des Alpes maritimes... Ces travaux peuvent néanmoins fournir d'utiles indications sur l'activité des établissements de crédit sur telle ou telle place, ou même sur les comportements de placement ou de financement des populations locales, mais leur diffusion fait l'objet de commentaires évitant toute ambiguïté quant à leur objet.

Sous cette réserve, cependant, et compte tenu de l'architecture décentralisée du dispositif de collecte et de traitement du SEBC, la Banque de France restera en mesure de calculer une gamme très large d'indicateurs nationaux pertinents et utiles au plan national, qu'il apparaît donc justifié de diffuser, dès lors qu'ils concourent :

- à maintenir un dispositif d'informations monétaires et financières fiables, en complément des indicateurs conjoncturels sur l'économie réelle et des comptes nationaux sur lesquels se fonderont les politiques macroéconomiques nationales. De ce point de vue, les agrégats nationaux de crédit et de financement (comme l'endettement intérieur total, par exemple) demeurent parfaitement valides ;
- à rendre compte des spécificités nationales, liées par exemple à la survie de réglementations financières ou de produits financiers typiquement nationaux (comme par exemple l'épargne à taux réglementé, qui représente environ 20 % des passifs bancaires en France et est souvent associée à des canaux de financement spécialisés) ou au maintien des régimes nationaux de fiscalité de l'épargne ;
- à évaluer les choix de portefeuille des agents résidents en vue d'identifier des chocs éventuels susceptibles d'affecter l'économie nationale, mais aussi — compte tenu du poids de la France dans la future zone euro — la stabilité des agrégats monétaires européens et l'Union monétaire dans son ensemble ;
- à fournir les données permettant l'établissement d'indicateurs ou de comptes situés en aval (notamment la comptabilité nationale financière, qui continuera de s'emboîter aux comptes nationaux réels). À cet égard, on gardera à l'esprit la nécessité d'une évaluation régulière du patrimoine et de la « richesse nationale » ;
- à permettre enfin le suivi de l'activité « industrielle » des institutions financières nationales et de l'évolution de leur position concurrentielle au sein du marché unique des services financiers.

En tout état de cause, la question de la production statistique d'indicateurs nationaux n'est guère problématique car la collecte de données va au-delà de ce qui est strictement demandé dans le cadre de la monnaie unique. Les informations disponibles au plan national seront plus détaillées que celles mises à disposition de la BCE pour l'élaboration des agrégats de la zone (ainsi en est-il des crédits qui continueront mensuellement d'être ventilés par objets et par agents, alors que l'information transmise à la BCE ne portera que sur le niveau le plus agrégé). En outre, les chaînes de collecte et de traitement mises en place à l'occasion de l'harmonisation européenne permettront de calculer les indicateurs nationaux plus rapidement qu'aujourd'hui.

1.2. Généralités sur la diffusion

Au plan de la diffusion, l'adaptation du système des statistiques monétaires à l'UEM conduit la Banque de France à aménager ses publications, ce qui va notamment impliquer :

- la refonte du fascicule « *Statistiques mensuelles sur la monnaie et le financement* ». Le contenu de ce document doit naturellement être remanié pour présenter à la fois des statistiques monétaires et financières de la zone euro et les statistiques nationales qui seraient jugées les plus pertinentes, compte tenu des critères avancés ci-dessus (cf. *supra* 1.1.2.) ;
- les modifications induites des tableaux et annexes statistiques du *Bulletin de la Banque de France* et du supplément trimestriel « *Statistiques* ».

Dans la pratique, la diffusion des informations qui concernent la politique monétaire unique devra naturellement s'effectuer de façon concertée avec la BCE et les autres banques centrales nationales du SEBC membres de la zone euro.

S'agissant d'indicateurs non reliés à la politique monétaire unique, il reviendra à la Banque de France d'apprécier leur pertinence et l'opportunité de les diffuser.

2. Typologie des indicateurs sur la monnaie et le crédit après le passage à l'Union monétaire

À l'entrée dans l'Union monétaire, la Banque de France sera en mesure de produire deux groupes d'indicateurs sur la monnaie et le crédit.

2.1. Les statistiques couvrant la zone euro

Cet ensemble peut lui-même être subdivisé en deux sous-groupes.

Les statistiques sur la zone euro, calculées par la BCE, qui constitueront la gamme des indicateurs fondant le diagnostic de la politique monétaire unique

Il s'agira, pour l'essentiel, des agrégats monétaires étroits (M1, M2) ou large (M3) et de leurs contreparties (séries relatives au crédit à l'économie). À ce stade, il ne s'agit que d'une esquisse de ce que pourrait être la panoplie d'agrégats suivis par la BCE (cf. annexe 2), le dispositif officiel ne devant être annoncé qu'en décembre 1998.

Masse monétaire
Billets et pièces en circulation
+ Dépôts à vue
= M1
+ Dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans
+ Dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois
+ Pensions
= M2
+ Titres d'OPCVM monétaires
+ Titres de créance émis d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans
+ Titres du marché monétaire
= M3
Contreparties
<ul style="list-style-type: none"> • Crédances nettes sur l'extérieur • Crédances sur les administrations publiques • Crédances sur les autres résidents non monétaires • Dépôts non monétaires • Ressources stables • Divers

La Banque de France, partie prenante de la politique monétaire unique, point d'entrée du SEBC en France et relais de la BCE pour ce qui touche à la conduite de cette politique monétaire, devrait publier ces informations en même temps que cette dernière. Les commentaires associés aux statistiques seront, quant à eux, établis de manière à assurer une cohérence parfaite du message. De même, les données plus détaillées du bilan consolidé des institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro seront reprises dans le *Bulletin de la Banque de France* et/ou son supplément « *Statistiques* » trimestriel.

***Les statistiques sur la zone euro issues du dispositif de collecte du SEBC,
mais qui seront calculées selon les classifications propres à la Banque de France***

À partir des informations rétrocédées par la BCE, il sera possible d'élaborer, pour notre propre compte, des agrégats portant sur l'ensemble de la zone, permettant notamment d'apprecier les mouvements de substitution entre actifs monétaires et autres actifs à l'intérieur de la zone, la répartition des opérations par devises (répartition entre euro et devises tierces), le rôle des différents secteurs économiques dans la création monétaire, l'évolution des parts de marché des IFM sur divers types d'activités. On peut ici imaginer quelques indicateurs de la zone euro présentant un intérêt particulier du point de vue des utilisateurs nationaux (variantes de l'agrégat M3, statistiques relatives à l'activité des OPCVM monétaires et des établissements de crédit, etc.).

Dans ce cas, l'opportunité d'une diffusion dans un fascicule mensuel *ad hoc* ou dans le *Bulletin* sera examinée au cas par cas. Dès lors qu'il s'agit de statistiques non directement liées à la politique monétaire unique, cette diffusion reste du domaine de compétence de la Banque de France.

2.2. *Les statistiques couvrant le territoire national*

On peut également les répartir en deux sous-groupes.

Les statistiques sur la France issues du dispositif de collecte du SEBC

Elles sont de deux types.

– Les statistiques relatives à la détention et l'évolution d'actifs monétaires sur le territoire national, en liaison avec les choix de portefeuille des détenteurs de monnaie. Néanmoins, comme indiqué plus haut, les indicateurs correspondants ne peuvent être diffusés qu'avec précaution, afin d'éviter que des mouvements sans véritable signification ou enjeu monétaires (comme par exemple des divergences d'évolution des composantes de M3 entre certains pays de la zone euro sur une certaine période) ne soient utilisés pour suggérer que des graves asymétries de comportement dans la zone euro, sans doute inévitables eu égard à l'hétérogénéité résiduelle des structures et des comportements financiers, sont susceptibles de nuire à l'unicité de l'Union monétaire.

Pour répondre à ce légitime besoin d'information, il convient de diffuser des séries d'actifs monétaires pertinentes au plan national, sans nécessairement fournir « clés en main » tous les éléments permettant d'élaborer des composantes nationales d'agrégats monétaires de la zone euro.

Ainsi, le portefeuille de chaque agent non monétaire (sociétés non financières, ménages, administrations publiques hors administration centrale, autres) peut être ventilé entre les principales catégories suivantes d'actifs financiers.

**PRINCIPALES CATÉGORIES D'ACTIFS FINANCIERS
DÉTENUS PAR LES AGENTS NON MONÉTAIRES RÉSIDENTS**

- Dépôts à vue
- Dépôts à terme
- Dépôts remboursables avec un préavis
- Pensions
- Parts d'OPCVM monétaires
- Titres de créance émis
- Titres du marché monétaire
- Autres

– Les indicateurs du suivi conjoncturel du financement de l'économie par les établissements de crédit résidents. Ceux-ci conservent naturellement toute leur pertinence au plan national ; ils sont même d'une utilité incontestable pour permettre aux décideurs nationaux, comme à l'ensemble des utilisateurs, de compléter le diagnostic conjoncturel fondé sur les indicateurs de l'économie « réelle ». En outre, les statistiques de crédit à l'économie paraissent moins susceptibles que celles portant sur les actifs monétaires de faire l'objet d'interprétations malencontreuses. Aussi, faudra-t-il veiller par exemple à ce que, dans le cadre de l'Union monétaire, un dynamisme relativement plus fort de la distribution du crédit dans un pays de la zone ne soit interprété comme se faisant « au détriment » d'un autre pays. De telles divergences d'évolution du crédit au sein de la zone euro sont d'ailleurs hautement probables, pour différentes raisons (taux d'autofinancement des entreprises plus ou moins élevés, cycles conjoncturels ou immobiliers non parfaitement synchrones, recours plus ou moins actif à des financements désintermédiaires, etc.).

Les publications de la Banque de France fourniront donc des informations détaillées sur l'évolution et les composantes du crédit octroyé à l'économie française, et plus généralement sur l'activité industrielle des établissements de crédit résidents.

LE SUIVI CONJONCTUREL DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Crédits par objets (trésorerie, investissement, habitat, autres) des :

- administrations publiques hors administration centrale
- sociétés non financières
- ménages
- autres agents

Les indicateurs ayant un caractère (et un intérêt) spécifiquement national

Quelques indicateurs ne sont pas dérivables (ou seulement en partie) du dispositif de collecte du SEBC, en raison de leur caractère national spécifique : c'est le cas par exemple de l'épargne à taux réglementé (et des financements qui y sont adossés), mais aussi d'indicateurs composites, dont l'élaboration fait appel à de multiples sources, comme l'endettement intérieur total (EIT). Ce dernier indicateur présentera un intérêt d'autant plus marqué en Union monétaire qu'il permettra de retracer les sources de financement externe des agents résidents.

LES INDICATEURS NATIONAUX « SPÉCIFIQUES »

- Épargne à régime spécial ventilée par supports (livrets A, etc.)
- Financement du logement social ventilé par supports
- Endettement intérieur total ventilé par types de financement et par agents
- Autres...

Il n'existe alors aucune contrainte particulière en matière de diffusion, dont l'opportunité sera appréciée en fonction de critères d'intérêt économique et de la demande institutionnelle, cette dernière reflétant l'importance de tel ou tel type de placement ou de financement pour les agents économiques français.

– Il apparaît en premier lieu que l'impact de l'Union économique et monétaire a été parfaitement anticipé dans le domaine des statistiques monétaires et financières (comme du reste dans celui des balances des paiements¹). De fait, le processus d'harmonisation et d'adaptation est entré dans une phase active dès 1995, sous l'égide de l'Institut monétaire européen, c'est-à-dire peu après le début de la phase II de l'UEM. Il est clair que l'environnement institutionnel et le calendrier ne pouvaient être aussi bien balisés dans le domaine des statistiques et indicateurs relatifs à la macroéconomie ou à la conjoncture « réelle ».

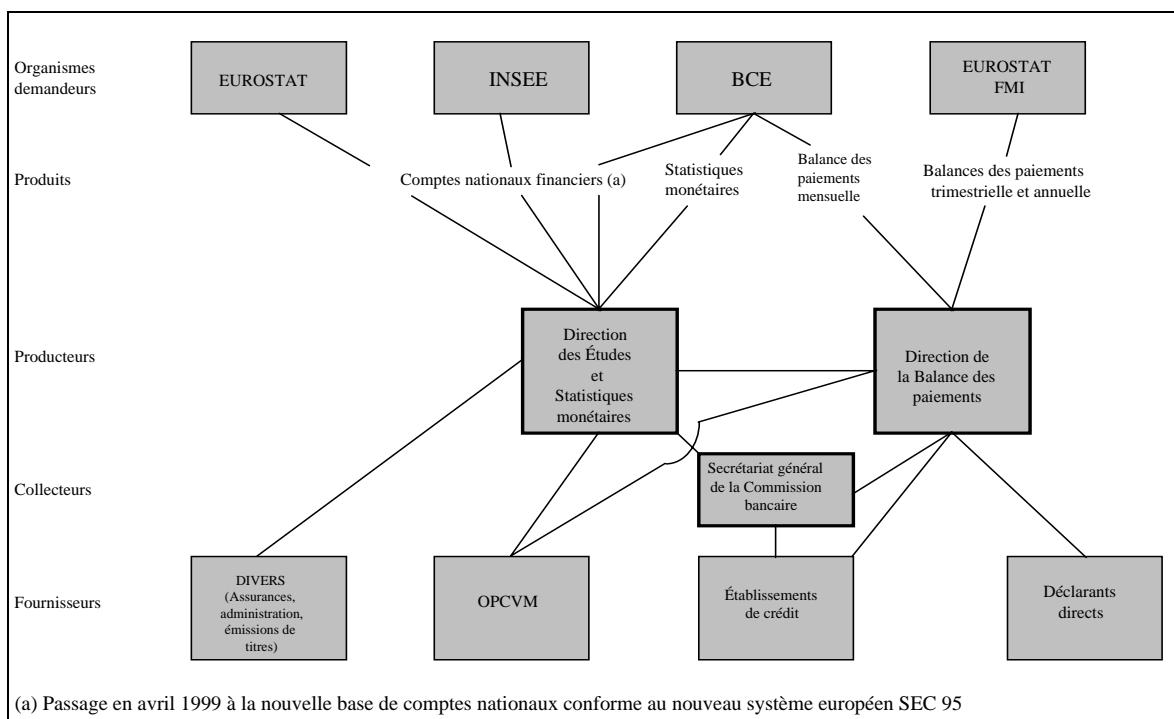
– En deuxième lieu, le nouveau dispositif constitue une très sensible amélioration de l'« offre » de statistiques sur la monnaie et le crédit, tant du point de vue des délais de disponibilité, réduits de plus de moitié, que de la quantité et de la qualité des données. À cet égard, il convient de noter que les utilisateurs disposeront désormais de deux gammes d'indicateurs (zone monétaire et France) ayant un caractère plus complémentaire que substituable.

– Il faudra enfin veiller à ce que la modification de certains concepts liée à l'entrée en Union monétaire, ou l'existence de cette double gamme d'indicateurs, ne désoriente pas les divers utilisateurs des statistiques sur la monnaie et le crédit. Ainsi, la Banque de France et les autres banques centrales membres du SEBC devront apporter un soin tout particulier à la pédagogie comme à la cohérence de leurs politiques de diffusion de l'information.

¹ On se reportera sur ce point à l'article de Jacques Pécha et François Renard « Les balances des paiements nationales en Union monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, n° 55, juillet 1998.

ANNEXE 1

**L'ADAPTATION DU DISPOSITIF D'ENSEMBLE DE LA BANQUE DE FRANCE
AUX BESOINS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE UNIQUE
(statistiques monétaires, comptes financiers et balance des paiements)**



ANNEXE 2

**DES AGRÉGATS MONÉTAIRES DE LA BANQUE DE FRANCE
AUX AGRÉGATS MONÉTAIRES DE LA BCE**

Banque de France (en vigueur jusqu'en décembre 1998)	Banque centrale européenne (en vigueur à partir de janvier 1999)
	TERRITOIRE
France métropolitaine et Monaco	Zone euro – dont : France métropolitaine, Monaco, départements d'outre-mer, Mayotte et Saint-Pierre et Miquelon
	SECTEUR ÉMETTEUR DE MONNAIE
– Établissements de crédit et OPCVM	– Établissements de crédit et OPCVM monétaires (institutions financières monétaires)
– Trésor public et La Poste	– Trésor public et La Poste en tant que collecteurs de dépôts
– Fonds communs de créance	
– Caisse nationale des autoroutes et Caisse nationale des télécommunications	
	SECTEUR DÉTENTEUR DE MONNAIE
– Agents non financiers	– Agents non financiers – Autres intermédiaires financiers
	CATÉGORIES D'INSTRUMENTS
<i>En francs sauf mention contraire</i>	
Billets et pièces en circulation	<i>Toutes devises sauf mention contraire</i>
+ Dépôts à vue	Billets et pièces en circulation (euros)
=M1	+ Dépôts à vue
+ Comptes d'épargne à vue à régime spécial	=M1
	+ Dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois
	+ Dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans toutes devises
	+ Pensions
=M2	=M2
+ Titres d'OPCVM monétaires	+ Titres d'OPCVM monétaires
+ BMTN d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans	+ Titres de créance émis d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans
+ Certificats de dépôt et BISF	+ Titres du marché monétaire
+ BMTN à plus de 2 ans	
+ Parts de fonds communs de créances à moins de 5 ans	
+ Dépôts à terme	
+ Dépôts et titres de créance négociables en devises étrangères	
=M3	=M3

LES MÉCANISMES DE LA CRISE FINANCIÈRE INTERNATIONALE : PRÉSENTATION SCHÉMATIQUE

La crise financière internationale a touché les grands marchés occidentaux depuis la fin du mois d'août 1998, après l'annonce de la dévaluation du rouble et le défaut du gouvernement russe sur une partie de sa dette. La présente note retrace schématiquement la dynamique de la crise depuis l'été 1997, dans l'intention de faire apparaître la nature des interdépendances financières.

Le schéma joint décrit les trois grandes phases de la crise. Si le découpage retenu n'échappe naturellement pas à un reproche d'arbitraire, il cherche néanmoins à reproduire, aussi fidèlement que possible, les enchaînements que l'on a pu observer sur les marchés.

*Direction des Changes
Service d'Analyse des marchés internationaux (SAMI)*

Après une phase de plusieurs mois marquée par une sous-évaluation manifeste du risque par certains investisseurs internationaux, caractérisée notamment par des écarts anormalement faibles entre la rémunération des titres obligataires en dollars de certains pays émergents et les titres du Trésor américain de même nature, *la crise a débuté en Asie durant l'été 1997 pour des raisons aujourd'hui assez bien identifiées* : ancrages de change dont les modalités étaient inadaptées, et qui ont fini par conduire à des niveaux de taux de change réels insoutenables au regard des déficits des transactions courantes accumulés ; difficulté à absorber des afflux de capitaux considérables, attirés par des perspectives de rendement élevés en comparaison du faible coût de l'endettement dans certains pays de la zone (Japon en particulier), mais finançant des investissements à rentabilité de plus en plus précaire ; insuffisante maîtrise des risques bancaires dans un contexte de garanties implicites (ou ressenties comme telles) de la part des autorités de surveillance.

Cette première phase est marquée par la brutale dépréciation des taux de change de plusieurs monnaies de pays asiatiques émergents et l'ajustement non moins brutal des actifs financiers. Cette première série de tensions déclenche des rapatriements de capitaux vers les marchés occidentaux (début de la « fuite vers la qualité » — *flight to quality* —, quoique ponctuée par de brèves phases de correction des bourses occidentales, en particulier en octobre 1997, après une première tension sur le dollar de Hong-Kong), tout en aggravant simultanément la situation déjà dégradée des bilans des banques japonaises très engagées en Asie.

La deuxième phase de la crise correspond à l'extension de la crise financière au Japon. La fin du mois de mars 1998, avec la clôture des comptes au Japon, constitue une étape décisive dans la propagation de la crise. L'interaction entre le niveau du yen, celui du Nikkei et la situation financière des banques devient déterminante. La chute des cours boursiers à la fois explique et amplifie les difficultés bancaires japonaises, qui contribuent à accroître les anticipations de baisses de taux d'intérêt (pourtant déjà à des niveaux très faibles), lesquelles enfin pèsent sur le yen.

La chute du yen, à plusieurs reprises jugée excessive par les autorités nippones (au point de justifier des interventions sur les marchés de change), sans améliorer la situation du Japon, affaiblit celle des pays de la zone. Ainsi, à la fin du printemps 1998, l'attention se tourne sur deux économies considérées comme déterminantes pour le stabilité en Asie : la Chine, qui déclare vouloir résister à la dépréciation du yuan malgré une appréciation de son taux de change effectif nominal ; Hong-Kong, qui s'attache à réaffirmer l'intangibilité de son système de caisse d'émission (*currency board*).

L'aggravation de la crise de confiance en Asie et les fortes révisions en baisse des perspectives conjoncturelles de la zone, tout en alimentant le phénomène de fuite vers la qualité au point d'accentuer les valorisations très optimistes de certains marchés boursiers occidentaux, ont par ailleurs renforcé les pressions baissières sur les matières premières. Au mois d'août 1998, les devises de plusieurs économies dépendant largement (pour leurs exportations) de ces dernières ont subi des manifestations de défiance. La pression a été la plus forte sur la Russie (dépendance vis-à-vis des matières premières, contexte politique, incertitudes persistantes sur la réalité de l'ajustement budgétaire), alors qu'elle n'avait été que marginalement affectée par les premiers développements de la crise asiatique.

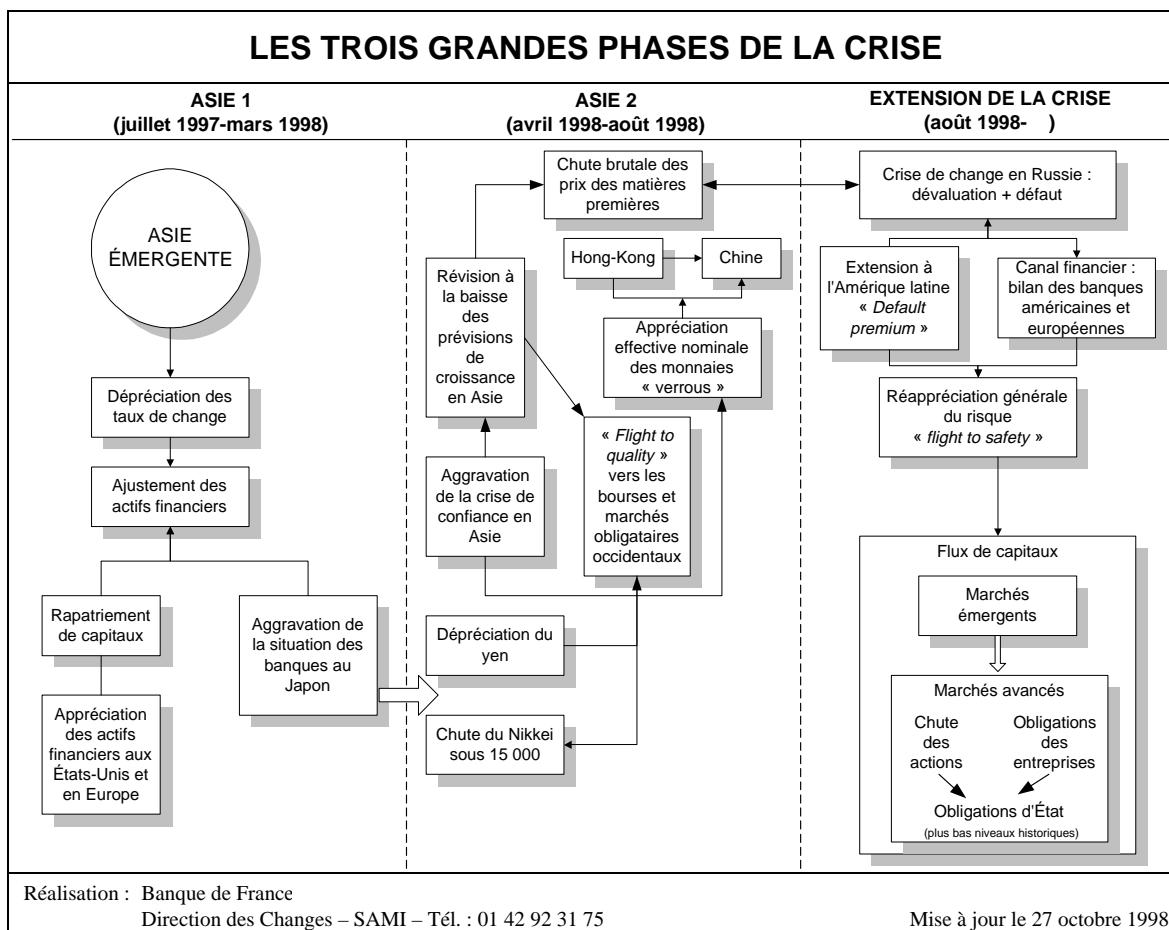
La troisième phase de la crise, qui marque sa généralisation au marché mondial des capitaux, commence avec la crise russe. Face à une amplification des pressions à la baisse sur le rouble, les autorités russes ont pris la décision de procéder à une dévaluation sensible de leur monnaie, dont la dépréciation a semblé un temps incontrôlée, assortie de mesures unilatérales de suspension (temporaire) des paiements d'une partie de leur dette.

L'abandon de ce qui constituait jusque-là le pilier de la stabilisation et de la réforme macro-économiques en Russie (*i.e.* l'ancre glissant sur le dollar), mais plus encore le recours à la suspension unilatérale des paiements, ont joué un rôle catalytique dans l'extension de la crise. La concomitance de cet écart vis-à-vis de pratiques internationales fondées sur la négociation et la recherche de solutions coopératives, et de la perception par certains acteurs de marché, fût-elle erronée, du risque que le Fonds monétaire international (FMI) ne soit pas en mesure de rassembler les fonds nécessaires ont provoqué une nouvelle crise de confiance sur les marchés émergents.

Au risque de perte classique s'ajoutait le risque de défaut (l'intransférabilité des créances). Dès lors, les marges (*spreads*) sur les titres en dollars des pays émergents, en particulier pour les pays d'Amérique latine jusque-là relativement épargnés par la crise, ont temporairement atteint des niveaux leur fermant *de facto* l'accès au marché mondial des capitaux. Dans le même temps, l'exposition des systèmes bancaires américain et européen à des risques internationaux accrus a suscité de nouvelles inquiétudes, qui se sont manifestées notamment par des corrections brutales sur les marchés d'actions.

Dans ce contexte, au cours des mois de septembre et octobre, s'est engagée une réappreciation globale du risque par les acteurs de marché. La fuite vers la sécurité (*flight to safety*) a succédé à la fuite vers la qualité. D'amples mouvements de portefeuille ont privilégié les titres publics les plus liquides et bénéficiant des meilleures signatures (*flight to safe liquidity*), et délaissé les actions (temporairement) et les titres obligataires publics ou privés bénéficiant de moins bonnes signatures. Ce phénomène, particulièrement visible aux États-Unis, mais aussi, dans une moindre mesure, en Europe, a pris de revers certains acteurs s'appuyant sur de forts effets de leviers — cf. le fonds spéculatif LTCM —, et nourri le phénomène de « repli sur ses bases ».

À la fin octobre, dans un contexte de volatilité encore élevée, la situation sur les marchés financiers internationaux semblait s'améliorer quelque peu. L'amélioration était perceptible sur les marchés asiatiques émergents, les perspectives d'un programme ambitieux de réforme au Brésil, soutenu par la communauté internationale, se dégageaient, et les craintes d'un resserrement du crédit (*credit crunch*) aux États-Unis apparaissaient, à ce stade, exagérées. Le communiqué du G 7, publié le 30 octobre 1998, a rappelé néanmoins l'ampleur du travail à accomplir, par chacun des acteurs, pour restaurer durablement une situation ordonnée sur les marchés financiers internationaux.



LE RÔLE DE LA BANQUE DE FRANCE DANS LE SYSTÈME DE PAIEMENT FRANÇAIS

La présente étude analyse deux caractéristiques de fond du système de paiement français :

- le niveau élevé de coopération qui existe entre les banques¹ dans ce domaine, désignée fréquemment sous le terme d'interbancairité ;
- le rôle important et diversifié qu'y joue traditionnellement la Banque de France.

Après une présentation générale du système de paiement français, seront évoqués les grands axes de la stratégie des banques en la matière, puis les missions et la politique de la Banque de France.

MARC MORAU

*Direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange
Service des Moyens de paiement scripturaux*

¹ Le terme « banque » sera utilisé généralement dans ce texte pour désigner tout établissement habilité à intervenir dans le domaine des moyens de paiement, établissements de crédit et institutions relevant de l'article 8 de la loi bancaire au premier chef.

1. Présentation générale

1.1. Les acteurs

La loi bancaire française de janvier 1984 définit juridiquement les moyens de paiement — nous y reviendrons plus avant —, et réserve aux seuls établissements de crédit la « mise à disposition et la gestion des moyens de paiement » comme opération de banque à part entière, à côté des traditionnelles activités de réception de fonds du public et d'octroi de crédit. Cette particularité, que l'on ne retrouve pas dans les lois bancaires des principaux pays occidentaux et dont les contours sont d'ailleurs parfois difficiles à cerner précisément, consacre une réalité — les systèmes de paiement sont, en France, le domaine des banques — et traduit la préoccupation forte du législateur de protéger les consommateurs en contrôlant les entreprises assurant une véritable intermédiation financière dans les processus de transferts de fonds liés aux paiements scripturaux.

Cette prérogative, exercée par quelque 1 400 établissements de crédit, dont un peu plus de 500 banques autorisées à gérer des dépôts à vue à moins de 2 ans, n'exclut pas, bien entendu, la coopération avec les prestataires de services informatiques, ni le dialogue avec les usagers des moyens de paiement eux-mêmes, rendu nécessaire par la recherche d'un subtil équilibre entre politique de l'offre et réponse aux attentes du public, mais également des entreprises et du commerce. Ainsi, c'est à la suite d'un accord entre les banques et Électricité de France qu'a été conçu en 1955 l'avis de prélèvement — le débit direct français —, largement répandu aujourd'hui pour les paiements récurrents intervenant dans le cadre d'une relation contractuelle stable entre le débiteur et le créancier (1,1 milliard de prélèvements en 1997). De même, l'émergence actuelle du télépaiement de facture ou du paiement sur Internet s'effectue en concertation avec les entreprises et les commerçants susceptibles de proposer ce mode de paiement. Ce dialogue intervient également dans le cadre des évolutions législatives (dernièrement sur le chèque, en 1991) ou contractuelles — le contrat porteur « carte bancaire (CB) » —, et s'étend alors aux organisations de consommateurs. Il s'organise dans un cadre *légal*, au sein du Conseil national du crédit et du titre et de son Comité consultatif créés par la loi bancaire pour « étudier les conditions de fonctionnement du système bancaire et financier, notamment dans ses relations avec la clientèle et dans la gestion des moyens de paiement », *partenarial*, avec le Conseil national du commerce ou l'Association française des trésoriers d'entreprise par exemple, et bien sûr *informel*, à l'initiative des banques ou de leurs organismes professionnels.

La forte implication de la Banque centrale dans le domaine des moyens de paiement constitue une autre caractéristique essentielle de la situation française. Un développement spécifique y sera consacré dans le corps de cet article ; on peut, toutefois, d'ores et déjà relever que dans aucun autre pays européen le rôle de l'Institut d'émission ne s'étend de manière si large à tout le domaine des paiements — instruments et systèmes d'échange —, jusque dans la participation à l'organisation et à la normalisation des procédures.

1.2. Les instruments de paiement

La loi bancaire française donne des moyens de paiement une définition dans les termes suivants : « sont considérés comme moyens de paiement tous les instruments qui permettent à toute personne de transférer des fonds, quel que soit le support ou le procédé technique utilisé ». Cette définition, indispensable pour décrire le périmètre d'intervention exclusive des établissements de crédit, met l'accent sur l'objet du paiement — le transfert de fonds — sans limiter, fort opportunément, le champ des techniques utilisées. Les moyens de paiement font ainsi référence à la monnaie scripturale que sont les dépôts bancaires, qui représentent en France, pays fortement bancarisé où l'attrait pour la monnaie fiduciaire est relativement faible, 85 % de l'agrégat monétaire M1.

On peut noter, par ailleurs, que, au-delà de cette fonction « légale » consistant à être le support de flux financiers, l'instrument de paiement a le plus souvent vocation à transporter deux autres types de flux : d'une part, un flux « commercial » d'informations entre le débiteur et le créancier (motif de l'opération, référence de facture ou de contrat...), d'autre part, un flux « juridique » permettant au banquier de disposer d'une autorisation de débit du compte (signature manuscrite, électronique, référence à une autorisation de débit préexistante tels que autorisation de prélèvement, contrat porteur « CB »....).

S'agissant des supports proprement dits, la gamme proposée au public français est large et cherche à couvrir l'ensemble des contextes de paiement, que ce soit de proximité ou à distance, réguliers ou ponctuels. La situation est cependant très largement dominée par le chèque, qui représente encore 45 % des paiements sans espèces, avec environ 4,8 milliards de formules émises chaque année. Ce chiffre, désormais stabilisé — on a enregistré une baisse de 0,5 % en 1997 —, est à comparer avec la croissance régulière des autres instruments de paiement et tout particulièrement de la carte bancaire. Celle-ci, avec 2,3 milliards de transactions en 1997, constitue aujourd'hui le deuxième mode de paiement, essentiellement utilisé pour les paiements de proximité chez les commerçants par les 30 millions de porteurs.

Le tableau ci-après décrit les contextes d'utilisation des instruments de paiement utilisés en France et le nombre de transactions enregistrées pour chacun d'eux dans les circuits d'échange interbancaires en 1997.

	Contextes de paiement				Utilisation par les débiteurs (a)		Nombre de transactions en 1997 (en millions)	Part (en pourcentage)
	Proximité	Distance	Réguliers	Ponctuels	Particuliers	Entreprises		
Chèque.....	X	X	X	X	I	M	3 906	45,0
Carte de débit.....	X	(b)		X	I	F	2 302	26,5
Virement.....		X	X	X	F	I	1 245	14,3
Avis de prélèvement.....		X	X		I	F	987	11,4
Titre interbancaire de paiement (TIP)		X	X		I	F	122	1,4
Lettre de change..	X	X	X	X	—	I	125	1,4
Total							8 687	100,0

(a) I : utilisation importante
M : utilisation modérée
F : utilisation faible
(b) Utilisée actuellement essentiellement par simple communication non sécurisée du numéro de carte

On estime, par ailleurs, que 80 % des instruments de paiement sont échangés entre banques dans les systèmes d'échange interbancaires, les 20 % restants relevant d'un traitement intra-bancaire (le débiteur et le créancier ont leur compte dans la même banque) ou par accords bilatéraux. On évalue donc à plus de 10 milliards le nombre annuel de paiements sans espèces, le nombre de transactions en billets ou pièces — extrêmement difficile à appréhender — ressortant, selon les estimations, entre 20 milliards et 40 milliards par an.

2. La stratégie des acteurs

2.1. Coopération interbancaire et normalisation

Le développement des systèmes de paiement en France est marqué par le choix de la coopération entre les banques, désignée ci-après sous le terme d'interbancarité. Cette approche, qui préserve et renforce la concurrence entre les banques sur les services et sur les tarifs, privilégie l'universalité des instruments et des systèmes d'échange, la définition des règles du jeu (conditions d'échange, délais de règlement des opérations, délais de rejet des impayés, règles de bon comportement en cas d'incident...), celle des dispositions et des dispositifs relatifs à la sécurité des moyens de paiement et de leur échange interbancaire, ainsi que la normalisation des procédures, jusque dans le format des messages et les protocoles de télétransmission dans la relation banque/client.

En matière de service rendu au client, l'idée maîtresse de l'interbancarité est de faire en sorte que les instruments de paiement proposés soient utilisables par les porteurs sans considération de l'identité de la banque de leur contrepartie, et, au-delà, que le niveau de service proposé au débiteur et au créancier ayant leur compte dans deux banques différentes soit voisin de ce qu'il serait si les deux comptes étaient tenus dans un même établissement.

C'est le Comité français d'organisation et de normalisation bancaires (CFONB) qui réunit à cet effet l'ensemble des banques, réseaux mutualistes et coopératifs, caisses d'épargne et services financiers de La Poste. Le CFONB, organisé en de nombreux groupes de travail, arrête les règles professionnelles évoquées plus haut, fait évoluer les conditions d'échange des instruments de paiement, décide la création des nouveaux produits. Le Groupement des cartes bancaires (CB), né du « choix de l'interbancarité » fait par les banques françaises en 1984, assure de son côté un rôle équivalent en ce qui concerne le système des cartes « CB ».

L'interbancarité, qui s'applique aussi bien aux systèmes d'échange qu'aux instruments, vise de manière générale, par des investissements collectifs de grande ampleur, à abaisser sur le long terme le coût de la gestion des moyens de paiement, encore globalement déficitaire en France, notamment du fait de la gratuité du chèque. Elle a, par exemple, permis la création d'un système national d'échange de paiements automatisés (le SIT, cf. 2.4. ci-après) et a été la clé du succès de la carte en ouvrant, à partir de 1984, à tout porteur de carte bancaire émise en France l'ensemble des distributeurs de billets installés sur le territoire national et la possibilité de payer chez tous les commerçants affiliés, quels que soient leurs banquiers.

2.2. Proposer des alternatives performantes au chèque

Les actions de définition et de normalisation de nouveaux instruments par le CFONB sont soutenues par la volonté des banques de proposer des alternatives performantes au chèque, en matière de coût et d'efficacité. Cette stratégie vise tant le paiement de proximité — avec le développement de la carte bancaire, carte de débit essentiellement autonome (*off-line*), grâce à la technologie du microprocesseur — que le paiement à distance — avec le développement de l'avis de prélèvement, la création en 1988 du Titre interbancaire de paiement (TIP) —, la mise en œuvre progressive de procédures de télépaiement supprimant le support papier entre le débiteur et sa banque (télévirement) ou le débiteur et son créancier (télérèglement) et, depuis peu, les perspectives de paiement par carte sur Internet.

Paradoxalement, on peut dire que ce handicap, pour les banques, d'un chèque dominant et mal facturé, a été un aiguillon important de la modernisation du système de paiement de masse français.

2.3. Dématérialiser les échanges entre banques et avec les clients

L'automatisation du traitement du papier (grâce à la normalisation de la ligne magnétique du chèque ou de la ligne optique du TIP) et surtout, chaque fois que possible, la dématérialisation de l'échange entre banques, sont systématiquement recherchées comme facteur d'abaissement des coûts chez les banques et d'amélioration du service rendu à la clientèle en amont et en aval des échanges : automatisation et sécurisation des relations, réduction des délais d'exécution, qualité et fiabilité des informations restituées. Les progrès réalisés dans ce domaine ont été considérables et, aujourd'hui, le chèque reste le dernier instrument à être échangé encore massivement sous forme papier et à justifier par là le maintien des chambres de compensation traditionnelles.

Le dispositif « CB » et le contrôle systématique du code secret du porteur de la carte qu'il a instauré constituent sans doute, de ce point de vue, le résultat le plus abouti de cette démarche.

2.4. Rationaliser les circuits d'échange en spécialisant les systèmes

Cette action constante, cohérente avec la précédente visant l'automatisation, a conduit à concentrer sur un unique système d'échange, le Système interbancaire de télécompensation (SIT), l'ensemble des opérations dont l'échange entre banques est dématérialisé. Ainsi, avec les effets de commerce depuis 1994, les virements et les paiements par carte depuis 1996, le SIT accueille désormais l'échange interbancaire de tous les instruments de paiement de détail, à l'exception temporaire du chèque dont les échanges interbancaires dématérialisés, encore très minoritaires (8 % en 1997), ont lieu dans les centres régionaux d'échange d'images-chèques (CREIC) gérés par la Banque de France. S'appuyant sur une architecture décentralisée originale et sur une logique d'échanges en continu, le SIT a vu transiter l'an dernier 5 milliards d'opérations, avec des pointes journalières qui atteignent aujourd'hui 52 millions d'opérations. La gestion du système, assurée par un groupement créé par les banques et par la Banque de France, illustre bien l'approche collective décrite plus haut.

3. Le rôle de la Banque de France

3.1. Une mission statutaire

L'article 4 de la loi du 4 août 1993 relative aux statuts de la Banque de France — tout récemment complété pour prendre en compte la création de la Banque centrale européenne (BCE) — range parmi ses missions fondamentales le soin de « veiller à la sécurité et au bon fonctionnement des systèmes de paiement, dans le cadre de la mission du Système européen de banques centrales relative à la promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement [...] ». Cette disposition traduit clairement l'attention toute particulière portée par les banques centrales occidentales aux systèmes de paiement, complémentairement à leur mission traditionnelle dans le domaine de la politique monétaire ou de la surveillance bancaire. Outre le pouvoir réglementaire reconnu désormais à la BCE dans ce domaine, ce soubassement légal légitime les interventions de la Banque de France, tant auprès des pouvoirs publics que des banques et lui confère un fort pouvoir d'orientation pouvant aller jusqu'au droit de veto lorsque la solidité du système de paiement est en jeu.

Il convient de noter, de manière générale, que l'étroite collaboration des banques centrales de l'Union européenne au sein de l'Institut monétaire européen au cours des dernières années, puis désormais au sein du SEBC, et la mise en place de normes ou projets communs renforcent, par retour, le poids des banques centrales nationales vis-à-vis de leurs communautés bancaires respectives.

3.2. Un rôle opérationnel évolutif

La Banque de France, gestionnaire de systèmes d'échange

Gestionnaire de 102 chambres de compensation installées sur l'ensemble du territoire national et dédiées désormais aux seuls échanges de chèques et de 9 centres régionaux d'échange d'images-chèques, la Banque de France n'est plus gestionnaire depuis 1994 du système d'échange accueillant l'ensemble des opérations automatisées. Le Système interbancaire de télécompensation (SIT), géré par un groupement dont la Banque de France est membre fondateur avec 13 autres établissements, s'est, en effet, substitué à cette date à l'ordinateur de compensation (OC), créé en 1969 et géré pendant 25 ans par la Banque de France.

Il est intéressant de noter, à cet égard, que l'architecture du SIT, reposant, pour l'échange des valeurs, sur une télétransmission directe et en continu entre les centres informatiques des participants, diffère radicalement de celle de l'ordinateur de compensation, dont les deux vacations journalières s'apparentaient aux tenues de séances de compensation automatisées.

Le désengagement opérationnel de la banque centrale dans le domaine de la gestion des systèmes d'échange de masse apparaît donc, en France, comme une orientation importante. La Banque de France concentre désormais son rôle opérationnel sur la gestion des systèmes de montant élevé avec le système Transferts Banque de France (TBF), système de règlement brut en temps réel qui sera connecté en 1999 aux systèmes équivalents des autres pays de l'Union européenne dans le cadre de *Target*¹. Une telle évolution se justifie en particulier par le fait que TBF, comme les systèmes équivalents des pays étrangers, repose sur les comptes ouverts aux établissements de crédit sur les livres de la Banque centrale et qu'il permet d'assurer dans les meilleures conditions de sécurité les règlements interbancaires et l'exécution des opérations de politique monétaire.

La Banque de France, participant aux échanges

Le poids des opérations présentées par la Banque de France dans les systèmes d'échange pour le compte du Trésor public et de quelques entreprises publiques renforce son expertise et sa crédibilité dans les débats avec les banques, notamment au sein du CFONB. Ainsi, les présentations de la Banque de France en chambre de compensation et dans le SIT représentent globalement 12,5 % des échanges, et jusqu'à 29 % pour le Titre interbancaire de paiement et 34 % pour l'avis de prélèvement.

3.3. Une forte implication dans les instances de place

Forte à la fois de ses missions statutaires et de son poids dans les échanges, la Banque de France occupe une place originale dans les instances de place en charge de la gestion et de l'évolution des systèmes de paiement.

Elle anime plusieurs groupes de travail du CFONB, notamment sur l'avis de prélèvement et le Titre interbancaire de paiement, sur les procédures déclaratives des banques à la Banque de France et sur les règles applicables en cas d'incidents dans les échanges.

Par ailleurs, la Banque de France participe aux instances dirigeantes des groupements interbancaires de place :

- dans le groupement en charge de la gestion du SIT : elle est membre du Comité de direction, compte tenu de son statut de membre fondateur, et possède également, en tant qu'Institut d'émission, un siège de droit au Bureau de cet organisme ;

¹ Acronyme de *Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer* – Transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel

– dans le Groupement des cartes bancaires : la Banque de France occupe un siège d'observateur au Conseil de direction qui réunit les 11 établissements chefs de file du système carte. Ce statut particulier permet à la Banque de France d'être au cœur de la concertation de place en matière de monétique mais également, et au-delà, de partager les réflexions et préoccupations des banques au regard des enjeux que constituent les progrès incessants de la technologie ;

– enfin, elle est actionnaire de la Centrale des règlements interbancaires (CRI), d'une part gestionnaire de la plate-forme technique qui assure notamment l'accès aux systèmes TBF et SNP et, d'autre part instance de réflexion, de coordination et de décision sur les questions relatives aux règlements de gros montant.

3.4. Une politique s'articulant autour de plusieurs axes stratégiques

De manière quelque peu arbitraire car les notions ci-après sont difficilement dissociables, on peut tenter de présenter la politique de la Banque de France par référence à ses deux préoccupations statutaires, visant, d'une part, le « bon fonctionnement », d'autre part, la « sécurité » des systèmes de paiement.

Veiller au bon fonctionnement des systèmes de paiement

La Banque de France considère que l'interbancairité est un élément déterminant de l'efficacité du système de paiement français et veille à la sauvegarde de ses principes de base, et notamment de :

- la préservation du caractère « universel » des instruments de paiement ;
- la mise en œuvre de règles communes, discutées collectivement, puis s'imposant à tous ;
- la préférence donnée aux circuits interbancaires, identifiés et contrôlés, par rapport aux accords bilatéraux ;
- l'accès ouvert et équitable aux systèmes d'échange, à travers une claire vision des rôles et responsabilités de chacun, participants directs ou sous-participants.

L'action de la banque centrale vise également à favoriser la modernisation du système de paiement, notamment par la dématérialisation des échanges interbancaires.

La Banque de France considère, enfin, que le dialogue avec les utilisateurs du système de paiement, entreprises et consommateurs, dans le strict respect des prérogatives de chacun, est toujours profitable et parfois indispensable pour définir des procédures de paiement nouvelles, qui rencontrent l'adhésion des utilisateurs (en matière de télépaiement ou de porte-monnaie électronique, par exemple). Il est d'ailleurs d'autant plus essentiel de préserver ce dialogue qu'il peut paraître aujourd'hui plus difficile à instaurer et à « équilibrer », compte tenu des stratégies de redéfinition des métiers en cours chez les banques comme chez certaines non-banques (offreurs de services sur Internet, opérateurs de réseaux...).

Veiller à la sécurité des systèmes de paiement

S'agissant des systèmes de paiement et de règlement, l'action a d'abord porté de façon prioritaire sur les systèmes de montant élevé en raison de l'importance des flux traités, qui justifie la mise en œuvre de mesures propres à éviter les risques systémiques liés à la défaillance d'un participant. Le programme de réduction des risques arrêté par la Banque de France a eu pour objectifs de dissocier les filières « paiements de masse » et « paiements de gros montant », d'autoprotéger les systèmes de paiement contre le risque de défaillance de l'un des participants et de réaliser (en octobre 1997) le système à règlement brut en temps réel TBF. La réalisation de ces objectifs est intervenue dans le cadre d'une concertation approfondie avec les banques.

Les orientations fixées par la Banque de France ont également été élaborées en tenant compte du cadre normatif développé soit dans le cadre du Groupe des Dix, à travers la définition de normes minimales pour les systèmes de compensation, dites « normes Lamfalussy »¹, ou dans le cadre de la concertation entre les banques centrales de l'Union européenne avec la définition des « caractéristiques minimales communes des systèmes de paiement nationaux »². Ce corps de règles a, en particulier, servi de référentiel pour l'examen du Système net protégé (SNP), qui est utilisé à côté de TBF pour le règlement des opérations de montant élevé.

Cette approche globale d'évaluation et de supervision des systèmes s'étend également aux systèmes de règlement-livraison de titres dont le rôle majeur en matière de gestion des garanties associées aux opérations de prêt de la banque centrale, tant dans le cadre de la mise en œuvre de la politique monétaire que dans celui du bon fonctionnement des systèmes de paiement, justifie une attention toute particulière. Les liens entre les systèmes de règlement de titres et les systèmes de paiement apparaissent également de plus en plus étroits, notamment avec la mise en œuvre de systèmes offrant la possibilité de règlement-livraison intrajournalier tels que le système RGV de la Sicovam.

Au-delà des systèmes de montant élevé, cœur de la stratégie de prévention des risques, la sécurisation des systèmes de paiement de masse est une préoccupation qui ne peut être étrangère à la Banque de France, concernée à la fois par son statut, ses fonctions de gestionnaire ou d'agent de règlement, et sa propre participation aux échanges. Les projets actuellement à l'étude pour le SIT, visant la constitution d'un fonds de garantie permettant de régler le solde d'un établissement défaillant sans remettre en cause les échanges, reçoivent à ce titre le plein soutien de la Banque de France.

Enfin, la sécurité des systèmes de masse repose également sur celle des instruments de paiement, et la réflexion entre les banques et la Banque de France sur ce point, notamment en matière de cartes de paiement, de porte-monnaie électronique ou de paiements sur Internet, doit encore être approfondie, en liaison étroite avec les autorités compétentes (service central de la Sécurité des systèmes d'information notamment), et sur la base des travaux normatifs menés au niveau mondial.

¹ Rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales des pays du Groupe des Dix, BRI, novembre 1990

² Rapport sur les caractéristiques minimales communes des systèmes de paiement nationaux, Comité des gouverneurs des banques centrales de l'Union européenne, novembre 1993

VINGT ANS DE PRIX D'ACTIFS

Dans quelle mesure les variations du prix des actifs exercent-elles une incidence sur l'économie réelle ?

Quels sont les enchaînements économiques et financiers à l'œuvre ?

Comment les banques centrales peuvent-elles réagir face aux dérèglements observés du prix des actifs ?

Ces questions ont fait l'objet de nombreux travaux théoriques et empiriques ; la première partie de cette étude se propose d'en effectuer une rapide revue.

Il en ressort, notamment, que les études empiriques sont peu conclusives et butent sur l'absence de séries longues décrivant l'évolution du prix des principaux actifs composant le patrimoine des agents non financiers.

La seconde partie se propose de construire pour la France des séries trimestrielles homogènes décrivant l'évolution du prix des actions, des obligations, de l'immobilier résidentiel, de l'immobilier d'entreprise, des terrains, de l'or, des biens d'équipement et des actifs incorporels depuis une vingtaine d'années. Ces informations sont résumées dans un indice synthétique du prix des actifs, dont nous décrivons l'élaboration.

THIERRY GRUNSPAN
*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études sur la politique monétaire*

Face aux fluctuations erratiques du prix des actifs depuis le milieu des années quatre-vingt — émergence puis dégonflement d'une bulle spéculative sur l'immobilier résidentiel et l'immobilier de bureaux, volatilité accrue des places financières mondiales depuis l'été 1998 —, l'observateur économique est conduit à formuler un certain nombre de questions :

- dans quelle mesure les variations du prix des actifs exercent-elles une incidence sur l'économie réelle ?
- quels sont les enchaînements économiques à l'œuvre ?
- faut-il n'y voir que le simple jeu d'un effet « anticipation » (i. e. le prix des actifs pourrait incorporer des anticipations d'activité qui s'avéreraient justes *ex post*¹) ou doit-on aussi croire aux effets de richesse (i. e. les détenteurs seraient sensibles à l'évolution des plus ou moins-values latentes sur leur patrimoine et pourraient infléchir leur comportement d'investissement et de consommation en conséquence) ?

Ces questions ont fait l'objet de nombreux travaux théoriques et empiriques et la première partie de cette étude se propose d'en effectuer une rapide revue.

Il en ressort, notamment, que les études empiriques sont peu conclusives et butent la plupart du temps sur la difficulté à rassembler des séries longues décrivant l'évolution du prix des principaux actifs composant le patrimoine des agents non financiers. La seconde partie se propose donc de construire pour la France des séries trimestrielles homogènes décrivant l'évolution du prix des actions, des obligations, de l'immobilier résidentiel, de l'immobilier d'entreprise, des terrains, de l'or, des biens d'équipement et des actifs incorporels depuis une vingtaine d'années. Ces informations sont résumées dans un indice synthétique du prix des actifs, dont nous décrivons l'élaboration.

1. Pourquoi s'intéresse-t-on au prix des actifs ?

1.1. Les raisons théoriques

Il y a trois bonnes raisons de s'intéresser au prix des actifs du point de vue d'une banque centrale.

1.1.1. À l'instar de l'inflation du prix des biens et services, l'inflation du prix des actifs peut conduire à une mauvaise allocation des ressources : par exemple, certains investisseurs pourront être tentés de se surendetter afin de spéculer sur une poursuite de la hausse. De même, en allégeant sensiblement le coût du capital, une croissance jugée excessive du cours des actions par rapport à leur valeur fondamentale pourrait conduire les entreprises à surinvestir en biens d'équipement (effet « *à la Tobin* »).

1.1.2. Une inflation excessive du prix des actifs pourrait dégénérer en inflation du prix des flux (biens et services), soit par le biais des effets de richesse, soit parce que la hausse des prix des actifs incorporerait des anticipations d'augmentation des prix des flux qui seraient réalisées.

1.1.3. L'inflation du prix des actifs pourrait signaler l'émergence d'une bulle spéculative. Or l'expérience montre (cas du Japon, notamment) que lorsque la bulle éclate, le repli généralisé des cours s'accompagne d'une fragilisation des systèmes bancaires qui peut plonger l'économie dans une phase de récession prolongée.

¹ Par exemple, le prix des actions s'écrit, moyennant certaines hypothèses, comme la somme actualisée des dividendes futurs anticipés.

Le canal des effets de richesse peut lui-même être décomposé en trois sous-canaux complémentaires :

– le canal le plus connu concerne les ménages : il recouvre les effets de richesse au sens strict. Si les ménages optimisent leur consommation de manière intertemporelle — c'est-à-dire sur l'ensemble de leur cycle de vie —, l'accroissement de la valeur du patrimoine, s'il est perçu comme durable, équivaut à une hausse du « *revenu permanent* » et conduit à un surcroît de consommation courante ;

– le deuxième canal concerne les entreprises et fait référence au coût du capital (cf. *supra*) ;

– enfin, la hausse du prix des actifs est susceptible d'accroître l'offre de crédit aux agents privés par le jeu du canal du crédit. D'une part, elle accroît la valeur des biens pouvant servir de garantie, ce qui permet de réduire, pour le prêteur, les coûts liés aux problèmes de « *sélection adverse* ». D'autre part, elle réduit les coûts liés à l' « *aléa de moralité* » en limitant l'incitation des chefs d'entreprise à s'engager dans des projets risqués¹.

Face au danger potentiel que constitue une inflation excessive du prix des actifs, les banques centrales ne sont pas en théorie désarmées :

– le prix des actifs réagit mécaniquement aux variations de taux d'intérêt à court terme décidées par la banque centrale, notamment par le biais des taux d'actualisation des investisseurs ;

– dans la mesure où l'expérience montre qu'un essor excessif des liquidités (en particulier lorsqu'il résulte du dynamisme de la distribution de crédit) peut contribuer à la formation de dérèglements du prix des actifs, la banque centrale a naturellement un rôle préventif à jouer.

Pour autant, il ne semble pas que les banques centrales doivent réagir aux dérèglements du prix des actifs indépendamment des autres indicateurs de la politique monétaire et notamment des perspectives d'inflation du prix des biens et services².

1.2. Un rapide tour d'horizon des études empiriques

Les études empiriques ont cherché à identifier précisément l'incidence du prix des actifs sur l'économie réelle. Elles peuvent être regroupées en deux catégories : celles qui cherchent à quantifier le contenu en information du prix des stocks sur le prix des biens et services et/ou l'activité d'une part, celles qui cherchent à déterminer quels sont les mécanismes économiques à l'œuvre (effets de richesse transitant par la consommation des ménages, par l'investissement, ou simple jeu des anticipations des agents) d'autre part.

1.2.1. Quel contenu en information du prix des actifs ?

Examiner le contenu en information du prix des actifs, c'est chercher, le plus souvent *via* des tests statistiques de causalité, dans quelle mesure ils constituent de bons prédicteurs des grandeurs réelles (activité et prix des flux).

¹ *A contrario*, la baisse de la situation nette de l'entreprise se traduit par un appauvrissement pour les actionnaires et les chefs d'entreprise qui peuvent alors être tentés d'accroître les résultats en s'engageant dans des projets plus rentables, mais aussi plus risqués.

² Pour des développements complémentaires sur ce thème, on se reportera à l'article de Pierre Jaiillet, Pierre Sicsic : « *Prix d'actifs, relations avec les facteurs de la demande et le crédit : quelques implications pour la politique monétaire* », *Bulletin de la Banque de France* n° 53, mai 1998.

1.2.1.1. Les indices agrégés du prix des actifs

Borio, Kennedy et Prowse¹ ont testé, pour treize pays de l'OCDE (dont la France) *via* des tests de causalité « à la Granger » le contenu en information d'indices agrégés du prix des actifs² sur l'activité et les prix à la consommation futurs. Il apparaît que l'évolution du prix des actifs (déflaté par le niveau des prix à la consommation) ne préfigure celle du PIB en volume que dans six pays (Australie, Danemark, États-Unis, Finlande, Pays-Bas et Royaume-Uni). Par ailleurs, l'indice nominal agrégé « cause » l'inflation dans cinq pays (Canada, Danemark, États-Unis, Norvège et Suède). En France, aucune relation de causalité n'a pu être mise en évidence, ni sur l'activité ni sur les prix à la consommation, ce qui tendrait à invalider la présence d'un canal spécifique du prix des actifs.

Le résultat précédent pourrait toutefois être affecté par le choix limité des actifs retenus dans l'indice (actions, immobilier résidentiel et immobilier commercial) et par le choix des indices de prix et des coefficients de pondération (part respective de chaque actif dans le patrimoine des agents non financiers). Par exemple, les coefficients de pondération choisis pour la France reprennent ceux de l'Allemagne et ne sont révisés que sur une base quinquennale.

1.2.1.2. Les indices du cours des actions et de l'immobilier

Sur données américaines, Poterba et Samwick³ ont établi la célèbre règle des « 5 % » : sur 100 dollars d'enrichissement boursier des ménages, 5 sont dépensés dans l'année. D'autres estimations, menées sur la période la plus récente, conduisent plutôt à un pourcentage inférieur, de l'ordre de 3 % ou 4 %⁴.

Au Royaume-Uni, certaines études mettent en évidence un pourcentage supérieur, de l'ordre de 6 % à 11 %⁵.

En Europe continentale, les études concluent le plus souvent à une absence de contenu en information du cours des actions vers l'activité ou les prix : c'est notamment le cas en Espagne⁶ ou en Autriche⁷.

Au total, les services de l'OCDE⁸ estiment, qu'en variante, une hausse de 20 % des places boursières mondiales s'accompagne d'une hausse de 0,6 % de la consommation en volume aux États-Unis, de 0,4 % au Canada, de 0,3 % au Royaume-Uni, de 0,2 % au Japon et de 0,1 % en Europe continentale (Allemagne, France, Italie). L'impact sur le prix des biens et services est du second ordre : il est nul la première année dans la totalité des pays de l'OCDE et au plus de 0,3 % la deuxième année au Japon (0,2 % aux États-Unis et au Royaume-Uni, 0,1 % en Europe continentale).

¹ Borio, Kennedy, Prowse : « Explaining Aggregate Asset Price Fluctuations Across Countries: Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications », BIS Working paper n° 40, avril 1994

² Les indices agrégés du prix des actifs sont construits en pondérant l'indice de chaque actif sous-jacent (actions, immobilier d'entreprise et immobilier résidentiel) par la part de cet actif dans le patrimoine des agents non financiers.

³ Poterba et Samwick : « Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption », Brookings Papers on Economic Activity, 1995

⁴ En 1996, selon le modèle économétrique trimestriel du Système de réserve fédérale (FRB-US), la propension marginale des ménages à consommer leur richesse était de 3 %.

⁵ « Recent Changes in G10 Equity Values: Causes and Possible Implications for Monetary Policy and Financial Stability », Report to the G10 Governor, juillet 1998

⁶ Alonso, Ayuso, Martínez-Pagès : « How Informed are Financial Asset Prices in Spain ? », BIS Conference papers vol. 5, mars 1998

⁷ Glück et Mader : « Information Content and Wealth Effects of Asset Prices – The Austrian Case », BIS Conference papers vol. 5, mars 1998

⁸ M. Kennedy, A. Palerm, C. Pigott, F. Terribile : « Asset Prices and Monetary Policy », OECD, Working papers n° 188, février 1998

Ainsi, si on en juge par les études empiriques existantes, l'évolution du cours des actions en Europe continentale pourrait constituer un signal « bruité » : la probabilité qu'une inflation du prix de ce type d'actif dégénère en inflation du prix des flux serait limitée. La différence avec les pays anglo-saxons tiendrait en particulier au moindre degré de financiarisation de l'économie : en 1996, le ratio capitalisation boursière/PIB était ainsi de 39 % en France, contre 139 % au Royaume-Uni et 110 % aux États-Unis¹.

Le prix de l'immobilier pourrait constituer un meilleur indicateur avancé que le cours des actions : en France, par exemple, des travaux préliminaires menés à la Banque de France pourraient indiquer que le prix de l'immobilier résidentiel et celui de l'immobilier de bureaux préfigurent l'évolution de l'activité.

1.2.2. Quels sont les mécanismes économiques en jeu ?

Il s'agit d'examiner si le contenu en information sur l'activité et/ou le prix des flux mis en évidence dans certains pays et pour certains actifs est imputable au seul jeu de l'effet anticipation ou s'il découle, au surplus, d'effets de richesse transitant soit par la consommation, soit par l'investissement. En d'autres termes, les études empiriques ont cherché à savoir si c'est l'accroissement du patrimoine des agents non financiers qui permet, *via* les effets de richesse, une croissance de l'activité ou bien l'inverse, les anticipations de reprise de l'activité stimulant dans ce dernier cas le prix des actifs et la valeur du patrimoine des agents non financiers.

1.2.2.1. Un effet de richesse transitant par la consommation des ménages ?

Dans les pays anglo-saxons

Afin de dissocier l'effet « *anticipation* » des effets de richesse transitant par la consommation des ménages, Poterba et Samwick (*op. cit.*) ont notamment élaboré deux tests distincts² :

– le premier test examine si les fluctuations du prix des actions affectent la part des biens de « *luxe* » (automobiles de luxe, dépenses d'éducation, de loisirs, etc.) dans le total de la consommation des ménages : une corrélation positive constituerait une sérieuse présomption de l'existence d'effets de richesse ;

– sur la base de données individuelles, le second test analyse si la consommation des ménages disposant d'un patrimoine boursier est plus sensible aux fluctuations du prix des actions que la consommation des ménages n'en disposant pas.

Au regard des résultats de ces deux tests, l'existence d'effets de richesse aux États-Unis transitant par la consommation des ménages n'a pas pu être statistiquement démontrée en dépit de solides présomptions³.

L'étude de Starr-MacCluer du Système de réserve fédérale⁴ observe, toutefois, que des effets de richesse d'une ampleur modérée pourraient se concrétiser aux États-Unis pour les plus gros actionnaires (i. e. ceux dont le portefeuille boursier dépasse 250 000 dollars)⁵.

¹ Elle pourrait aussi tenir au fait que la détention d'actions est plus concentrée en France qu'elle ne l'est dans les pays anglo-saxons.

² Sur données américaines et sur la période 1947-1995

³ Les résultats du premier test sont clairement négatifs, les résultats du second sont plus incertains (ils sont à la limite des seuils de significativité statistique).

⁴ M. Starr-MacCluer : « *Stock Market Wealth and Consumer Spending* », Reserve Board of Governors, avril 1998

⁵ L'auteur exploite les résultats d'une enquête menée par l'Université du Michigan, à l'instigation du Système de réserve fédérale. Les plus gros actionnaires seraient ainsi 25,2 % à avoir répondu par l'affirmative à la question : « *Au cours de ces dernières années, avez-vous modifié votre comportement de consommation ou d'épargne en relation avec l'évolution des cours boursiers ?* », contre 15,0 % pour la moyenne de l'échantillon possédant des actions.

En France

Villa¹ observe que l'inclusion des plus-values latentes sur actions dans le revenu disponible des ménages accroît la volatilité de la propension à consommer au lieu de la réduire. Il suggère que les plus-values latentes, perçues comme très volatiles et constituant au surplus une forme de richesse virtuelle, n'ont aucune incidence sur le comportement de dépenses des détenteurs². Ce serait d'autant plus le cas qu'à la différence d'autres actifs financiers comme l'épargne contractuelle, les actions restent l'apanage de ménages aisés dont la propension à consommer les revenus du capital est relativement faible.

Bonnet et Dubois observent que la prise en compte de la richesse financière des ménages améliore peu la spécification de la fonction de consommation des ménages. La significativité du terme de richesse dans une relation de long terme, reliant consommation des ménages (en volume), revenu disponible brut réel, taux d'inflation et patrimoine financier, diminue à mesure que l'on enrichit la dynamique de court terme³.

De même, sur la période 1970T3-1989T4, Bloch et Maurel⁴ n'ont pu mettre en évidence de relation de long terme entre la consommation, les revenus du travail et la richesse financière nette des ménages. Par contre, une relation apparaît entre les trois variables précédentes et l'investissement-logement des ménages, avec une élasticité de long terme de la consommation à la richesse financière nette, de l'ordre de 16 %.

Enfin, Jaillet et Sicsic (*op. cit.*) constatent que l'ajout d'un indicateur de prix des actions ne permet pas d'affiner la spécification de la consommation des ménages : aucune influence de court terme significative du cours des actions sur la consommation des ménages en France n'a pu être mise en évidence.

1.2.2.2. Un effet de richesse transitant par l'investissement ?

Une étude de la Banque de réserve fédérale de New York (Higgins et Osler⁵), portant sur les 50 États des États-Unis et sur la période 1973-1996, met en évidence l'influence du prix de l'immobilier résidentiel sur l'investissement-logement (en fait, les autorisations de constructions de maisons individuelles). Ainsi, au niveau national, la baisse du prix de l'immobilier de 1989 à 1993 a contribué aux États-Unis au fléchissement des constructions de logements pour plus de 2,7 % en cumul sur la période, et à hauteur de 1,1 % pour la seule année 1991. L'effet sur l'investissement-logement est d'autant plus récessif que les prix s'étaient écartés de leur valeur fondamentale au cours du milieu des années quatre-vingt : en Nouvelle-Angleterre, par exemple, le dégonflement de la bulle spéculative immobilière après 1989 a lourdement pesé sur les mises en chantier de logements (contribution cumulée de - 7 % sur la période) et donc sur la croissance.

L'étude de Jaillet et Sicsic (*op. cit.*) met en évidence un lien similaire entre prix de l'immobilier d'entreprise et mises en chantiers de bureaux.

Par contre, les études empiriques entreprises jusqu'ici sur données françaises n'ont pu mettre en évidence de façon convaincante une influence du prix des actifs sur les dépenses d'équipement des entreprises (hors immobilier).

¹ P. Villa : « La fonction de consommation sur longue période en France », *Revue économique*, vol. 47, n° 1, janvier 1996

² Si, au contraire, le « vrai » modèle de l'économie reliait la consommation des ménages à leur revenu « économique » (incorporant le revenu disponible et les plus-values latentes sur les actifs détenus), alors la propension à consommer serait constante.

³ Bonnet et Dubois : « Peut-on comprendre la hausse imprévue du taux d'épargne des ménages depuis 1990 ? », *Économie et prévision*, n° 121, 1995-5.

Le modèle testé est un modèle à correction d'erreurs dans lequel oncale une dynamique de court terme — qui n'est pas reproduite ici — sur la relation de long terme ci-dessus. c et y désignent le logarithme de la consommation en volume et du revenu disponible brut réel des ménages. Le modèle est estimé sur la période 1972T1-1990T4.

⁴ L. Bloch, F. Maurel : « Consommation-revenu permanent : un regard d'économètre », *Économie et prévision*, n° 99, 1991-3

⁵ M. Higgins, C. Osler : « Asset Market Hangovers and Economic Growth », BIS Conference papers, vol. 5, mars 1998

1.2.3. Quel est le rôle de la formation de liquidités et de la distribution du crédit bancaire dans les fluctuations du prix des stocks ?

Une étude de Deutsche Morgan Grenfell¹ mettait récemment en évidence une corrélation étroite entre le taux de croissance de la masse monétaire (M3) aux États-Unis et le taux de croissance d'un indice large de prix combinant prix à la consommation et prix des actifs.

Ce résultat, qui suggère qu'une croissance excessive des liquidités serait responsable de l'inflation du prix des actifs, doit être manié avec précaution. On pourrait, en effet, envisager un lien de causalité inverse : la hausse du prix des actifs stimulant la demande de monnaie (plus les actifs valent cher, plus il faut de monnaie pour pouvoir les acquérir). Il n'en demeure pas moins que les périodes de forte hausse du prix des actifs financiers s'accompagnent fréquemment d'une accélération de la croissance des agrégats monétaires.

De même, les expériences de hausse de prix d'actifs ont souvent été alimentées par le dynamisme de la demande de crédit dans un processus auto-entretenu. L'étude de Borio, Kennedy et Prowse (*op. cit.*) met ainsi en évidence une corrélation entre prix des actifs et crédit dans la plupart des pays étudiés et en particulier en France : la hausse du prix des actifs et la perspective de plus-values futures stimulent les achats spéculatifs financés à crédit. Réciproquement, l'accroissement de l'offre de crédit favorise l'acquisition d'actifs pour certains épargnants et entretient par là même le mécanisme de hausse des cours. Il faut, toutefois, se garder d'imputer à la seule politique monétaire la responsabilité de l'inflation du prix des actifs, dans la mesure où l'essor du crédit a pu résulter d'autres facteurs (rôle de la déréglementation financière en France et au Japon à la fin de la décennie quatre-vingt).

Les études sur la France sont donc généralement non conclusives. Une des raisons pourrait être la difficulté à reconstituer des séries longues homogènes de prix d'un certain nombre d'actifs comme l'immobilier d'entreprise ou l'immobilier commercial.

2. Construction d'un indice synthétique du prix des actifs

La construction d'un indice synthétique du prix des actifs vise à offrir à l'utilisateur une mesure sur longue période de l'évolution globale des plus ou moins-values latentes des agents non financiers (ménages et sociétés non financières) sur leur patrimoine.

Pour cela, il faut pondérer les indices de prix des actifs détenus par les agents non financiers par leur poids dans le patrimoine de ces derniers.

Au choix des actifs entrant dans le champ de l'indice, s'ajoute le problème de la reconstitution de séries de prix et de quantités détenues par les agents non financiers. Si les Comptes de la nation constituent la matière première, ils doivent néanmoins être redressés et complétés pour toute une série d'actifs comme l'immobilier d'entreprise, l'immobilier résidentiel ou les actions étrangères.

2.1. Quels actifs retenir ?

Un actif détenu par les agents non financiers a vocation à entrer dans le champ de l'indice composite dès lors qu'il vérifie un certain nombre de critères élémentaires :

- il doit être susceptible d'engendrer des effets de valorisation au sens où la variation de son prix entraîne une plus ou une moins-value latente pour le détenteur (A) ;

¹ Deutsche Morgan Grenfell, North American Weekly, 17 avril 1998

– il doit faire l'objet d'indicateurs statistiques fiables, en ce qui concerne tant les prix que les quantités détenues par les agents (B). À cet effet, les Comptes de la nation fournissent une source très riche d'informations statistiques relatives au patrimoine des secteurs institutionnels. Exprimés dans le cadre de la comptabilité nationale, ils proposent des séries de *quantités* détenues (encours), ainsi que des séries d'*indices de prix* ;

– enfin, il doit représenter une fraction non marginale du patrimoine des agents non financiers (C).

2.1.1. Actifs retenus pour les ménages

Ne faisant l'objet d'aucun recensement exhaustif, tant au niveau des quantités détenues que du prix des biens d'occasion, les biens durables détenus par les ménages sont exclus du champ de l'indice¹.

Par ailleurs, les actifs monétaires et les actifs composant l'agrégat de placement P1 sont écartés, soit qu'ils ne présentent aucun effet de valorisation (actifs monétaires en francs et actifs inclus dans P1), soit qu'ils entrent pour une part négligeable dans le patrimoine des ménages (comptes et bons en devises).

Le point le plus délicat réside dans le traitement des actifs obligataires (et assimilés), des placements en produits d'assurance-vie et des actions non cotées.

ACTIFS POUR LES MÉNAGES À FIN 1996 (y compris entrepreneurs individuels)			
Actifs retenus	Encours	Actifs non retenus	Encours
ACTIFS NON FINANCIERS		ACTIFS NON FINANCIERS	
Logements.....	10 906,3	Biens durables des ménages	
Terrains non bâties.....	1 093,0	Stocks des entrepreneurs individuels	
Actifs incorporels.....	269,1		
Biens d'équipement des entrepreneurs individuels.....	871,5		
ACTIFS FINANCIERS		ACTIFS FINANCIERS	
Or financier.....	201,0	Actifs monétaires.....	3 255,9
Actions françaises cotées et assimilées.....	864,8	Espargne contractuelle.....	1 389,2
Actions étrangères.....	298,3	Assurance-vie.....	2 628,7
Obligations et assimilées.....	955,7	Actions non cotées en francs.....	3 135,0

Les *actifs obligataires* détenus par les agents non financiers sont-ils susceptibles d'engendrer des effets de richesse ?

Certains arguments plaident pour ne pas les retenir dans l'indice :

– selon la dernière enquête menée par le service d'Études sur les valeurs mobilières de la direction des Études et Statistiques monétaires de la Banque de France, la durée moyenne de détention des obligations pour les ménages est d'environ 8 ans², ce qui suggère que ces derniers conserveraient leurs titres jusqu'à l'échéance. Par conséquent, ils seraient peu sensibles aux effets de valorisation sur leur portefeuille obligataire ;

– les obligations à taux variables ne présentent pas d'effet de valorisation ;

¹ Au surplus, on peut raisonnablement exclure toute volatilité excessive du prix des biens d'occasion, de sorte que les effets de valorisation sont *a priori* d'ampleur limitée.

² *Bulletin de la Banque de France*, septembre 1998

– selon une conception ricardienne, les obligations d'État ne constituent pas une réserve de richesse pour les ménages¹ puisqu'elles sont la contrepartie d'une dette publique, elle-même gagée sur de futurs impôts ou l'émission d'une nouvelle dette. Or elles représentent plus de la moitié de leur portefeuille obligataire.

Néanmoins, compte tenu du poids relatif non négligeable des obligations et assimilées dans le patrimoine des agents non financiers (environ 5 %, pourcentage exprimé par rapport aux actifs retenus dans l'indice, pour des encours avoisinant 1 300 milliards de francs, dont près de 500 milliards pour les OPCVM « obligations »), on inclura les obligations dans l'indice.

S'agissant des *produits d'assurance-vie*, compte tenu de ce que les intérêts des placements de ces produits sont inclus dans le revenu des détenteurs dans le traitement qui en est fait en comptabilité nationale, seuls les contrats en unités de compte sont susceptibles d'engendrer des effets de valorisation. Or ces derniers représentent moins de 10 % des encours et la nature du risque (risque immobilier, risque actions, risque de type obligations, etc.) en est largement indéterminée.

S'agissant des *actions non cotées*, compte tenu d'un mode d'évaluation spécifique en comptabilité nationale (« base 1980 ») qui tend vraisemblablement à surestimer l'encours dans le portefeuille des ménages et des sociétés, on ne les retiendra pas dans l'indice du prix des actifs, même si elles peuvent constituer le support d'éventuels effets de richesse.

Enfin, on retiendra l'*or* détenu par les ménages, bien que cet actif ne fasse pas l'objet d'un recensement dans les comptes de patrimoine, dans la mesure où on peut penser que la détention de cet actif est très largement répandue.

2.1.2. Actifs retenus pour les sociétés

ACTIFS POUR LES SOCIÉTÉS À FIN 1996			
(encours en milliards de francs)			
Actifs retenus	Encours	Actifs non retenus	Encours
ACTIFS NON FINANCIERS		ACTIFS NON FINANCIERS	
Immobilier de bureau.....	3 487,3	Frais d'établissement	
Biens d'équipement.....	3 137,7	Stocks	
Logements.....	1 983,5		
Terrains non bâties.....	210,1		
Actifs incorporels.....	622,8		
ACTIFS FINANCIERS		ACTIFS FINANCIERS	
Actions françaises cotées.....	576,8	Actifs monétaires.....	1 406,2
Actions étrangères.....	1 715,3	Actions françaises non cotées.....	10 871,0
Obligations.....	299,2	Créances commerciales.....	3 017,5

Dans la mesure du possible, on ne retiendra que les actifs détenus par les sociétés non financières *hors grandes entreprises nationales*. En effet, la politique d'investissement de ces dernières est largement tributaire des orientations décidées par l'État actionnaire et il est peu vraisemblable que la variation du prix des actifs détenus induise des effets de richesse.

¹ On se référera à l'article de R. Barro : « Are Government Bonds Net Wealth ? », Journal of Political Economy, novembre-décembre 1974.

Les *actions étrangères* détenues par les sociétés non financières regroupent les participations au titre des investissements directs et des investissements de portefeuille. Si les investissements de portefeuille, réalisés dans une optique spéculative, sont susceptibles d'engendrer des effets de richesse, les sociétés non financières sont *a priori* moins réactives aux effets de valorisation sur les investissements directs. Néanmoins, la valorisation des participations détenues par l'entreprise améliore sa situation nette et, ce faisant, est susceptible de stimuler son investissement par le jeu du canal large du crédit.

Au 31 décembre 1989, les actifs retenus dans l'indice représentaient plus de 43 % du total du bilan des entreprises françaises de l'industrie manufacturière selon la base de données Bach de l'Union européenne. Ne présentant aucun effet de valorisation, les autres actifs (actifs financiers autres qu'actions et obligations, créances commerciales, frais d'établissement, frais de recherche-développement, stocks) ont été écartés.

2.2. Mode de construction de l'indice

2.2.1. Un indice de Laspeyres-chaîne trimestriel pour lequel les coefficients de pondération sont révisés sur une base annuelle

Compte tenu des mouvements de réallocation du patrimoine des agents non financiers depuis les années soixante-dix, il est indispensable d'actualiser les coefficients de pondération (part de l'actif *i* dans le total du patrimoine des agents aux prix courants) sur une base annuelle.

Par ailleurs, afin de prendre en compte la volatilité du prix de certains actifs — notamment financiers — susceptible d'affecter le comportement de dépenses des détenteurs, un indice trimestriel est construit.

Le changement annuel des coefficients de pondération induit des problèmes de discontinuité aggravés par de forts mouvements des prix relatifs des actifs. Cela conduit, comme dans le cas de l'indice des prix à la consommation¹, à construire un indice de Laspeyres-chaîne².

Dès lors, la variation de l'indice est exclusivement imputable à des modifications de prix et ne résulte pas d'une réallocation de portefeuille (changement dans les coefficients de pondération) à prix inchangés.

L'indice construit n'est absolument pas un indice de *rendement* d'actifs dans la mesure où, par exemple, les coupons encaissés par les détenteurs d'obligations, les loyers reçus par les propriétaires de logements ou les dividendes perçus ne sont pas pris en compte. En effet, les coupons, loyers ou autres dividendes constituent une part intégrante du revenu des détenteurs et, s'ils sont le support d'effets de revenu, ils ne donnent pas lieu à des effets de richesse. Par construction, les variations de l'indice d'une date à l'autre donnent en pourcentage une mesure de l'accroissement de richesse sur la période imputable à des variations de prix des actifs sous-jacents.

¹ Pour l'indice des prix à la consommation — qui est un indice de Laspeyres-chaîne, dont les coefficients de pondération (part du bien de consommation *i* dans la dépense totale des consommateurs en prix courants) sont révisés sur une base annuelle —, les problèmes de discontinuité apparaissent marginaux dans la mesure où les habitudes de consommation n'évoluent que très lentement et que les mouvements de prix relatifs (évolution différenciée des prix d'un bien *i* par rapport à un autre bien *j*) restent d'ampleur limitée. Néanmoins, ils sont gérés en chaînant l'indice de Laspeyres d'une année à l'autre.

² Le chaînage s'obtient de la façon suivante : à chaque changement de coefficients de pondération, on estime deux indices, l'un avec les anciens coefficients, l'autre avec les nouveaux et on effectue le rapport des deux. Les indices de l'année $t + 1$ s'obtiennent alors en divisant la valeur du Laspeyres par le raccord estimé précédemment. Tout se passe comme si on procédait par cumul de glissement.

2.2.2. Le choix des séries d'encours annuels et des indices de prix trimestriels

Il est nécessaire, pour chacun des actifs non financiers ou financiers retenus, de construire des séries d'encours *annuels* (de quantités détenues par les ménages et les sociétés en prix courants), ainsi que des séries d'indices de prix *trimestriels*.

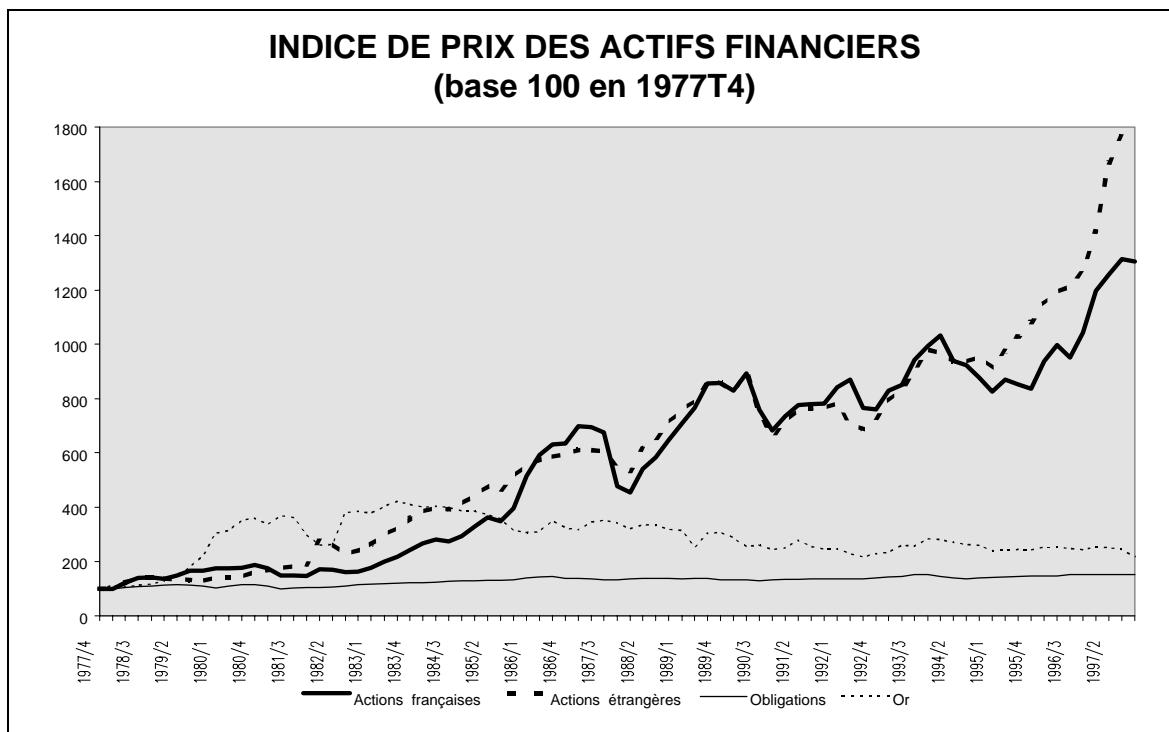
2.2.2.1. Construction des séries annuelles d'encours

Dans la mesure du possible, un « calage » sur les comptes de patrimoine de la nation est effectué¹. Ces derniers doivent néanmoins être redressés et complétés, s'agissant des encours de l'immobilier résidentiel, de l'immobilier de bureau et de l'or financier.

En effet, dans les comptes de patrimoine, les encours d'immobilier résidentiel (respectivement d'immobilier de bureau) sont valorisés à l'aide de l'indice du prix de la FBCF en immobilier résidentiel (respectivement en immobilier de bureau). Mais cette dernière ne recense que l'acquisition de constructions neuves (ainsi que les travaux de rénovation et de gros entretien), de sorte que l'indice de valorisation appréhende de façon très imprécise l'évolution du prix des stocks et l'ampleur de leurs fluctuations qui peut résulter de l'émergence, puis de l'éclatement, de bulles spéculatives. Aussi, est-il procédé à une rétropolation des encours détenus par les sociétés et les ménages sur la base de nouveaux indices de prix combinant les prix du neuf et de l'ancien².

S'agissant de l'or financier détenu par les ménages, des encours fixes sur la période représentant l'équivalent de 3 200 tonnes d'or ont été retenus (cf. annexe).

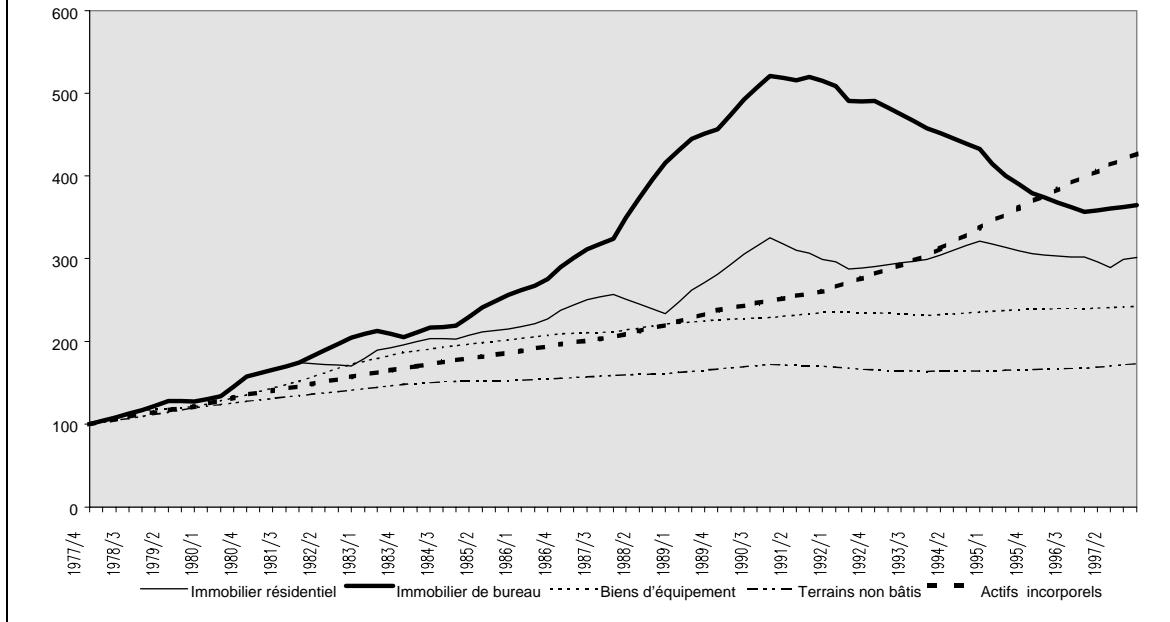
2.2.2.2. Choix des indices trimestriels de prix



¹ Sources : INSEE et Banque de France – DESM – SESOF

² On se reportera à l'annexe pour une description détaillée de la méthodologie retenue.

INDICE DE PRIX DES ACTIFS NON FINANCIERS (base 100 en 1977T4)



Par souci de transparence et de lisibilité pour l'utilisateur, les indices de prix diffusés dans le public ont été privilégiés dans la mesure du possible. Lorsque ces derniers faisaient défaut, les indices implicites des comptes de patrimoine ont été retenus.

Par ailleurs, des indices de prix de l'immobilier de bureau, de l'immobilier résidentiel (cf. *supra*) et des actions étrangères détenues par les résidents ont été estimés.

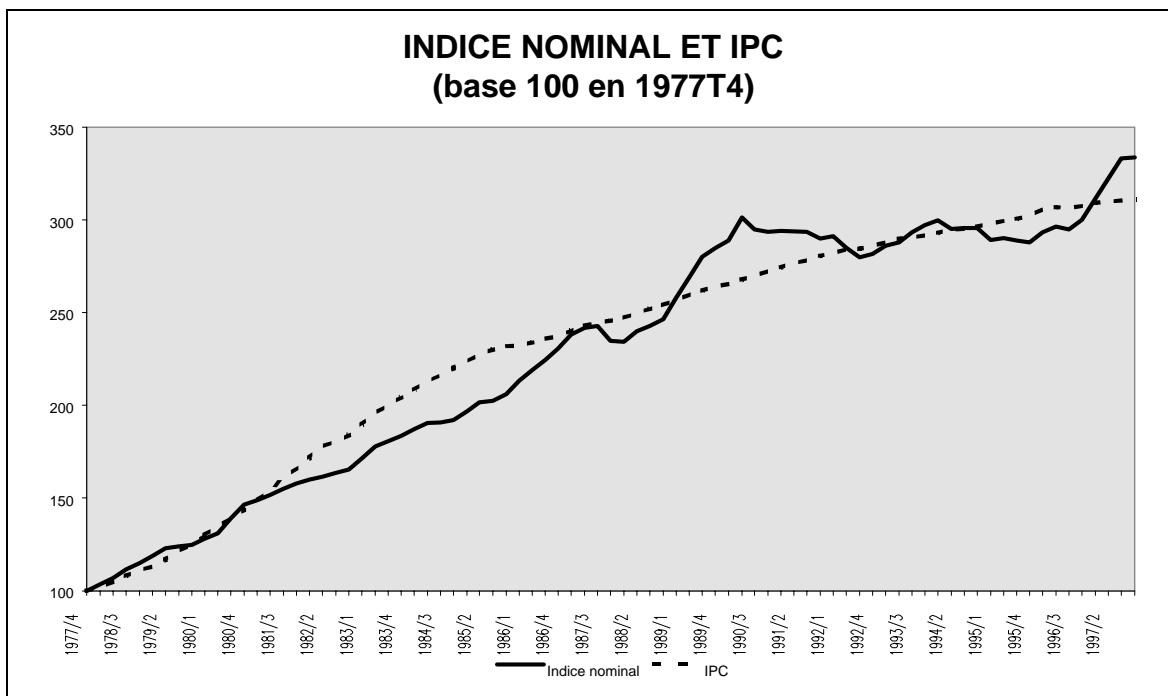
L'annexe décrit en détail les sources et les procédures de trimestrialisation retenues.

Les indices de prix des actifs retenus (base 100 en 1977T4) figurent sur les graphiques ci-dessus.

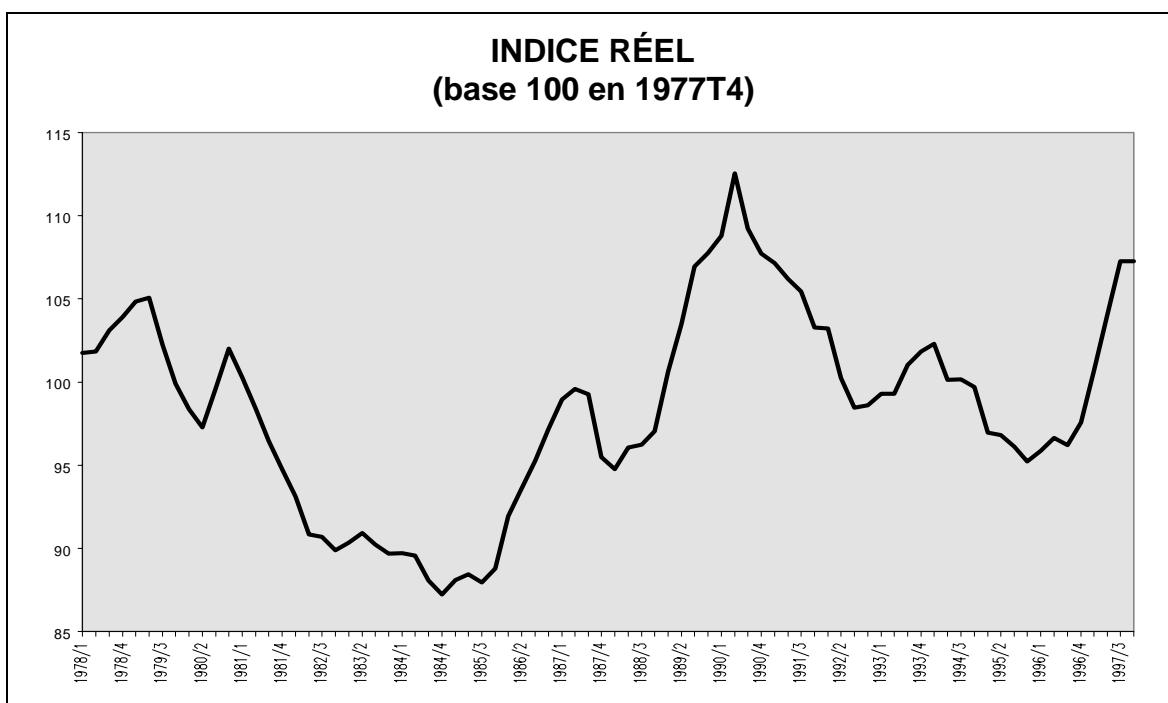
Leur observation fournit quelques enseignements :

- sur la période 1977-1983, l'or est l'actif présentant la plus forte progression (+ 311 % en six ans). Depuis, il est relégué à la dernière place (- 47 % en quatorze ans) ;
- la baisse du prix des terres agricoles depuis 1981 et celle des terres naturelles (bois et forêts, landes...) depuis 1982 pèsent sur l'indice des terrains non bâties, alors que dans le même temps le prix des terres urbanisables s'accroît à un rythme soutenu ;
- à la fin des années quatre-vingt, la bulle spéculative sur l'immobilier de bureau est plus prononcée que celle sur l'immobilier résidentiel. Elles ont éclaté sensiblement au même moment, au début de l'année 1991 ;
- sur la période retenue (1977-1997), les actions étrangères ont progressé davantage que les actions françaises (hors dividendes distribués), avec des progressions de + 1 658 % pour les premières et de + 1 207 % pour les secondes. Néanmoins, sur la période récente (1983-1997), les performances sont comparables (+ 702,0 % pour les actions françaises et + 624,3 % pour les actions étrangères).

Sur cette base, un indice agrégé du prix des actifs détenus par les agents non financiers a été construit. Les résultats sont reproduits sur le graphique suivant.



Sur longue période, l'indice de prix des stocks semble relié à l'indice de prix des flux (indice des prix à la consommation). Ainsi, comme l'illustre le graphique ci-dessous, les fluctuations de l'indice réel du prix des actifs — c'est-à-dire de l'indice du prix des actifs déflaté par celui des prix à la consommation — sont limitées : l'écart entre le point haut atteint au deuxième trimestre de l'année 1990 — à la veille du retournement du marché de l'immobilier résidentiel — et le point bas observé en 1984 est à peine de 30 %.



L'indice du prix des actifs ainsi constitué est un outil supplémentaire à la disposition des économistes. Il pourra être utilisé pour approfondir les liens entre prix d'actifs et économie réelle d'une part, pour étudier les déterminants du prix des actifs d'autre part, en analysant en particulier le rôle des crédits à l'économie.

La production régulière de cet indice et son suivi devraient permettre aux autorités (monétaires ou en charge des autres composantes de la politique économique) d'affiner leur diagnostic sur la dynamique de l'inflation. Dans l'optique de comparaisons internationales — et plus spécifiquement au sein de la zone euro —, il serait utile d'élaborer ce type d'indice sur une base harmonisée.

ANNEXE

1. Détermination des coefficients de pondération

Biens d'équipement : les encours de biens d'équipement retenus dans l'indice résultent de l'agrégation des sous-postes « Matériel de transport », « Matériel agricole » et « Autres matériels » du poste « Actifs fixes reproductibles hors logement » des Comptes de la nation, pour le secteur des ménages (S80) et des sociétés non financières hors grandes entreprises nationales (S12).

Terrains non bâtis : les encours reprennent le poste « Actifs fixes non reproductibles » des Comptes de la nation, pour le secteur des ménages et des sociétés et quasi-sociétés (SQS) hors grandes entreprises nationales (GEN). Ce poste comprend les terres agricoles, les terres naturelles (forêts, etc.) et les terres urbanisables non bâties, et est renseigné à partir d'enquêtes sur l'utilisation du territoire (TER-UTI) et de statistiques de prix émanant des services fonciers de l'État.

Actifs incorporels : les encours reprennent le poste du même nom dans les comptes de patrimoine pour le secteur des ménages et des SQS hors GEN.

Immobilier résidentiel : les encours ont récemment fait l'objet d'une rétropolation par l'INSEE — non encore validée — dont l'objet était de substituer aux indices de valorisation utilisés jusqu'alors (indices du prix des flux) de véritables indices de prix des stocks combinant le prix des logements neufs et anciens. S'appuyant sur des indices de prix des logements résidentiels établis par le professeur Mouillart de l'Université de Nanterre, la division synthèse des comptes nationaux a alors procédé à une rétropolation des encours détenus par les différents secteurs institutionnels. Le principe d'un calage sur les résultats de l'enquête-logement de 1992 a néanmoins été maintenu.

On trouvera dans la note « *Valorisation des comptes de patrimoine et de variations de patrimoine en logements par secteur institutionnel* » (n° 023/G413), rédigée par Gérard Moreau de la division Synthèse générale des comptes de l'INSEE, une description détaillée de la méthodologie retenue.

Les encours recensés dans l'indice du prix des actifs recensent l'immobilier de logement détenu par les ménages (pour plus de 90 % du total) et les sociétés HLM.

Immobilier de bureau : le sous-poste « Constructions hors logement » du poste « Actifs fixes reproductibles hors logement » des Comptes de la nation recense les encours d'immobilier de bureau détenu par les sociétés non financières ainsi que les entrepôts à caractère commercial. Néanmoins, les encours étant réévalués sur la base d'indices de prix des flux retracant mal l'évolution du prix des stocks, on a procédé à une rétropolation sur la base d'un indice de la valeur vénale des bureaux (cf. *infra* pour le mode de construction de cet indice de prix).

Au total, il apparaît que les encours ainsi réévalués sont d'un ordre de grandeur deux fois supérieur à ceux recensés dans les Comptes de la nation.

On remarquera cependant que l'absence de données d'enquêtes une année donnée (comparable à l'enquête-logement pour l'immobilier résidentiel) peut altérer la qualité des estimations en nous privant d'une donnée de calage indiscutable.

Actions cotées en francs et OPCVM « actions » : les encours d'actions cotées en francs détenus par les sociétés non financières (y compris GEN) et les ménages sont extraits des tableaux d'opérations financières (TOF) trimestriels (f5011).

Par ailleurs, on a retenu les encours d'OPCVM « actions » recensés dans l'agrégat de placement P3, la part détenue par les ménages étant fixée à 80 %.

Actions étrangères : les encours détenus par les SQS (y compris GEN) et les ménages sont extraits des TOF trimestriels (f502). Les encours recensés pour les entreprises comprennent les acquisitions de titres étrangers réalisées à l'occasion d'opérations d'investissement de portefeuille ou d'investissements directs. Si la quasi-totalité des opérations d'investissement de portefeuille s'effectue sur des actions cotées, il n'en est pas de même des investissements directs. Aussi, il peut paraître incohérent de retenir les actions étrangères non cotées et de ne pas prendre en compte les actions françaises non cotées. C'est pourtant le choix que nous avons opéré.

S'agissant de la valorisation des actions étrangères détenues par les résidents (et notamment des entreprises), les chiffres de la balance des paiements diffèrent sensiblement de ceux de la comptabilité nationale. Les experts travaillent à la mise en place d'une méthodologie commune mais, les travaux d'harmonisation n'ayant pas encore totalement abouti et par un souci de cohérence vis-à-vis des autres actifs retenus dans l'indice, on a privilégié les données de la comptabilité nationale.

Obligations et OPCVM « obligations » : les encours d'obligations en francs et en devises détenus par les ménages et les SQS hors GEN sont extraits des TOF annuels (f40).

Par ailleurs, on a retenu les encours d'OPCVM « obligataires » figurant dans l'agrégat de placement P2, la part détenue par les ménages étant fixée à 80 %.

Or financier : le stock d'or détenu par les épargnants français n'est pas connu avec certitude. Il varie selon les sources de 2 500 tonnes à 5 000 tonnes¹, ce qui représente environ 10 % de l'or financier mondial.

Par ailleurs, les transactions sur le marché de l'or financier restent très faibles au regard des stocks détenus : depuis 1981, on estime que les investisseurs en Europe et aux États-Unis ont été vendeurs nets de 250 tonnes seulement, soit moins de 1 % des stocks détenus. Dès lors, et à défaut de sources statistiques complémentaires, on retiendra des encours à prix constants fixes sur la période, représentant l'équivalent de 3 200 tonnes d'or.

2. Détermination des indices de prix

Biens d'équipement, terrains non bâties, actifs incorporels : les indices de prix annuels retenus sont les indices implicites des comptes de patrimoine, la trimestrialisation s'opérant alors par interpolation linéaire.

Immobilier résidentiel : l'indice annuel retenu a été établi à partir de l'indice construit par le professeur Mouillart de l'Université de Nanterre. Depuis 1978, l'estimation de ce dernier repose sur l'observation du portefeuille de la FNAIM constitué de 220 000 biens.

La trimestrialisation s'est effectuée par profilage à l'aide de l'indice de la Chambre syndicale des notaires pour les appartements anciens vendus libres à Paris.

L'indice ainsi construit recense les prix *moyens* du stock de logements sur le trimestre.

Immobilier de bureau : à partir de statistiques émanant de la direction générale des Impôts (fichier IMO) et portant sur le prix moyen des transactions d'immeubles de bureaux à Paris et dans certaines villes de province (Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Strasbourg et Toulouse), on a reconstitué un indice annuel de prix de l'immobilier de bureaux depuis 1980. Ce dernier a alors été trimestrialisé sur la base de l'indice de l'immobilier résidentiel.

L'indice ainsi construit décrit l'évolution des prix *moyens* du stock de bureaux d'un trimestre à l'autre.

¹ Bora Nisic : « L'or, un métal à triple facette », *Problèmes économiques* n° 2 279, juin 1992

Actions cotées en francs : on a retenu depuis 1978 une moyenne trimestrielle de l'indice général de la Société des bourses françaises (SBF). L'indice mesure la performance d'un portefeuille d'actions françaises cotées, *hors dividendes versés*.

Actions étrangères : depuis 1992, les comptes nationaux valorisent les actions étrangères détenues par les résidents sur la base d'un indice synthétique établi en pondérant la progression des principales bourses étrangères (corrigées de l'effet-change) par le poids respectif des titres de ces pays dans le portefeuille d'actions des résidents.

Avant 1992, les comptes nationaux retenaient un indice INSEE des valeurs étrangères à revenu variable. Il apparaît que ce dernier sous-évalue significativement la performance réelle des actions étrangères, de telle sorte qu'on lui a substitué un indice rétropolé sur la base de la méthodologie en vigueur depuis 1992.

L'indice de prix retenu sur la période 1978-1995 mesure donc la performance, hors dividendes versés, exprimée en francs d'un portefeuille d'actions étrangères cotées.

Obligations : on a retenu les indices implicites trimestriels de prix des TOF trimestriels.

L'indice mesure donc la performance trimestrielle d'un portefeuille obligataire *hors coupons versés*.

Or financier : on a retenu l'indice de prix du kilogramme d'or coté à la Bourse de Paris.

A

N

A

L

Y

S

E

S

L'ACTIVITÉ DES MARCHÉS DE CHANGE ET DE PRODUITS DÉRIVÉS DE CHANGE DE GRÉ À GRÉ SUR LA PLACE DE PARIS

Coordonnée au plan international par la Banque des règlements internationaux (BRI), l'édition 1998 de l'enquête triennale a été menée par les banques centrales et autorités monétaires de 43 places financières, afin de rassembler une information à la fois détaillée et cohérente au niveau international sur la structure et la profondeur des marchés de change et de produits dérivés traités de gré à gré. La Banque de France était chargée de centraliser les données pour le marché de Paris.

Le présent article couvre les résultats de l'enquête portant sur l'activité enregistrée en avril 1998 sur les marchés de change et des produits dérivés de change. Les produits dérivés de taux feront l'objet d'une étude dans le *Bulletin* du mois de décembre prochain.

L'activité sur les marchés de change de la place de Paris (change au comptant et change à terme) a progressé de 24 % depuis l'édition 1995 de l'enquête, atteignant 71,9 milliards de dollars d'activité quotidienne.

Le marché des produits dérivés de change, toujours nettement moins important en volume (5,3 milliards de dollars de transactions journalières) a également enregistré une progression soutenue (+ 56 % depuis 1995).

D'une manière générale, il est noté un recul sensible par rapport à 1995 du montant de transactions recensé sur les couples de devises devant rentrer dans l'Union monétaire européenne.

*Direction des Changes
Service des Changes et de la Gestion des réserves
Direction de la Balance des paiements
Service des Capitaux monétaires extérieurs*

MÉTHODOLOGIE DE L'ENQUÊTE

Cadre d'analyse

L'enquête 1998 a suivi le même cadre d'analyse que celle d'avril 1995, il est donc aisément d'établir des comparaisons dans le temps.

La première enquête mondiale coordonnée par la BRI sur l'activité des marchés de change avait été menée pour la première fois en 1989 et renouvelée en 1992. En 1995, l'enquête a été élargie aux produits dérivés de change et de taux d'intérêt¹ traités de gré à gré. Comme lors des précédentes éditions, il a été demandé aux établissements participant à l'enquête d'établir leurs statistiques d'activité sur la base de trois critères de répartition : par catégories d'opérations, par contreparties et par devises.

Les catégories d'opérations analysées

– Les marchés de change :

- le comptant dont le dénouement a lieu dans les quarante-huit heures,*
- le terme sec dont l'échéance de livraison est supérieure à quarante-huit heures,*
- les swaps cambistes comportant l'achat et la vente simultanés d'un certain montant de devises, l'un au comptant, l'autre à terme, sans échange périodique de paiement d'intérêts.*

– Les produits dérivés de change :

- les swaps de devises, qui sont des swaps incluant, contrairement aux swaps cambistes, des échanges périodiques de paiement d'intérêts,*
- les options de change (achetées et vendues) procurant le droit ou l'obligation d'achat ou de vente d'un certain montant de devises.*

La ventilation par contreparties

Elle distingue :

- les transactions interbancaires réalisées avec les établissements participant à l'enquête,*
- les transactions avec les autres institutions financières ne participant pas à l'enquête (compagnies d'assurance, fonds de pension, caisses de retraite, OPCVM),*
- les transactions avec la clientèle non financière (entreprises, administrations publiques, personnes physiques).*

Ces trois types de contreparties font l'objet, chacune, d'une ventilation selon le critère résident/non-résident pour permettre l'élimination des doubles comptabilisations qui apparaîtraient, au moment des consolidations nationales, sur les montants de transactions des établissements participants et pour permettre le recoupement des statistiques nationales pour la consolidation au niveau mondial par la BRI.

La ventilation par devises

Elle retient les opérations contre dollar (USD), deutschemark (DEM), franc (FRF), yen (JPY), livre sterling (GBP), franc suisse (CHF), dollar canadien (CAD), dollar australien (AUD), écu (XEU), autres monnaies européennes et autres devises.

Déroulement de l'enquête

Le périmètre de banques concernées a été élargi par rapport à décembre 1995 : 84 banques ont notamment répondu à la partie de l'enquête change, contre environ 70 établissements en 1995 et 50 en 1992. Le mois d'avril de cette année (21 jours ouvrés pour avril 1998, contre 19 pour avril 1995) ne présente pas de particularités bien marquées au niveau des évolutions de marché, il peut donc être considéré comme représentatif d'une activité normale.

L'enquête a révélé l'utilisation, de plus en plus courante, de la part des grands établissements remettants d'un livre unique de suivi des transactions de change. Ce phénomène a rendu plus délicat, dans certains cas, et notamment pour les options de change, du fait de la nature apatride de ces « global books », le rattachement des transactions à une place géographique donnée.

Les principaux résultats ont déjà fait l'objet d'un communiqué de presse de la Banque de France, le 29 septembre 1998. Les autres banques centrales ont également diffusé leurs principaux résultats, permettant ainsi d'établir quelques comparaisons internationales. Un communiqué de la BRI du 19 octobre a donné les résultats au niveau mondial pour les 43 pays ayant participé à l'enquête. Une étude plus complète sera publiée par la BRI au printemps 1999, incluant également des analyses sur d'autres caractéristiques que celles relatives à l'activité des marchés (encours notionnels sur les dérivés, valeurs de marché...).

¹ L'activité sur le marché des produits dérivés de taux d'intérêt sera analysée dans la note SEMEX figurant dans le Bulletin de la Banque de France de décembre 1998.

L'activité des marchés de change et du marché des produits dérivés de change sera successivement analysée tant par rapport aux chiffres de l'enquête de 1995, qu'en comparaison avec les résultats observés sur les principales autres places financières.

1. Les marchés de change

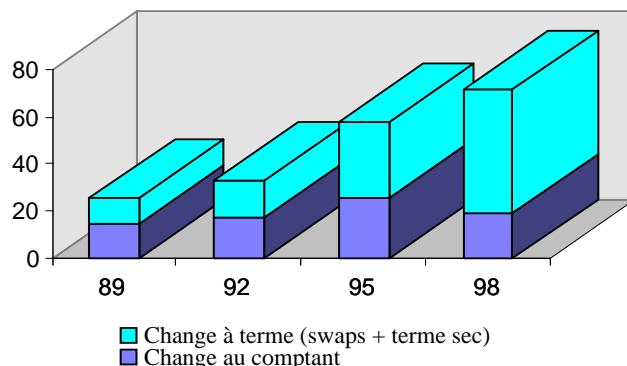
1.1. Principales évolutions

1.1.1. Une évolution contrastée du montant des transactions

La moyenne du montant quotidien net¹ de transactions sur la place de Paris a atteint 71,9 milliards de dollars, contre 58 milliards en 1995. Le taux de progression enregistré en trois ans (24 %) est très voisin de celui observé par la BRI pour les résultats au niveau mondial (26 %).

ÉVOLUTION DU MONTANT QUOTIDIEN NET DE TRANSACTIONS DES MARCHÉS DE CHANGE DE PARIS

en milliards de dollars



Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél : 01 42 92 36 68

MONTANT QUOTIDIEN NET DE TRANSACTIONS SUR LES MARCHÉS DE CHANGE (hors dérivés de change) en avril 1998

(en milliards de dollars)

	Avril 1995	1998			
	Moyenne journalière (19 jours ouvrés)	Total brut	50 % interbancaire local (a)	Total net	Moyenne journalière (21 jours ouvrés)
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

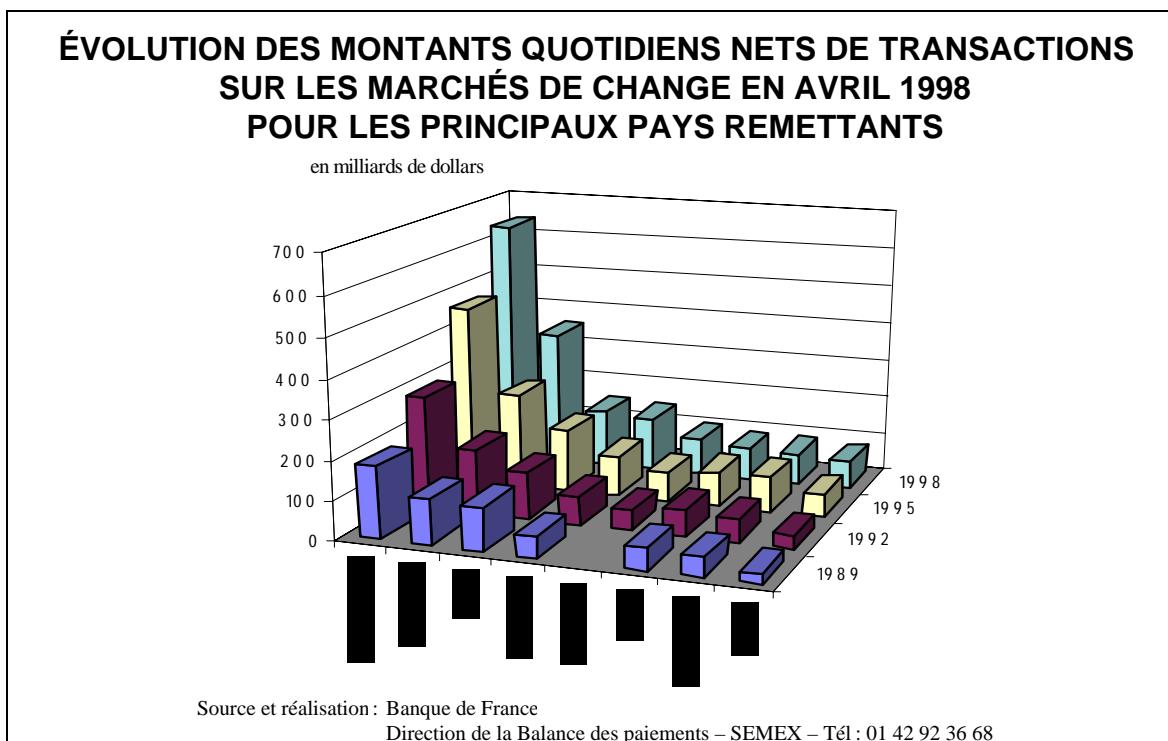
Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél.: 01 42 92 36 68

¹ Le montant quotidien net est calculé après élimination de la double comptabilisation résultant des transactions entre les banques déclarantes sur la place de Paris.

La position internationale de la France reste inchangée (cf. graphiques ci-dessous) : la place de Paris conserve la huitième place au niveau mondial et la quatrième au niveau européen derrière Londres, Francfort et Zurich.

En dépit de la forte baisse des transactions sur certains couples de monnaies européennes, qui étaient une des spécialités de la place de Paris, et de la poursuite du mouvement de relocalisation des banques étrangères sur leur place d'origine ou sur Londres, le maintien de la position internationale de la France atteste de la capacité de la place à s'adapter à un environnement financier en profonde mutation.

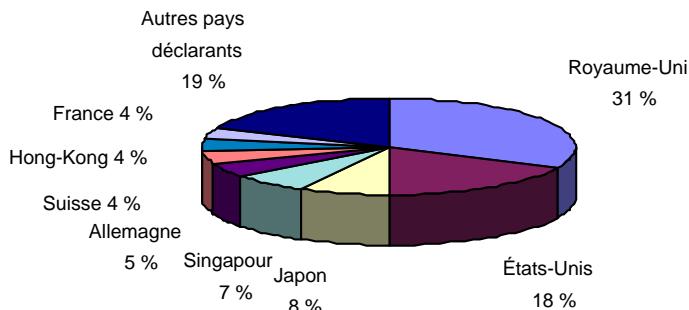
Londres et New York (respectivement 37 % et 44 % de croissance entre 1995 et 1998) ont vu leur activité fortement progresser sur les trois dernières années. Il est vrai que l'impact de la hausse du dollar contre la plupart des autres devises depuis 1995 avantage mécaniquement les places financières sur lesquelles cette devise est la plus traitée. Paris (24 %) progresse au même rythme que Francfort (22 %), alors que plusieurs places enregistrent des diminutions d'activité : Tokyo (- 8 %), Hong-Kong (- 13 %) et Zurich (- 6 %).



Le Royaume-Uni et les États-Unis assurent à eux deux près de 50 % des montants de transactions recensés. La France conserve ses 4 % de part de marché au niveau mondial.

RÉPARTITION DE L'ACTIVITÉ DES MARCHÉS DE CHANGE PAR PAYS DÉCLARANTS

en pourcentage



Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél : 01 42 92 36 68

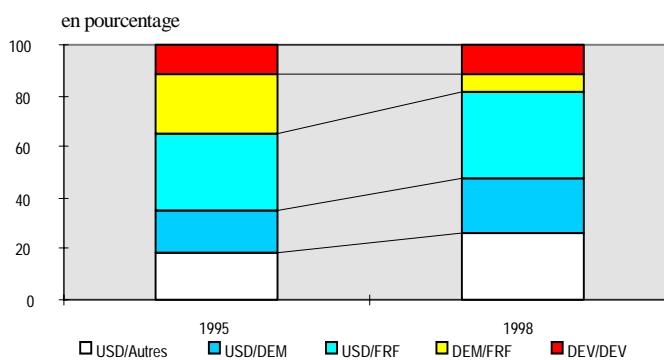
1.1.2. Une modification sensible du poids relatif des différentes devises

Une chute sensible des opérations en deutschemarks au travers du couple deutschemark/franc est constatée. L'explication d'un tel phénomène réside dans la très forte diminution de la volatilité entre ces deux devises, dans le contexte du passage à la monnaie unique et compte tenu de la crédibilité de la convergence des économies de l'Union économique et monétaire (UEM).

Les opérations sur les couples de devises des pays devant rentrer dans l'Union monétaire et amenés à disparaître consécutivement à la venue de l'euro représentent 12 % du volume quotidien net, contre 36 % en 1995. Un tel recul, en part relative, est compensé par l'augmentation du volume d'activité des opérations incluant au moins une devise *extra-UEM*.

Le dollar a suivi des évolutions contrastées selon les devises de contrepartie. Cependant, il conforte très largement sa position dominante en intervenant dans 82 % des opérations de change en 1998, contre 66 % en 1995.

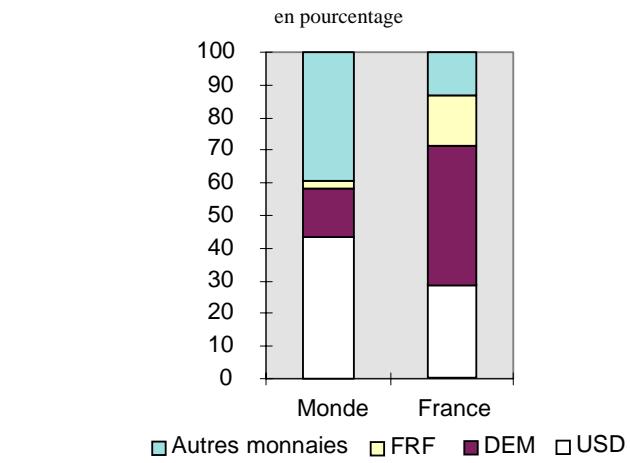
ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION PAR DEVISES DU MONTANT DE TRANSACTIONS RECENSÉ SUR LES MARCHÉS DE CHANGE DE PARIS (hors dérivés de change)



Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél : 01 42 92 36 68

La comparaison avec la répartition par devises de l'ensemble des pays remettants montre que les marchés de change français sont moins « dollarisés » que l'ensemble du monde et enregistrent un niveau modeste d'activité sur les opérations en yens et en livres sterling.

RÉPARTITION DU POIDS DES DEVISES (comparaison France/monde)



1.1.3. Une concentration encore accrue de l'activité

La concentration des activités s'est confirmée par rapport au niveau enregistré en 1995. Six établissements de la place de Paris assurent 69 % du montant des transactions recensées quels que soient les instruments, contre 59 % en 1995. D'une manière générale, les opérations de change traditionnelles sont de plus en plus le fait des très grandes banques, cette activité n'apparaissant profitable qu'à condition de disposer d'une clientèle finale importante et de pouvoir réaliser des économies d'échelle.

1.1.4. Une financiarisation croissante des transactions de change

La part de marché de la sphère financière (opérations interbancaires et avec les institutions financières non bancaires) s'est légèrement améliorée, pour atteindre 91,7 % (contre 88,7 %).

ACTIVITÉ DES MARCHÉS DE CHANGE VENTILÉE PAR CONTREPARTIES EN AVRIL 1998

Contrepartie	Volumes bruts (en millions de dollars)	Répartition (en pourcentage)	Rappel des pourcentages de 1995
Interbancaire.....	1 492 168	83,6	80,7
Résidents.....	550 019	30,8	27,2
Non-résidents.....	942 149	52,8	53,5
Autres institutions financières.....	144 410	8,1	8,0
Résidents.....	60 131	3,4	2,4
Non-résidents.....	84 279	4,7	5,7
Clientèle non financière.....	148 246	8,3	11,3
Résidents.....	80 509	4,5	6,2
Non-résidents.....	67 737	3,8	5,1
Total	1 784 824	100,0	100,0

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél : 01 42 92 36 68

1.1.4.1. Échanges entre établissements financiers

La ventilation par contreparties permet de constater que les échanges interbancaires assurent 83,6 % du montant des transactions. Ce résultat est légèrement supérieur à ceux obtenus sur les enquêtes précédentes : 80,7 % en 1995 et 81,0 % en 1992. Le niveau élevé de concentration tient notamment à ce que, si les marchés de gré à gré sont dépourvus d'un système de centralisation des ordres, les teneurs de marché sont tenus d'assurer une présence permanente en se portant contrepartie. Par conséquent, ces derniers vont faire « tourner » les ordres jusqu'à ce qu'une contrepartie finale se présente, gonflant ainsi le montant des transactions de change.

D'après la consolidation des résultats des pays déclarants effectuée par la BRI, l'activité interbancaire mondiale ressort à 63 %.

1.1.4.2. Transactions avec les institutions financières non bancaires

(OPCVM, compagnies d'assurance, fonds de pension...)

La catégorie « autres institutions financières » assure une part constante du montant des transactions (8,1 % sur la présente enquête, contre 8,0 % en 1995). Le besoin croissant de couverture et de règlement, lié à l'internationalisation croissante des portefeuilles, a probablement permis le maintien de la part relative des transactions réalisées avec des institutions financières non bancaires.

1.1.5. Une internationalisation des transactions de change en légère diminution

Les opérations de change, retracées par l'enquête, sont conclues à 61,3 % avec des non-résidents, cette proportion n'étant que de 54,0 % selon les résultats de la centralisation au niveau mondial effectué par la BRI. Bien qu'en légère régression (64,3 % en 1995), il s'avère que les marchés français de change sont particulièrement ouverts vers l'extérieur.

D'une manière générale, la tendance des grands établissements bancaires à regrouper leurs activités sur quelques centres a contribué probablement à accroître le montant des opérations transfrontière.

1.2. Analyse par instruments

1.2.1. Change au comptant

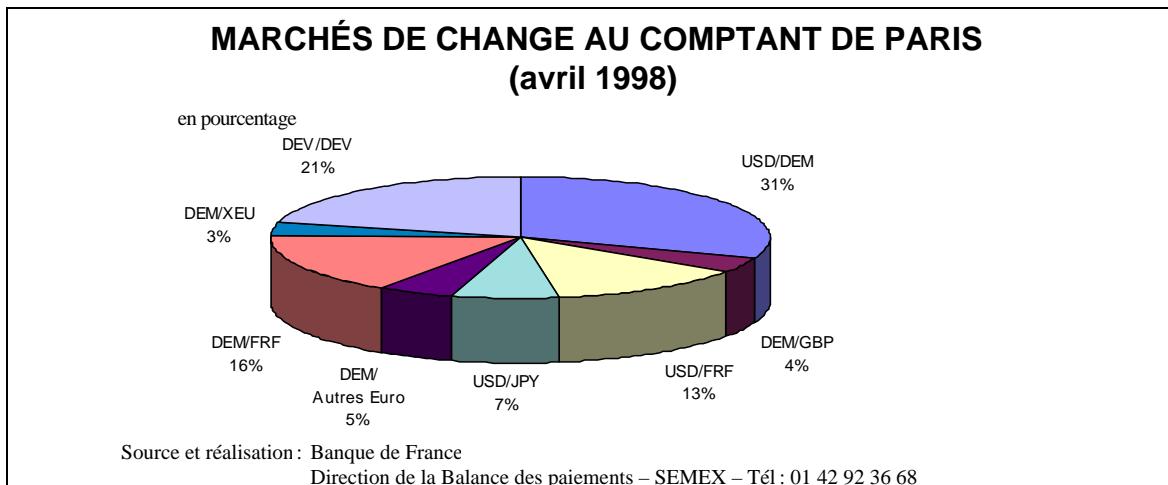
Sur le change au comptant, le volume d'affaires de la place passe d'une moyenne quotidienne de 25,4 milliards de dollars en 1995 à 19,2 milliards en 1998, soit un recul de 24 %. L'intégralité de cette baisse est imputable à l'effondrement des transactions *intra*-UEM (DEM/FRF en particulier), les opérations contre dollar s'inscrivant inversement en forte hausse.

1.2.1.1. Répartition par devises

Alors que le chiffre d'affaires sur les « cross » européens représentait plus de la moitié de l'activité de la place en 1995¹ (le DEM/FRF à lui seul en assurait 44,6 %), il ne représente plus en 1998 que le quart : le DEM/FRF, qui assurait encore en juin 1997 un volume quotidien de transactions de 13,2 milliards de dollars, est tombé à 3,1 milliards en avril dernier. La contraction de ce segment de marché, dont la place de Paris s'était naturellement fait une spécialité, s'explique bien sûr par la très faible volatilité des parités des monnaies « *in* », qui se situent toutes au voisinage de leurs cours pivots bilatéraux retenus pour l'entrée en UEM. Dans ces conditions, en effet, ni les opérateurs ni la clientèle n'estiment plus nécessaire ou suffisamment profitable de se couvrir, d'arbitrer ou de prendre des positions spéculatives sur le DEM/FRF ou les autres couples de monnaies appelées à se fondre dans

¹ Une enquête ponctuelle menée sur un échantillon réduit de banques de la place en juin 1997 confirmait encore une prépondérance des « cross » européens (50 % de l'activité) et notamment du DEM/FRF (40 %).

l'euro au 1^{er} janvier 1999. Paris, cependant, n'est pas resté passif face au déclin de son fonds de commerce traditionnel, ainsi que l'atteste la forte progression des opérations sur USD/FRF (+ 15,1 %) et plus encore en USD/DEM (+ 30,3 %). En outre, une plus grande implication sur des monnaies extérieures à la zone euro (yen, livre sterling et franc suisse) est observable, même si la part de marché de Paris sur ces différentes devises reste modeste.



**MARCHÉS DE CHANGE AU COMPTANT DE PARIS
(montant net mensuel des transactions)**

(en milliards de dollars – en pourcentage)

	Avril 1995		Avril 1998	
	Montant	Répartition	Montant	Répartition
USD/DEM	94 705	19,59	123 421	30,56
USD/FRF	45 099	9,33	51 928	12,86
USD/JPY	17 927	3,71	27 348	6,77
DEM/FRF	215 678	44,61	65 238	16,15
DEM/GBP	4 925	1,02	16 351	4,05
DEM/autres devises de la zone euro	14 975	3,10	20 422	5,06
XEU/DEM	29 510	6,10	13 802	3,42
DEV/DEV	60 631	12,54	85 375	21,14
TOTAL	483 450	100,00	403 885	100,00

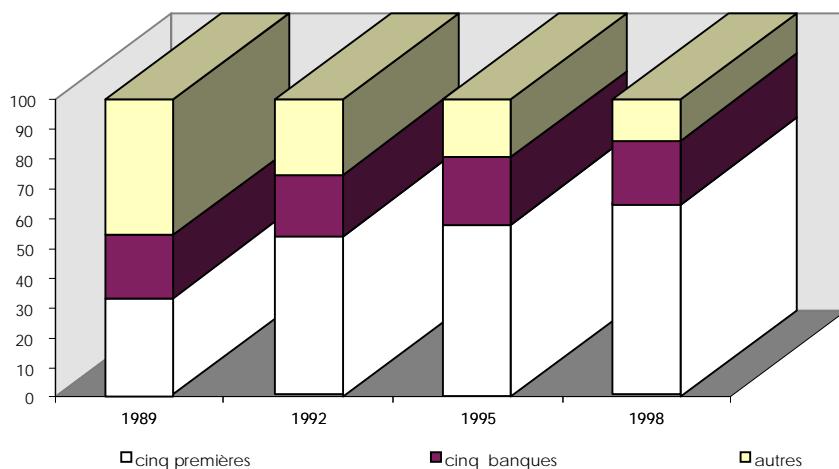
Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél : 01 42 92 36 68

1.2.1.2. Concentration de l'activité

La concentration de l'activité, pourtant déjà très prononcée, s'est encore accentuée : les cinq premiers établissements sur le change au comptant ont assuré 64,6 % du montant des transactions (contre 58,0 % en 1995, 54,3 % en 1992 et 33,4 % en 1989). Les dix premiers établissements ont dans le même temps traité 84,5 % du montant des transactions (contre 80,5 % en 1995, 75,0 % en 1992 et 54,4 % en 1989). Cette tendance à la concentration, observée également dans la plupart des autres centres financiers, a été ces dernières années plus particulièrement prononcée en France, à la suite du retrait, de la place de Paris, de plusieurs banques étrangères et de l'intensification du processus de concentration bancaire.

ÉVOLUTION DE LA CONCENTRATION DE L'ACTIVITÉ DU CHANGE AU COMPTANT

en pourcentage



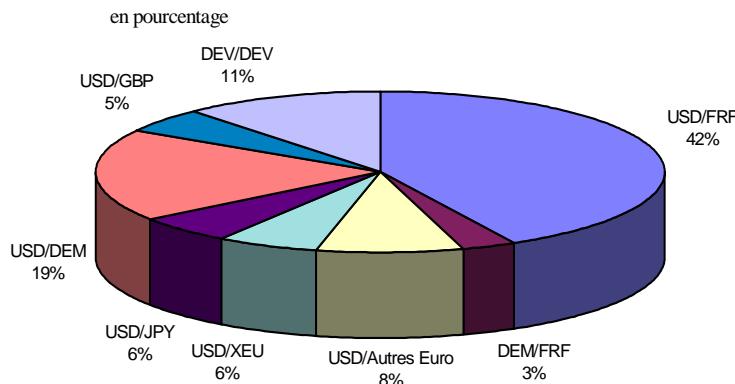
Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél : 01 42 92 36 68

1.2.2. Change à terme (*swaps cambistes et terme sec*)

Les *swaps* cambistes apparaissent à Paris, comme sur les autres grandes places financières, comme le segment le plus dynamique de l'activité des marchés de change, avec un bond de 63 % par rapport à la précédente enquête. Le marché parisien des *swaps* n'a guère eu à souffrir de la baisse du montant des transactions sur les « *cross* » européens, celles-ci n'ayant jamais été très développées. L'essentiel de l'activité *swap* est assuré par l'USD/FRF (42,2 %), l'USD/DEM (18,8 %) et l'USD/JPY (5,6 %), la monnaie américaine demeurant le pivot de la gestion des trésoreries en devises. Plusieurs facteurs concourent à expliquer l'expansion du marché des *swaps* au cours des dernières années :

- l'internationalisation croissante des portefeuilles-titres qui génère des besoins de couverture accrus de la part des investisseurs institutionnels résidents et étrangers ;
- la généralisation de la pratique des arbitrages dépôts-*swaps* (par exemple emprunt de yens et *swap* prêteur de yens contre dollars équivalent à un emprunt en dollars à un taux plus avantageux qu'une opération directe en dollars) ;
- le déclin relatif du marché interbancaire du prêt/emprunt et des accords de taux futurs (FRA), dont la liquidité s'est largement reportée sur les *swaps* cambistes qui, de ce fait, deviennent un produit de *trading* sur les taux d'intérêt de plus en plus apprécié des intervenants bancaires.

MARCHÉ DES SWAPS CAMBISTES DE PARIS (avril 1998)



Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél : 01 42 92 36 68

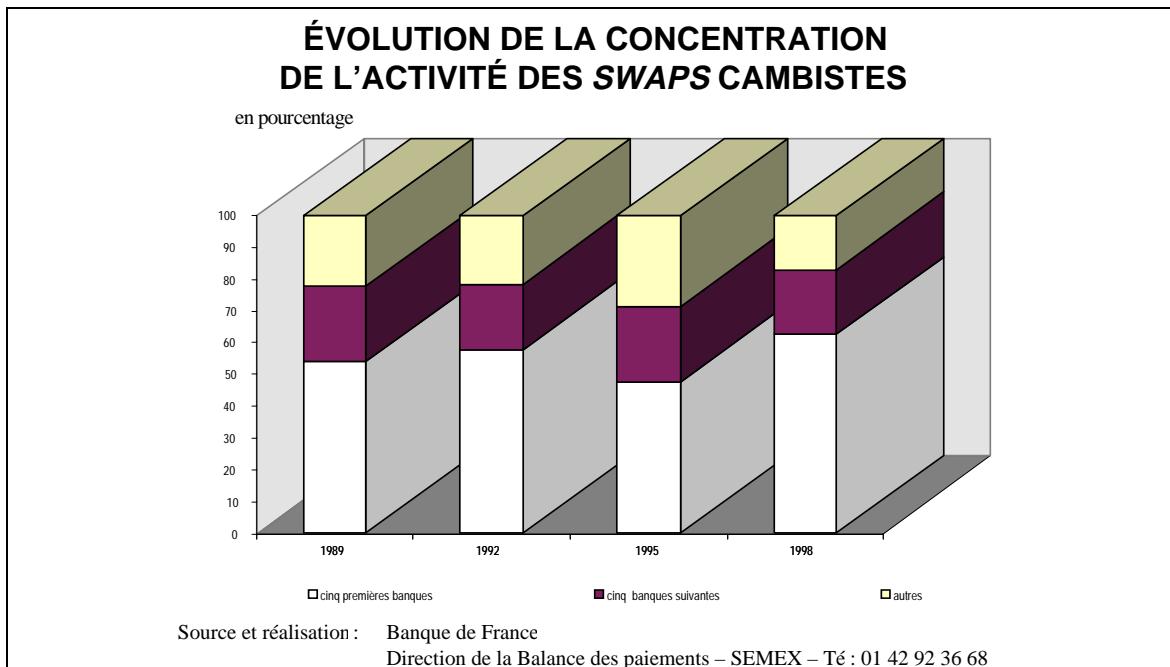
MARCHÉ DES SWAPS CAMBISTES DE PARIS (montant net mensuel)

(en milliards de dollars – en pourcentage)

	Avril 1995		Avril 1998	
	Montant	Répartition	Montant	Répartition
USD/DEM	87 576	15,16	195 121	18,77
USD/FRF.....	268 476	46,48	438 565	42,19
USD/JPY	54 700	9,47	57 925	5,57
DEM/GBP	16 418	2,84	50 565	4,86
USD/autres devises de la zone euro	31 236	5,41	87 964	8,46
USD/XEU.....	40 558	7,02	58 930	5,67
DEM/FRF	21 558	3,73	31 210	3,00
DEV/DEV.....	57 126	9,89	119 260	11,47
TOTAL	577 648	100,00	1 039 540	100,00

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél : 01 42 92 36 68

Tout autant que celui du change au comptant, le marché des *swaps* cambistes apparaît sur la place de Paris très concentré puisque cinq établissements assurent à eux seuls 63,1 % du chiffre d'affaires, tandis que les dix premiers en assurent 83,8 %. Les concentrations bancaires, le désengagement de certaines banques étrangères qui ont regroupé leur activité de gestion de trésorerie sur un seul centre européen, la moindre activité des succursales de banques japonaises, et le caractère très concurrentiel du marché qui appelle une certaine taille critique, sont à l'origine de cette évolution vers un nombre plus limité d'intervenants.



Le *terme sec* continue de représenter un volume d'affaires relativement modeste (4,5 % des échanges) bien qu'en progression. Le change à terme reste surtout utilisé pour des opérations de clientèle destinées à couvrir des flux commerciaux ; les trésoriers et gestionnaires d'actifs l'utilisent également pour couvrir des flux d'intérêt à recevoir ou à payer en devises. En revanche, ce produit ne fait pas véritablement l'objet d'un marché interbancaire actif. Ces caractéristiques expliquent à la fois que les opérations contre franc sont prépondérantes (les couvertures se font contre monnaie nationale) et que près de la moitié des montants traités le sont par des intervenants non bancaires (entreprises, gestionnaires de portefeuilles).

2. Le marché des produits dérivés de change de gré à gré (options de change et swaps de devises)

2.1. Les options de change

2.1.1. Évolution générale et concentration du marché

Le montant net quotidien passe de 3,2 milliards de dollars en 1995 à 4,5 milliards, soit une progression de 40,6 %. L'activité est le fait des cinq premiers établissements qui ont assuré 82,3 % des volumes et les dix premiers 96,5 %.

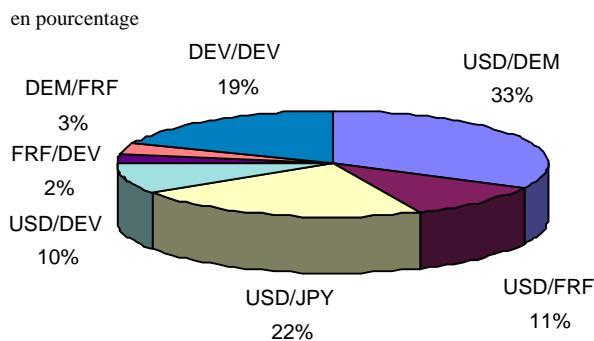
2.1.2. Répartition par devises

En 1995, les opérations faisant intervenir le franc représentaient 27,3 % du volume quotidien recensé sur les options de change ; cette proportion est tombée à 16,3 % en 1998. Cette évolution est principalement liée au déclin des transactions deutschemark contre franc et à la stagnation relative des opérations dollar contre deutschemark.

Le dollar reste la devise la plus largement traitée, avec 75,4 % de l'activité quotidiennement recensée, soit un pourcentage très proche de celui observé en 1995. Le deutschemark occupe la deuxième place.

Les couples de monnaie les plus traités sont l'USD/DEM (32,6 %, contre 18,4 % en 1995) et l'USD/JPY (22,3 %, au lieu de 32,4 %).

MONTANT NET D'ACTIVITÉ SUR LE MARCHÉ DES OPTIONS DE CHANGE (avril 1998)



Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél : 01 42 92 36 68

MONTANT NET D'ACTIVITÉ SUR LE MARCHÉ DES OPTIONS DE CHANGE

(en milliards de dollars – en pourcentage)

	Avril 1995		Avril 1998	
	Montant	Répartition	Montant	Répartition
USD/DEM	11 087	18,34	30 598	32,63
USD/FRF	9 904	16,38	10 046	10,71
USD/JPY	19 562	32,36	20 918	22,31
USD/DEV	5 459	9,03	9 139	9,75
FRF/DEV	925	1,53	2 326	2,48
DEM/FRF	5 678	9,39	2 911	3,10
DEV/DEV	7 843	12,97	17 836	19,02
TOTAL	60 458	100,00	93 774	100,00

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél : 01 42 92 36 68

2.2. Le marché des swaps de devises

Le marché des *swaps* de devises reste un petit compartiment du marché des produits dérivés de change, mais s'étoffe légèrement en assurant 15 % du volume net de transactions, contre 9 % en 1995.

Le montant net quotidien de transactions s'établit à 806 millions de dollars, contre 300 millions en 1995, marquant ainsi une croissance de l'ordre de 170 %.

2.3. Comparaison internationale sur l'activité dérivés de change (options de change et swaps de devises)

Globalement, la progression de l'activité sur les marchés de produits dérivés de change depuis 1995 a été nettement plus rapide que celle constatée sur les activités de change traditionnelles.

On observe une forte hausse des montants traités sur les marchés suisse et de Singapour qui, de ce fait, passent avant les marchés français et allemands.

ANALYSES

L'activité des marchés de change et de produits dérivés de change de gré à gré**MOYENNES JOURNALIÈRES DE L'ACTIVITÉ DÉRIVÉS DE CHANGE
SUR LES PRINCIPALES PLACES FINANCIÈRES**

(en milliards de dollars – en pourcentage)

	Avril 1995	Avril 1998	Variation 1998/1995
	Montant	Montant	
	15,0	48,0	220
Royaume-Uni.....	20,1	32,5	62
États-Unis.....	6,4	10,4	63
Japon.....	1,8	9,4	422
Suisse.....	1,8	5,9	228
Singapour.....	3,4	5,3	56
France.....	3,0	5,0	67
Allemagne.....			

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél : 01 42 92 36 68

MARCHÉ OBLIGATAIRE DE L'EUROFRANC AU TROISIÈME TRIMESTRE 1998

Avant que la distinction entre compartiment domestique et compartiment international du franc ne soit supprimée le 2 octobre 1998, le marché de l'eurofranc a connu au troisième trimestre 1998 une forte baisse de son activité, contrastant avec les volumes record d'émissions enregistrés au cours du premier semestre.

Avec seulement 16,4 milliards de francs d'émissions nettes, contre 45,7 milliards pour le trimestre correspondant de 1997 et 93,1 milliards sur le premier trimestre 1998, le marché de l'eurofranc semble avoir pâti d'un contexte nettement détérioré, marqué par une hausse des rendements exigés des émetteurs de second rang et une demande de placements de première qualité excédant les capacités de l'offre.

Les émetteurs résidents, et notamment les meilleures signatures, qui s'étaient relativement peu manifestés au cours du deuxième trimestre, se sont faits encore plus rares pendant la période sous revue, alors que la présence régulière d'émetteurs anglo-saxons de premier plan s'est confirmée aux côtés des traditionnels émetteurs allemands et néerlandais.

Au-delà de l'impact de la crise financière, le marché de l'eurofranc a été fortement concurrencé par le développement du marché de l'euro/écu dans la perspective de l'entrée en UEM.

JEAN-STÉPHANE MÉSONNIER
Direction de la Balance des paiements
Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)

1. Ralentissement sensible de l'activité sur le marché primaire de l'eurofranc

Les émissions internationales d'obligations et d'EMTN en eurofrancs, nettes des remboursements, se sont limitées à 16,4 milliards de francs au troisième trimestre, en net recul après les montants record enregistrés au cours des deux premiers trimestres de l'année.

Alors que le compartiment de l'eurofranc vivait son dernier trimestre (cf. encadré ci-après), cet essoufflement des émissions nettes est directement imputable à la modestie des émissions brutes sur la période sous revue. Avec 37,6 milliards de francs, contre 59,2 milliards au cours du seul troisième trimestre de 1997, le niveau des émissions brutes a été le plus faible depuis le quatrième trimestre 1995. Malgré l'engouement observé au premier semestre pour les titres en eurofrancs, le volume des émissions nettes sur les neuf premiers mois de 1998 s'établit finalement tout juste au niveau de la période correspondante de 1997.

SUPPRESSION DU COMPARTIMENT DE L'EUFROFRANC À PARTIR DU 2 OCTOBRE 1998

Par une lettre du 1^{er} octobre adressée pour diffusion au président de l'AFECEI, le ministre de l'Économie et des Finances, M. Strauss-Kahn, a présenté au public les grands traits d'une réforme élaborée avec les professionnels et entrant en application le 2 octobre 1998. En particulier :

– la distinction entre compartiments domestique et eurofranc du marché des émissions en francs est supprimée. Seule subsiste la distinction opérationnelle entre émissions faisant ou non appel public à l'épargne en France, ce dernier étant réservé aux investisseurs qualifiés définis par le décret du 2 octobre 1998 ;

– les restrictions de placement primaire posées à l'accès au marché international sont supprimées, ainsi que les restrictions relatives à l'échéance minimale des émissions libellées en francs ou en euros/écus (1 an) et celles relatives au volume minimal des émissions publiques ou cotées (100 milliards de francs sur le segment domestique et 300 milliards sur le segment international) ;

– les émissions obligataires en euros et en écus réalisées à compter du 4 mai 1998 sont réputées réalisées hors de France pour l'application des dispositions du code général des impôts.

La cotation à Paris reste « fortement recommandée », que les émissions soient libellées en francs ou en euros, notamment en cas d'appel public à l'épargne.

Le « Comité des émissions » est enfin supprimé à compter du 1^{er} octobre 1998.

D'après les dernières statistiques publiées par la Banque des règlements internationaux, l'encours des titres obligataires en eurofrancs se maintenait cependant en juin 1998 à un niveau relativement élevé, avec 193,4 milliards de dollars, contre seulement 182,4 milliards à fin mars 1998. Au milieu de l'année, le marché de l'eurofranc (évalué en contrevaleur dollars) conservait donc sa place de cinquième marché euro-obligataire derrière ceux de l'eurodollar (1 668,8 milliards de dollars), de l'euro-yen (408,6 milliards), de l'eurodeutschmark (369,7 milliards) et de l'eurolivre sterling (308,4 milliards).

ÉMISSIONS OBLIGATAIRES EN FRANCS DE 1992 À 1998 (en date de règlement)											
	(en milliards de francs)										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	9 mois 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1997	9 mois 1998
Émissions nettes en eurofrancs (A – B)	112,2	187,7	116,4	10,4	136,4	121,9	108,3	49,3	43,8	16,4	109,5
Émissions brutes en eurofrancs (A)	126,9	207,9	135,3	48,7	191,9	199,8	150,7	71,7	67,8	37,6	177,1
Remboursements (B)	14,7	20,2	18,9	38,3	55,5	77,9	42,4	22,4	24,0	21,2	67,6
Émissions nettes sur le marché intérieur.....	185,7	315,2	197,2	186,4	249,5	51,0	76,9	22,5	7,5	51,5	81,5
Émissions totales nettes	297,9	502,9	313,6	196,8	385,9	172,9	185,2	71,8	51,3	67,9	191,0
Émissions cotées (principalement à Paris et au Luxembourg)											
Source :	<i>International Financing Review</i>										
Banque de France											
DESM – SEVAM											
Réalisation :	Banque de France										
	Direction de la Balance des paiements – SEMEX										

La part du compartiment de l'eurofranc au sein du marché obligataire du franc, en expansion sur les précédents trimestres, se contracte comme les volumes d'émissions au cours du troisième trimestre 1998. La part des titres en eurofrancs sur le total des émissions brutes, qui était de 37 % sur les six premiers mois, retombe ainsi à 31 % sur les 9 mois sous revue, chiffre identique à celui enregistré pour les 9 premiers mois de 1997.

Les émissions nouvelles annoncées au cours du troisième trimestre se sont concentrées pour moitié sur le seul mois de juillet.

Le recul des émissions en eurofrancs s'est inscrit dans un contexte nettement détérioré par les conséquences de l'approfondissement de la crise financière frappant les pays émergents. Cette dégradation, particulièrement marquée au mois d'août, a touché avec plus ou moins de force l'ensemble des euromarchés, n'épargnant que les titres d'émetteurs souverains.

Ainsi, malgré la poursuite de la baisse des taux longs, qui ont atteint des plus bas niveaux historiques au cours du trimestre, la hausse des marges (*spreads*) et de signature exigées des émetteurs non souverains a maintenu le coût des émissions à un niveau élevé. L'incertitude sur les conditions de placement a ainsi conduit certains émetteurs annoncés, comme la province de l'Ontario, à repousser *sine die* le lancement de nouveaux emprunts.

ANALYSES

Marché obligataire de l'eurofranc au troisième trimestre 1998

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

(en milliards de francs)

	1997	1998
Janvier.....	16,3	38,0
Février.....	16,6	21,0
Mars	24,6	19,5
Avril.....	10,8	22,0
Mai	16,8	25,5
Juin.....	21,2	12,8
Juillet.....	27,6	22,0
8,3	11,5	
Septembre.....	9,6	8,0

Source : *International Financing Review*

Banque de France

DESM – SEVAM

Réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX

La reprise de l'activité sur le marché domestique, où les émissions nettes se sont redressées de 44 milliards de francs sous l'effet d'un tarissement relatif des flux de remboursements par rapport au trimestre précédent, conjuguée à un phénomène massif de préférence pour les émissions souveraines, a vraisemblablement contribué à réduire la demande des investisseurs pour l'eurofranc. Les innovations saluées sur le marché domestique, comme l'OATi lancée mi-septembre, ont par ailleurs contribué à accroître l'attractivité relative du marché du franc domestique par rapport à l'eurofranc.

TAUX D'INTÉRÊT MOYEN MENSUEL À 10 ANS

	Décembre 1994	Décembre 1995	Décembre 1996	Décembre 1997	Mars 1998	Juin 1998	Juillet 1998	Août 1998	Septembre 1998
France.....	8,00	6,74	5,75	5,32	4,95	4,86	4,78	4,52	4,13
Allemagne.....	7,44	6,07	5,81	5,31	4,90	4,80	4,68	4,41	4,05
États-Unis.....	7,96	5,78	6,38	5,88	5,72	5,58	5,53	5,41	4,88

Source : Banque de France

DDPE – BSME

Réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX

2. Émetteurs et investisseurs

2.1. Émetteurs

La part des émetteurs résidents a continué de décroître au troisième trimestre, pour s'établir à 10,4 %, soit nettement en dessous de son niveau des deux dernières années.

RÉPARTITION ENTRE ÉMETTEURS RÉSIDENTS ET NON RÉSIDENTS										
(en pourcentage des émissions brutes)										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998
Émetteurs résidents	65	62	42	23	16	14	14	30	15	10
Émetteurs non résidents	35	38	58	77	84	86	86	70	85	90
Total.....	100	100	100	100						

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

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

La Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades), qui avait déjà fortement réduit ses émissions en eurofrancs au deuxième trimestre, s'est totalement détournée de ce segment pour alimenter son programme d'EMTN en euro-écus (250 millions de francs). Parmi les résidents, seul Total SA (coté AA), confirmant le retour des émetteurs non financiers sur le marché primaire, a répondu à la demande des investisseurs en titres longs en émettant 1 milliard d'eurofrancs à 15 ans.

Aux côtés des émetteurs bancaires allemands et néerlandais, traditionnellement très présents sur le marché de l'eurofranc, les emprunteurs anglo-saxons ont fortement contribué aux montants émis par les non-résidents. Parmi ceux-ci, on notera les émissions d'entreprises non financières comme British Gas et General Electric, pour un montant total de 8 milliards de francs.

Les émetteurs souverains sont restés totalement absents du marché de l'eurofranc, alors qu'ils ont, comme au deuxième trimestre, été particulièrement actifs sur le marché international de l'écu (cf. *infra*). Un emprunt important de la République d'Autriche était cependant attendu pour le mois d'octobre.

2.2. Investisseurs

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

Au cours du deuxième trimestre de 1998, la part des investisseurs non résidents s'est fortement réduite, pour atteindre un plus bas niveau historique, alors même que les montants d'émissions brutes s'inscrivaient en légère baisse par rapport au premier trimestre de l'année.

Le troisième trimestre pourrait cependant, selon certains analystes, enregistrer un retour relatif des investisseurs non résidents. La pré-annonce, en mai dernier, des taux de conversion bilatéraux entre monnaies des pays entrant en UEM aurait ravivé l'intérêt de certains grands gestionnaires de fonds pour le franc, considéré désormais comme équivalent au deutschemark. Les éléments provisoires disponibles pour le mois de juillet confirment cette hypothèse : les investisseurs non résidents se seraient en effet portés acquéreurs de plus de 40 % des 23,6 milliards de francs de titres émis au cours du mois.

RÉPARTITION ENTRE INVESTISSEURS RÉSIDENTS ET NON RÉSIDENTS SUR LE MARCHÉ PRIMAIRE

(en pourcentage des émissions brutes)

	1994	1995	1996	1997	1 ^{er} trim. 1998 (a)	2 ^e trim. 1998 (a)
Investisseurs résidents.....	59	75	84	72	74	93
Investisseurs non résidents.....	41	25	16	28	26	7
Total	100	100	100	100	100	100

(a) Chiffres provisoires

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

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

3. Préférence pour le taux fixe et les titres à plus court terme

3.1. La répartition par durée initiale d'émission

La demande des compagnies d'assurance résidentes, qui privilégièrent les titres à taux fixe et à échéance relativement lointaine des meilleures signatures (AAA ou AA), conditionne largement les caractéristiques des émissions sur le marché de l'eurofranc. La part des émissions d'une durée supérieure à 8 ans s'établit ainsi à plus de 60 % depuis plusieurs années (1995 excepté).

On assiste cependant, au troisième trimestre, à un net mouvement de rééquilibrage des émissions au profit des durées inférieures à 5 ans. Ce soudain engouement pour les titres à plus court terme peut s'expliquer par la conjonction d'un effet d'offre et d'un effet de demande :

- alors que la baisse générale des taux a aiguisé l'appétit des investisseurs institutionnels pour la partie longue de la courbe, les émetteurs résidents AAA les plus susceptibles d'émettre à long terme (Cades, RFF) avaient déjà rempli leurs programmes d'emprunts pour l'année ;

- pour les émetteurs moins bien cotés, l'augmentation de la volatilité dans un contexte de courbe des taux très peu pentue a pu favoriser la demande de titres à plus court terme, donc perçus comme moins risqués par les investisseurs.

L'absence d'émissions subordonnées sur la période sous revue (hormis une émission de la Swedbank lancée en juin et réglée en juillet) témoigne en outre de l'aversion accrue des investisseurs pour le risque, sur fond d'aggravation de la crise financière mondiale. Les émissions subordonnées, remboursées en cas de faillite de l'emprunteur après les obligations classiques, sont en effet plus risquées que ces dernières.

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

(en pourcentage des émissions brutes)

	1994	1995	1996	1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998
< 5 ans	29	45	12	10	10	6	2	27
5 à 7 ans	11	15	27	25	44	10	20	25
8 à 10 ans	51	35	40	30	16	32	38	24
> 10 ans	9	5	21	30	18	51	40	23
Perpétuel	0	0	0	5	12	1	0	0
Total	100	100	100	100	100	100	100	100

Chiffres 1997 révisés

Source : *International Financing Review*

Réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX

3.2. La répartition selon le type de coupons

La part des émissions à taux fixe s'est maintenue à un niveau élevé, avec plus de 82 % des montants bruts réglés au cours du trimestre.

RÉPARTITION DES ÉMISSIONS EN FONCTION DE LEUR COUPON depuis 1994

(en pourcentage des émissions brutes)

	1994	1995	1996	1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998
Taux fixe	88,7	82,0	86,5	69,6	62,7	80,2	79,5	82,3
Taux variable indexé sur :								
<i>indice court terme</i>	1,4	7,9	4,7	16,3	22,5	3,2	13,3	15,9
<i>indice long terme</i>	0,4	0,0	3,8	1,9	4,1	4,2	0,9	0,8
Divers (a)	5,4	6,4	4,2	11,5	10,3	11,4	5,7	0,0
Zéro-coupon	4,1	3,7	0,8	0,7	0,4	1,0	0,6	1,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

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

Source : *International Financing Review*

Réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX

4. Préparation à l'Union monétaire : une concurrence accrue du marché de l'écu

Le troisième trimestre a vu la poursuite du développement du marché des obligations hypothécaires libellées en francs, avec près de 7,1 milliards de francs d'émissions par un seul fonds commun de créances, ainsi que des émissions euro-fongibles.

Parallèlement, le développement du marché international de l'écu s'est poursuivi, concurrençant plus fortement les euromarchés des devises européennes.

Les euro-émissions brutes en écus se sont montées à 15,2 milliards d'écus au cours du troisième trimestre, contre 15,1 milliards le trimestre précédent. Le montant total émis au cours des 9 premiers mois de l'année s'élève ainsi à 49 milliards d'écus, soit plus de cinq fois le montant émis en 1997 (8,7 milliards d'écus).

PRINCIPALES ÉMISSIONS EN ÉCUS/EUROS LANCÉES AU DEUXIÈME TRIMESTRE 1998			
Émetteur	Montant (en millions d'écus)	Date de lancement	Durée
Sudwestdeutsche Landesbank.....	500	20 juin	5 ans
Export Import Bank of Japan.....	500	4 juillet	5 ans
Allgemeine Hypothekenbank.....	500	4 juillet	2 ans
EDF	1 000	11 juillet	10 ans 6 mois
Bremer Landesbank.....	500	11 juillet	3 ans
NV Bank Nederlandse Gemeenten.....	500	18 juillet	6 ans 9 mois
République d'Argentine.....	500	18 juillet	12 ans
Paribas.....	600	18 juillet	10 ans
Royaume du Danemark.....	500	15 août	10 ans
Deutsche Siedlungs und Landesrente.....	1 000	22 août	10 ans 2 mois
Rabobank Nederland.....	500	22 août	7 ans
CLF	500	22 août	10 ans 8 mois
World Bank.....	500	22 août	7 ans
République d'Autriche.....	750	5 septembre	5 ans

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

Les émetteurs souverains ont continué de solliciter le marché de l'écu. Aux côtés de l'Autriche, de l'Argentine et du Royaume du Danemark, la République de Chypre a ainsi lancé une émission remarquée de 350 millions d'écus. Faisant suite à l'emprunt de 500 millions d'écus effectué en mai par la République de Slovénie, cette émission témoigne de l'intérêt des pays candidats à l'élargissement de l'Union européenne pour le marché de l'euro à la veille de l'entrée en UEM.

Le lancement de plusieurs titres de dettes en écu par des collectivités territoriales locales européennes, notamment la Région Île-de-France et la Communauté de Valence (pour un total de 800 millions d'écus), a confirmé l'émergence d'un nouveau segment de marché, à l'exemple du florissant marché des obligations municipales américaines. D'autres régions espagnoles, comme l'Andalousie, ainsi que la ville de Rome, sont attendues sur l'euro-écu avant la fin de l'année. Bien que les besoins de financement des collectivités se soient nettement accrus au cours des dernières années, les primes élevées exigées des régions, ainsi que l'absence d'incitations fiscales, devraient cependant contenir le développement de ce marché à moyen terme.

Conséquence de la crise asiatique et du phénomène de « fuite vers la qualité », le marché de l'écu a été fortement tiré par la demande de titres en écus de la part d'investisseurs asiatiques, principalement des gestionnaires de fonds japonais soucieux à la fois de diversifier leurs placements en dollars et d'anticiper l'avènement de l'euro comme nouvelle monnaie internationale. Cette forte demande a incité plusieurs émetteurs phares, dont la Banque mondiale, à faire leurs débuts sur l'euro-écu.

Face à cette demande accrue, l'alignement à un bas niveau de la courbe de l'écu sur celles du deutschemark et du franc pour les échéances longues (écart négatif au profit de l'écu par rapport à l'OAT 10 ans sur les mois de juillet et août) a, en outre, augmenté l'attrait de ce marché pour les emprunteurs.

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

	Décembre 1994	Décembre 1995	Décembre 1996	Décembre 1997	Mars 1998	Juin 1998	Juillet 1998	Août 1998	Septembre 1998
OAT en francs..... (A)	8,00	6,74	5,75	5,32	4,95	4,86	4,78	4,52	4,13
OAT en écus..... (B)	8,46	7,05	6,11	5,44	4,99	4,85	4,75	4,49	4,20
Écart..... (B - A)	0,46	0,31	0,36	0,12	0,04	- 0,01	- 0,03	- 0,03	0,07

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

E N Q U É T E S

LES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES AU TROISIÈME TRIMESTRE 1998

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

Seul le *marché du pétrole* s'est orienté à la hausse.

Les cours des *denrées alimentaires* se sont tous détendus ; le soja, le maïs et le sucre ont enregistré d'importantes baisses.

Les prix des *produits agricoles à usage industriel* se sont repliés, notamment ceux de la laine et de la pâte à papier.

Les cours des *produits minéraux* ont diminué, à l'exception toutefois de ceux de l'aluminium et du platine.

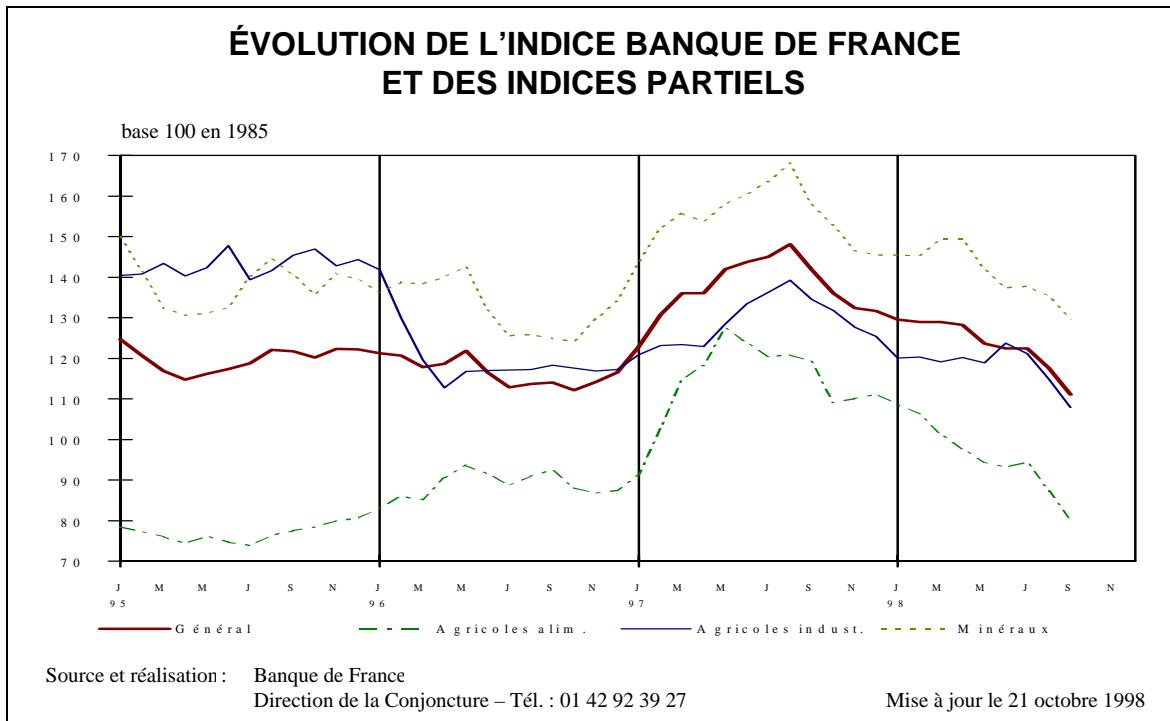
Sur le trimestre, l'*indice Moody*, exprimé en dollars, et l'*indice Reuter*, libellé en livres sterling, ont baissé de, respectivement, 10,57 % et 5,62 %.

L'*indice Banque de France*, qui reflète le coût en francs des matières premières importées, hors énergie, a reculé de 9,33 % au troisième trimestre 1998, le dollar se déprécient de 4,99 % sur la même période. Les indices partiels relatifs aux coûts des produits alimentaires et des produits minéraux ont régressé de, respectivement, 14,02 % et 12,8 %. Le sous-indice relatant les coûts des produits minéraux a fléchi de 5,55 %.

Sur le marché du *pétrole*, la contraction de l'offre a contribué à faire progresser les prix. Le cours moyen du baril de pétrole brut de Mer du Nord (*Brent*) s'est raffermi de 9,4 %, passant de 12,24 dollars, en juin 1998, à 13,39 dollars, en septembre 1998.

ÉVELYNE FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Matières premières hors énergie¹



1.1. Produits alimentaires

Les prix des produits alimentaires ont poursuivi leur repli au troisième trimestre (- 14,02 %), selon l'indice Banque de France, en raison notamment de la baisse des cours du soja (- 19,68 % pour les tourteaux, - 16,41 % pour les graines), du café de qualité Arabica (- 6,56 %) et du cacao (- 4,66 %).

Céréales (blé : - 8,82 % ; maïs : - 17,35 % en cents/boisseau)

Les perspectives de production restant favorables, les cours du blé et du maïs poursuivent leur repli et marquent une baisse de, respectivement, 8,82 % et 17,35 %.

– Les prix du *blé* se situent à leur plus bas niveau depuis dix-huit ans.

Aux États-Unis, la récolte est attendue à 69,60 millions de tonnes (soit 1 million de plus que l'année précédente).

La récolte française serait supérieure à 38 millions de tonnes, soit la plus importante de son histoire, en raison de rendements exceptionnels et d'une augmentation des surfaces cultivées.

L'Australie connaîtrait également une production record estimée à 24 millions de tonnes.

Parallèlement, la *consommation* s'établirait à 601 millions de tonnes, en hausse de 13 millions par rapport à l'année précédente.

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

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

– Les *stocks* mondiaux devraient baisser, notamment en Chine, en Russie et en Inde, à 127 millions de tonnes, contre 131 millions pour la campagne précédente.

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

– S'agissant du *maïs*, la *production* mondiale pour l'année 1998-1999 devrait augmenter de 3 millions de tonnes, passant à 599 millions du fait d'une hausse des récoltes chinoise et brésilienne.

La *demande*, quant à elle, serait révisée à la baisse pour l'engraissement des animaux. Cette baisse serait cependant partiellement compensée par un usage accru du maïs pour la fabrication de l'éthanol.

Les *stocks* ont été révisés en hausse de 10 millions de tonnes.

Soja (tourteaux : – 19,68 % en dollars/tonne ; graines : – 16,41 % en cents/boisseau)

Dans la mouvance du blé et du maïs, les cours du *soja* ont chuté. Au cours de la période sous revue, ils ont ainsi reculé de 19,68 % pour les tourteaux et de 16,41 % pour les graines.

Les productions atteindraient des niveaux très élevés, en particulier aux États-Unis où la récolte devrait s'élever à 76,9 millions de tonnes (contre 74,5 millions pour la campagne précédente).

La *demande* est plutôt terne.

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

Café (Robusta : – 0,5 % en dollars/tonne ; Arabica : – 6,56 % en cents/livre britannique)

Au troisième trimestre 1998, les *prix* du café ont diminué de 0,5 % pour le Robusta et de 6,56 % pour l'Arabica, affaiblis par des perspectives d'*offre* fortement excédentaire.

D'après l'ICO (Organisation internationale du café), la *production* mondiale de café pour l'année 1998-1999 augmentera de 11,385 millions de sacs de 60 kg, pour atteindre 105 millions de sacs, soit son niveau le plus élevé depuis onze ans.

La *demande* s'établirait à 100 millions de sacs.

Les *stocks* mondiaux se reconstituent. À fin septembre 1998, ils seraient de l'ordre de 37,5 millions de sacs, dont 28,6 millions dans les pays exportateurs et 8,9 millions chez les importateurs.

Par ailleurs, l'APC (Association des pays producteurs de café) ne prévoit pas de revoir à la baisse les quotas d'exportation alloués à chacun de ses membres.

Sucre (– 13,9 % en dollars/tonne)

Les *cours* du sucre continuent de reculer, sous l'effet d'une offre surabondante et d'une consommation qui se rétracte. Ils enregistrent ainsi un repli de 13,9 % au troisième trimestre 1998 et se situent à leur plus bas niveau depuis dix ans.

Une excellente récolte est attendue au Brésil (supérieure à 16 millions de tonnes), ainsi qu'en Inde (supérieure à 12 millions de tonnes), en raison de meilleures conditions climatiques.

Au total, pour la campagne 1998-1999, la *production* mondiale devrait atteindre 128 millions de tonnes à 129 millions et être supérieure de 3 millions à 4 millions à la *demande*.

Les *stocks* mondiaux s'établiraient à 2,24 millions de tonnes, soit 1,74 million de plus qu'initiallement prévu.

En Europe, les producteurs débutent la nouvelle campagne avec des stocks en hausse de 18 % par rapport à la campagne précédente.

Par ailleurs, des inquiétudes proviennent de la Russie, premier importateur mondial, qui pourrait se retirer du marché du sucre jusqu'à la fin de l'année.

Cacao (– 4,66 % en livres sterling/tonne)

Après avoir connu une stabilité au trimestre précédent, les prix du *cacao* reculent de 4,66 % au cours de la période sous revue, malgré des perspectives plutôt favorables.

La *production* de la campagne en cours, se terminant en septembre, devrait atteindre 2,68 millions de tonnes de fèves de cacao, en déficit de 175 000 tonnes par rapport à la *demande* mondiale.

De plus, une succession de campagnes déficitaires a permis de ramener les *stocks* mondiaux à 1,33 million de tonnes.

1.2. *Produits agricoles à usage industriel*

Pendant la période sous revue, les cours des produits agricoles à usage industriel retenus dans l'indice Banque de France ont fléchi de 12,8 %.

Caoutchouc (– 2,58 % en cents/kilogramme)

Les cours du *caoutchouc*, en baisse de 1,3 % au trimestre précédent, enregistrent un repli de 2,58 % au troisième trimestre 1998.

Le marché est affecté par la crise financière asiatique, par les dévaluations successives de la monnaie malaise par rapport au dollar, par la baisse de la *demande* et par l'importance des *stocks*.

Face à l'inaction de l'Organisation internationale du caoutchouc naturel (INRO), chargée de contrôler les prix, la Thaïlande, premier producteur mondial, et la Malaisie ont décidé de se retirer de l'INRO.

Ces deux pays envisagent de mettre en place un marché à terme du coton accompagné d'une politique de contingentement des exportations et d'une régularisation des plantations pour contrôler l'*offre* à long terme.

Textiles (coton : – 3,18 % en cents/livre britannique ; laine : – 19,33 % en cents australiens/kilogramme)

Après avoir enregistré une progression de 10,38 % au deuxième trimestre 1998, les cours du *coton* se sont contractés de 3,18 % au troisième trimestre 1998.

L'*offre* mondiale de coton devrait s'établir à 18,4 millions de tonnes pour la saison 1998-1999, selon le Comité consultatif international du coton (CCIC), en baisse de 8 % par rapport à 1997-1998, en raison de mauvaises récoltes attendues en Chine et aux États-Unis.

S'agissant de la demande, la *consommation* reste peu vigoureuse.

Les *stocks* de coton sont en progression.

Le marché reste cependant attentif aux conséquences des inondations en Chine. Certains experts estiment la perte de production à environ 1,5 million de tonnes, à laquelle s'ajoutent 250 000 tonnes de stock détérioré.

Pour leur part, les cours de la *laine* ont chuté de 19,33 % pendant la période sous revue dans un contexte de baisse simultanée de l'*offre* et de la *demande*.

La baisse de la *consommation* affecte l'ensemble des pays à l'exception toutefois de l'Europe. Elle est particulièrement marquée en Corée, au Japon, en Chine, à Taïwan ainsi qu'aux États-Unis.

Du côté de l'*offre*, les exportations australiennes accusent une nouvelle baisse et ont chuté de 28,4 % (en volume) par rapport à l'année précédente.

Pâte à papier (- 13,33 % en dollars/tonne)

Poursuivant leur mouvement de recul, les cours de la *pâte à papier* ont baissé de 13,33 %.

Les *stocks* de pâte Norscan (Amérique du Nord et Scandinavie) se sont alourdis par rapport au trimestre précédent et dépassent 1,5 million de tonnes.

La *demande* de pâte à papier s'est située, en septembre, à un niveau équivalent à celui de la même époque de l'année dernière.

Parallèlement, l'*offre* est surabondante. Les producteurs russes de pâte à papier ont accéléré leurs ventes en Europe de l'Ouest.

Dans ce contexte, certaines régions, notamment en Amérique du Nord, pourraient réviser leurs projets de développement à long terme.

1.3. Produits minéraux

Les prix des produits minéraux retenus dans l'indice Banque de France se sont réduits de 5,55 % au troisième trimestre 1998 et se situent désormais à leur plus bas niveau depuis cinq ans, dix ans, voire plus. Le cuivre, par exemple, est descendu à son plus bas niveau depuis douze ans.

Le ralentissement de l'activité économique mondiale provoque une régression importante de la consommation et les annonces de réduction de production qui se multiplient ne sont pas suffisantes pour rassurer les marchés.

Aluminium (+ 2,68 % en dollars/tonne)

Les *cours* de l'aluminium, après avoir enregistré une baisse de 9,07 % au deuxième trimestre, progressent de 2,68 % au troisième trimestre, malgré des perspectives peu favorables.

Les *stocks* détenus par le *London Metal Exchange* (LME) sont stables depuis plusieurs mois et s'établissent à environ 513 000 tonnes.

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

En regard, l'*offre* mondiale devrait s'amplifier au cours des prochains mois.

Au total, le marché devrait terminer l'année avec un excédent de l'*offre* sur la *demande* d'environ 400 000 tonnes.

Cuivre (- 0,78 % en dollars/tonne)

Poursuivant leur mouvement de recul entamé depuis le troisième trimestre 1997, les cours du *copper* ont baissé de 0,78 % et se situent à leur plus bas niveau depuis douze ans.

L'*offre* mondiale ne cesse de progresser. Ainsi, au premier semestre 1998, la production est en hausse de 5 % par rapport aux mois équivalents de 1997.

Dans le même temps, la *demande* mondiale n'a augmenté que de 1,3 %.

Les *stocks* entreposés au *London Metal Exchange* (LME), en forte hausse ces derniers mois, s'établissent à 410 000 tonnes (contre 247 000 tonnes au trimestre précédent).

Cependant, le marché reste attentif à la *consommation* en Chine, qui devrait connaître des besoins importants après les inondations subies (réhabilitation du réseau électrique détruit, alors que des sites miniers auraient été inondés).

Étain (– 8,12 % en dollars/tonne)

Au cours du troisième trimestre, les prix de l'*étain* ont diminué de 8,12 %.

La *demande* en Europe s'est ralentie.

Les *stocks* gérés par le LME sont en progression et représentent environ 8 600 tonnes.

L'*offre* mondiale est restée stable par rapport au trimestre précédent.

Par ailleurs, l'ATPC (Association des pays producteurs d'étain), qui représente 30 % de la production mondiale, ne préconise pas de retour au système de quotas.

Nickel (– 8,35 % en dollars/tonne)

Au cours du troisième trimestre, les prix du *nickel* ont poursuivi leur recul : ils ont fléchi de 8,35 % (soit – 37,0 % sur un an) et se situent à leur plus bas niveau depuis onze ans.

Les *stocks* entreposés au LME sont restés stables au troisième trimestre et représentent environ 58 500 tonnes.

La *demande* mondiale est estimée à 935 000 tonnes, soit 5 000 tonnes de moins qu'en 1997.

En effet, la croissance de la demande en Europe n'a permis de compenser qu'en partie le recul de la consommation en Asie où le marché continue de se détériorer, particulièrement en Corée du Sud et au Japon.

En regard, l'*offre* est excédentaire. Les quelques réductions de capacités annoncées depuis plusieurs mois apparaissent très insuffisantes pour absorber le métal provenant de nouvelles mines : 175 000 tonnes de nickel supplémentaires doivent arriver sur le marché d'ici à mi-1999, qu'il s'agisse d'agrandissement des installations existantes (environ 50 000 tonnes) ou de nouvelles installations (125 000 tonnes).

Par ailleurs, le *marché* reste attentif aux exportations de la Russie (premier exportateur mondial) en métal et déchets d'inox.

Plomb (– 1,52 % en dollars/tonne)

Après avoir enregistré une baisse de 5,64 % au deuxième trimestre 1998, les prix du *plomb* ont reculé de 1,52 % au cours de la période sous revue et se situent à leur plus bas niveau depuis cinq ans.

L'*offre* est abondante malgré la fermeture de plusieurs mines.

La *demande* est soutenue, notamment aux États-Unis où les ventes de batteries ont été très importantes en juillet.

Depuis plusieurs années, les *stocks* détenus par le LME sont stables et s'établissent à environ 110 000 tonnes.

Zinc (– 0,94 % en dollars/tonne)

Les *cours* du zinc poursuivent leur repli, de façon toutefois moins vive que les trimestres précédents ; la baisse a atteint 0,94 % au troisième trimestre 1998.

Les *stocks* gérés par le LME se sont légèrement contractés pendant le trimestre et se situent à environ 361 000 tonnes.

En Europe et aux États-Unis, la *demande* est vigoureuse. En revanche, la consommation de zinc fléchit en Asie, en raison notamment de la diminution des ventes d'automobiles.

S'agissant de l'*offre*, la production mondiale de zinc est en augmentation malgré les fermetures de mines intervenues depuis la fin de l'année 1997. Cependant, au cours de ce trimestre, les inondations catastrophiques qui ont affecté la Chine ont momentanément réduit l'*offre* en Asie.

Métaux précieux (or : - 1,05 % en dollars/once ; argent : - 5,41 % en dollars/once ; platine : + 1,1 % en dollars/once)

Au troisième trimestre 1998, les cours de l'*or* et de l'*argent* se sont repliés de, respectivement, 1,05 % et 5,4 %, tandis que ceux du *platine* s'appréciaient de 1,1 %.

– Les cours de l'*or* sont au plus bas niveau depuis dix-neuf ans, l'*offre* étant surabondante.

La *production* australienne devrait augmenter de 6 %, pour atteindre un niveau record de 318 tonnes. En Chine, la production pourrait s'établir à 170 tonnes (contre 166 tonnes l'an passé).

Du côté de la *demande*, la crise asiatique a provoqué une forte contraction de la consommation pour la fabrication de bijoux. Quant aux industriels, ils préfèrent travailler en flux tendu.

Au total, l'*offre* s'établirait à 4 212 tonnes en 1998 et la demande à 4 028 tonnes, soit un excédent de 184 tonnes.

Par ailleurs, le marché s'attend à une recrudescence des ventes de la Russie qui pourrait ainsi se procurer des liquidités.

– Les cours de l'*argent* se sont réduits, dans le sillage de l'*or*.

La *consommation* devrait continuer de croître du fait d'un usage de l'*argent* en progression constante dans la photo, l'impression, la fabrication de bijoux et l'électronique.

Cependant, la *production* est abondante et les *stocks*, bien qu'en baisse régulière, se situent à des niveaux élevés.

De plus, le marché craint une augmentation de l'*offre* dans les mois à venir, notamment en provenance de l'Europe de l'Est (Kazakhstan, Pologne et Russie).

– Les cours du *platine* ont légèrement progressé.

Des mouvements de grève et des discussions entre les sociétés minières et les syndicats ont fortement ralenti la *production* dans les mines sud-africaines d'où sont extraites 75 % de l'*offre* mondiale.

2. Le pétrole

Les cours mensuels moyens du *Brent*, le brut de référence de la Mer du Nord, sont passés de 12,24 dollars en juin 1998 à 13,39 dollars en septembre. Toutefois, le cours mensuel moyen du troisième trimestre s'est élevé à 12,46 dollars, contre 13,42 dollars au deuxième trimestre.

Les cours du *Dubai* et du *WTI* ont augmenté de, respectivement, 9,18 % et 6,71 % du début à la fin du troisième trimestre.

Divers facteurs sont à l'origine de cette évolution.

– Les *stocks* ont été réduits dans les pays consommateurs. Ainsi, les réserves américaines sont tombées à 316 millions de barils, contre 340 millions de barils au trimestre précédent.

– L'AIE (Agence internationale de l'énergie) a annoncé une baisse de la production mondiale de pétrole au troisième trimestre, à 73,86 millions de barils/jour.

En outre, des travaux saisonniers de maintenance sur les plates-formes pétrolières en Norvège, deuxième exportateur mondial, ont provoqué une diminution de l'extraction au cours du trimestre.

Les pays membres du cartel appliquent le programme de baisse des exportations. Ainsi, en septembre, la production de l'OPEP n'a été que de 27,02 millions de barils/jour, contre 28,71 millions de barils/jour en février.

L'offre de l'OPEP est donc actuellement inférieure de 0,48 million de barils/jour à son quota autorisé.

Au cours du trimestre, les efforts de réduction de l'offre ont été particulièrement marqués pour l'Arabie Saoudite et le Nigeria.

L'Irak, en revanche, devrait pousser sa production à 2,49 millions de barils/jour, en nette hausse par rapport aux mois précédents. Cependant, Bagdad va devoir réduire son *offre* dans les prochains mois, faute d'avoir reçu les pièces détachées nécessaires à la réhabilitation de ses installations pétrolières. Le comité de sanctions de l'ONU avait, en effet, autorisé l'Irak à importer du matériel pour une valeur de 300 millions de dollars afin de réparer les infrastructures pétrolières endommagées pendant la guerre du Golfe.

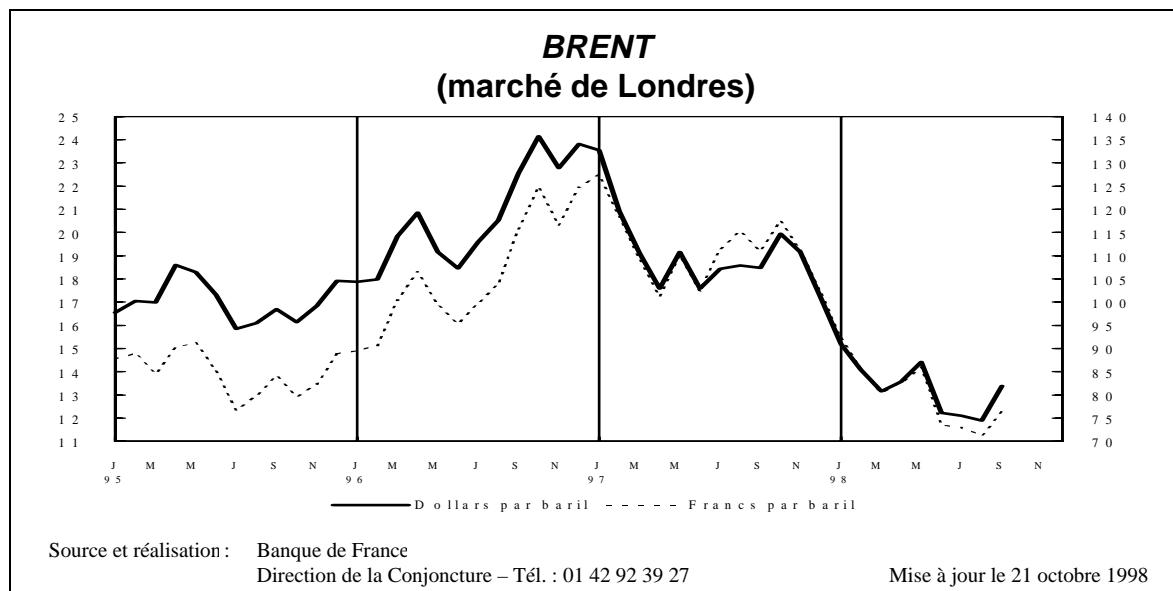
Par ailleurs, d'autres pays producteurs devraient également réduire le niveau de leurs extractions.

– Le Mexique, qui s'était engagé à diminuer ses exportations de 200 000 barils/jour jusqu'à la fin de l'année, a accepté, à l'issue d'une réunion avec le Venezuela et l'Arabie Saoudite, de reconduire pour six mois encore ses restrictions.

– De plus, les autorités russes ont décidé de réduire, dès septembre, les exportations des deux plus importantes compagnies pétrolières. Ainsi, la production russe, estimée à 2,39 millions de barils/jour au troisième trimestre, ne devrait pas dépasser 2,1 millions de barils/jour au quatrième trimestre.

Cependant, l'Agence internationale de l'énergie a revu à la baisse sa prévision relative à la *demande* mondiale. Pour 1999, la consommation s'établirait à 74,5 millions de barils/jour (contre une estimation initiale à 74,9 millions de barils/jour), en raison d'un ralentissement économique plus important que prévu.

Au total, même si la production mondiale est en baisse, la faiblesse de la consommation mondiale fragilise la remontée des cours du pétrole.



INDICES GÉNÉRAUX DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES

(moyenne annuelle)

Années	Banque de France (en francs) Base 100 en 1985	INSEE (en francs) Base 100 en 1990	Moody (en dollars) Base 100 en 1931	Reuter (en livres sterling) Base 100 en 1931
1992	91,24	82,56	987,11	1 596,14
1993	90,41	81,24	1 056,55	1 668,91
1994	108,93	96,89	1 287,78	1 978,22
1995	119,84	102,72	1 471,83	2 229,50
1996	116,68	94,59	1 491,01	2 013,29
1997	137,21	110,03	1 536,71	1 917,86

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

(moyenne mensuelle – variation en pourcentage)

Indices	Juin 1998	Juillet 1998	Août 1998	Septembre 1998	Variation septembre 1998/ juin 1998
Banque de France (en francs) (Base 100 en 1995)	122,45	122,42	117,56	111,03	- 9,33
– Produits alimentaires (23,43 %).....	93,16	94,43	87,32	80,10	- 14,02
– Produits agricoles à usage industriel (25,21 %).....	123,77	121,16	114,89	107,93	- 12,80
– Produits minéraux (51,35 %).....	137,37	137,80	135,26	129,74	- 5,55
Moody (en dollars) (Base 100 le 31.12.1931)	1 358,48	1 330,49	1 280,75	1 214,85	- 10,57
Reuter (en livres sterling) (Base 100 le 18.09.1931)	1 571,58	1 543,53	1 530,43	1 483,24	- 5,62
Cours du dollar à Paris (en francs)	6,01	6,03	5,99	5,71	- 4,99
Cours de la livre sterling à Paris (en francs)	9,92	9,92	9,79	9,59	- 3,33

ÉVOLUTION DES COURS DES PRINCIPAUX PRODUITS SUR LEUR PLACE DE COTATION

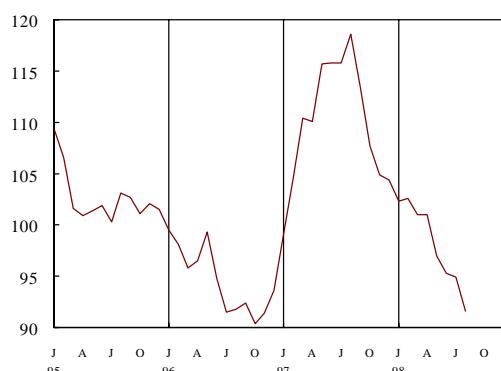
(moyenne mensuelle – variation en pourcentage)

Produits (pondération dans l'indice Banque de France)	Place de cotation	Unités	Juin 1998	Juillet 1998	Août 1998	Septembre 1998	Variation septembre 1998/ juin 1998
PRODUITS ALIMENTAIRES							
Blé	CHICAGO	cents/boisseau	281,78	264,47	251,70	256,92	- 8,82
Maïs.....	CHICAGO	cents/boisseau	242,16	230,66	206,27	200,14	- 17,35
Café Robusta (1,99 %).....	LONDRES	dollars/tonne	1 692,14	1 547,52	1 647,38	1 683,68	- 0,50
Café Arabica (3,42 %)	NEW YORK	cents/livre britannique	118,58	113,54	122,09	110,80	- 6,56
Soja – tourteaux (9,61 %)...	CHICAGO	dollars/tonne	161,86	170,42	138,66	130,01	- 19,68
Soja – graines (1,46 %).....	CHICAGO	cents/boisseau	628,97	632,40	550,37	525,78	- 16,41
Sucre.....	PARIS	dollars/tonne	252,95	251,00	243,05	217,79	- 13,90
Cacao (3,53 %).....	LONDRES	livres sterling/tonne	1 057,36	1 048,17	1 048,71	1 008,05	- 4,66
PRODUITS AGRICOLES INDUSTRIELS							
Pâte à papier (11,51 %).....	PARIS	dollars/tonne	600,00	580,00	550,00	520,00	- 13,33
Caoutchouc (2,17 %).....	KUALA LUMPUR	cents/kg	70,43	72,72	64,69	68,61	- 2,58
Coton (2,55 %).....	NEW YORK	cents/livre britannique	75,79	76,94	73,28	73,38	- 3,18
Laine (3,37 %).....	SYDNEY	cents australiens/kg	674,05	596,78	584,29	543,73	- 19,33
PRODUITS MINÉRAUX							
Aluminium (13,07 %).....	LONDRES	dollars/tonne	1 307,24	1 309,21	1 312,08	1 342,27	2,68
Cuivre (12,94 %).....	LONDRES	dollars/tonne	1 660,25	1 650,76	1 622,19	1 647,27	- 0,78
Étain (0,62 %)	LONDRES	dollars/tonne	5 966,36	5 649,24	5 682,50	5 482,05	- 8,12
Nickel (4,33 %)	LONDRES	dollars/tonne	4 475,68	4 326,85	4 081,19	4 102,16	- 8,35
Plomb (0,22 %)	LONDRES	dollars/tonne	527,83	545,73	535,93	519,81	- 1,52
Zinc (1,48 %)	LONDRES	dollars/tonne	1 009,45	1 039,82	1 028,17	1 000,00	- 0,94
Or	NEW YORK	dollars/once	292,32	292,69	283,94	289,24	- 1,05
Argent (1,73 %).....	NEW YORK	dollars/once	525,65	543,68	511,50	497,20	- 5,41
Platine (1,33 %).....	NEW YORK	dollars/once	357,40	384,47	370,96	361,32	1,10
PÉTROLE Prix spot depuis le 01.01.1990							
BRENT	LONDRES	dollars/baril	12,24	12,10	11,90	13,39	9,40
DUBAI.....	LONDRES	dollars/baril	11,98	12,08	12,24	13,08	9,18
WTI.....	LONDRES	dollars/baril	14,00	14,19	13,43	14,94	6,71

INDICES GÉNÉRAUX

INSEE EN FRANCS

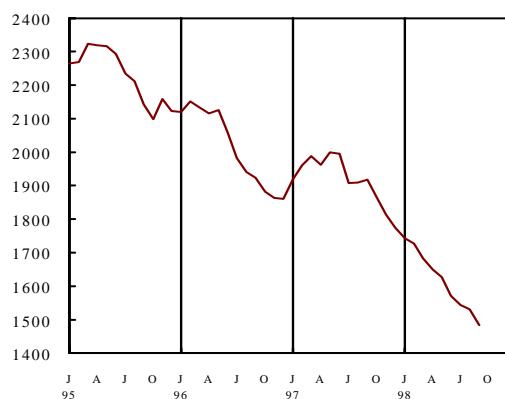
base 100 en 1990



Imports françaises

REUTER EN LIVRES STERLING

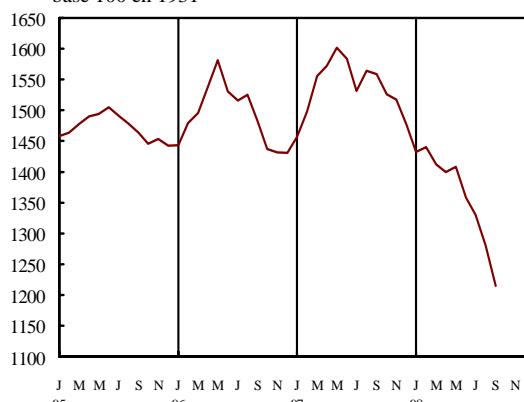
base 100 en 1931



Commerce britannique

MOODY EN DOLLARS

base 100 en 1931

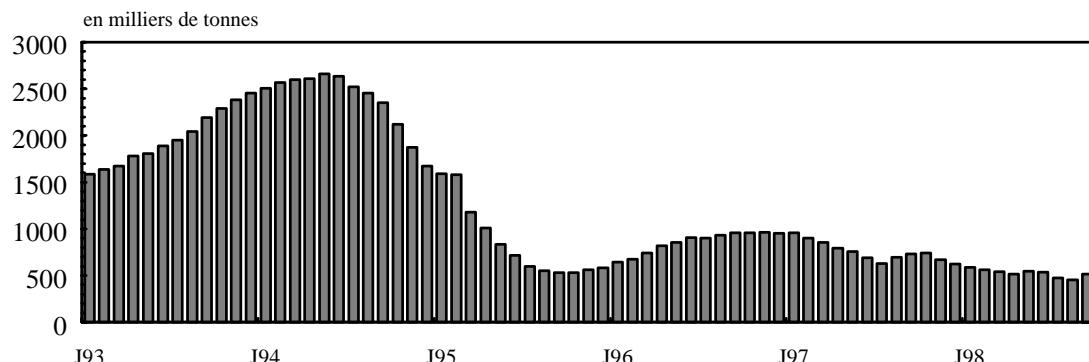


Commerce américain

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

MÉTAUX NON FERREUX Évolution des stocks

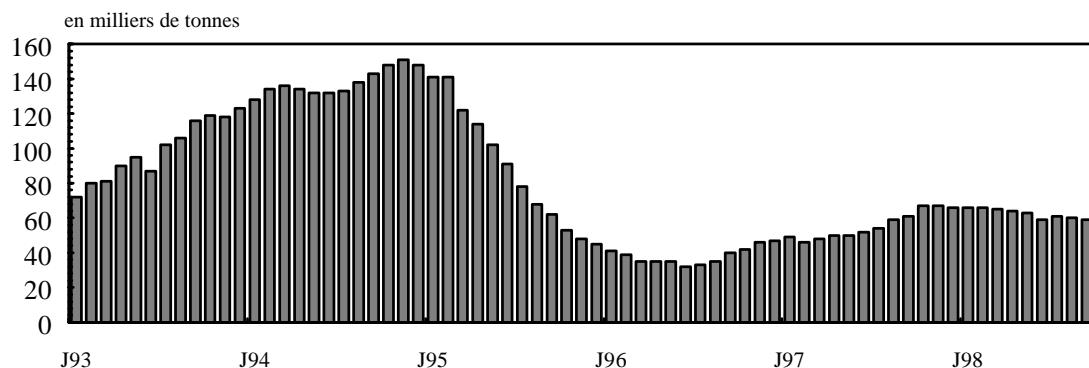
ALUMINIUM



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

Mise à jour le 21 octobre 1998

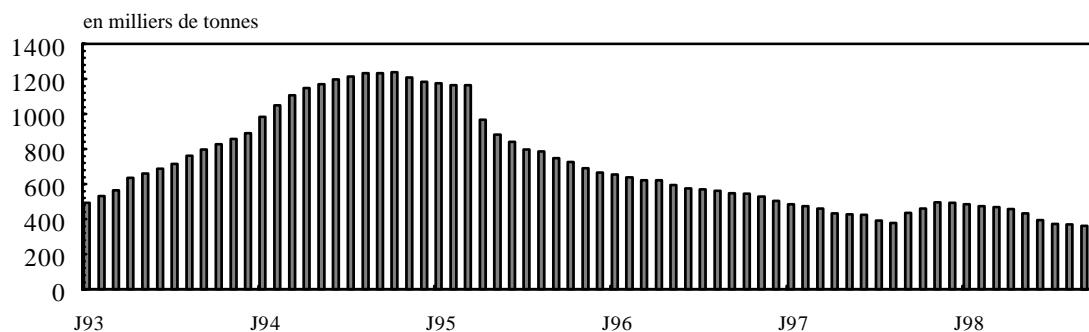
NICKEL



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

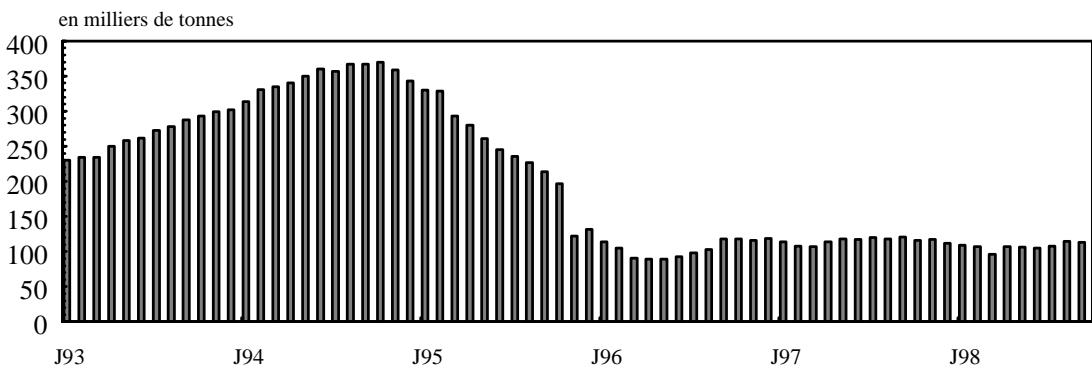
Mise à jour le 21 octobre 1998

ZINC



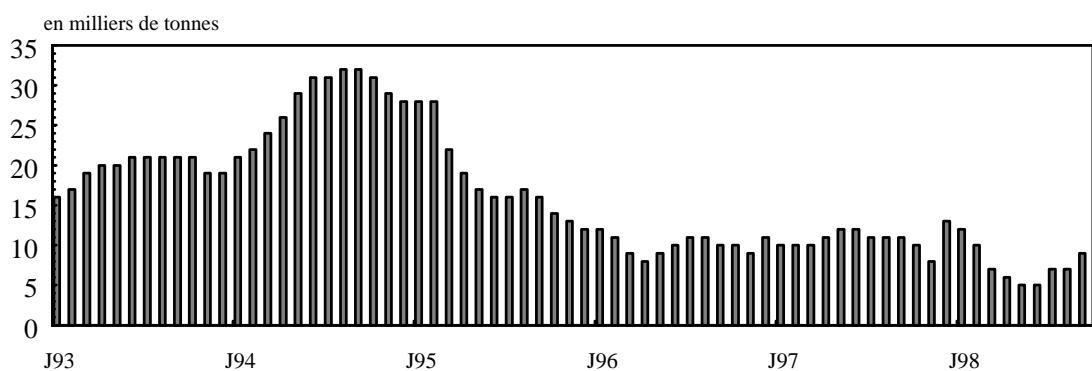
Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 21 octobre 1998

PLOMB

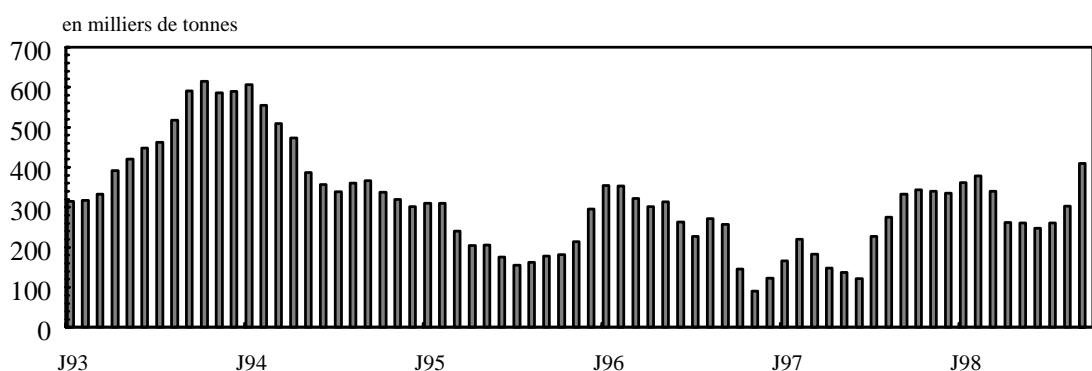
Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 21 octobre 1998

ÉTAIN

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

Mise à jour le 21 octobre 1998

CUIVRE

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

Mise à jour le 21 octobre 1998

LA COMPOSITION DES PLANS D'ÉPARGNE EN ACTIONS (PEA) À FIN SEPTEMBRE 1998

Selon les données communiquées par les établissements participant à l'enquête-titres de la Banque de France, *l'encours des capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) s'élevait à 306 milliards de francs à fin septembre 1998*, en diminution de 15 % par rapport au trimestre précédent et en progression de 23 % sur un an. *Le nombre de PEA en fonctionnement (3,4 millions) s'est accru de plus de 4 % par rapport au trimestre précédent. La valeur moyenne d'un PEA était de 89 000 francs à fin septembre, en diminution de 19 % par rapport à juin 1998* ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 167 000 francs¹.

La fiscalité avantageuse du PEA par rapport à celle qui est appliquée aux valeurs mobilières hors PEA et le durcissement de la fiscalité appliquée à l'assurance-vie expliquent le succès du PEA qui a relativement bien résisté à la crise boursière du troisième trimestre de l'année 1998.

Ainsi, l'enquête PEA à fin septembre 1998 fait principalement ressortir :

- une progression de près de 6,0 % en volume des actions et de 0,6 % des titres d'OPCVM éligibles du PEA ;
- une augmentation très forte du nombre de PEA, de 146 000 d'un trimestre à l'autre et de près de 640 000 sur un an ;

¹ À fin juin 1998 (derniers chiffres connus)

– une diminution des liquidités non rémunérées des PEA (22 milliards de francs, contre 25 milliards à fin mars), qui n'avaient cessé de progresser depuis le début de l'année 1998, cette inversion de tendance montrant que des réemplois de fonds en suspens étaient amorcés.

HERVÉ GRANDJEAN
LYDIE MARCHAND
*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Etudes sur les valeurs mobilières (SEVAM)*

Cette étude trimestrielle sur la composition des PEA a été réalisée, comme les précédentes, à partir des portefeuilles-titres de la clientèle des principaux établissements dépositaires¹. Les données présentées permettent d'apprécier l'évolution des titres placés sous dossier PEA au cours du troisième trimestre de 1998. Leur rapprochement avec les données sur les avoirs en titres des ménages provenant des enquêtes-titres permet de comparer les comptes PEA avec les portefeuilles de valeurs mobilières — actions, OPCVM « actions, diversifiés et garantis » et obligations — dont ils sont une composante.

La première partie de cette étude est consacrée aux résultats obtenus pour l'ensemble des établissements sur la période considérée.

La seconde partie fournit une information détaillée en fonction du type d'établissement dans lequel les titres sont déposés : les banques d'affaires ou de portefeuilles et les sociétés de bourse, les trois grandes banques et les autres établissements.

1. Résultats globaux

1.1. Montant et évolution des titres placés sous dossier PEA d'après l'enquête

	COMPOSITION, ÉVOLUTION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES				
	Montant (en millions de francs)		Variation (en pourcentage)	Structure (en pourcentage)	
	Juin 1998 (a)	Septembre 1998	Septembre 1998/ Juin 1998	Juin 1998	Septembre 1998
Actions	163 356	134 937	- 17,4	45,2	44,1
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	198 200	170 961	- 13,7	54,8	55,9
TOTAL	361 556	305 897	- 15,4	100,0	100,0
Nombre de PEA	3 285 833	3 432 164	4,4		

(a) Données révisées

Réalisation : Banque de France
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

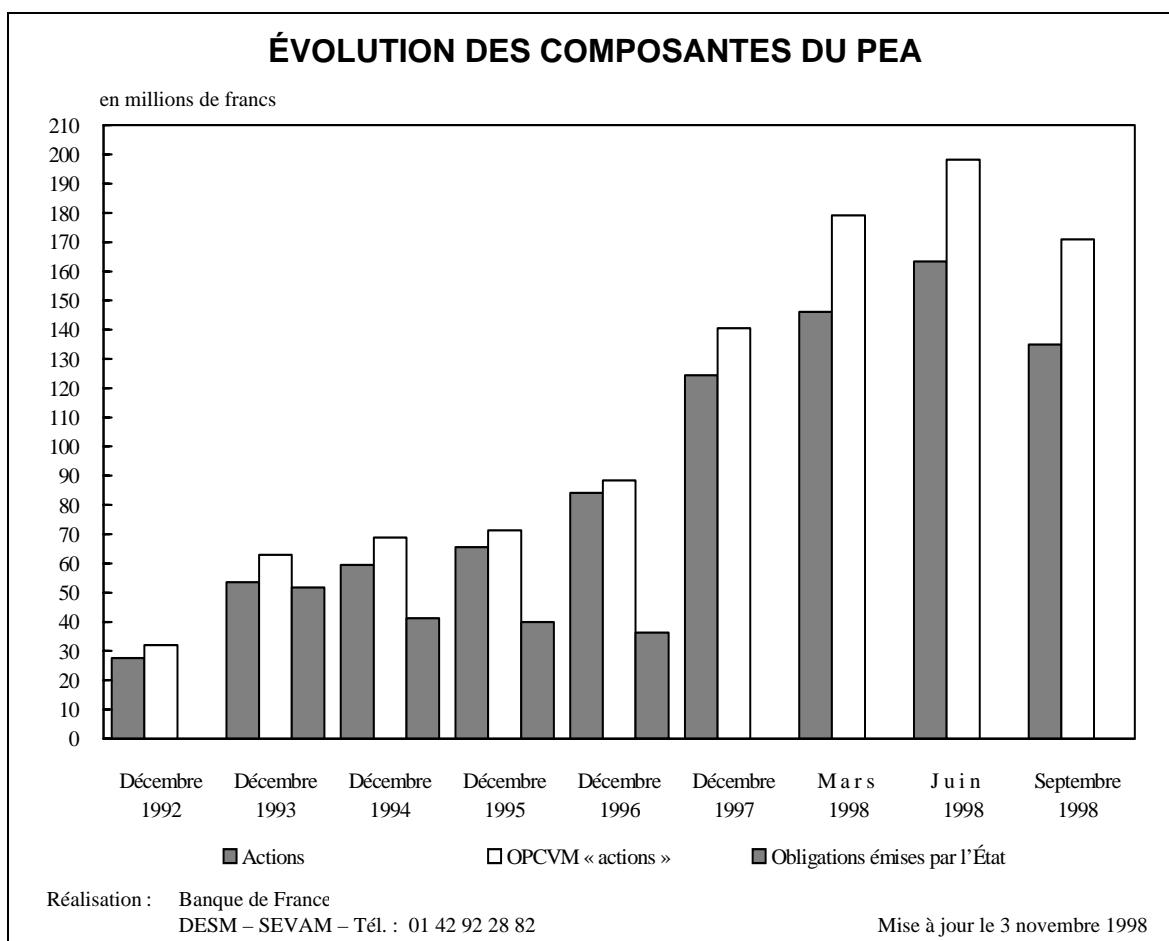
Mise à jour le 3 novembre 1998

¹ Les principales banques, les sociétés de bourse, la Caisse des dépôts et consignations, les caisses d'épargne, La Poste et le Trésor public

En septembre 1998, la valeur des titres placés sous dossier PEA a diminué de 15,4 % par rapport à juin 1998 et s'élève dans les établissements couverts par l'enquête à 306 milliards de francs (contre 362 milliards à fin juin), auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 22 milliards, contre 25 milliards au trimestre précédent.

Corrigés de l'évolution des indices de cours¹, les encours d'actions et de titres d'OPCVM éligibles au PEA ont augmenté de, respectivement, 5,8 % et 0,6 %.

Le nombre de PEA (3,4 millions), en augmentation de 4,4 % par rapport au trimestre précédent, a poursuivi la progression régulière amorcée plus d'un an auparavant.



¹ Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : - 23,2 % au troisième trimestre 1998 et indice Europerformance pondéré pour les titres d'OPCVM « actions, diversifiées et garanties » : - 14,3 %

1.2. Répartition des actions, des obligations et des titres d'OPCVM « actions » dans les portefeuilles-titres d'une part, les PEA d'autre part

Pour les établissements participant à l'enquête, une comparaison a pu être effectuée entre la composition des PEA et celle des portefeuilles limités aux catégories de titres éligibles au PEA (actions et OPCVM « actions, diversifiés et garantis »)¹, établis à partir des données trimestrielles de l'enquête-titres (derniers chiffres connus : juin 1998). On constate ainsi que, dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » était nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 13 points pour le deuxième trimestre de 1998). À l'inverse, au sein des dossiers PEA, la part des OPCVM « actions, diversifiés et garantis », à fin septembre 1998, l'emporte de près de 12 points sur celle des actions.

La possibilité offerte aux personnes physiques de diversifier leurs placements grâce aux OPCVM éligibles au PEA dont une partie non négligeable du portefeuille peut s'investir en valeurs mobilières étrangères, notamment européennes, explique certainement l'importance des titres d'OPCVM dans la composition des PEA.

ENCOURS ET STRUCTURE DES PORTEFEUILLES-TITRES EN JUIN 1998		
	Montant (en millions de francs)	Répartition (en pourcentage)
Actions	535 254	56,6
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	411 244	43,4
TOTAL	946 498	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		Mise à jour le 3 novembre 1998

1.3. Part des valeurs gérées sous dossier PEA pour chaque catégorie de titres et dans le total des portefeuilles

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES		
	(en pourcentage)	
	Juin 1998	Septembre 1998
Actions	30,5	25,2
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	48,2	41,6
TOTAL	38,2	32,3
Total des portefeuilles (a).....	18,3	15,5
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		Mise à jour le 3 novembre 1998

À la fin du troisième trimestre 1998, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 15,5 % des portefeuilles-titres à fin juin 1998² (contre 18,0 % à fin juin des portefeuilles-titres à fin juin 1998). En réalité, le poids du PEA a probablement progressé dans les portefeuilles-titres. Dans cette étude, ces derniers sont appréhendés à fin juin 1998 et, par conséquent, n'ont pas encore été affectés par la chute des indices boursiers qui est intervenue à partir du mois de septembre.

¹ Selon la classification de la Commission des opérations de bourse (COB), entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1994

² Derniers chiffres connus

L'importance relative dans les portefeuilles des titres gérés sous PEA a été, dès l'origine, plus grande pour les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » que pour les actions gérées en direct (l'écart atteignait plus de 16 points à fin septembre 1998). Près de 42 % des titres d'OPCVM cités précédemment sont contenus dans les plans d'épargne en actions.

1.4. Composition du compte-titres moyen et du PEA moyen

COMPTE-TITRES MOYEN ET PEA MOYEN			
	(en francs)		
	Compte-titres moyen	PEA moyen	
	Juin 1998	Juin 1998	Septembre 1998
Actions françaises	45 271	49 715	39 315
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	34 782	60 320	49 811
Autres titres (a)	86 941	–	–
TOTAL	166 994	110 035	89 127
(a) Obligations françaises, valeurs étrangères et autres titres d'OPCVM			
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82	Mise à jour le 3 novembre 1998		

Au 30 juin 1998, on dénombrait environ 11 820 000 comptes-titres¹.

Selon l'enquête, près de 467 000 PEA supplémentaires ont été enregistrés au cours des trois premiers trimestres de l'année 1998 et 638 000 nouveaux PEA sont apparus au cours de la période allant de septembre 1997 à septembre 1998.

Le montant moyen du PEA s'élevait à 89 000 francs à fin septembre 1998 (– 19 % par rapport au trimestre précédent). Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen, toutes valeurs réunies, qui atteignait au 30 juin 1998 environ 167 000 francs.

¹ Derniers chiffres connus : 11 823 363 comptes-titres au 30 juin 1998

2. Résultats détaillés par groupes d'établissements dépositaires de valeurs mobilières

2.1. Montants, structure et évolution des titres placés sous dossier PEA

	COMPOSITION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS				
	En millions de francs		En pourcentage		En évolution
	Juin 1998	Septembre 1998	Juin 1998	Septembre 1998	Septembre 1998/ Juin 1998
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE					
Actions	24 297	19 652	78,7	79,0	- 19,1
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	6 568	5 226	21,3	21,0	- 20,4
TOTAL	30 865	24 878	100,0	100,0	- 19,4
Nombre de PEA	55 957	57 406			2,6
LES TROIS GRANDES BANQUES					
Actions	57 960	45 562	44,8	43,9	- 21,4
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	71 362	58 180	55,2	56,1	- 18,5
TOTAL	129 322	103 742	100,0	100,0	- 19,8
Nombre de PEA	842 804	864 907			2,6
AUTRES ÉTABLISSEMENTS					
Actions	81 099	69 723	40,3	39,3	- 14,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	120 270	107 555	59,7	60,7	- 10,6
TOTAL	201 369	177 277	100,0	100,0	- 12,0
Nombre de PEA	2 387 072	2 509 851			5,1

Réalisation : Banque de France
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 3 novembre 1998

Le tableau ci-dessus montre que l'encours des PEA a diminué chez les trois groupes d'établissements : de 19 % chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse et les trois grandes banques, et de 12 % seulement chez les « autres établissements ».

La répartition par groupes d'établissements du nombre de comptes-PEA est restée relativement stable (1,7 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 25,2 % pour les trois grandes banques et 73,1 % pour les « autres établissements »).

Les évolutions qui sont intervenues au troisième trimestre 1998 n'ont pas modifié la structure des PEA de manière sensible.

2.2. Part des valeurs gérées sous dossier PEA dans le total des portefeuilles pour chaque catégorie de titres et selon le type d'établissement dépositaire

		POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES SELON LE TYPE D'ÉTABLISSEMENT	
		(en pourcentage)	
		Juin 1998	Septembre 1998
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE			
Actions		23,5	19,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....		18,8	14,9
TOTAL		22,3	18,0
Total des portefeuilles (a)		13,3	10,7
LES TROIS GRANDES BANQUES			
Actions		31,2	24,5
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....		44,8	36,5
TOTAL		37,5	30,1
Total des portefeuilles (a)		19,3	15,5
AUTRES ÉTABLISSEMENTS			
Actions		32,9	28,3
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....		55,4	49,6
TOTAL		43,5	38,3
Total des portefeuilles (a)		18,8	16,5
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères			
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 3 novembre 1998

À fin septembre 1998, les PEA représentaient 38 % des portefeuilles d'actions et d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » chez les « autres établissements », 30 % chez les trois grandes banques et 18 % chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse. Rappelons toutefois que les portefeuilles-titres sont évalués à fin juin 1998.

Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentent environ 16 % du total pour les trois grandes banques et les « autres établissements », et 11 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

2.3. Comparaison de la valeur moyenne des comptes-titres et des PEA selon le type d'établissement dépositaire¹

À fin septembre 1998, la valeur moyenne des PEA représentait 42 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 57 % dans les « autres établissements » et 52 % dans les trois grandes banques.

Le PEA moyen géré par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisait par une forte proportion d'actions (près de 80 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » étaient majoritaires dans le PEA moyen des trois grandes banques et dans celui des « autres établissements » (56 % et 61 %, respectivement).

¹ Les informations nécessaires à la construction des tableaux ne figurent pas dans la présente note, mais sont disponibles sur demande (Tél. : 01 42 92 52 87).

ENQUÊTE FINANCIÈRE – TROISIÈME TRIMESTRE 1998

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

*Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles*

Vue d'ensemble

La situation financière des entreprises et des ménages a cessé de se renforcer au troisième trimestre, en raison, notamment, de l'orientation prise par les marchés d'actions. Les utilisations nouvelles de prêts n'en ont pas moins continué à augmenter, sous l'effet d'une consommation et d'un investissement bien orientés.

Malgré une demande toujours soutenue, la concurrence entre établissements bancaires s'est avivée lors de l'octroi de concours aux particuliers.

*Disposant d'une situation financière toujours aisée,
les entreprises et les ménages ont accru leur demande de crédit,
en vue de financer leur consommation et leurs investissements*

Après cinq trimestres d'amélioration continue, la situation financière des entreprises s'est légèrement resserrée au troisième trimestre, mais elle demeure aisée. La progression des résultats d'exploitation s'est poursuivie, à un rythme moins soutenu qu'au trimestre précédent du fait, notamment, du ralentissement des ventes sur les marchés étrangers. Les besoins en fonds de roulement ont ainsi un peu augmenté, provoquant une légère hausse des utilisations de crédits à court terme, pour le deuxième trimestre consécutif. Les dépenses d'investissement sont à l'origine d'une nouvelle progression des utilisations de prêts à moyen et long terme.

Le patrimoine financier des particuliers s'est contracté au cours du trimestre, sous l'effet des évolutions défavorables enregistrées sur les marchés d'actions. Les mouvements de réallocation de portefeuille se sont en effet intensifiés au détriment des placements en actions ; le niveau des dépôts à vue a, quant à lui, diminué, en raison d'une consommation plus dynamique. La demande de prêts personnels et de crédits immobiliers est demeurée soutenue.

Au cours du quatrième trimestre, selon les établissements bancaires interrogés, la demande de crédit devrait croître à un rythme plus faible, à cause d'un moindre dynamisme de l'investissement et d'un tassement de la demande de crédit à moyen et long terme des entreprises.

*Dans un climat de concurrence exacerbée entre établissements de crédit
pour l'octroi de prêts aux particuliers,
les conditions débitrices ont, de nouveau, fléchi*

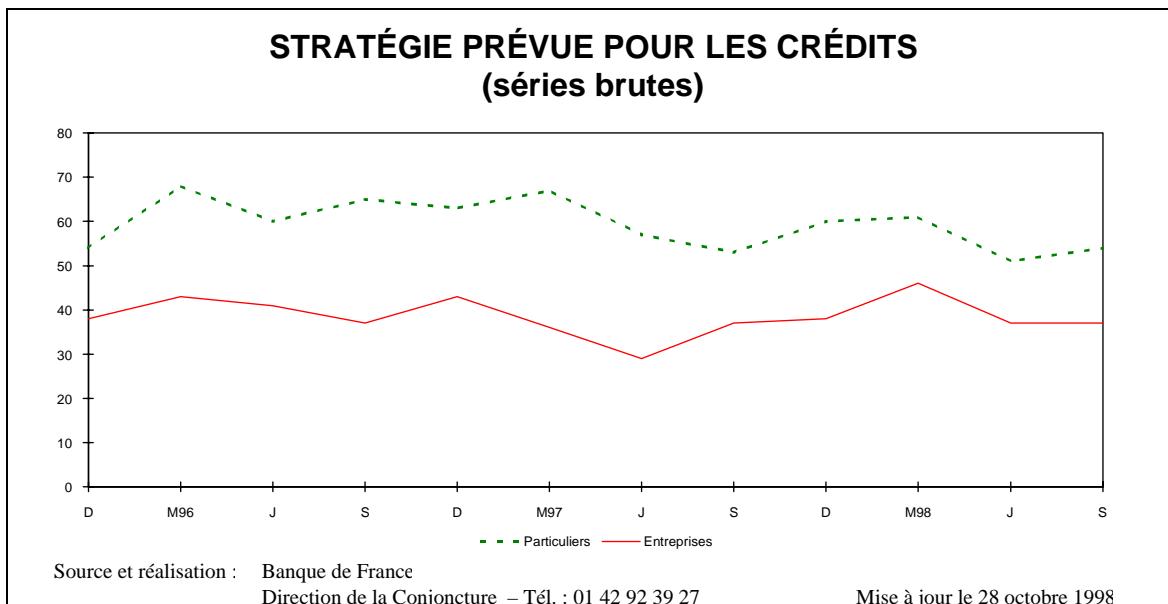
La compétition entre établissements de crédit s'est encore intensifiée sur le marché du crédit aux particuliers, pour les prêts à l'habitat et les crédits à la consommation. Elle est restée vigoureuse dans le domaine de la distribution de crédit à moyen et à long terme aux entreprises. S'agissant des placements, la concurrence, moins vive, n'a guère été affectée par la baisse des taux réglementés intervenue en juin dernier.

Le mouvement de baisse des taux de marché, conjugué à l'accentuation de la concurrence en matière de crédit, est à l'origine d'une diminution des conditions débitrices, aux entreprises et aux particuliers, sensiblement plus marquée que celle des conditions créditrices. Malgré quelques progrès réalisés en matière de tarification des services, à l'approche de l'introduction de l'euro, le tassement des marges bancaires s'est poursuivi.

1. Le comportement des établissements de crédit

Au cours du troisième trimestre 1998, la concurrence est demeurée très soutenue dans le domaine de la distribution du crédit ; elle s'est même sensiblement intensifiée sur le marché des particuliers. Dans ce contexte, les établissements de crédit, qui ont, de nouveau, diminué leurs conditions débitrices, demeurent confrontés à l'amenuisement de leurs marges.

Évolutions passées, sauf indications contraires	SOLDE DES OPINIONS EXPRIMANT LE COMPORTEMENT DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT							
	4 ^e trim. 1996	1 ^{er} trim. 1997	2 ^e trim. 1997	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998
Concurrence sur les placement:								
– des particuliers.....	25	24	28	20	27	19	23	14
– des entreprises.....	24	24	18	15	17	25	19	11
Concurrence sur les crédits								
– aux particuliers.....	59	78	84	70	69	70	69	74
– aux entreprises.....	61	59	57	53	54	61	64	56
Stratégie prévue pour les placement:								
– des particuliers.....	48	42	39	41	47	45	38	36
– des entreprises.....	25	20	20	21	23	24	17	20
Stratégie prévue pour les crédits								
– aux particuliers.....	63	67	57	53	60	61	51	54
– aux entreprises.....	43	36	29	37	38	46	37	37
Rémunération des placement:								
– des particuliers.....	- 34	- 28	- 11	- 14	- 10	- 14	- 41	- 26
– des entreprises.....	- 38	- 25	- 11	- 6	- 3	- 10	- 11	- 19
Taux des crédits								
– aux particuliers.....	- 51	- 50	- 47	- 28	- 24	- 36	- 35	- 52
– aux entreprises.....	- 52	- 39	- 43	- 28	- 16	- 35	- 38	- 43
Prix des services								
– aux particuliers.....	10	20	6	9	11	21	11	11
– aux entreprises.....	9	21	3	9	13	22	4	5
Marges bancaires.....	- 29	- 34	- 37	- 33	- 28	- 31	- 27	- 27
Évolution prévue de la demande de crédit.....	22	26	24	27	35	46	46	36



En matière de crédit

Sur le marché des *entreprises*, malgré une nouvelle progression de l'investissement, la compétition est restée vigoureuse dans le domaine de la distribution de crédit à moyen et long terme au cours du troisième trimestre. Les conditions accordées par les établissements de crédit aux entreprises jugées les plus saines sont demeurées particulièrement attractives : les baisses de taux ont été immédiatement répercutées sur la clientèle, certains prêts étant parfois même accordés avec une marge nulle, tandis que des assouplissements étaient également consentis sur les autres éléments du dossier (garanties, commissions, frais de dossier).

Sur le marché des *particuliers*, la concurrence s'est nettement intensifiée. Ainsi, en matière de prêts à l'habitat, des comportements de « *dumping* » de taux d'intérêt ont été constatés, de la part d'établissements bancaires engagés dans une stratégie de conquête de parts de marché. Les nombreuses demandes de renégociation des taux, présentées ces derniers mois, ont, en outre, conduit certains établissements à procéder à des opérations de rachat de crédit souvent au détriment de leurs marges. La compétition s'est également avivée en matière de crédit à la consommation, les banques mettant en œuvre des stratégies de communication très actives, pour faire face à la concurrence croissante de certaines sociétés financières spécialisées, filiales de grands magasins ou de constructeurs automobiles.

En matière de placements

Malgré la baisse, en juin dernier, d'un demi-point de la rémunération des livrets défiscalisés (livrets A, livrets bleus et Codevi) et des livrets ordinaires fiscalisés, la concurrence sur les taux pour la collecte de l'épargne ne s'est pas accrue au troisième trimestre. L'assurance-vie est demeurée le placement le plus prisé des particuliers, devant les plans d'épargne populaire et l'épargne-logement. Vis-à-vis des entreprises ou des patrimoines importants, la concurrence se marque moins au niveau des taux et plus au travers d'innovations permanentes, telles que, par exemple, la commercialisation de nouveaux produits liés à l'euro.

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

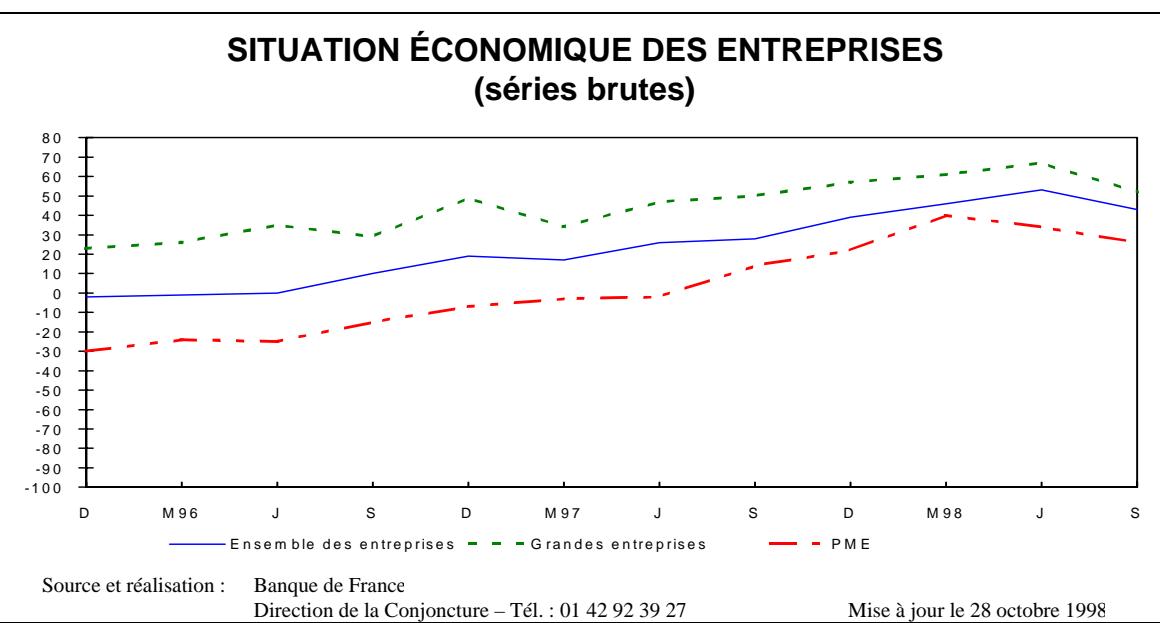
Le mouvement de baisse des taux de marché, conjugué à l'accentuation de la concurrence en matière de crédit, a été à l'origine d'une diminution des conditions débitrices, aux entreprises et aux particuliers, nettement plus marquée que celle enregistrée sur les conditions créditrices. La tarification des services continue, quant à elle, de se mettre progressivement en place, avec notamment le développement du système du forfait par client ; en outre, à l'approche de la création de l'euro, certains établissements réfléchissent à une éventuelle facturation des chèques en euros, dont la contrepartie pourrait résider dans une rémunération des comptes à vue. Dans ce contexte, les marges bancaires se sont encore réduites, jusqu'à atteindre un palier en dessous duquel de nombreux établissements de crédit affirment ne pas vouloir descendre.

Évolution prévue de la demande de crédit

Les établissements interrogés prévoient une progression un peu moins soutenue de la demande de crédit au cours du quatrième trimestre de 1998, du fait, principalement, d'un moindre dynamisme de l'investissement et d'un tassement de la demande de crédit à moyen et long terme des entreprises.

2. Le comportement des entreprises

SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ENSEMBLE DES ENTREPRISES								
(en données brutes)								
Évolutions passées, sauf indications contraires	4 ^e trim. 1996	1 ^{er} trim. 1997	2 ^e trim. 1997	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998
Situation de trésorerie en fin de période								
– ensemble des entreprises.....	19	17	26	28	39	46	53	43
– grandes entreprises.....	49	34	47	50	57	61	67	52
– PME.....	- 7	- 3	- 2	14	22	40	34	26
Situation de trésorerie prévue								
– ensemble des entreprises.....	8	7	15	15	15	26	29	16
– grandes entreprises.....	22	20	33	27	29	39	39	20
– PME.....	- 4	1	- 1	4	16	23	20	7
Difficultés de paiement.....	3	2	2	- 9	- 16	- 22	- 33	- 29
Résultats bruts d'exploitation.....	- 1	- 6	- 1	17	33	34	56	37
Besoins en fonds de roulement.....	- 1	- 6	1	- 2	- 4	2	15	9
Investissements globaux.....	8	- 10	- 3	14	34	41	53	43
Autorisations nouvelles et renouvellement de crédits à court terme.....	- 6	- 2	- 1	- 4	- 5	- 6	3	4
Utilisations nouvelles de prêts à moyen et long terme.....	11	- 11	- 1	10	32	34	47	39
Situation de l'endettement global.....	- 22	- 21	- 25	- 26	- 12	- 14	- 9	- 5
Dépôts à vue (encours moyen).....	9	0	10	25	32	32	36	32
Placements nouveaux liquides.....	- 40	- 30	- 22	- 14	- 11	- 1	- 8	1
Placements nouveaux en titres négociables....	8	- 2	0	10	13	15	11	12
– dont : Titres d'OPCVM	10	5	6	12	14	20	17	15
Évolution prévue de la demande de crédit de trésorerie.....	9	4	12	8	6	5	10	8
Évolution prévue de la demande de crédit à moyen et long terme	20	18	14	25	36	44	48	27



La situation de trésorerie des entreprises s'est légèrement resserrée au troisième trimestre, après cinq trimestres d'amélioration continue. Elle demeure toutefois très aisée.

Les trésoreries des petites et moyennes entreprises rejoignent ainsi leur niveau atteint à la fin de l'année précédente, alors que la situation financière des grandes entreprises s'est, quant à elle, plus nettement contractée pour retrouver son niveau du début du second semestre de 1997. Globalement, cependant, la situation financière des entreprises est jugée encore particulièrement satisfaisante.

Ce mouvement apparaît pour partie saisonnier, sous l'effet de la baisse d'activité due aux congés d'été dans de nombreux secteurs industriels.

Au cours des prochains mois, la trésorerie des entreprises devrait s'améliorer.

Grâce à la situation financière dans l'ensemble toujours très satisfaisante des entreprises, les difficultés de paiement ont de nouveau fortement diminué au cours du troisième trimestre. Les résultats bruts d'exploitation se sont également sensiblement accrus, à un rythme, toutefois, moins fort que celui observé au cours du trimestre précédent. Les ventes sur le marché intérieur, en particulier, demeurent toujours dynamiques, alors que les ventes à l'étranger ont souffert à la fois du ralentissement de la croissance mondiale, à l'exception des pays de la zone euro, et de la dépréciation du dollar par rapport au franc, qui a souvent entraîné une réduction des marges à l'exportation. Les besoins en fonds de roulement ont ainsi de nouveau légèrement augmenté. Au total, les utilisations nouvelles de crédits à court terme se sont inscrites en légère hausse pour le deuxième trimestre consécutif.

Les dépenses d'investissement ont, quant à elles, connu une nouvelle et forte hausse au troisième trimestre 1998. Les projets prévus au premier semestre ont, en effet, continué d'être mis en force au début du second semestre, dans un contexte de taux d'intérêt particulièrement attractifs. De nombreux investissements de productivité et de renouvellement de matériels ont été effectués au cours de ce trimestre, alors que les investissements d'extension de capacités de production sont apparus plus rares qu'au trimestre précédent. Par ailleurs, les investissements informatiques, en liaison avec la perspective du passage à l'euro et à l'an 2000, ont continué d'être très dynamiques. Au total, une nouvelle progression des utilisations nouvelles de prêts à moyen et long terme a été observée au cours de ce trimestre, à un rythme toutefois légèrement inférieur à celui observé au cours du trimestre précédent.

Aussi, le niveau de l'endettement global, qui demeure encore légèrement inférieur à la normale, s'est-il de nouveau redressé au cours de ce trimestre.

L'encours des dépôts à vue a légèrement diminué au troisième trimestre. Les placements liquides effectués par les entreprises n'ont pas connu d'évolutions notables. Les placements nouveaux en titres d'OPCVM continuent de progresser, à un rythme cependant moins soutenu que celui du trimestre précédent.

Au cours des prochains mois, la demande de crédits de trésorerie devrait enregistrer une légère hausse. La demande de prêts à moyen et long terme s'accroîtrait de nouveau. Toutefois, la progression anticipée est sensiblement moins forte qu'au cours des trois trimestres précédents. Un certain ralentissement du courant d'investissement commence, en effet, à être perçu par les banquiers interrogés, la plupart des projets des chefs d'entreprise ayant déjà été mis en place. Par ailleurs, les incertitudes liées aux effets de la crise financière internationale sur l'évolution économique en Europe pourraient entraîner, selon les banquiers interrogés, de moindres mises en œuvre d'investissements sur la fin de 1998 et au début de 1999. Le niveau extrêmement attractif des taux d'intérêt devrait cependant permettre de soutenir les investissements de renouvellement.

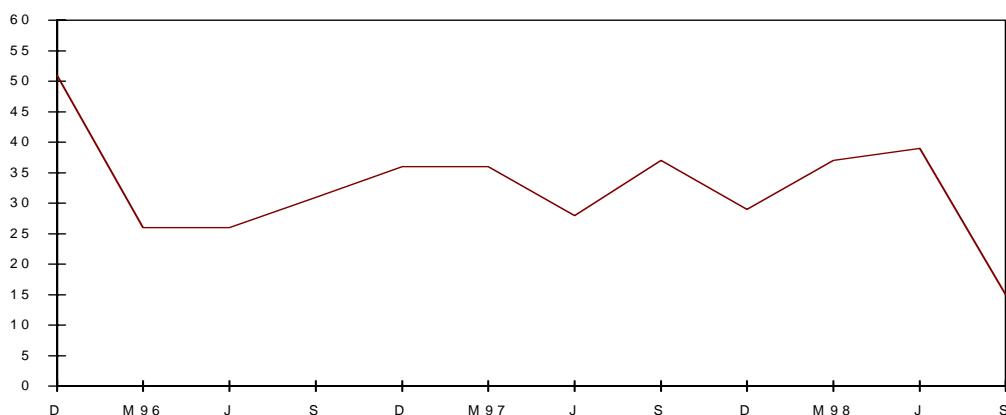
3. Le comportement des particuliers

Le patrimoine financier des ménages s'est sensiblement contracté au cours du troisième trimestre 1998 et atteint son plus bas niveau depuis le premier trimestre 1992. Les réallocations de portefeuille se sont multipliées au cours de ce trimestre, sous l'effet de la baisse des cours de bourse et ont été surtout défavorables aux placements en actions.

3.1. Les comportements d'épargne

SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ÉPARGNE DES PARTICULIERS								
(en données brutes)								
Évolutions passées, sauf indications contraires	4 ^e trim. 1996	1 ^{er} trim. 1997	2 ^e trim. 1997	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998
Situation du patrimoine financier.....	36	36	28	37	29	37	39	15
Encours moyens des dépôts à vue.....	33	- 1	19	40	38	6	50	38
Encours moyens des livrets.....	31	41	34	65	36	58	5	19
Placements nouveaux en comptes à term et certificats de dépôt.....	- 82	- 72	- 62	- 55	- 49	- 42	- 36	- 33
Placements nouveaux en PEL.....	95	92	33	35	29	33	27	6
Placements nouveaux en PEP.....	48	43	15	21	24	12	- 6	- 14
Placements en actions.....	- 1	9	17	31	33	46	48	- 20
Placements en obligations.....	- 8	- 12	0	- 5	- 8	- 5	- 6	- 2
Placements en OPCVM court terme.....	- 69	- 44	- 38	- 28	- 39	- 28	- 28	- 16
Placements en autres OPCVM.....	- 27	- 13	15	29	6	36	49	16

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



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

Mise à jour le 28 octobre 1998

Après la forte progression ponctuelle des encours de dépôts à vue le trimestre précédent, due à la baisse des conditions de rémunération des livrets, le niveau des dépôts à vue a diminué et est redevenu plus proche de son niveau observé précédemment. Ces décaissements semblent également en grande partie imputables à une consommation très dynamique au troisième trimestre, ainsi qu'à la réalisation de programmes immobiliers. En particulier, la consommation en biens durables semble s'être nettement redressée au cours de ce trimestre, en raison, notamment, d'une amélioration sensible des achats d'automobiles.

Les mouvements de réallocations de portefeuille effectués au cours du troisième trimestre 1998 sont apparus particulièrement défavorables aux placements en actions des particuliers. Ainsi, les placements nouveaux en actions ont connu leur plus forte baisse depuis le quatrième trimestre 1995, sous l'effet de la sensible diminution des cours de bourse. Toutefois, les incertitudes prévalant quant à l'évolution future du CAC 40 ne semblent pas avoir entraîné, selon les banquiers interrogés, de ventes massives d'actions de la part des épargnants. Les OPCVM actions ont, quant à elles, mieux résisté à ce mouvement, des placements nouveaux en OPCVM actions étant même observés en fin de trimestre selon les banquiers interrogés.

Les placements sur livrets ont profité des évolutions heurtées relevées sur les marchés d'actions et d'obligations puisque leurs encours, qui avaient fortement diminué au cours du deuxième trimestre 1998, se sont en partie reconstitués au cours de ce trimestre.

Les placements nouveaux en produits d'assurance-vie ont, quant à eux, continué de progresser de façon dynamique. Les placements en plan d'épargne-logement ont, en revanche, connu leur plus faible progression depuis le troisième trimestre de 1992, tandis que les placements en plan d'épargne populaire diminuaient pour le deuxième trimestre consécutif.

Les placements en obligations n'ont guère varié au cours du trimestre. La désaffection des particuliers pour les placements nouveaux en comptes à terme et en certificats de dépôt s'est confirmée au cours de la période, alors que les OPCVM monétaires ont partiellement profité de la baisse des achats d'actions.

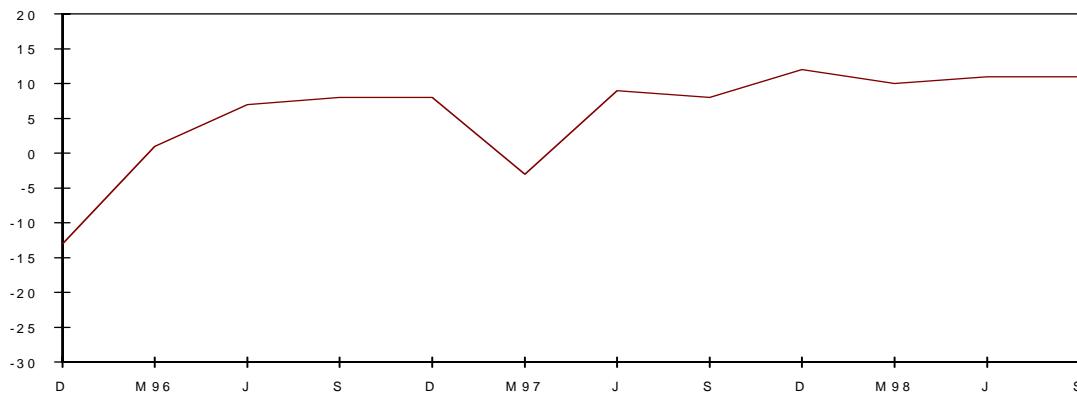
3.2. Les comportements d'endettement

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

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraire	4 ^e trim. 1996	1 ^{er} trim. 1997	2 ^e trim. 1997	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998
Situation de l'endettement global.....	8	- 3	9	8	12	10	11	11
Difficultés de paiement.....	- 5	1	- 3	- 5	- 2	- 5	- 7	- 6
Autorisations et renouvellement de crédits de trésorerie.....	20	12	23	18	31	28	34	23
Utilisations nouvelles de prêts personnel	37	6	47	35	45	48	58	43
Utilisations nouvelles de prêts immobilier.....	89	2	55	48	64	42	71	54
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie.....	25	31	25	27	31	51	46	41
Évolution prévue de la demande de crédits immobilier	21	43	34	39	30	60	54	46

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



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

Mise à jour le 28 octobre 1998

Le niveau d'endettement global des particuliers n'a pas varié au cours du troisième trimestre 1998 et continue d'apparaître, selon les établissements de crédit interrogés, globalement satisfaisant.

Les difficultés de paiement se sont encore légèrement contractées, alors que les utilisations nouvelles de crédits de trésorerie et de prêts personnels restaient très dynamiques. Le niveau particulièrement attractif des taux offerts, conjugué à une consommation soutenue et à une politique commerciale très développée des banques sur certains produits, en particulier les crédits *revolving*, explique cette évolution. Les utilisations nouvelles de prêts immobiliers ont continué de progresser, à un rythme, toutefois, un peu moins prononcé que celui observé au cours du trimestre précédent, grâce à la perspective de l'arrêt prochain du dispositif « Périssol », conjuguée au niveau particulièrement bas des taux proposés par les banques et à la baisse des droits de mutation.

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

BULLETIN OFFICIEL

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

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

Banque de France

Arrêté du Conseil général, relatif à la création d'une base de données pour la gestion des compétences à l'Organisation et Informatique

– en date du 23 octobre 1997

Vu la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés, et notamment ses articles premier à 20 et 34 à 40 ; Vu le décret n° 78-774 du 17 juillet 1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés, modifié par les décrets n° 78-1223 du 28 décembre 1978 ; n° 79-421 du 30 mai 1979, n° 80-1030 du 18 décembre 1980 et n° 91-336 du 4 avril 1991 ;

Vu l'avis de la Commission nationale de l'informatique et des libertés en date du 10 septembre 1997 ;

Vu l'article 11 de la loi du 4 août 1993 ;

Le Conseil général, sur le rapport du gouverneur, arrête :

Article premier – Il est créé un traitement automatisé d'informations nominatives dénommé « Système d'aide à la gestion des compétences ».

Article 2 – Le traitement a pour but de mettre à la disposition du gestionnaire de ressources humaines et des responsables de services, une base de données leur permettant de mettre en œuvre une gestion des emplois et des compétences à l'Organisation et Informatique.

Article 3 – Les catégories d'informations nominatives recensées concernent :

- l'identité : nom, prénom, sexe, date et lieu de naissance, nationalité (française, CEE, hors CEE), adresse, matricule ;
- les actes de carrière : date de recrutement, catégorie, grade, échelon, absences de longue durée, situation administrative, demande de mutation ;
- régime de travail ;
- lieu de travail, établissement, unité administrative ;
- les emplois et activités principales ;
- les formations à caractère professionnel suivies ;
- le positionnement par l'agent de ses connaissances techniques sur un référentiel de connaissances ;
- l'expérience professionnelle ;
- les actions/projets sur lesquels l'agent a travaillé ;
- la date prévisionnelle de disponibilité arrêtée en concertation avec l'agent.

Article 4 – Les informations recensées sont destinées exclusivement aux directeurs et aux chefs de services, au gestionnaire des ressources humaines, à la section « gestion ressources humaines et formation », aux secrétariats administratifs de l'Organisation et Informatique.

Article 5 – Toute personne qui souhaite connaître, contester et, le cas échéant, faire rectifier les informations figurant à son nom dans les fichiers informatisés doit, conformément aux dispositions de l'article 34 de la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978, s'adresser soit au gestionnaire des ressources humaines, soit à la direction générale du Personnel – direction de la Gestion du personnel, soit à l'Institut de formation.

Article 6 – Les agents ne peuvent s'opposer à l'enregistrement de données nominatives les concernant prévues à l'article 3 du présent arrêté.

Article 7 – Le secrétaire général est chargé de l'exécution du présent arrêté qui sera diffusé auprès du personnel de l'Organisation et Informatique par voie de circulaire et publié au Bulletin officiel de la Banque.

Arrêté du Conseil général relatif à une enquête menée, sous la responsabilité du Comité consultatif du Conseil national du crédit et du titre, auprès d'un échantillon de personnes faisant l'objet d'une interdiction bancaire d'émettre des chèques

– en date du 22 octobre 1998

Le Conseil général de la Banque de France arrête :

Article premier – Pour répondre à une demande du Conseil national du crédit et du titre, il sera procédé à une enquête auprès d'un échantillon de personnes faisant l'objet d'une interdiction bancaire d'émettre des chèques en application des dispositions de l'article 65-3 du décret-loi du 30 octobre 1935 modifié par la loi n° 91-1382 du 30 décembre 1991, unifiant le droit en matière de chèques.

Cette enquête aura pour objectif d'obtenir des informations d'ordre sociologique et comportemental sur cette population.

Article 2 – Pour effectuer l'enquête visée à l'article précédent, le Centre de recherche pour l'étude et l'observation des conditions de vie (Credoc) est autorisé, sous la responsabilité du Conseil national du crédit et du titre, à procéder à l'audition d'un certain nombre d'interdits bancaires :

– sélectionnés à partir d'un tirage du Fichier central des chèques, géré par la Banque de France, selon un critère géographique fourni par le Centre de recherche pour l'étude et l'observation des conditions de vie : personnes résidant dans un des quelque quinze départements de France métropolitaine jugés les plus représentatifs du point de vue économique et social et au regard de l'enquête ;

– et qui n'auront pas manifesté auprès de la Banque de France, gestionnaire du Fichier, dans le délai d'un mois, un refus exprès d'être contactés par un enquêteur du Credoc.

Article 3 – La Banque de France communiquera au Credoc les noms et adresses ainsi que la date d'inscription dans le Fichier des personnes ayant ainsi accepté d'être contactées dans les conditions prévues à l'article précédent.

Article 4 – Le droit d'accès des interdits bancaires s'exercera dans les conditions définies par l'article 5 modifié de l'arrêté du Conseil général de la Banque de France du 7 janvier 1993 relatif à la modification du traitement informatique du Fichier central des chèques.

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Commission bancaire

Lettre du gouverneur de la Banque de France au président de l'AFECEI sur la nécessité de préparer l'adaptation des systèmes informatiques au changement de millénaire

– en date du 27 octobre 1998

Par lettre en date du 18 novembre 1997, j'intervenais auprès de vous pour appeler l'attention des établissements de crédit et des entreprises d'investissement sur la nécessité de préparer l'adaptation des systèmes informatiques au changement de millénaire.

L'imminence de cette échéance a conduit le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement à s'interroger sur l'état de préparation de la profession. La capacité de la communauté bancaire et financière française à passer avec succès l'an 2000 dépasse, en effet, le seul enjeu technique. Elle requiert de chaque établissement la définition d'une stratégie globale déterminant les conditions d'adaptation de son système d'information, ainsi que les dispositifs de protection contre la réception d'informations

erronées de la part de ses correspondants. L'implication des dirigeants et l'efficience des procédures de contrôle interne sont des éléments majeurs pour la réussite de cette stratégie.

Dans ce cadre, et conformément aux articles 15 de la loi bancaire et 12 de la loi de modernisation des activités financières, le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, avant de délivrer un agrément, entend apprécier si l'entreprise demanderesse a bien engagé toutes les diligences souhaitables sur ce point, y compris, le cas échéant, pour son réseau d'implantations à l'étranger. Il fera de même dans l'examen des autorisations demandées à l'occasion de modifications devant être apportées à la situation d'une entreprise assujettie. Le Comité ne saurait, le cas échéant, exclure de prononcer un refus.

La Commission bancaire, dont le secrétariat général conduit, en complément des deux enquêtes thématiques sur le même sujet, des missions de contrôle sur place sur l'avancement des travaux liés à l'an 2000, envisage d'utiliser tous les pouvoirs qui lui sont conférés par la loi bancaire et notamment, en application de son article 43, celui d'enjoindre aux établissements pour lesquels la maîtrise des risques susceptibles d'être rencontrés lors de cette échéance n'est pas assurée, de prendre dans un délai déterminé les mesures qui s'avéreraient nécessaires à la mise en place d'un véritable projet de préparation à l'an 2000.

Je vous saurais gré de bien vouloir communiquer la présente lettre à vos adhérents, en leur demandant de la transmettre à leurs membres.

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ÉTABLISSEMENTS RELEVANT DE LA LOI BANCAIRE

(LOI DU 24 JANVIER 1984 MODIFIÉE TITRES I & IV BIS)

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

(Hors retraits motivés par le transfert, à un ou plusieurs autres établissements de crédit agréés, de la propriété de l'ensemble des éléments actifs et passifs liés à l'activité bancaire)

- ♦ Banque Rivaud, SA, Paris 2^e, 30 rue Notre Dame des Victoires, (*prise d'effet le 31 décembre 1998*)
- ♦ Crédit immobilier Alpes-Méditerranée-CIAM, société anonyme de crédit immobilier, SA, Paris 15^e, 3-5 rue Cambronne, (*prise d'effet immédiat*)
- ♦ Financière Uniphénix, SA, St-Denis, Seine-St-Denis, Tour Pleyel 153 bd Anatole France, (*prise d'effet le 28 février 1999*)
- ♦ Générale de placement banque (GP-Banque), SA, Marseille, Bouches-du-Rhône, 75 rue Paradis, (*prise d'effet immédiat*)
- ♦ The Long-Term Credit Bank of Japan Limited, succursale, Paris 8^e, 55-57 bld Haussmann, Tokyo, (JP), (*prise d'effet immédiat*)
- ♦ The Sanwa Bank Limited, succursale, Paris 9^e, 14 rue Auber, Osaka, (JP), (*prise d'effet le 30 novembre 1998*)

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

A. ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT AGRÉÉS EN FRANCE

I. Établissements habilités à traiter toutes les opérations de banque

1.1. Banques

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

Retraits d'agrément

- ◆ Banque Paribas Pacifique, SA, Nouméa, (Nouvelle-Calédonie)
- ◆ Banque Paribas Polynésie, SA, Papeete, (Polynésie française)
- ◆ Banque Rivaud, SA, Paris, *prise d'effet le 31 décembre 1998*
- ◆ Générale de placement banque (GP-Banque), SA, Marseille, (Bouches-du-Rhône)
- ◆ Louis Dreyfus finance (banque) SA, SA, Paris, *prise d'effet le 24 octobre 1998*

Modifications

- ◆ AXA Conseil finance, SA, Paris

au lieu de

UAP Banque, SA, Paris

- ◆ Banque Bruxelles Lambert France (BBL France), SA, Paris

au lieu de

Banque Bruxelles Lambert France (BBL France), SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)

- ◆ Banque française de l'Orient – BFO (groupe Crédit agricole Indosuez), SA, Paris

au lieu de

Banque française de l'Orient – BFO (groupe Banque Indosuez), SA, Paris

- ◆ Banque Gallière, SA, Paris

au lieu de

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

- ◆ Banque Monod (devenue Miromesnil gestion), SA, Paris,
(établissement en cours de retrait d'agrément)

au lieu de

Banque Monod, SA, Paris, *(établissement en cours de retrait d'agrément)*

- ◆ Banque PSA finance, SA, Paris

au lieu de

Banque PSA finance holding, SA, Paris

- ♦ Banque Transatlantique SA – Transat, SA, Paris
- au lieu de
- Banque Transatlantique SA, SA, Paris
- ♦ GE Capital finance – Sofirec, société en nom collectif, Paris
- au lieu de
- Banque Sofirec, société en nom collectif, Paris
- ♦ Sofal, société en commandite par actions, Paris,
(établissement en cours de retrait d'agrément)
- au lieu de
- Sofal, SA, Paris, *(établissement en cours de retrait d'agrément)*
- ♦ UBS Banque SA, SA, Paris
- au lieu de
- UBS SA, SA, Paris
- ♦ Union industrielle de crédit – UIC, société en commandite par actions, Paris,
(établissement en cours de retrait d'agrément)
- au lieu de
- Union industrielle de crédit – UIC, SA, Paris, *(établissement en cours de retrait d'agrément)*

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

Retraits d'agrément

- ♦ The Long-Term Credit Bank of Japan Limited, succursale, Paris, Tokyo, (JP)
- ♦ The Sanwa Bank Limited, succursale, Paris, Osaka, (JP), *prise d'effet le 30 novembre 1998*

1.2. Banques mutualistes ou coopératives

– Établissements affiliés à la Caisse nationale de crédit agricole

Agréments

- ♦ Caisse régionale de crédit agricole mutuel de l'Anjou et du Maine, société coopérative – livre V du code rural, Le Mans, (Sarthe)
- ♦ Caisse régionale de crédit agricole mutuel Provence-Côte d'Azur (Alpes de Haute-Provence – Alpes-maritimes – Var), société coopérative – livre V du code rural, Draguignan, (Var)

Retraits d'agrément

- ♦ Caisse régionale de crédit agricole mutuel des Alpes de Haute-Provence, société coopérative – livre V du code rural, Manosque, (Alpes de Haute-Provence)
- ♦ Caisse régionale de crédit agricole mutuel des Alpes maritimes, société coopérative – livre V du code rural, St-Laurent-du-Var, (Alpes maritimes)
- ♦ Caisse régionale de crédit agricole mutuel Anjou-Mayenne, société coopérative – livre V du code rural, Angers, (Maine-et-Loire)

- ♦ Caisse régionale de crédit agricole mutuel de la Sarthe, société coopérative – livre V du code rural, Le Mans, (Sarthe)
- ♦ Caisse régionale de crédit agricole mutuel du Var, société coopérative – livre V du code rural, Draguignan, (Var)

II. Sociétés financières

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

Retraits d'agrément

- ♦ Crédit immobilier Alpes-Méditerranée-CIAM, société anonyme de crédit immobilier, SA, Paris
- ♦ Crédit immobilier du Tarn-et-Garonne, société anonyme de crédit immobilier, SA, Montauban, (Tarn-et-Garonne)

Modifications

- ♦ Crédit immobilier de France – Finalog, SA, Lille, (Nord)

au lieu de

FINALOG – Société anonyme de crédit immobilier, SA, Wasquehal, (Nord)

- ♦ Crédit immobilier de France Tarn et Tarn-et-Garonne – Société anonyme de crédit immobilier, SA, Albi, (Tarn)

au lieu de

Crédit immobilier du Tarn, société anonyme de crédit immobilier, SA, Albi, (Tarn)

- ♦ Financière régionale pour l'habitat ALDA, SA, St-Chamond, (Loire)

au lieu de

Financière régionale pour l'habitat ALDA, SA, St-Étienne, (Loire)

- ♦ Société anonyme de crédit immobilier-Crédit immobilier de France Yonne, SA, Auxerre, (Yonne)

au lieu de

Crédit immobilier de France Yonne, SA, Auxerre, (Yonne)

- ♦ Société anonyme de crédit immobilier de Franche-Comté – CIFC, SA, Besançon, (Doubs)

au lieu de

Société anonyme de crédit immobilier de Franche-Comté – CIFC, SA, Montbéliard, (Doubs)

- ♦ Société anonyme rurale et ouvrière de crédit immobilier de Seine-et-Marne – SAROCISM, SA, Paris

au lieu de

Société anonyme rurale et ouvrière de crédit immobilier de Seine-et-Marne – SAROCISM, SA, Melun, (Seine-et-Marne)

2.6. Sociétés à statut particulier adhérent à l'Association française des sociétés financières (ASF)

Modifications

- ♦ Caisse de garantie immobilière de la Fédération française du bâtiment « CGI-FFB », société coopérative de caution mutuelle – loi du 13 mars 1917, Paris

au lieu de

- Caisse de garantie immobilière de la Fédération nationale du bâtiment « CGI-FNB », société coopérative de caution mutuelle – loi du 13 mars 1917, Paris

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

Agréments

- ♦ Same Deutz-Fahr Finance, société par actions simplifiée, Paris
- ♦ Tempro, SA, Levallois-Perret, (Hauts-de-Seine)

Retraits d'agrément

- ♦ Axamur, SA, Paris
- ♦ Financière Uniphénix, SA, St-Denis, (Seine-St-Denis), *prise d'effet le 28 février 1999*
- ♦ Finor SA, SA, Roubaix, (Nord)
- ♦ IPFO Bail, SA, Courbevoie, (Hauts-de-Seine)
- ♦ Le crédit touristique « C2T », SA, Neuilly-sur-Seine, (Hauts-de-Seine), *radiation*
- ♦ Société financière et de recouvrement de l'Aube – Sofira, SA, Troyes, (Aube)

Modifications

- ♦ Agfa finance, SA, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)

au lieu de

Acti-lease, SA, Paris

- ♦ Cyril finance, SA, Paris

au lieu de

Cyril finance gestion, SA, Paris

- ♦ Fimacom, SA, Nanterre, (Hauts-de-Seine)

au lieu de

Fimacom, SA, Bois-d'Arcy, (Yvelines)

- ♦ Newcourt Finance (France) SNC – Newcourt, société en nom collectif, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)

au lieu de

The Capital Corporation Finance France – AT&T capital, société en nom collectif, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)

- ♦ Société pour favoriser l'accession à la propriété immobilière – Sofapi, SA, Paris
au lieu de
Société pour favoriser l'accession à la propriété immobilière – Sofapi, SA, Puteaux,
(Hauts-de-Seine)
- ♦ Société financière HR, société en commandite par actions, Paris
au lieu de
Société financière HR, SA, Paris
- ♦ Société financière pour l'équipement industriel et commercial – Sofinec, société par actions simplifiée, Paris, (*établissement en cours de retrait d'agrément*)
au lieu de
Société financière pour l'équipement industriel et commercial – Sofinec, SA, Paris,
(*établissement en cours de retrait d'agrément*)
- ♦ Union financière pour le commerce et la distribution (Uficodi), société par actions simplifiée, Paris, (*établissement en cours de retrait d'agrément*)
au lieu de
Union financière pour le commerce et la distribution (Uficodi), SA, Paris,
(*établissement en cours de retrait d'agrément*)

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

Ajouter

Westdeutsche Landesbank Girozentrale, succursale, Paris, Dusseldorf, (DE)

Supprimer

Banco exterior de España, succursale, Paris, Madrid, (ES)

Modifier

KBC Bank, succursale, Wasquehal, (Nord), Bruxelles, (BE)

au lieu de

Kredietbank, succursale, Wasquehal, (Nord), Anvers, (BE)

C. ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT AGRÉÉS POUR EXERCER LEUR ACTIVITÉ À MONACO

I. Établissements habilités à traiter toutes les opérations de banque

1.1. Banques

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

Agréments

- ♦ Crédit suisse (Monaco), SA, Monaco, (Monaco)

Modification

- ♦ UBS (Monaco) SA, SA, Monaco, (Monaco)

au lieu de

Société de banque suisse (Monaco), SA, Monaco, (Monaco)

MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT

(LOI DU 2 JUILLET 1996 DE MODERNISATION DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES)

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

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

- ♦ MFC Securities (France) SA, SA, Paris 8^e, 15 avenue Hoche, (*prise d'effet immédiat*)
-

**MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES PRESTATAIRES DE SERVICES
D'INVESTISSEMENT HABILITÉS À EXERCER EN FRANCE**

(ARTICLE 76 ALINÉA 1 DE LA LOI DU 2 JUILLET 1996)

**Ajouts, suppressions et autres modifications devenus effectifs
et décisions de retrait à effet différé prises
au cours du troisième trimestre 1998**

PRESTATAIRES EN EXERCICE

I. PRESTATAIRES AGRÉÉS EN FRANCE

1.1. Établissements de crédit¹

– Sociétés de droit français

Ajouter

- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel de l'Anjou et du Maine, société coopérative – livre V du code rural, Le Mans, (Sarthe), a, b, c, e, f
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel Provence-Côte d'Azur (Alpes de Haute-Provence – Alpes-maritimes – Var), société coopérative – livre V du code rural, Draguignan, (Var), a, b, c, e, f
- ◆ Sovac, société en commandite par actions, Paris, f

Supprimer

- ◆ Banque Paribas Pacifique, SA, Nouméa, (Nouvelle Calédonie), a, b, d, f
- ◆ Banque Paribas Polynésie, SA, Papeete, (Polynésie Française), a, b, c, d, e, f
- ◆ Banque Rivaud, SA, Paris, a, b, c, d, e, f,
prise d'effet du retrait d'agrément le 31 décembre 1998
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel des Alpes de Haute-Provence, société coopérative – livre V du code rural, Manosque, (Alpes de Haute-Provence), a, b, c, d, e, f
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel des Alpes maritimes, société coopérative – livre V du code rural, St-Laurent-du-Var, (Alpes Maritimes), a, b, c, d, e, f
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel Anjou-Mayenne, société coopérative – livre V du code rural, Angers, (Maine-et-Loire), a, b, c, d, e, f
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel de la Sarthe, société coopérative – livre V du code rural, Le Mans, (Sarthe), a, b, c, d, e, f

¹ Services visés à l'article 4 de la loi de modernisation des activités financières
a : réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers
b : exécution d'ordres pour le compte de tiers
c : négociation pour compte propre
d : gestion de portefeuille pour le compte de tiers
e : prise ferme
f : placement

- ♦ Caisse régionale de crédit agricole mutuel du Var, société coopérative – livre V du code rural, Draguignan, (Var), a, b, c, d, e, f
- ♦ Générale de placement banque (GP-Banque), SA, Marseille, (Bouches-du-Rhône), a, b, c, d, e, f
- ♦ Louis Dreyfus finance (banque) SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f,
prise d'effet du retrait d'agrément le 24 octobre 1998

Modifier

- ♦ AXA Conseil finance, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
au lieu de
UAP Banque, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Banque Bruxelles Lambert France (BBL France), SA, Paris, a, b, c, d, e, f
au lieu de
Banque Bruxelles Lambert France (BBL France), SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine), a, b, c, d, e, f
- ♦ Banque française de l'Orient – BFO (groupe Crédit agricole Indosuez), SA, Paris, a, b, c, d, e, f
au lieu de
Banque française de l'Orient – BFO (groupe Banque Indosuez), SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Banque Gallière, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
au lieu de
Banque Gallière, SA, Clichy, (Hauts-de-Seine), a, b, c, d, e, f
- ♦ Banque Michel Inchauspé – BAMI, SA, St-Jean-Pied-de-Port, (Pyrénées-Atlantiques), a, d
au lieu de
Banque Michel Inchauspé – BAMI, SA, St-Jean-Pied-de-Port, (Pyrénées-Atlantiques), a, b, c, d, e, f
- ♦ Banque Revillon, SA, Paris, a
au lieu de
Banque Revillon, SA, Paris, a, b, c, d, f
- ♦ Banque Transatlantique SA – Transat, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
au lieu de
Banque Transatlantique SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Crédit suisse Asset Management (France) SA, SA, Paris, a, b, c, d
au lieu de
Crédit suisse Asset Management (France) SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Cyril finance, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
au lieu de
Cyril finance gestion, SA, Paris, a, b, c, d, e, f

♦ Société financière HR, société en commandite par actions, Paris, a, b, d, e, f
au lieu de

Société financière HR, SA, Paris, a, b, d, e, f

♦ UBS Banque SA, SA, Paris, a, b, c, e, f

au lieu de

UBS SA, SA, Paris, a, b, c, e, f

– Succursales d'établissements ayant leur siège dans des pays tiers

Supprimer

♦ The Sanwa Bank Limited , succursale, Paris, Osaka, (JP), a, b, c, e, f,
prise d'effet du retrait d'agrément le 30 novembre 1998

1.2. Entreprises d'investissement agréées par le CECEI¹

Ajouter

♦ Etna finance transmission, SA, Paris, a
♦ Polaris gestion, SA, Paris, a

Supprimer

♦ CF2P, société à responsabilité limitée, Antibes, (Alpes maritimes), a
♦ Continental Partners SA, SA, Paris, a
♦ Dynabourse SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
♦ Ferri SA (1^{ère} du nom), SA, Paris, a, b, c, d, e, f
♦ Hayaux du Tilly SA, SA, Paris, a, b, c, d
♦ Maison Knaepen SA, SA, Paris, a, b
♦ MFC Securities (France) SA, SA, Paris, a
♦ Natwest Securities France, SA, Paris, a, b, c
♦ Salomon Brothers SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
♦ Synalgest, SA, Paris, a, b, d
♦ Timber Hill France, SA, Paris, c

Modifier

♦ Brac de la Perrière, SA, Lyon, (Rhône), a, b, d

au lieu de

Brac de la Perrière, SA, Paris, a, b, d

¹ Services visés à l'article 4 de la loi de modernisation des activités financières
a : réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers
b : exécution d'ordres pour le compte de tiers
c : négociation pour compte propre
d : gestion de portefeuille pour le compte de tiers
e : prise ferme
f : placement

- ♦ Crédit agricole Indosuez Cheuvreux, SA, Courbevoie, (Hauts-de-Seine), a, b, c, d, e, f
au lieu de
Société de bourse Cheuvreux de Virieu SA, SA, Courbevoie, (Hauts-de-Seine), a, b, c, d, e, f
- ♦ Crédit Lyonnais Securities Europe – Small Caps, société par actions simplifiée, Lyon, (Rhône), a, b, c
au lieu de
Crédit Lyonnais Small Caps SAS, société par actions simplifiée, Lyon, (Rhône), a, b, c
- ♦ Deutsche – Equities SA, SA, Paris, a, b, c
au lieu de
Deutsche Morgan Grenfell Equities SA, SA, Paris, a, b, c
- ♦ Euro Mid Caps Securities, SA, Verrières-le-Buisson, (Essonne), a, b, c
au lieu de
Euro Mid Caps Securities, SA, Verrières-le-Buisson, (Essonne), a, b, c, d
- ♦ Ferri (2^e du nom), SA, Paris, a, b, c, d, e, f
au lieu de
BBL Patrimoine (France), SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ HSBC Securities SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
au lieu de
HSBC James Capel SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ KBC Securities France, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
au lieu de
Transbourse SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
- ♦ Liberty Roussin, SA, Paris, a, b
au lieu de
Maison Roussin, SA, Paris, a, b
- ♦ Olympia capital intermédiation, SA, Paris, a
au lieu de
Olympia capital gestion, SA, Paris, a
- ♦ Rabelais évolution, SA, Paris, a
au lieu de
Rabelais évolution, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine), a
- ♦ Salomon Smith Barney SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f
au lieu de
Smith Barney SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f

♦ SG Securities (Paris) SA, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine), a, b, c, f

au lieu de

SG Securities (Paris) SA, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine), a, b, c

♦ SGE Delahaye s.a., SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine), a, b, c, f

au lieu de

SG Securities (Paris) SA, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine), a, b, c

♦ Warburg Dillon Read (France) SA, SA, Paris, a, b, c, d, e, f

au lieu de

SBC Warburg Dillon Read (France), SA, Paris, a, b, c, d, e, f

1.3. Sociétés de gestion de portefeuille agréées par la Commission des opérations de bourse (COB)¹

Publication spécifique

II. SUCCURSALES D'ÉTABLISSEMENTS DE L'ESPACE ÉCONOMIQUE EUROPÉEN EXERÇANT EN LIBRE ÉTABLISSEMENT

2.1. Succursales d'établissements de crédit²

Ajouter

♦ Westdeutsche Landesbank Girozentrale, succursale, Paris, Dusseldorf, (DE),
7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8, 11

Supprimer

♦ Banco exterior de España, succursale, Paris, Madrid, (ES), 7a, 7b, 7c, 7d

Modifier

♦ KBC Bank, succursale, Wasquehal, (Nord), Bruxelles, (BE), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8, 11

au lieu de

Kredietbank, succursale, Wasquehal, (Nord), Anvers, (BE), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8, 11

¹ Services visés à l'article 4 de la loi de modernisation des activités financières

a : réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers

b : exécution d'ordres pour le compte de tiers

c : négociation pour compte propre

d : gestion de portefeuille pour le compte de tiers

e : prise ferme

f : placement

² Services visés à l'annexe de la deuxième directive de coordination bancaire

7 : Transactions pour le compte propre de l'établissement ou pour le compte de sa clientèle sur :

a : les instruments du marché monétaire (chèques, effets, certificats de dépôt, etc.)

b : les marchés de change

c : les instruments financiers à terme et options

d : les instruments sur devises ou sur taux d'intérêt

e : les valeurs mobilières

8 : Participation aux émissions de titres et prestations de services y afférents

11: Gestion ou conseil en gestion de patrimoine

2.2. Succursales d'entreprises d'investissement¹

Ajouter

- ◆ Extra Clearing BV, succursale, Paris, Amsterdam, (NL), 1a, 1b

III. PRESTATAIRES INTERVENANT EN LIBRE PRESTATION DE SERVICES

3.1. Établissements de crédit²

Ajouter

- ◆ Achmea Hypotheekbank NV, établissement de crédit de l'EEE-LPS, La Hague, (NL), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8
- ◆ Allied Irish Banks PLC, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Dublin, (IE), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8, 11
- ◆ Banca Popolare di Novara, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Novara, (IT), 7b
- ◆ Bankers Trust International PLC, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8, 11
- ◆ Banque Leu (Luxembourg) SA, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Luxembourg, (LU), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8, 11
- ◆ HSBC Equator Bank PLC, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 11
- ◆ Rabo Securities NV, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Amsterdam, (NL), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8, 11

Modifier

- ◆ KBC Bank, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Bruxelles, (BE), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8, 11

au lieu de

Kredietbank NV, établissement de crédit de l'EEE-LPS, Anvers, (BE), 7a, 7b, 7c, 7d, 7e, 8, 11

¹ Services visés à la section A de l'annexe à la directive 93/22 concernant les services d'investissement
1a: Réception et transmission, pour le compte d'investisseurs, d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments visés à la section B

1b: Exécution de ces ordres pour le compte de tiers

2 : Négociation pour compte propre de tout instrument visé à la section B

3 : Gestion, sur une base discrétionnaire et individualisée, de portefeuilles d'investissement dans le cadre d'un mandat donné par les investisseurs lorsque ces portefeuilles comportent un ou plusieurs des instruments visés à la section B

4 : Prise ferme en ce qui concerne les émissions de tout ou partie des instruments visés à la section B et/ou placement de ces émissions

² Services visés à l'annexe de la deuxième directive de coordination bancaire

7 : Transactions pour le compte propre de l'établissement ou pour le compte de sa clientèle sur :

a : les instruments du marché monétaire (chèques, effets, certificats de dépôt, etc.)

b : les marchés de change

c : les instruments financiers à terme et options

d : les instruments sur devises ou sur taux d'intérêt

e : les valeurs mobilières

8 : Participation aux émissions de titres et prestations de services y afférents

11: Gestion ou conseil en gestion de patrimoine

3.2. Entreprises d'investissement¹

Ajouter

- ◆ Cannon Bridge Corporation Mimited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2
- ◆ Carnegie Asset Management Fondsmaeglarselskab a/s, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Copenhague, (DK), 1a, 1b, 2, 3
- ◆ Clariden Asset Management (UK) Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ◆ Cordius Asset Management, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Bruxelles, (BE), 1a, 3
- ◆ DLJ International Securities, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 4
- ◆ Fidelity Investments International Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Tonbridge, (GB), 1a, 3
- ◆ Fimagen Belgium, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Bruxelles, (BE), 1a, 3
- ◆ Frost Capital Europe Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a
- ◆ Global Asset Management Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 3
- ◆ GMO Woolley Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 3
- ◆ Hit Broking PLC, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b
- ◆ J. Leleux & Cie SA, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Soignies, (BE), 1a, 1b, 2, 3, 4
- ◆ Kas Clearing London Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2
- ◆ Melice et Cie, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Bruxelles, (BE), 1a, 1b, 4
- ◆ Pictet Investment Company Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 3, 4
- ◆ Raiffeisen International Fund Advisory GMBH, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Vienne, (AT), 1a, 1b, 2, 4
- ◆ Reyers Beauvois de Villenfagne SA, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Bruxelles, (BE), 1a, 1b, 2, 3
- ◆ RFSC International Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 4
- ◆ Schroder Asseily & Co Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b
- ◆ Schroder Investment Management International Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 3, 4

¹ Services visés à la section A de l'annexe à la directive 93/22 concernant les services d'investissement
1a: Réception et transmission, pour le compte d'investisseurs, d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments visés à la section B

1b: Exécution de ces ordres pour le compte de tiers

2 : Négociation pour compte propre de tout instrument visé à la section B

3 : Gestion, sur une base discrétionnaire et individualisée, de portefeuilles d'investissement dans le cadre d'un mandat donné par les investisseurs lorsque ces portefeuilles comportent un ou plusieurs des instruments visés à la section B

4 : Prise ferme en ce qui concerne les émissions de tout ou partie des instruments visés à la section B et/ou placement de ces émissions

- ♦ Smeets Securities SA, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Anvers, (BE), 1a, 1b, 2, 4
- ♦ Truro Stockbrokers, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Truro, (GB), 1a, 1b, 3, 4

Supprimer

- ♦ Alexander Mark Securities Limited, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b
- ♦ BBV Latinvest Investment Management LTD, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 3
- ♦ HSBC Greenwell, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1b
- ♦ Okasan International (Europe) LTD, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b
- ♦ Tradition Bond Brokers LTD, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1b, 2

Modifier

- ♦ General RE Financial Securities LTD, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2, 4

au lieu de

General RE Financial Securities LTD, entreprise d'investissement de l'EEE-LPS, Londres, (GB), 1a, 1b, 2

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

du 1^{er} au 31 octobre 1998

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 4 % avril 2009 en francs et 4 % avril 2009 en écus
(Communiqué de la Banque de France)

– en date du 29 septembre 1998¹

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

- en date du 1^{er} octobre 1998¹
- en date du 8 octobre 1998¹
- en date du 15 octobre 1998¹
- en date du 22 octobre 1998¹

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

- en date du 13 octobre 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 MISE EN PLACE DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Audition de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France,
devant la Délégation de l'Assemblée nationale pour l'Union européenne
à Paris, le 29 octobre 1998

Jean-Claude Trichet a exposé les principaux éléments de la mise en place de la Banque centrale européenne (BCE). Le partage des rôles entre la BCE et les banques centrales nationales (BCN) repose, conformément au traité de Maastricht, sur une large décentralisation ou déconcentration. Le Système européen de banques centrales (SEBC) est composé de la Banque centrale européenne et des banques centrales nationales : la première dispose d'environ 500 personnes, effectif à rapprocher de celui de la Banque de France ou de la Banque fédérale d'Allemagne qui en ont plus de 15 000 chacune. La BCE est dirigée collégialement par un directoire, composé de six membres, et par un Conseil des gouverneurs, composé des membres du directoire et des gouverneurs des banques centrales des États participant à l'euro, qui sont actuellement au nombre de onze, chaque membre du Conseil des gouverneurs disposant, comme le président, d'une voix. Le Conseil de la BCE, à la tête de l'édifice, prend les décisions et adopte les concepts centraux que les BCN contribuent à préparer et exécutent.

Pour la Banque de France, qui a entrepris une stratégie de modernisation de l'ensemble de ses méthodes, le changement spécifique dû à l'euro est moins important qu'il n'y paraît : elle continuera à préparer les décisions — en prenant en compte les données de l'économie française et européenne — et à les exécuter, la différence principale étant que les décisions seront prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE et non plus par le Conseil de la politique monétaire. La gestion des 50 milliards d'euros de réserves de change mises en commun continuera à être réalisée par les BCN, pour le compte de la BCE, la composante en or de ces réserves restant d'ailleurs dans les coffres des banques centrales nationales. La concentration nécessaire du pouvoir de décision s'accompagne donc d'une grande déconcentration de l'exécution.

La BCE s'insérera dans les institutions européennes selon un modèle très proche de celui des relations entre la Banque de France et les institutions politiques françaises : la loi du 12 mai 1998 relative au statut de la Banque de France dispose que le Premier ministre et le ministre chargé de l'Économie peuvent participer sans voix délibérative aux séances du Conseil de la politique monétaire, dont les réunions ont lieu deux fois par mois, et qu'ils peuvent soumettre à sa délibération toute proposition de décision ; le gouverneur de la Banque de France, qui adresse au président de la République et au Parlement, au moins une fois par an, un *Rapport* sur les opérations de la Banque de France, la politique monétaire et ses perspectives, est entendu à leur demande par les Commissions des finances des deux Assemblées et peut demander à être entendu par elles. En pratique, depuis que la loi du 4 août 1993 a instauré l'indépendance de la Banque de France, son gouverneur se rend en moyenne quatre fois par an devant la Commission des finances de l'Assemblée, comme devant celle du Sénat. Ces réunions

n'ont pas un grand retentissement médiatique uniquement parce qu'elles ne sont ni publiques ni télévisées, contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, avec les auditions du président de la Banque de réserve fédérale.

Ce dispositif est comparable à celui du SEBC : l'article 109B du Traité sur l'Union européenne stipule que le président du Conseil de l'Union européenne et un membre de la Commission européenne peuvent participer, sans voix délibérative, aux réunions du Conseil des gouverneurs, auquel le président du Conseil de l'Union européenne peut soumettre une motion ; la BCE adresse tous les ans un rapport sur les activités du SEBC et sur la politique monétaire au Parlement européen, au Conseil de l'Union européenne et à la Commission, ainsi qu'au Conseil européen ; le président de la BCE et les autres membres du directoire peuvent, à la demande du Parlement européen ou de leur propre initiative, être entendus par les commissions compétentes du Parlement européen ; enfin, l'indépendance des banques centrales est assurée dans les mêmes conditions par la loi française et par le Traité sur l'Union européenne. Ce dispositif nous est donc familier, ce qui n'est pas le cas partout ; ainsi, en Allemagne, la loi n'organise pas les rapports entre la *Bundesbank* et le *Bundestag*.

Quel pourrait être, dans ces conditions, le contrôle des parlements nationaux sur la Banque centrale européenne ? De même que l'interlocuteur de la BCE est le Parlement européen, l'interlocuteur permanent du SEBC auprès du parlement national est le gouverneur de la banque centrale nationale, qui n'est pas le représentant des intérêts nationaux mais un expert reconnu, un représentant de la fédération monétaire européenne, au même titre que les autres membres du directoire de la BCE. Il va de soi que le président de la BCE ne peut avoir avec les parlements nationaux les mêmes relations qu'avec le Parlement européen.

S'agissant des États membres qui ne participent pas à l'euro, le gouverneur de leur banque centrale siège au Conseil général de la BCE, qui est une sorte de conseil de surveillance, composé du président et du vice-président de la BCE et des gouverneurs des BCN. Les relations de change au sein de l'Union européenne sont ordonnées en trois niveaux : la zone euro, le nouveau mécanisme de change européen — avec la Grèce et le Danemark — et les deux pays dont les monnaies flottent et qui n'ont pas manifesté leur volonté d'entrer sans ce nouveau mécanisme de change, à savoir le Royaume-Uni et la Suède.

La BCE a, lors de la réunion de son Conseil des gouverneurs du 13 octobre dernier, adopté une stratégie de politique monétaire générale, dont le concept est très proche de celui de la France. La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix inférieure à 2 %. Afin de maintenir la stabilité des prix, la stratégie monétaire reposera sur deux éléments-clés : l'annonce d'une valeur de référence pour la croissance d'un agrégat monétaire large inspiré de l'agrégat M3, un suivi des perspectives d'évolution des prix fondé sur une large gamme d'indicateurs économiques et financiers.

Par rapport aux autres devises, l'euro devrait avoir, dans un premier temps, un comportement semblable aux meilleures monnaies européennes, comme le franc ou le deutschemark. On note d'ailleurs que la zone euro a réussi, sans perturbation des marchés, à incorporer, à côté de monnaies très solides et crédibles, la lire, la peseta, l'escudo et la livre irlandaise, et à maintenir des taux d'intérêt bas, favorables à la croissance économique. En contrepartie du respect des critères de Maastricht, les monnaies des États participant à la zone euro inspirent confiance et peuvent donc s'accommoder de taux d'intérêt très faibles. En matière de taux de change, deux écoles s'affrontent : d'une part un système organisé, comme celui de Bretton Woods ou comme le Système monétaire européen, avec une certaine contrainte sur les changes, et dont l'instauration au niveau mondial est improbable ; de l'autre, des changes flottants. Nous sommes depuis 1971 dans un système de changes flottants, tempéré heureusement par la coopération internationale au sein du G 7. Depuis 1985, nous sommes sortis de la période d'« insouciance » (*benign neglect*), qui consistait à affirmer que les autorités n'avaient rien à dire, quels que soient les fluctuations et les possibles déséquilibres sur les changes.

Depuis lors, les réunions de ministres et de gouverneurs du G 7 visent à renforcer la coopération entre les grands pays industrialisés en s'efforçant de modérer la volatilité potentielle des marchés de change.

Le niveau actuel du dollar correspond probablement aux données économiques fondamentales, et l'opportunité d'un dollar solide dans l'intérêt des États-Unis eux-mêmes et de la stabilité des relations internationales paraît incontestable. De son côté, la récente appréciation du yen a permis de restaurer la compétitivité européenne. Au cours des dernières semaines, on peut résumer la situation en disant que les monnaies européennes sont restées stables, le dollar a baissé de 10 % et le yen a monté de 10 %. On peut, certes, imaginer qu'un système de change plus ordonné soit mis en place ; mais si l'on n'arrive pas à maîtriser un système de changes fixes, la perte de crédibilité qui en résulterait aurait des conséquences graves.

Après l'exposé de Jean-Claude Trichet, plusieurs membres de la délégation sont intervenus.

Pierre Lellouche a souhaité savoir ce que la Banque centrale européenne va décider après les déclarations convergentes de l'Allemagne et de la France, au sommet informel de Pötschach, en faveur d'une autre politique économique.

Gérard Fuchs a souligné, dans le même esprit, que si la création de l'euro avait obligé la France à des sacrifices en termes de croissance et d'emploi, la principale question que l'on se pose aujourd'hui est de savoir comment l'on va utiliser cette monnaie unique : l'objectif de stabilité des prix étant atteint, la Banque centrale européenne peut poursuivre d'autres objectifs, conformément aux dispositions de l'article 105 du Traité sur l'Union européenne. Ainsi, la question centrale est de savoir comment la Banque centrale va désormais définir sa politique monétaire. Jusqu'à présent, la Banque centrale européenne s'est surtout préoccupée de l'inflation et peu des taux de change. Il est compréhensible que dans les mois qui nous séparent de la création de l'euro, au 1^{er} janvier 1999, la Banque centrale se soucie essentiellement du taux d'inflation, et moins de la croissance et du change. Mais, après cette échéance, ne serait-il pas souhaitable qu'elle intègre, dans ses éléments de définition de la politique monétaire et de détermination des taux d'intérêt, la relation euro-dollar ? De ce point de vue, le seuil de 6 francs paraît plus réaliste et plus raisonnable que celui de 5,5 francs.

Maurice Ligot a souhaité savoir si, en ces temps de tensions boursières et monétaires, il existait véritablement une stabilité monétaire pour les monnaies de la zone euro. Déplorant que la baisse du dollar comporte des incidences néfastes pour l'économie française, il s'est demandé s'il ne faudrait pas que l'euro, tout comme le dollar, fluctue dans un sens favorable à la croissance.

Jacques Myard a vu dans les propos du gouverneur de la Banque de France la confirmation de ses critiques du Système monétaire européen, dans lequel la Banque de France n'est plus qu'un simple exécutant des décisions prises à Francfort par la Banque centrale européenne et n'a plus à rendre de comptes aux autorités nationales. Pour lui, il était clair que jamais le président de la BCE ne viendrait s'expliquer devant le Parlement français, simple chambre d'enregistrement.

Par ailleurs, si l'on observe une différence de taux d'intérêt entre la France, où ils sont bas, et le Royaume-Uni, où ils sont élevés, cette situation résulte de la surchauffe économique britannique, préférable, du point de vue de l'emploi, à la stagnation française.

Tandis que la décote enregistrée par le franc belge et la lire italienne confirme, à ses yeux, l'existence de tensions sur les marchés de change, la baisse des taux d'intérêt décidée par la Banque centrale italienne, qui tend à relancer l'économie, reflète le problème de croissance auquel elle est confrontée. Dans un contexte marqué par de telles divergences, quelle politique monétaire pourra être conduite ? Plus que jamais, la zone euro est une sorte de *Frankenstein*, monstre issu de l'assemblage d'éléments qui ne sont pas faits pour aller ensemble !

S'étant félicité de ce que la volonté politique de certains États membres — dont la France — ait permis à l'Espagne et à l'Italie d'intégrer la zone euro, *Alain Barrau* s'est enquis du rôle qui pouvait être conféré à l'autorité politique dans l'orientation de la politique économique européenne. Se référant à la résolution adoptée par l'Assemblée nationale le 22 avril dernier, et sans contester le contrôle exercé par le Parlement européen, il a jugé souhaitable que les parlements nationaux puissent exercer un contrôle de la Banque centrale européenne, complémentaire de celui du Parlement européen. Il s'est demandé si le président de la BCE ne pourrait être invité par la Commission des finances et la délégation de l'Assemblée nationale à venir exposer devant elles, une fois par an, la politique monétaire européenne. Se prononçant en faveur d'un accroissement du rôle du Conseil de l'euro, dont l'existence apporte un démenti au scepticisme qui a parfois entouré sa création à la fin de l'an dernier, il a interrogé le gouverneur sur les conditions dans lesquelles les relations pouvaient s'établir entre cet organe et la Banque centrale européenne.

Pierre Brana a souhaité obtenir des précisions sur les perspectives d'établissement par la Banque centrale européenne d'un règlement sur les réserves obligatoires.

Jean-Claude Trichet a apporté les éléments de réponse suivants :

— il y a lieu, malgré les critiques, de faire l'apologie de la politique monétaire de la France : grâce à l'indépendance de sa Banque centrale — décidée voici cinq ans —, la France pratique aujourd'hui les taux d'intérêt de marché les plus bas d'Europe et au troisième rang des moins élevés du monde. Ces performances — que peu avaient cru possibles au départ — ont été obtenues grâce à la confiance des épargnants et des investisseurs dans le franc, qui a atteint le meilleur niveau en Europe. Cette politique s'est traduite par une croissance significative — même si elle reste insuffisante — de 2,1 % par an en moyenne de 1987 à 1998, contre 2,0 % au Royaume-Uni et 1,7 % en Italie. Il faut donc consolider et renforcer cette confiance comme un bien précieux, au lieu de faire de la politique monétaire un bouc émissaire de nos difficultés économiques ;

— il convient de nuancer les effets négatifs de la baisse du dollar sur la croissance. Tout d'abord, il est naturel qu'on entende surtout ceux qui y perdent. Or, cette baisse s'est aussi traduite par une diminution du prix des importations de matières premières libellées en dollars et de celui de l'essence à la pompe, qui a chuté de 6 % au cours des douze derniers mois. En deuxième lieu, la dépréciation de 10,0 % du dollar en deux ans n'entraîne probablement pas, comme on a pu le lire dans la presse, une réduction de 0,5 % du taux de croissance, mais de 0,3 % environ. Enfin, le redressement parallèle du yen et la stabilisation des monnaies asiatiques font probablement gagner 0,1 % de croissance. Il ne faut donc pas exagérer les effets négatifs de la correction récente des marchés de change. Il reste que la stabilité de l'économie internationale recommande un dollar solide dans l'intérêt de tous ;

— on ne saurait asservir la politique monétaire à un objectif présenté en termes de taux de change fixe entre l'euro et le dollar, car cela reviendrait à entrer dans la zone dollar, ce qui serait paradoxal au moment où on crée l'euro et cela entraînerait une remontée immédiate de nos taux d'intérêt de marché, qui sont aujourd'hui inférieurs à ceux des États-Unis. On ne peut, par ailleurs, ignorer les fluctuations du dollar, qui ont en effet une incidence sur les perspectives de croissance et d'inflation, de même que l'on doit tenir compte du phénomène de gonflement des plus-values boursières, ou de « bulle financière », qui comportent des risques de déstabilisation économique, comme on a pu le voir récemment ;

— les taux administrés par l'exécutif jouent un rôle économique important : taux du livret A, du livret d'épargne populaire, du livret jeune, du plan d'épargne-logement ou du plan d'épargne populaire. Au total, une baisse de ces taux, qui sont nettement plus élevés que ceux de la Banque de France et du marché, mais à laquelle s'opposent les épargnants, aurait un impact très positif pour l'économie et est donc hautement souhaitable. Sur ce point, *Jacques Myard* a toutefois tenu à préciser que les taux directeurs de la Banque de France ont une incidence directe sur les deux tiers des encours de crédit aux entreprises ;

– l'objectif de la Banque de France au cours des deux prochains mois est d'abord de maintenir la cohésion de la zone euro — qui n'a pas connu pour l'instant de tensions sur le marché de change en raison d'une gestion prudente des taux d'intérêts — et ensuite de rapprocher les taux d'intérêt européens des niveaux français et allemand, qui sont les taux de référence. C'est à ce titre que les taux d'intérêt moyens en Europe sont en train d'enregistrer une baisse de 0,5 % ;

– l'Espagne et l'Italie sont entrées dans la zone euro non seulement en raison d'une volonté politique forte exprimée par certains pays, comme la France, mais surtout parce que les Italiens et les Espagnols ont affirmé leur propre volonté de participer à l'euro, ont consenti les efforts nécessaires et ont satisfait aux critères de Maastricht de manière incontestable ;

– les gouverneurs des banques centrales nationales disposent chacun d'une voix délibérative au sein du Conseil de la BCE et mettent en œuvre les décisions ; le bon équilibre du système suppose qu'il soit décentralisé et que les gouverneurs des banques centrales nationales, qui incarnent le système de la monnaie unique européenne chacun dans leur pays, y exposent la politique du Système européen de banques centrales. Conformément au Traité, il y a, face aux institutions européennes, le Parlement européen, le Conseil et la Commission, une Banque centrale européenne et, face aux gouvernements et parlements nationaux, les banques centrales nationales ;

– le Conseil de l'euro est un élément très important, à condition de ne pas le présenter comme un organe susceptible de mettre sous le boisseau la BCE, qui sera aussi indépendante que l'est en France la Banque centrale nationale par rapport au pouvoir politique. Toute accréditation de l'idée selon laquelle les banques centrales seraient en voie de perdre leur indépendance affecterait la confiance des épargnants européens et mondiaux et, par conséquent, ferait monter les taux d'intérêt ;

– les caractéristiques principales du système des réserves obligatoires, tel qu'il doit être utilisé par le Système européen de banques centrales, ont été établies. La liste des établissements de crédit assujettis à la constitution de réserves obligatoires a été publiée. Des précisions concernant 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 seront prochainement fournies par un règlement de la BCE.

Le président Henri Nallet a remercié le gouverneur de la Banque de France pour la précision et la franchise de ses propos et l'a invité à revenir devant la délégation en janvier lorsque la monnaie unique européenne sera entrée dans une nouvelle phase.

DÉCLARATION DES MINISTRES ET GOUVERNEURS DU G 7

Communiqué de presse publié par la Banque de France,
en date du 30 octobre 1998

1. Les problèmes financiers qui ont commencé l'année dernière en Asie ont montré des faiblesses chez les pays émergents à économie de marché et dans le système financier international.

2. Lors de notre réunion à Washington le 3 octobre, nous, ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du G 7, nous sommes mis d'accord sur une intensification de la coopération pour faire face aux défis de la situation présente, ainsi que sur la nécessité de travailler sur une large gamme de réformes afin de renforcer le système financier international. Aujourd'hui, nos dirigeants ont annoncé un accord sur un certain nombre de mesures à cet effet, qui devront être mises en œuvre aussi rapidement que possible.

Faire face aux défis de la situation actuelle

3. Nous nous félicitons des développements intervenus depuis notre réunion du 3 octobre. Ainsi que nous l'avons déclaré à la fin de cette réunion, nous réaffirmons notre engagement pour créer ou maintenir les conditions d'une forte croissance tirée par la demande interne aussi bien que de la stabilité financière dans chacune de nos économies. Les autorités resteront vigilantes compte tenu du changement intervenu dans la balance des risques, au niveau mondial. Des progrès importants ont également été enregistrés dans plusieurs autres domaines :

- nous nous félicitons des décisions positives qui ont été prises pour mettre en œuvre l'augmentation des quotes-parts du FMI et des nouveaux Accords d'emprunt. Nous souhaitons qu'elles soient concrétisées le plus rapidement possible. Ces mesures devraient, dans l'ensemble, procurer au FMI des ressources additionnelles de 90 milliards de dollars, qui devraient être utilisées pour conforter la stabilité du système financier international ;
- en accord avec nos partenaires, nous nous engageons, en outre, à compléter les ressources du Fonds lorsque ce sera nécessaire, à travers l'activation des Nouveaux accords d'emprunt et des Accords généraux d'emprunt ;
- en Europe, il sera nécessaire d'aller plus avant en matière de réformes structurelles et, en Europe continentale, d'achever la préparation à l'euro, et de réduire le chômage afin de conforter les conditions d'une demande interne soutenue ;
- au Japon, les dispositions législatives ont été désormais adoptées, ce qui constitue un pas important dans le processus de renforcement du système financier. Les autorités japonaises ont clairement exprimé leur intention de considérer comme urgent d'agir rapidement et efficacement pour faire aboutir ce processus, y compris la recapitalisation des banques, dans des conditions appropriées. Cette action, conjuguée à une relance durable de la demande interne, est une condition-clé pour le retour à la confiance des marchés et la croissance, non seulement au Japon mais également dans toute l'Asie ;
- aux États-Unis, il est important de continuer à maintenir des politiques saines favorisant une croissance solide et une inflation faible ;

- les engagements du gouvernement brésilien, que nous nous emploierons à appuyer avec la communauté internationale ;
- les progrès réalisés dans plusieurs pays d'Asie en vue d'établir les bases d'un rétablissement ;
- en réponse aux circonstances actuelles exceptionnelles des marchés internationaux de capitaux, nous estimons que des dispositions renforcées sont nécessaires pour faire face à la contagion :
 - l'élément central serait l'établissement d'une facilité renforcée du FMI qui procurerait une ligne de crédit de précaution pour les pays poursuivant des politiques de rigueur approuvées par le FMI. Cette facilité pourrait être utilisée en cas de besoin et devrait être assortie de taux d'intérêt adaptés ainsi que d'échéances plus courtes,
 - cette facilité serait accompagnée d'une participation appropriée du secteur privé,
 - dans certaines circonstances, la facilité pourrait être complétée, au cas par cas, de financements de précaution bilatéraux qui seraient mobilisés parallèlement à la facilité du FMI. Il resterait de la responsabilité de chacun des gouvernements des pays du G 7 et des autres gouvernements concernés de décider, dans chaque cas, d'accorder de tels financements bilatéraux ;
- nous nous félicitons de la nouvelle facilité d'urgence de la Banque mondiale destinée à fournir des financements additionnels, à des conditions spéciales, aux communautés les plus vulnérables et pour la restructuration du secteur financier. Nous nous félicitons des avancées de la Banque mondiale pour concrétiser cette facilité. Nous soutenons également l'utilisation plus intense de garanties de prêts destinées à encourager une plus grande participation du secteur privé au financement des marchés émergents.

Réformes du système financier international

4. À la suite des discussions approfondies ayant associé des responsables d'autres économies industrialisées et d'économies de marchés émergents, nous, ministres des Finances et gouverneurs des pays du G 7, sommes maintenant d'accord sur les réformes spécifiques suivantes destinées à renforcer le système financier international. Nous sommes d'accord pour les faire avancer par nos propres actions et dans les enceintes, ainsi que dans les institutions financières internationales appropriées. Ces réformes sont conçues pour accroître la transparence et l'ouverture du système financier international, identifier et diffuser des principes et normes internationaux, et des codes de bonnes pratiques, renforcer les incitations à se conformer à ces normes internationales, et renforcer l'aide publique pour aider les pays en développement à renforcer leur infrastructure économique et financière. Ces réformes comprennent également des politiques et des procédures pour assurer la stabilité et améliorer la surveillance du système financier international. En définitive, elles visent à réformer les institutions financières internationales, tel le FMI, tout en approfondissant la coopération entre pays industrialisés et pays en développement.

La prévention des crises

Transparence et procédures d'élaboration des politiques

5. Nous sommes d'accord sur la nécessité d'une plus grande transparence et ouverture dans les opérations financières de chaque pays, des institutions financières et des sociétés, et des institutions financières internationales. Pour cela, la pierre angulaire est constituée par des principes, des normes et des codes de bonnes pratiques, renforcés et plus exhaustifs, acceptés au plan international, aussi bien que par l'extension de la surveillance internationale de leur mise en œuvre.

6. Nous sommes d'accord pour que le secteur public fasse preuve de plus de transparence dans le processus d'élaboration de la politique économique et pour la publication des statistiques économiques et des indicateurs-clés. Nous nous sommes donc engagés à :

- nous conformer au Code de bonnes pratiques du FMI sur la transparence budgétaire ;
- nous conformer à un Code de conduite de la politique monétaire et financière lorsqu'il aura fait l'objet d'un accord international. Nous demandons instamment au FMI de mener à bien les travaux sur ce Code pour les réunions du printemps 1999 ;
- diffuser régulièrement et rapidement des informations sur la position en devises nette agrégée de nos secteurs publics et coopérer pour améliorer la collecte et la diffusion d'informations similaires concernant les entreprises financières et non financières ;
- soutenir les efforts en cours au sein du FMI pour parvenir, d'ici à la fin de 1998, à des décisions sur les étapes de renforcement de la Norme spéciale de diffusion des données, y compris la fourniture d'informations plus étendues sur les réserves de change et l'amélioration des statistiques sur la dette extérieure et la position d'investissement international de chaque pays.

7. Des normes similaires de transparence sont requises pour le secteur privé. Nous demandons :

- à l'OCDE, d'achever rapidement ses travaux sur un Code de principes de bonne gouvernance d'entreprise, en consultation avec la Banque mondiale et d'autres organismes de réglementation d'ici la réunion ministérielle de mai 1999 ;
- à l'IASC, de mettre au point pour début 1999 la proposition d'une gamme complète de normes comptables acceptées internationalement. L'IOSCO, l'IAIS et le Comité de Bâle devraient rapidement examiner ces normes ;
- aux comités *ad hoc* basés à la BRI, en relation avec les pays émergents à économie de marché, les autorités nationales et d'autres organismes privés et publics concernés, d'examiner la question des normes appropriées de transparence et de publication pour les institutions financières privées impliquées dans les mouvements de capitaux internationaux, telles que les banques d'investissement, les fonds spéculatifs (*hedge funds*) et les autres investisseurs institutionnels.

8. Nous nous engageons à nous efforcer de faire en sorte que les institutions privées de nos pays se conforment à ces principes, normes et codes de bonnes pratiques.

9. Nous demandons :

- à tous les pays participant aux marchés de capitaux internationaux de s'engager à se conformer à ces codes et normes agréés internationalement ;
- au FMI de surveiller, en coopération étroite avec les organismes fixant les normes, la mise en œuvre de ces codes et normes comme partie intégrante de sa mission de surveillance régulière dans le cadre de l'article IV ;
- au FMI de publier systématiquement et rapidement, sous la forme d'un *Rapport sur la transparence*, les résultats de sa surveillance de la progression dans l'adoption par les pays membres des codes et normes de transparence et de publication reconnus internationalement ;
- au FMI, à la Banque mondiale, à l'OCDE et aux organismes de réglementation et de supervision, de travailler en étroite collaboration pour fournir des conseils et, si nécessaire, une assistance aux pays afin de se conformer aux codes et normes agréés internationalement.

Stabilité du système financier international

10. Nous sommes d'accord sur le besoin de meilleures procédures pour surveiller et promouvoir la stabilité du système financier international et, en ce qui concerne les institutions financières internationales, sur la nécessité de travailler en étroite collaboration avec les organismes internationaux de supervision et de réglementation, afin de mettre en œuvre une surveillance des secteurs financiers nationaux et de leurs régimes de réglementation et de supervision en disposant de toutes les informations nécessaires à cet effet.

11. Nous sommes donc d'accord pour :

- soutenir la mise en œuvre d'un processus visant à renforcer la surveillance du secteur financier en utilisant l'expertise nationale et internationale en matière de réglementation et de supervision, y compris la surveillance par les pairs, et la surveillance régulière par le FMI des pays membres dans le cadre de l'article IV ;

- réunir à cette fin les institutions internationales clés et les autorités nationales concernées par la stabilité du secteur financier, afin qu'elles améliorent leur coopération et la coordination de leurs activités dans la mise en œuvre et le développement de politiques destinées à renforcer la stabilité et à réduire le risque systémique dans le système financier international, et qu'elles échangent plus systématiquement des informations sur les risques financiers internationaux.

Lors de notre réunion du 3 octobre, nous avons demandé au Dr. Tietmeyer de consulter les organismes internationaux compétents pour ces réformes et nous attendons ses conclusions.

12. Nous demandons aux pays qui sont impliqués dans les marchés de capitaux internationaux d'apporter leur soutien à la mise en place et au fonctionnement de ce processus.

13. Nous nous engageons à renforcer dans nos propres pays l'accent mis sur la réglementation des systèmes de gestion des risques et des normes prudentielles dans les institutions financières, en particulier, en examinant les implications des opérations avec effet de levier des entités financières internationales, y compris les fonds spéculatifs (*hedge funds*) et les institutions *off shore*. Il conviendrait de rechercher des moyens appropriés pour inciter les centres *off shore* à se conformer aux normes internationalement agréées. Nous appelons les autres pays impliqués dans les marchés internationaux de capitaux à adopter des mesures similaires.

14. Par ailleurs, dans le cadre du processus de développement de moyens plus efficaces pour faire face aux crises, nous demandons :

- au secteur privé, de promouvoir des « clauses d'action collective » en vue de procédures de sortie de crise plus ordonnées et nous examinerons l'usage de telles clauses pour nos propres émissions obligataires souveraines et quasi souveraines ;

- à la Banque mondiale, en coopération avec le FMI et d'autres banques de développement, d'œuvrer avec les États membres pour la mise en place de législations efficaces sur la faillite ;

- au FMI de donner suite, dans des conditions définies avec soin et au cas par cas, à sa politique récemment réaffirmée de prêt aux pays en arriérés de paiement. Nous donnerons instruction à nos administrateurs de surveiller attentivement la mise en œuvre de cette politique dans les circonstances présentes ;

- au secteur privé, de se fonder sur son expérience pour développer avec certains pays émergents à économie de marché des mécanismes de financements de précaution, qui pourraient comporter une plus grande flexibilité des remboursements ou l'assurance de nouveaux financements dans l'éventualité de développements défavorables des marchés. Le secteur privé doit également être associé de manière appropriée dans la gestion et la résolution des crises.

15. Nous reconnaissons que l'ouverture des marchés de capitaux dans les économies émergentes doit être conduite de manière prudente et ordonnée pour que les pays concernés tirent bénéfice d'une intégration plus étroite dans l'économie mondiale. En particulier, les secteurs financiers et les régimes de réglementation et de supervision doivent être solides et en mesure de faire face au risque. Les institutions financières internationales devraient jouer un rôle constructif dans le processus d'ouverture ordonnée du compte de capital.

16. Nous sommes d'accord que plus d'attention doit être portée, dans les périodes de crise, aux incidences des ajustements économiques sur les groupes sociaux les plus vulnérables. Par conséquent, nous demandons à la Banque mondiale d'élaborer, en urgence et en concertation avec d'autres institutions concernées, des principes généraux de bonnes pratiques en matière de politique sociale. L'élaboration de programmes d'ajustement pour faire face aux crises devrait en tenir compte.

Réformes du FMI

17. Comme nos administrateurs au FMI l'ont déjà esquissé, nous sommes d'accord pour soutenir une large gamme de réformes afin d'améliorer l'efficacité du FMI, réformes incluant la transparence et la responsabilité du FMI, des modifications dans les politiques de prêts, les caractéristiques des prêts et une conditionnalité plus adaptée.

18. En particulier, nous demandons :

- à toutes les institutions financières internationales d'adopter comme principe une présomption favorable à la publication de l'information sauf lorsque cela peut nuire à la confidentialité ;
- au FMI de développer un mécanisme formel d'évaluation systématique de l'efficacité de ses opérations, de ses programmes, de ses politiques et de ses procédures d'évaluation faisant appel à des compétences extérieures.

Prochaines étapes

19. Nous sommes d'accord pour entreprendre immédiatement les actions pour lesquelles nous avons pris des engagements. Ces mesures renforceront les fondamentaux du système financier international et aideront les pays affectés par les crises à trouver une issue à leurs difficultés actuelles.

20. En outre, il est nécessaire d'accentuer nos efforts pour consolider le système financier international. Notre objectif est de créer un système financier international pour le XXI^e siècle qui tire l'entier bénéfice de la globalisation des marchés et des flux financiers, minimise les risques de perturbation et protège davantage les plus vulnérables tout en promouvant la stabilité monétaire internationale, élément d'un système financier international stable. Nous lancerons d'autres travaux dans plusieurs autres domaines importants en vue d'identifier des mesures concrètes supplémentaires susceptibles de renforcer l'architecture financière internationale. Celles-ci comprennent :

- outre les mesures déjà décrites, l'examen d'un renforcement de la supervision prudentielle dans les pays industrialisés, qui encourage une analyse saine et soigneusement pondérée des risques et avantages, y compris la prise en considération des normes appropriées de transparence et de diffusion pour tous les participants aux marchés financiers ;

– un renforcement de la supervision prudentielle et des systèmes financiers dans les pays émergents, en explorant le champ possible des mesures propres à accroître la capacité d'adaptation des systèmes financiers et à promouvoir l'adoption de normes internationales et de bonnes pratiques, par exemple en développant au maximum la discipline de marché et les autres moyens juridiques et réglementaires susceptibles de motiver les pays pour qu'ils adoptent et mettent en application les normes et pratiques internationales ;

– une prise en considération des éléments nécessaires au maintien de régimes de change durables dans les pays émergents, comprenant des politiques macroéconomiques cohérentes qui assurent la stabilité dans chacun des pays et pour l'ensemble du système ;

– un développement de nouveaux modes de réponse aux crises, en explorant les possibilités de nouvelles structures de financement par le secteur public, qui devraient mieux refléter la modernisation des marchés, et en examinant de nouvelles procédures pour la coordination des instances internationales et des autorités nationales compétentes et pour une plus grande participation du secteur privé à la limitation et à la résolution des crises, y compris par le recours à des innovations en matière de techniques financières ;

– une évaluation des propositions de renforcement du FMI, de manière à améliorer ses programmes et ses procédures en matière de prévention et de résolution des crises, ainsi que des propositions de renforcement du Comité intérimaire du FMI et du Comité de développement de la Banque mondiale ;

– une limitation du coût humain des crises financières et un encouragement à l'adoption de politiques qui protègent mieux les groupes sociaux les plus vulnérables.

21. La réforme du système financier international est dans l'intérêt de tous les pays, qui sont tous nécessairement impliqués dans le processus. Par conséquent, nous nous engageons à procéder à de larges consultations au sein de la communauté internationale, particulièrement auprès des pays émergents et des autres pays industrialisés, afin de parvenir à un large consensus en faveur de cette déclaration et d'encourager les autres pays à entreprendre des actions similaires. En conséquence :

– nous demanderons aux institutions et organisations internationales compétentes de promouvoir les propositions ci-dessus et de nous faire rapport aux réunions de printemps ;

– nous discuterons de ces problèmes dans d'autres enceintes internationales appropriées, y compris au Comité intérimaire.

22. Nous nous réunirons si nécessaire pour suivre les progrès comme nous l'avons envisagé à notre réunion de Washington. Nous ferons rapport aux chefs d'État des pays du G 7 avant leur réunion de Cologne :

– sur les conséquences de l'action immédiate entreprise pour restaurer la stabilité du système financier international ;

– sur les progrès dans la mise en œuvre des réformes en vue d'améliorer la transparence et de prévenir les crises, réformes sur lesquelles nous nous sommes mis d'accord et qui sont exposées ci-dessus ;

– sur nos propositions d'action relatives à des travaux supplémentaires, dans les domaines décrits précédemment.

RAPPORT ANNUEL DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE POUR 1997

Communiqué de presse du Conseil national du crédit et du titre,
en date du 7 octobre 1998

Le *Rapport* du Conseil national du crédit et du titre, consacré au financement de l'économie française en 1997, est rendu public.

Ce document replace d'abord l'économie de la France dans le contexte de « l'économie réelle » mondiale et européenne, et s'attache à caractériser les fondements de la crise financière internationale actuelle : les origines et les canaux de transmission des crises asiatiques, leur déroulement, leurs premières conséquences.

Le *Rapport* revient également sur les autres phénomènes internationaux marquants de l'année 1997 : les fortes hausses du dollar et des bourses de valeurs, qui ont précédé les récents importants réajustements à la baisse, ainsi que la poursuite de la construction européenne, étudiée dans ses aspects institutionnels, conjoncturels, structurels et surtout financiers, avec la convergence accrue des taux d'intérêt européens entre eux et le rapprochement des taux de change vers les cours pivots du mécanisme de change européen.

Le cœur du *Rapport* est consacré, comme chaque année, aux évolutions financières françaises : la balance des paiements ; le comportement des agents non financiers ; le financement de l'économie et l'intermédiation financière ; les instruments et les systèmes de paiement.

Son particulièrement mis en évidence :

– la poursuite de l'assainissement de la situation économique et financière de la France, qui a conduit au dégagement d'une capacité de financement de la nation d'un niveau jusqu'alors inégalé (256 milliards de francs en 1997, contre 114 milliards en 1996). Cela a traduit essentiellement la réduction du besoin de financement de l'État dans un contexte de maintien de capacités de financement élevées des ménages et des sociétés, et a permis, à partir du deuxième trimestre 1997, dans des conditions particulièrement favorables, la reprise de la demande des ménages puis de l'investissement des entreprises. L'internationalisation de l'économie française par l'intermédiaire des mouvements de capitaux apparaît nettement, avec le fort développement des investissements des résidents à l'étranger et des étrangers en France ;

– les effets conjugués de la baisse des taux d'intérêt et de l'amélioration de la situation des agents non financiers sur leurs comportements de placement et d'endettement, qui se sont orientés vers des stratégies conciliant la prudence et la recherche de l'indépendance financière : la remontée des taux d'épargne des ménages et du taux d'autofinancement des sociétés s'est accompagnée d'une augmentation des placements plus liquides, tandis que l'endettement à long terme n'a repris que tardivement, au fur et à mesure du raffermissement de la croissance :

- les ménages ont allégé leurs portefeuilles de titres et ont renforcé leurs placements en assurance-vie, qui ont drainé l'essentiel des flux nouveaux de placements (plus de 430 milliards de francs). Ils ont aussi augmenté leur épargne liquide déposée chez les intermédiaires financiers (dépôts et placements à vue ont progressé de plus de 130 milliards de francs),
- les sociétés se sont également désengagées du marché obligataire et de celui des OPCVM et ont fait preuve du même type de comportement, plutôt attentiste et prudent, que les ménages : elles ont poursuivi leur désendettement, renforçant ainsi leur autonomie financière, dégageant un taux d'autofinancement des investissements particulièrement élevé (118,7 %). Les investissements ont reculé au premier semestre et se sont redressés au second. En moyenne annuelle, ils ont donc stagné en 1997, malgré des capacités de financement substantielles, mais se sont orientés dans une tendance nettement haussière, qui ne s'est véritablement traduite qu'au premier semestre 1998. Les concours de trésorerie se sont accrus en 1997, en liaison avec la reprise de l'activité ;
- le maintien des habitudes de paiement par chèque, en dépit de la nette progression de la part des paiements de proximité par carte et la modernisation des systèmes de paiement dans le cadre d'un système intégré et sécurisé à l'échelle européenne, le rôle de la monnaie électronique s'affirmant parmi les nouveaux moyens de paiement. Les premières expériences de monnaie électronique sont retracées.

Le *Rapport du Conseil national du crédit et du titre pour 1997* comprend 481 pages et comporte, pour chacun de ses chapitres, des fiches thématiques détaillées permettant d'approfondir un point technique ou d'actualité, d'ouvrir sur des comparaisons internationales ou des perspectives d'évolution (analyse de l'effet des crises asiatiques sur le marché financier français, évolution des anticipations de taux en 1997 en Europe, indices boursiers européens, Cades, en sont quelques exemples parmi une trentaine). Il comprend également une chronologie détaillée.

Cet ouvrage peut être obtenu au prix de FRF 250 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

PUBLICATION D'UN *LIVRE BLANC* COMMUN SUR LE PASSAGE À L'AN 2000 DU SECTEUR FINANCIER

Communiqué de presse de la direction du Trésor, de la Commission de contrôle des assurances, de la Commission bancaire, de la Commission des opérations de bourse, en date du 20 octobre 1998

Conscientes de l'importance pour la place financière de Paris d'un passage dans les meilleures conditions à l'an 2000, l'ensemble des autorités de tutelle du secteur, la Commission bancaire, le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (direction du Trésor), la Commission de contrôle des assurances et la Commission des opérations de bourse, diffusent aujourd'hui un *Livre blanc* sur ce sujet¹. En effet, une évolution non maîtrisée par l'ensemble des acteurs pourrait être la cause de graves difficultés pour le secteur.

Parmi toutes les actions entreprises, de sensibilisation, de contrôle, réglementaires ou organisationnelles, visant à préparer le meilleur passage possible à l'an 2000, ce *Livre blanc* s'insère dans le plan de travail arrêté en commun par les autorités de place. Il a pour objet de diffuser largement à tous les établissements des recommandations, analyses et conseils précis, fruits de l'expérience déjà acquise par les acteurs les plus avancés dans la résolution de cette difficulté.

La Commission bancaire, la Commission des opérations de bourse, la direction du Trésor et la Commission de contrôle des assurances ont travaillé conjointement à la rédaction de ce *Livre blanc*, afin d'alerter les dirigeants et d'aider les techniciens et les auditeurs dans leurs actions d'adaptation. L'ouvrage a bénéficié de l'appui et des contributions des professionnels de la place, ainsi que d'organismes particulièrement impliqués dans cette question. M. Théry, responsable de la mission « Passage informatique à l'an 2000 » constituée par Dominique Strauss Kahn, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, et Christian Pierret, secrétaire d'État à l'Industrie, y a apporté son soutien et consacré une préface.

La première partie du *Livre blanc* rappelle le problème du passage à l'an 2000 et des risques qui y sont associés, et délivre le message des autorités de contrôle à cet égard. Chaque dirigeant d'entreprise du secteur financier est invité à veiller à la mise en œuvre rapide des recommandations formulées.

¹ Ce document de 160 pages est disponible (prix : FRF 100 TTC) :

– au service Relations avec le public de la Banque de France (48 rue Croix-des-Petits-Champs – 75001 Paris) ;
– au service de la Communication du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (139 rue de Bercy – 75012 Paris) ;
– à la Commission des opérations de bourse (17 place de la Bourse – 75002 Paris).
Une version résumée figurera sur les sites Internet des organismes cités.

La deuxième partie présente un guide d'audit, utilisable par le contrôle interne de chaque entreprise, qui rappelle la volonté des autorités de contrôle de voir cette fonction associée à la prévention des risques encourus. Cet outil doit permettre au contrôle interne de confirmer aux dirigeants, grâce à un constat objectif s'appuyant sur des éléments concrets, que les travaux d'adaptation avancent dans de bonnes conditions et que toute défaillance majeure pourra être évitée ou à tout le moins atténuée.

La troisième partie est constituée de fiches-conseils. Rédigées par des chefs de projet « an 2000 », celles-ci s'adressent plus spécialement aux techniciens auxquels est confiée la responsabilité de traiter le passage à l'an 2000 et qui bénéficieront ainsi des analyses et des conseils pratiques des meilleurs praticiens de la place.

Ce *Livre blanc* est destiné aux dirigeants et aux responsables du passage à l'an 2000 des établissements de la sphère financière, mais il peut assurément être utilisé avec profit par les autres agents économiques.

Cette mise en commun de connaissances s'inscrit dans une action plus vaste que poursuivent les groupes de place pour un meilleur passage à l'an 2000.

Ce document est disponible à la :

Banque de France
Direction de la Communication
Service de Presse
48 rue Croix des Petits Champs
75049 PARIS CEDEX 01

Tél. : 01 42 92 39 00 – Télécopie : 01 42 60 36 82

LISTE DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES ET DES ÉTABLISSEMENTS ASSUJETTIS AUX RÉSERVES OBLIGATOIRES

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,
en date du 16 octobre 1998

En complément de la publication de l'Institut monétaire européen (IME) intitulée « Obligations statistiques pour la phase III de l'Union monétaire (dispositif de mise en œuvre) » (juillet 1996) et de celle de la Banque centrale européenne (BCE) intitulée « La politique monétaire unique en phase III : documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC » (septembre 1998), la BCE publierà *mardi 20 octobre 1998 à 8 heures, heure BCE* (heure Europe centrale) sur le réseau Internet une liste répertoriant les institutions financières monétaires (IFM) à des fins statistiques ainsi que les établissements assujettis aux réserves obligatoires (<http://www.ecb.int>, item *MFIs and assets*). Pour le moment, ce service sera accessible à partir du site BCE et ce, les jours ouvrables, de 8 heures à 18 heures, heure BCE (heure Europe centrale).

La liste des IFM établie à des fins statistiques facilitera l'élaboration d'un bilan exhaustif et cohérent du secteur monétaire de la zone euro et servira d'autres objectifs importants, comme le Système européen de comptes (SEC 95, novembre 1996). Outre les banques centrales nationales et la BCE, la liste comprend tous les établissements de crédit (tels que définis par la loi communautaire), les OPCVM monétaires et les autres institutions correspondant à la définition des IFM.

La liste des établissements assujettis aux réserves obligatoires est établie sur la base de l'article 19.1 des statuts du SEBC, qui autorise la BCE à imposer la constitution de réserves obligatoires aux établissements de crédit installés dans la zone euro conformément aux objectifs de politique monétaire. Par voie de conséquence, les succursales implantées dans la zone euro d'entités n'y ayant pas leur siège social sont également soumises au système de réserves obligatoires du SEBC. Dès le début de la phase III, aucun établissement de crédit implanté dans la zone euro ne sera exempté du régime de réserves obligatoires du SEBC. Il convient de souligner que seuls les établissements assujettis au système des réserves obligatoires du SEBC sont admis à être contreparties aux opérations de politique monétaire du SEBC.

Les établissements de crédit sont autorisés à déduire de l'assiette servant au calcul des réserves les exigibilités vis-à-vis d'autres établissements assujettis au système de réserves obligatoires du SEBC. La publication de la liste des établissements assujettis au système des réserves obligatoires du SEBC permettra dès lors aux établissements de crédit de déterminer le montant des exigibilités vis-à-vis des autres établissements de crédit assujettis au système des réserves obligatoires du SEBC.

La liste diffusée sur Internet des IFM et des établissements assujettis au système des réserves obligatoires du SEBC sera mise à jour tous les mois. Les mises à jour seront tenues à la disposition du public le dernier jour ouvrable de chaque mois civil et pourront être prises en compte pour le calcul de l'assiette des réserves des établissements de crédit pour la période de constitution suivante. Des procédures de suivi et de vérification continue ont été mises en place afin de garantir l'actualité, la précision et la cohérence de la liste.

Les responsables des déclarations ou les établissements assujettis au système des réserves obligatoires du SEBC pourront obtenir sur demande auprès des banques centrales nationales une version papier de la liste.

Des informations complémentaires peuvent être demandées à l'adresse suivante :

Banque de France
Direction de la Communication
Service de Presse
48 rue Croix des Petits Champs
75049 PARIS CEDEX 01

Tél. : 01 42 92 39 00 – Télécopie : 01 42 60 36 82
Internet : <http://www.banque-france.fr>

(La reproduction est autorisée si la source est indiquée.)

LISTE DES ACTIFS ÉLIGIBLES

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,
en date du 23 octobre 1998

En complément de la publication de la Banque centrale européenne (BCE) intitulée « La politique monétaire unique en phase III : documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire du SEBC » (la « *Documentation générale* ») (septembre 1998), la BCE publiera, sur le réseau Internet, *lundi 26 octobre 1998 à 8 heures, heure BCE (heure Europe centrale)* une liste des actifs éligibles pouvant être utilisés en garantie des opérations de refinancement du SEBC (<http://www.ecb.int>, item *MFI's and assets*). Pour le moment, ce service sera accessible à partir du site BCE et ce, les jours ouvrables, de 8 heures à 18 heures, heure BCE (heure Europe centrale).

En vertu de l'article 18.1 des statuts du SEBC, tous les concours du SEBC doivent s'appuyer sur des garanties appropriées. Afin d'éviter au SEBC d'encourir des pertes sur ses opérations de politique monétaire ou au titre de la fourniture de crédits intrajournaliers dans le cadre du système *Target*, de garantir l'égalité de traitement des contreparties et d'accroître l'efficacité opérationnelle, les actifs mobilisables doivent remplir des critères précis pour être éligibles aux opérations de politique monétaire du SEBC. Ces critères d'éligibilité sont exposés au chapitre 6 de la *Documentation générale*. La liste des actifs éligibles présente les actifs mobilisables dont la BCE juge qu'ils satisfont à ces critères d'éligibilité.

L'harmonisation des critères d'éligibilité dans l'ensemble de la zone euro contribuerait incontestablement à assurer l'égalité de traitement et l'efficacité opérationnelle. Cependant, il convient également de prendre en compte les disparités de structures financières existant entre les États membres. Une distinction est donc opérée, essentiellement pour des raisons internes au SEBC, entre deux catégories d'actifs éligibles aux opérations de politique monétaire du SEBC. Ces deux catégories sont désignées sous les appellations respectives de « niveau 1 » et de « niveau 2 » :

- le niveau 1 est constitué de titres de créance à caractère négociable qui satisfont à des critères d'éligibilité uniformes définis par la BCE pour l'ensemble de la zone euro ;
- le niveau 2 correspond à des actifs complémentaires, négociables ou non négociables, qui revêtent une importance particulière pour les marchés de capitaux et les systèmes bancaires nationaux et qui répondent aux critères d'éligibilité établis par les banques centrales nationales dans le respect des critères d'éligibilité *minima* fixés par la BCE.

Les critères d'éligibilité spécifiques au niveau 2 fixés par chaque banque centrale nationale doivent être approuvés par la BCE.

Aucune distinction n'est faite entre les deux niveaux en ce qui concerne la qualité des actifs et leur éligibilité aux différents types d'opérations de politique monétaire du SEBC (si ce n'est que le SEBC n'utilise normalement pas les actifs de niveau 2 dans le cadre de ses opérations ferme). À l'heure actuelle, la liste des actifs éligibles comporte quelque 19 000 actifs de niveau 1 et environ 1 800 actifs négociables de niveau 2. L'encours total des actifs négociables s'élève à près de 5 000 milliards d'euros. Les actifs non négociables de niveau 2 ne sont pas recensés individuellement dans la liste. Toutefois, les caractéristiques principales de ces actifs sont fournies dans la base de données, à la rubrique : *Guide de l'utilisateur*.

Tous les actifs éligibles aux opérations de politique monétaire peuvent également être utilisés en garantie de crédits intrajournaliers dans le cadre du système *Target*. En outre, les participants à *Target* sont autorisés à utiliser en garantie de crédits intrajournaliers des garanties proposées par les banques centrales nationales de pays membres de l'Union européenne ne participant pas à l'Union monétaire ; les banques centrales nationales des pays membres de l'Union européenne participant à l'Union monétaire peuvent accepter ce type d'actifs aux fins de garantie de crédits intrajournaliers. Ces garanties doivent présenter le même niveau de qualité que les actifs éligibles localisés dans la zone euro. Ces actifs ne sont pas inclus dans la liste d'actifs éligibles publiée par la BCE.

La liste des actifs éligibles fera l'objet d'une mise à jour hebdomadaire sur Internet. Le public aura accès à ces mises à jour à partir de 8 heures, heure BCE (heure Europe centrale) chaque vendredi. En outre, la BCE se réserve le droit d'exclure, à tout moment, certains actifs des opérations de politique monétaire du SEBC. Des procédures de suivi et de contrôle en continu ont été mises en place, afin de faire en sorte que la liste soit en permanence à jour, exacte et cohérente.

Les banques centrales nationales peuvent diffuser par leurs propres moyens de communication la liste des actifs éligibles auprès du public. Des informations complémentaires peuvent être demandées à l'adresse suivante :

Banque de France
Direction de la Communication
Service de Presse
48 rue Croix des Petits Champs
75049 PARIS CEDEX 01

Tél. : 01 42 92 39 00 – Télécopie : 01 42 60 36 82
Internet : <http://www.banque-france.fr>

DÉCLARATION INTRODUCTIVE DU PRÉSIDENT DE LA BCE SUITE À LA RÉUNION DU CONSEIL DES GOUVERNEURS, LE 3 NOVEMBRE 1998

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,
publié le 3 novembre 1998

Mesdames et Messieurs, comme les mois précédents, le vice-président et moi-même sommes ici 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. En raison du nombre de thèmes traités par le Conseil des gouverneurs, cette réunion a duré toute la journée. La plupart des points figurant à l'ordre du jour étaient plutôt de nature technique ou avaient trait à la mise en œuvre sur le plan juridique de décisions déjà prises lors de précédentes réunions du Conseil des gouverneurs. M. Edlinger, qui préside le Conseil de l'Union européenne, et deux commissaires, MM. de Silguy et Monti, ont assisté à une partie de la réunion.

Je souhaiterais, dans un premier temps, aborder les échanges de vues approfondis qui ont eu lieu au sein du Conseil des gouverneurs sur les *évolutions économiques, monétaires et financières récentes*.

En étudiant, en premier lieu, l'environnement macroéconomique international, il nous a semblé que l'avalanche de mauvaises nouvelles s'était interrompue au cours des toutes dernières semaines. En outre, s'agissant des évolutions intervenues sur le marché, nous avons observé un raffermissement du dollar vis-à-vis des monnaies de la zone euro depuis son point bas atteint à la mi-octobre. Nous avons assisté à un redressement notable des marchés d'actions dans le monde et nous avons également constaté une correction en hausse des rendements obligataires à long terme, après le vif recul qu'ils avaient enregistré du fait du « report sur les valeurs sûres ». Toutefois, les marchés ont accusé une très grande instabilité durant le mois d'octobre, reflet du climat d'incertitude qui prévalait dans l'économie mondiale.

On ignore encore pour l'instant si l'on peut escompter une certaine normalisation de la situation. Étant donné que la situation défavorable que connaissent l'Asie, la Russie et d'autres parties du monde tient à des causes structurelles, une rapide résolution des problèmes semble, en tout état de cause, peu probable. En outre, il est désormais très clair que l'économie mondiale subira le contrecoup de ces évolutions en 1999 et que la zone euro sera, elle aussi, affectée dans une certaine mesure.

Cependant, la question cruciale — qui a d'ailleurs fait l'objet d'un vaste débat — porte sur le point de savoir dans quelle mesure ces répercussions se matérialiseront dans la zone euro et combien de temps elles sont susceptibles de durer.

Dans l'état actuel des choses, il semble qu'il y ait unanimité de vues sur la probabilité d'un certain ralentissement de la croissance économique au sein de la zone euro en 1999, évolution largement attribuable à une contraction des exportations nettes. Dans ses dernières prévisions, publiées le 21 octobre 1998, la Commission a révisé en baisse, à 2,6 %, le taux de croissance du PIB réel prévu pour l'ensemble de la zone euro en 1999, alors qu'elle tablait au début de l'année sur une croissance de 3,2 %. Selon cette même source, ce ralentissement ne devrait être que passager et la croissance du PIB réel devrait, selon les prévisions, recommencer à se raffermir en l'an 2000, grâce à une amélioration du solde des échanges commerciaux. Parallèlement, les perspectives de hausse des prix restent à court terme globalement favorables, dans l'hypothèse d'une poursuite de la modération salariale et du maintien d'une faible hausse des prix à l'importation.

À l'occasion des discussions tenues aujourd'hui, le Conseil des gouverneurs est convenu de poursuivre l'examen des perspectives globales d'évolution pour la zone euro lors de ses deux réunions du mois de décembre. Dans ce contexte, nous nous livrerons à un débat approfondi sur les risques que font peser sur la croissance de la production l'évolution du commerce international et les tensions qui s'exercent, dans la sphère financière, au niveau international, ainsi que sur l'éventualité d'une évolution des prix encore plus modérée. Il convient toutefois de mentionner qu'un assouplissement des politiques budgétaires et une accélération des hausses de salaires risqueraient de conduire à un retournement des évolutions actuellement observées sur le front des prix à la consommation et de porter atteinte à la confiance. Toute incertitude qui se ferait jour dans ces deux domaines compliquerait, à coup sûr, considérablement notre évaluation de la situation si l'on considère le degré élevé d'incertitude qui résulte déjà des évolutions intervenues dans l'économie mondiale.

En ce qui concerne l'examen de la situation monétaire, financière et macroéconomique au sein de la zone euro dans le cadre de notre réunion d'aujourd'hui, nous avons discuté des points suivants.

S'agissant d'abord de la croissance monétaire, je tiens à rappeler que, si l'on considère les différentes définitions de la masse monétaire au sens large, nos données provisoires font apparaître des taux de croissance annuelle largement similaires et stables compris entre 3 % et 5 % en 1997 et au premier semestre de 1998. Selon notre première analyse, ces évolutions monétaires ne semblent pas signaler à ce stade de tensions inflationnistes. Toutefois, une nouvelle évaluation sera effectuée en décembre, à partir d'informations plus récentes.

Deuxièmement, en ce qui concerne l'évolution des prix, le rythme de hausse de l'IPCH de la zone euro est revenu de 1,2 % au mois d'août à 1,0 % en septembre 1998. La progression généralement faible de l'IPCH reflète principalement un recul des prix de l'énergie qui, en septembre, étaient inférieurs de près de 4 % à leur niveau de l'année précédente, ainsi que la baisse des cours d'autres matières premières. De plus, les tensions sur les prix ressortant des prix industriels à la production et des coûts unitaires de main-d'œuvre sont demeurées modérées. Le recul en septembre de l'inflation mesurée par l'IPCH est étroitement lié à une baisse relativement marquée des prix des produits alimentaires (revenus de 1,8 % en août à 1,4 % en septembre 1998), qui entrent pour près du quart dans la composition de l'indice IPCH. Il est incontestablement très difficile d'interpréter ces variations mensuelles. Je voudrais toutefois souligner que les prix des produits alimentaires affichent une plus grande instabilité en raison de leur caractère saisonnier.

Troisièmement, si l'on tient compte de facteurs de distorsion tels que les effets de calendrier, les évolutions sous-jacentes du PIB réel dans la zone euro sont restées à peu près stables. L'expansion économique est demeurée largement inchangée au premier semestre de 1998 au regard de la croissance robuste observée au second semestre de 1997. De plus, au stade actuel, les données partiellement disponibles pour les mois d'été laissent présager globalement une poursuite de la croissance soutenue de la production au-delà du premier semestre. Si, dans certains cas, les tendances paraissent plus modérées, compte tenu en particulier de certaines données nationales, les dernières indications pour la zone euro portant sur la confiance, les carnets de commandes et l'utilisation des

capacités de production restent généralement très supérieures à leur moyenne à long terme. Il conviendra toutefois de suivre attentivement les autres évolutions relatives à ces données. En ce qui concerne l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire au sein de la zone euro, le Conseil des gouverneurs — après avoir procédé à un examen attentif de l'ensemble des facteurs et des évolutions — a confirmé l'avis qu'il a exprimé au cours de sa dernière réunion. Il a estimé qu'une poursuite de la convergence des taux d'intérêt vers le point bas de la fourchette actuelle prévalant dans la zone euro était appropriée. Mesurés par les taux directeurs des banques centrales, les taux les plus bas de la zone euro se situent actuellement à 3,3 %. Les taux d'intérêt de marché sont également descendus à des niveaux très bas. Pour les taux à 3 mois, la moyenne de la zone euro a fléchi à 3,75 %, à la suite de la baisse des taux d'intérêt décidée par un certain nombre de banques centrales de la zone euro. Avec l'annonce, aujourd'hui, de nouvelles réductions de taux par la Banque d'Espagne et la Banque du Portugal, qui prendront effet à compter de demain, la moyenne de la zone euro poursuivra son mouvement de repli. Les taux d'intérêt nominaux et réels à long terme de la zone euro sont à des niveaux historiquement bas. Cette évolution confirme le capital de confiance que l'euro a acquis aux yeux du grand public et des investisseurs internationaux. Cette confiance constitue un atout majeur dans la consolidation d'un environnement financier propice à la croissance.

Comme cela s'est souvent avéré dans le passé, la politique monétaire ne peut résoudre les problèmes de nature structurelle. De fait, les politiques monétaires des pays de la zone euro ont affiché une convergence croissante au cours des toutes dernières années et se traduisent par de bas niveaux de taux d'intérêt. Plusieurs pays ont suivi pratiquement une « orientation commune de politique monétaire » sur une assez longue période, mais les résultats — sur les marchés du travail, par exemple — au sein de la zone euro varient considérablement d'un pays à l'autre. La réussite dans ce domaine semble étroitement corrélée aux réformes structurelles mises en œuvre dans les années précédentes.

Je suis convaincu que nous pouvons à la fois faire face aux problèmes de l'heure et relever les défis à venir. Cela requiert une politique monétaire prospective axée sur le moyen terme, qui maintienne les anticipations d'inflation à un bas niveau. Telle est la contribution décisive de la politique monétaire à la croissance et à l'emploi. Les problèmes structurels relèvent de politiques autres que la politique monétaire.

Je souhaite maintenant donner la parole au vice-président qui fera rapport sur les divers aspects relatifs aux *travaux préparatoires de la phase III*.

1. Préparation du « Week-end de passage à l'euro »

À moins de 60 jours du début de la phase III, nous attachons à l'évidence une importance particulière à la mise en place d'un dispositif permettant un passage en douceur à l'euro. Nous avons débuté nos préparatifs il y a longtemps et je suis convaincu que le SEBC sera en mesure de mettre à la disposition des marchés l'intégralité de leur réseau d'infrastructures dès le 4 janvier 1999 au matin. J'attends que la communauté bancaire et financière de la zone euro soit pleinement consciente du défi logistique que représente le week-end de passage à l'euro et des préparatifs minutieux qui sont nécessaires à cet effet. Étant donné la concentration des opérations de migration qui seront effectuées par un grand nombre d'agents financiers (c'est-à-dire systèmes de paiement, systèmes de règlement de titres, conservateurs, banques, marchés boursiers et réseaux d'information financière) durant la période du 31 décembre 1998 au 4 janvier 1999, le SEBC s'apprête à travailler de conserve avec les autres pouvoirs publics pour orchestrer les réponses concrètes à des événements imprévus. À cet effet, le Conseil des gouverneurs a mis en place un comité *ad hoc* « Week-end du passage à l'euro » chargé d'organiser le suivi des évolutions relatives au basculement définitif à l'euro à la BCE et dans les BCN ainsi qu'au sein du secteur bancaire et financier, à la fois avant et durant le week-end où s'effectuera le passage à l'euro.

Vous trouverez des détails complémentaires concernant la préparation du week-end de passage à l'euro dans un communiqué de presse qui sera publié séparément ce soir.

2. Questions relatives aux systèmes de paiement

En ce qui concerne les systèmes de paiement et de règlement en euros, je souhaiterais attirer votre attention sur les évolutions récentes qui donnent à penser que nombre d'intervenants des marchés considèrent l'euro comme une monnaie particulière à laquelle les règles traditionnelles en vigueur dans le reste du monde développé ne seraient pas nécessairement applicables. Des initiatives sans précédent dans le cadre des dispositifs concernant d'autres monnaies ont été prises, ou on les a laissées se développer. Il s'agit en particulier de l'octroi du caractère définitif des paiements, ainsi que des crédits intrajournaliers dans une autre monnaie que celle de son propre pays. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a considéré qu'il convenait de publier une déclaration affirmant que les règles s'appliquant à toutes les autres monnaies du monde s'appliqueront aussi à l'euro et que la BCE assume les mêmes responsabilités que toutes les autres banques centrales du monde.

Cette déclaration sur les systèmes de paiement et de règlement en euros installés hors de la zone euro vous sera communiquée ce soir.

Le Conseil des gouverneurs a également arrêté les principales caractéristiques du cadre juridique dans lequel devra opérer le système *Target*. Ces principales caractéristiques sont exposées plus en détail dans le « *Third Progress Report on the Target Project* » (Troisième rapport d'étape sur le projet *Target*) que le Conseil des gouverneurs a approuvé aujourd'hui. Comme les rapports d'étape précédents, le présent rapport, qui sera publié prochainement, fournira de plus amples détails techniques intéressant les intervenants des marchés.

3. Échange de billets nationaux

Compte tenu de l'absence de billets de banque libellés en euros au début de la phase III, le Conseil des gouverneurs a arrêté aujourd'hui les dispositions par lesquelles les banques centrales nationales participantes procéderont à l'échange des billets ayant cours légal des autres États membres participants contre des billets et pièces libellés en monnaie nationale au taux de conversion officiel à compter du 1^{er} janvier 1999. Pour assurer la substituabilité entre les unités monétaires nationales, le Conseil des gouverneurs a décidé que toutes les banques centrales nationales participantes prendront des dispositions afin que cet échange soit possible dans une implantation au moins. Les banques centrales nationales peuvent, toutefois, limiter le nombre et/ou la valeur totale de billets qu'elles sont prêtes à accepter par opération ou par jour.

De plus amples détails sur cette question figurent dans un communiqué de presse séparé qui sera publié ce soir.

4. Répartition du revenu monétaire

En ce qui concerne les revenus tirés de l'émission de billets libellés en monnaie nationale des États membres participants, le Conseil des gouverneurs a décidé aujourd'hui que ce revenu ne sera pas réparti avant la mise en circulation des billets en euros. S'agissant de la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres participants, le Conseil des gouverneurs a également confirmé que le revenu monétaire sera calculé, pour la période 1999-2001, selon la méthode dite indirecte consistant à multiplier une base définie de ressources par un taux d'intérêt de référence. La somme des revenus monétaires des banques centrales nationales sera répartie entre elles proportionnellement à leur part libérée dans le capital de la BCE. En raison du caractère transitoire de la

présente décision, la question de la répartition du revenu monétaire devra être réexaminée avant l'introduction des billets en euros en 2002.

5. Transfert des avoirs de réserve de change à la BCE

Le Conseil des gouverneurs a également arrêté ce jour la nature juridique et les modalités pratiques du transfert initial de réserves de change effectué par les banques centrales nationales à la BCE. À cet égard et afin de permettre la couverture d'éventuels risques de change encourus par la BCE, le Conseil des gouverneurs a approuvé, conformément au statut du SEBC, une recommandation de la BCE en vue d'un règlement du Conseil qui autoriserait la BCE à augmenter son capital d'un montant maximum équivalant au niveau actuel de 5 milliards d'euros.

6. Politique monétaire et de change

D'autres décisions ont été également prises s'agissant de la préparation de la politique monétaire et de change de la zone euro. Lors de précédentes occasions, je vous ai indiqué que des actes juridiques étaient actuellement en préparation qui spécifient les principes généraux auxquels les banques centrales nationales devront se conformer lorsqu'elles effectueront des opérations portant sur des actifs et passifs en euros et sur les actifs de réserve de change qu'elles conserveront. De tels instruments, qui sont fondés sur les dispositions du statut du SEBC, visent du point de vue juridique à assurer l'unicité de la politique monétaire de la BCE et la cohérence de ces opérations avec les politiques monétaire et de change de la Communauté. À cet égard, le Conseil des gouverneurs a adopté ce jour une orientation de la BCE qui établit certaines obligations de déclaration pour les opérations de gestion de passifs et d'actifs en euros des banques centrales nationales et soumet lesdites opérations à l'approbation préalable de la BCE lorsqu'elles dépassent un montant donné. Une autre orientation similaire de la BCE a été adoptée qui soumet à son autorisation toutes les opérations portant sur les réserves de change — y compris l'or — supérieures à un montant donné. En outre, le Conseil des gouverneurs a adopté une orientation de la BCE stipulant que toutes les opérations des États membres participants portant sur leur fonds de roulement en devises qui dépasseraient un certain montant doivent être notifiées à l'avance à la BCE. Un dispositif similaire est envisagé entre la BCE et la Commission des Communautés européennes pour toutes les opérations de change réalisées dans le cadre de l'exécution du budget de la Commission.

Dans le cadre de la mission statutaire du SEBC consistant à contribuer à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes dans le domaine de *la surveillance bancaire et de la stabilité financière*, le Conseil des gouverneurs a évoqué les principaux facteurs susceptibles d'avoir une incidence sur les systèmes bancaires de l'Union européenne à moyen et à long terme, notamment la mise en place de l'Union économique et monétaire. Les membres du Conseil considèrent que la création de l'Union économique et monétaire devrait renforcer les tendances structurelles déjà à l'œuvre dans les systèmes bancaires de l'Union européenne. Parmi ces tendances, on peut citer la réduction des surcapacités, les pressions sur la rentabilité, l'intensification de la concurrence, le renforcement de l'internationalisation et la diversification géographique. Un aspect important à cet égard est le fait que les banques de l'Union européenne semblent avoir pris bien davantage conscience au cours des derniers mois des implications stratégiques de l'introduction de l'euro. Elles mettent actuellement au point des actions spécifiques destinées à répondre à ce défi ; il s'agit notamment :

- de l'amélioration des services et des procédures ;
- des modifications de la gamme de produits proposés aux clients ;
- et de fusions, d'alliances stratégiques et d'accords de coopération.

Nous avons l'intention de rendre publics les résultats de cet examen en temps voulu.

Enfin, le Conseil des gouverneurs a adopté une décision de la BCE relative à *l'accès du public aux documents et archives de la BCE*. Cette décision sera publiée au Journal officiel des Communautés européennes.

Nous sommes maintenant à votre disposition pour répondre à toute question.

Banque de France
Direction de la Communication
Service de Presse
48 rue Croix des Petits Champs
75049 PARIS CEDEX 01

Tél. : 01 42 92 39 00 – Télécopie : 01 42 60 36 82
Internet : <http://www.banque-france.fr>

PRÉPARATION DU WEEK-END DE PASSAGE À L'EURO

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

Le Conseil des gouverneurs a achevé aujourd'hui ses discussions concernant la préparation du « week-end de passage à l'euro », c'est-à-dire la période comprise entre la publication de la proposition par la Commission européenne des taux de conversion irrévocables de l'euro, l'après-midi du 31 décembre 1998, et l'ouverture des marchés, le 4 janvier 1999 au matin.

Durant cette période de trois jours et demi, les institutions publiques et privées qui se mettront par la suite à opérer en euros sur les marchés de capitaux seront confrontées à la tâche complexe de modifier un très grand nombre d'enregistrements informatiques dans un laps de temps très restreint, avant l'ouverture des marchés en euros le 4 janvier 1999. Gérer la logistique de cette opération impliquera un effort considérable de la part du secteur bancaire et financier, y compris la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales (BCN).

À la BCE et dans les BCN, la migration définitive des systèmes informatiques mobilisera une forte proportion des effectifs et bon nombre de responsables travailleront durant ce week-end, les membres des organes de décision se tenant, pour leur part, disponibles pour prendre toute mesure jugée nécessaire. Réduire les risques techniques liés au basculement définitif à l'euro fait partie des tâches de la BCE. Le SEBC a entamé depuis longtemps ses préparatifs en vue du week-end de passage à l'euro. La BCE et les BCN seront en mesure de mettre à la disposition des marchés l'intégralité de leur réseau d'infrastructures dès le 4 janvier 1999 au matin.

Le Conseil des gouverneurs a mis en place un Comité « Week-end de passage à l'euro », chargé d'organiser le suivi des évolutions relatives au basculement définitif à l'euro à la BCE et dans les BCN, ainsi qu'au sein du secteur bancaire et financier, à la fois avant et durant le week-end où s'effectuera le passage à l'euro.

La BCE s'attend que la communauté bancaire et financière de la zone euro soit pleinement consciente du défi logistique que représente le week-end de passage à l'euro, et des préparatifs minutieux qui sont nécessaires à cet effet. On peut mentionner à cet égard l'adaptation des systèmes de paiement de montant élevé, l'incidence de la redénomination des titres sur les systèmes de règlement de titres et la conversion des bases de données des réseaux d'information financière. La BCE est consciente des préoccupations de certains professionnels des marchés et s'apprête, dès lors, à travailler de conserve avec les autres pouvoirs publics, pour orchestrer les réponses concrètes à des événements imprévus qui pourraient intervenir dans la sphère bancaire et financière durant le week-end de passage à l'euro.

Banque de France
Direction de la Communication
Service de Presse
48 rue Croix des Petits Champs
75049 PARIS CEDEX 01
Tél. : 01 42 92 39 00 – Télécopie : 01 42 60 36 82
Internet : <http://www.banque-france.fr>

DÉCLARATION SUR LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT EN EUROS INSTALLÉS HORS DE LA ZONE EURO

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

Comme c'est le cas de toutes les banques centrales, la Banque centrale européenne (BCE) est directement intéressée à la conception et à la gestion prudentes de tout système de paiement et de règlement opérant dans sa propre monnaie, l'euro. De fait, le bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement est fondamental pour la solidité de la monnaie et essentiel à la conduite de la politique monétaire. Ces systèmes exercent également une grande influence sur le fonctionnement des marchés de capitaux. Les changements qui interviennent dans les systèmes de paiement peuvent provoquer des modifications imprévisibles de la demande ou de l'offre de monnaie de banque centrale. De plus, des systèmes de paiement sûrs et efficaces sont indispensables au maintien de la stabilité des systèmes bancaires et financiers.

Dans ce contexte, et conformément aux orientations approuvées par les banques centrales des pays du G 10, le Conseil des gouverneurs de la BCE tient à souligner que, comme dans tout autre système monétaire, la monnaie de banque centrale en euros ne peut être fournie que par les banques centrales qui appartiennent à la zone euro. En outre, le Conseil des gouverneurs invite toutes les banques centrales situées hors de la zone euro à prendre contact avec la BCE dès lors qu'elles auraient pris connaissance d'un projet de dispositif de règlement en euros, qu'il soit par nature national, transfrontière ou multi-devises.

Dans le cadre de *Target*, la BCE a décidé, en juillet 1998, d'accepter que les banques centrales nationales de l'Union européenne hors zone euro puissent offrir de façon limitée de la liquidité intrajournalière en euros à leurs participants. Il s'agit d'un dispositif innovateur visant à faciliter le futur passage à l'Union économique et monétaire des pays membres concernés. Ce dispositif, assujetti à des conditions contraignantes définies dans un accord avec les banques centrales concernées, devrait être considéré comme une exception très particulière à la règle selon laquelle aucune banque centrale ne doit octroyer de crédits dans une autre monnaie que la sienne.

Banque de France
Direction de la Communication
Service de Presse
48 rue Croix des Petits Champs
75049 PARIS CEDEX 01

Tél. : 01 42 92 39 00 – Télécopie : 01 42 60 36 82
Internet : <http://www.banque-france.fr>

ÉCHANGE DE BILLETS LIBELLÉS EN MONNAIE NATIONALE D'AUTRES ÉTATS MEMBRES PARTICIPANTS PAR LES BANQUES CENTRALES NATIONALES PARTICIPANTES

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

L'euro deviendra la monnaie des États membres participants à compter du 1^{er} janvier 1999 et les unités monétaires nationales constitueront des sous-unités de l'euro. Les billets et pièces en euros ne seront pas disponibles avant le 1^{er} janvier 2002. Afin d'assurer la substituabilité des unités monétaires nationales, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé que toutes les banques centrales nationales participantes prendront des dispositions afin qu'il soit possible, dans une implantation au moins, d'échanger des billets ayant cours légal d'autres États membres participants contre des billets et pièces libellés en monnaie nationale au taux de conversion officiel. Les banques centrales nationales peuvent limiter le nombre et/ou la valeur totale, par opération ou par jour, des billets qu'elles sont prêtes à échanger à ce titre. Les banques centrales nationales peuvent aussi offrir aux banques commerciales et aux changeurs manuels un service leur permettant de remettre des billets d'autres États membres participants, afin qu'ils soient rapatriés vers la banque centrale émettrice. Les préparatifs effectués par les banques centrales nationales en ce qui concerne l'échange et le rapatriement seront achevés avant le début décembre 1998.

Banque de France
Direction de la Communication
Service de Presse
48 rue Croix des Petits Champs
75049 PARIS CEDEX 01

Tél. : 01 42 92 39 00 – Télécopie : 01 42 60 36 82
Internet : <http://www.banque-france.fr>

RAPPORT D'ÉTAPE SUR LE PROJET TARGET

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,
en date du 12 novembre 1998

La Banque centrale européenne (BCE) publie aujourd'hui un rapport intitulé « Troisième rapport d'étape sur le projet *Target* »¹.

Ce rapport a pour objet de fournir des informations sur les progrès accomplis en ce qui concerne le projet *Target* depuis septembre 1997, date de la publication de la précédente version du rapport *Target*. Ce rapport couvre aussi bien les aspects stratégiques que les aspects organisationnels et commerciaux de *Target*. Il décrit, en outre, les progrès réalisés au niveau de la mise en œuvre au plan technique du système et présente, de façon succincte, le cadre juridique de *Target*.

Le rapport énonce les critères d'accès applicables aux Systèmes de règlement brut en temps réel (RTGS) connectés à *Target*, critères qui sont désormais spécifiés de façon détaillée, et précise que les établissements de l'espace économique européen pourront accéder à distance aux services liés aux comptes de règlement dans *Target*. Néanmoins, il est peu probable que cette possibilité soit largement utilisée.

Ce rapport présente également en détail les conditions d'octroi de crédit intrajournalier, avec des dispositions différentes pour :

- les contreparties du SEBC pour la politique monétaire ;
- les établissements de crédit participant aux systèmes RTGS en euros situés dans les pays de l'Union européenne n'appartenant pas à la zone euro ;
- les participants aux systèmes RTGS qui n'ont pas le statut d'établissement de crédit.

Les participants à distance n'auront pas accès aux crédits intrajournaliers et à 24 heures offerts par la banque centrale nationale (BCN) du pays d'accueil.

Le rapport indique que *Target* jouera un rôle important dans la gestion de la liquidité intrajournalière en euros. Il permettra des transferts rapides de liquidités en euros entre l'ensemble des pays de l'Union européenne. Alors qu'aujourd'hui, les établissements de crédit traitent sur le marché monétaire avec des contreparties nationales, en phase III, ces ajustements de liquidités s'effectueront en partie sur une base transfrontière. Dans cette perspective, le SEBC s'attend que les établissements de crédit concentrent l'essentiel de leur liquidité, et par conséquent leurs paiements de montant élevé (en particulier les paiements du marché monétaire), dans *Target*. Une telle pratique, qui est de l'intérêt des établissements de crédit, contribuera à satisfaire à l'objectif du SEBC, qui consiste à assurer l'unicité du marché monétaire en euros.

¹ « *Third Progress Report on the Target project* ».

Le rapport traite également d'autres questions telles que les conditions de tarification des paiements transfrontière transitant par *Target*, la facturation entre banques des paiements de clientèle effectués via *Target*, la transmission des informations spécifiques euro (« *Euro-Related Information* ») durant la période de transition, la prise en charge des paiements rejetés et les relations de correspondance entre banques centrales.

En ce qui concerne la mise en œuvre au plan technique du projet *Target*, le rapport souligne que le 1^{er} juillet 1998, selon le calendrier prévu, toutes les banques centrales nationales (BCN) et la BCE ont entamé l'avant-dernière phase de tests, appelés « tests de simulation ». Cette phase de simulation a pour but de tester les opérations dans un environnement aussi proche que possible de ce qu'il sera en période de production, en y associant le personnel concerné et les infrastructures de production. Les établissements de crédit ont été invités à participer à des dates spécifiques à des tests de simulation de bout en bout. La dernière phase de tests, qui se déroulera en novembre et décembre 1998, se fera sur la configuration de la production.

Le rapport décrit le cadre juridique de *Target*, qui reposera sur :

- une Orientation (« *Guideline* ») de la BCE relative à *Target*, qui s'appliquera à la BCE et aux BCN de la zone euro ;
- une Convention sur *Target* entre la BCE et les BCN, qui régira les relations entre, d'une part, la BCE et les BCN des pays participant à l'UEM et, d'autre part, la BCE et les BCN des pays non membres de l'UEM, ainsi que les relations que ces dernières auront entre elles.

Les participants aux systèmes RTGS nationaux connectés à *Target* continueront d'être soumis aux règles nationales de leurs RTGS respectifs, lesquelles seront toutefois adaptées aux dispositions contenues dans l'Orientation et dans la Convention sur *Target*.

Le rapport annonce également la préparation par la BCE et les BCN d'un guide d'information à l'intention des établissements de crédit qui utiliseront *Target*, et qui sera publié en décembre 1998. Ce document est destiné à permettre aux établissements de crédit participant à *Target* d'utiliser ce système de la façon la plus efficace.

Ce rapport sera diffusé par chaque banque centrale nationale de l'Union européenne aux personnes intéressées de leurs pays respectifs. Il est accessible au travers du site Internet de la BCE (<http://www.ecb.int>). Des copies de ce rapport peuvent être obtenues à l'adresse suivante :

Banque de France
Direction de la Communication
Service de Presse
48 rue Croix des Petits Champs
75049 PARIS CEDEX 01

Tél. : 01 42 92 39 00 – Télécopie : 01 42 60 36 82
Internet : <http://www.banque-france.fr>

ÉVALUATION DES PRÊTS, PROVISIONS POUR PERTES SUR PRÊTS ET COMMUNICATION FINANCIÈRE EN MATIÈRE DE RISQUE DE CRÉDIT

Communiqué de presse de la Banque des règlements internationaux,
en date du 14 octobre 1998

Dans le cadre de son action constante pour renforcer la sécurité et la solidité des banques et systèmes bancaires, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire publie ce jour des recommandations offrant des pratiques saines pour l'évaluation des prêts, la constitution de provisions pour pertes sur prêts et la communication financière sur le risque de crédit. Ce document expose les points de vue des autorités de contrôle bancaire sur des pratiques saines dans les banques pour la comptabilisation et la communication en matière de prêts. Il est également destiné à servir de cadre d'évaluation prudentielle des politiques et pratiques bancaires dans ces domaines.

Les recommandations, soumises à consultation, ont été préparées par le Groupe de travail du Comité sur les questions comptables, présidé par M. Nick LePan, surintendant-adjoint au Bureau du Surintendant des institutions financières, Canada, et membre du Comité de Bâle.

Selon M. LePan, « Ce document apporte une réponse très concrète aux besoins ressentis dans tous les pays, qu'ils appartiennent ou non au G 10. Les règles et pratiques diffèrent largement au sujet du moment où il convient de constater une détérioration de la qualité du crédit. En comblant cette importante lacune des recommandations internationales existantes et en renforçant l'harmonisation dans ce domaine-clé, ce document peut s'avérer fort utile. Une fois parachevé, il constituera le premier élément d'orientation prudentielle concernant les pratiques saines en matière de provisions pour pertes sur prêts et de communication financière sur le risque de crédit pour les organisations bancaires. »

Pour M. William J. McDonough, président du Comité de Bâle et président de la Banque de réserve fédérale de New York, « Le document traite de questions-clés pour les banques et leurs autorités de contrôle. Les méthodes de comptabilisation et de provisionnement des prêts sont un élément essentiel d'une saine gestion et d'un contrôle efficient des risques de crédit dans les banques. La nature de ces méthodes peut influencer de manière notable l'exactitude de la communication financière et le potentiel de discipline de marché. En outre, le traitement comptable des prêts a une incidence sur l'efficacité des approches prudentielles, en ce qui concerne notamment les normes de fonds propres. »

M. McDonough a précisé que « Les pratiques déficientes ou inadéquates de provisionnement pour pertes sur prêts et le manque de transparence constituent d'importantes sources de risques pour les diverses banques et le système bancaire tout entier. La mise en œuvre, à l'échelle internationale, d'un ensemble de pratiques saines telles qu'elles figurent dans ce document faciliterait la tâche des autorités de contrôle, dont la mission consiste à renforcer la sécurité et la solidité des banques ainsi que la stabilité des systèmes financiers. »

Ce document s'inscrit dans le cadre des travaux que poursuit le Comité de Bâle en faveur d'un contrôle bancaire efficace et de systèmes bancaires sûrs et sains. Il complète les principes fondamentaux de Bâle, qui définissent les exigences minimales pour qu'un système de contrôle bancaire soit efficace dans tout pays. Il répond aussi à la nécessité de réaliser des progrès dans ce domaine, reconnue par des instances comme les ministres des Finances du G 7, les gouverneurs des banques centrales du G 10 et des organisations internationales telles que le Fonds monétaire international et la Banque mondiale.

À ce stade, le document est publié aux fins de consultation. Toutes les parties intéressées, dont les autorités de contrôle bancaire et les associations professionnelles, sont invitées à faire part de leurs commentaires. Le Comité de Bâle se propose de parachever ce document au premier semestre de 1999.

NOTES À L'INTENTION DES RÉDACTIONS

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, institué en 1975 par les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix (G 10), rassemble les autorités de contrôles des banques. Il est composé de hauts représentants des autorités de contrôle bancaire et Banques centrales d'Allemagne, de Belgique, du Canada, des États-Unis, de France, d'Italie, du Japon, du Luxembourg, des Pays-Bas, du Royaume-Uni, de Suède et de Suisse. Il a actuellement pour président M. W. J. McDonough, président de la Banque de réserve fédérale de New York. Ses réunions ont habituellement pour cadre la Banque des règlements internationaux (BRI), à Bâle, siège de son secrétariat permanent.

Le Groupe de travail sur les questions comptables

Le Groupe de travail sur les questions comptables a été institué en 1996 par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, avec pour mission de favoriser une surveillance efficace et exhaustive ainsi que des systèmes bancaires sûrs et solides. Il poursuit cet objectif en identifiant les questions comptables qui revêtent une importance pour les autorités de contrôle bancaire, en participant aux efforts d'harmonisation comptable à l'échelle internationale et en élaborant des recommandations pour l'application de pratiques comptables saines dans les banques. Il est composé d'experts prudentiels sur les questions comptables, issus des institutions membres du Comité de Bâle. Il est présidé par M. Nick LePan, surintendant-adjoint au Bureau du Surintendant des institutions financières, Canada, et membre du Comité de Bâle.

Le contenu du document

Après avoir présenté les objectifs généraux poursuivis par le Comité de Bâle dans son analyse de pratiques saines pour la comptabilité et la communication financière en matière de prêts, le document définit des concepts-clés et se place dans le contexte de la gestion du risque de crédit. Il poursuit en exposant des recommandations de pratiques saines sur les principales questions comptables liées aux prêts, comme leurs inscription et mesure initiales, l'évaluation des prêts à problèmes, la constitution de provisions pour pertes sur prêts, la comptabilisation des produits d'intérêts et les questions relevant de la restructuration des créances douteuses. Il présente ensuite des pratiques de communication financière saines pour les portefeuilles de prêts, les créances douteuses, les provisions pour pertes sur prêts et les

méthodes de gestion des risques associées. Il examine rapidement, pour conclure, le rôle des autorités de contrôle dans l'évaluation du suivi, par les banques, de la qualité de leurs actifs et de l'adéquation de leurs provisions pour pertes sur prêts.

À qui ce rapport s'adresse-t-il ?

Les recommandations devraient être utiles non seulement aux autorités de contrôle, mais aussi aux banques et associations professionnelles désireuses de s'informer sur les pratiques saines au niveau international. Elles pourraient également aider les instances de normalisation comptable œuvrant à l'uniformisation des règles. Les autorités de contrôle bancaire et autres responsables de la surveillance peuvent se référer à ces recommandations pour évaluer et améliorer les principes et pratiques comptables dans chaque pays, par exemple dans le cadre de l'application des principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace élaborés par le Comité de Bâle. D'autres instances et groupes internationaux peuvent aussi y trouver un intérêt.

Appel aux commentaires

Ce document est publié aux fins de consultation. Les autorités de contrôle bancaire non membres du G 10, banques, associations professionnelles, instances comptables et d'audit ainsi que les autres parties intéressées sont invitées à faire part de leurs commentaires sur ces propositions avant le 15 mars 1999.

Comment se procurer le rapport complet ?

Le texte du rapport *Sound Practices for Loan Accounting, Credit Risk Disclosure and Related Matters* est disponible sur le site Internet de la BRI (<http://www.bis.org>) à partir du 14 octobre 1998, 18 heures HEC. Il peut également être obtenu en s'adressant au Secrétariat du Comité de Bâle, à la BRI, ou aux autorités prudentielles et banques centrales membres du Comité.

INSTRUMENTS ADMIS À FIGURER DANS LES FONDS PROPRES DE CATÉGORIE 1

Communiqué de presse de la Banque des règlements internationaux,
en date du 27 octobre 1998

1. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a pris note que, durant ces dernières années, certaines banques ont émis toute une gamme d'instruments de fonds propres novateurs, à coupon ajustable notamment, afin de se procurer des fonds propres réglementaires de catégorie 1 qui soient d'un coût aussi avantageux que possible et puissent également être libellés, si nécessaire, dans une monnaie autre que la monnaie domestique. Le Comité a suivi ces développements avec attention et décidé, lors de sa réunion du 21 octobre 1998, de restreindre l'acceptation de ces instruments dans les fonds propres de catégorie 1. Ils seront donc assujettis à des conditions rigoureuses et limités à un maximum de 15 % des fonds propres de catégorie 1.

2. Tout d'abord, le Comité réaffirme que le capital social ordinaire, c'est-à-dire les actions ordinaires et les réserves publiées ou bénéfices non distribués, constitue l'élément essentiel des fonds propres. Le capital social ordinaire donne aux banques la possibilité d'absorber à tout moment des pertes et est disponible en permanence à cet effet. De plus, cet élément des fonds propres est celui qui permet le mieux aux banques de conserver des ressources lorsqu'elles sont en difficulté, parce qu'il offre toute latitude en ce qui concerne le montant des distributions de dividendes et le choix du moment où elles sont effectuées. C'est pourquoi le capital social ordinaire sert de référence à la plupart des jugements de marché sur l'adéquation des fonds propres. Les droits de vote attachés aux actions ordinaires représentent aussi une source importante de discipline de marché pour la gestion d'une banque. Pour ces raisons, les actions ordinaires assorties d'un droit de vote et les réserves publiées ou bénéfices non distribués qui augmentent les avoirs des actionnaires devraient être la forme prédominante des fonds propres de catégorie 1 d'une banque.

3. En vue de fournir aux autorités de contrôle et opérateurs de marché des informations suffisantes garantissant que l'intégrité des fonds propres est préservée, le Comité convient que, comme le mentionne son récent rapport *Enhancing Bank Transparency*, les banques devraient publier périodiquement chaque composante de leurs fonds propres de catégorie 1 avec leurs principales caractéristiques.

4. Afin de protéger l'intégrité des fonds propres de catégorie 1, le Comité a établi que les intérêts minoritaires dans le capital social de filiales consolidées ayant la forme de structures *ad hoc* ne devraient être inclus dans les fonds propres de catégorie 1 que si l'instrument sous-jacent répond aux exigences suivantes qui doivent être satisfaites, au minimum, par tous les instruments entrant dans la catégorie 1 :

- être émis et intégralement libéré ;
- être assorti d'un dividende non cumulatif ;
- pouvoir absorber les pertes d'une banque, même en cas de poursuite de l'activité ;
- être d'un rang inférieur à celui des déposants, créanciers généraux et porteurs de dette subordonnée de la banque ;
- avoir un caractère permanent ;
- n'être ni garanti ni couvert par une garantie de l'émetteur ou d'un établissement affilié, ni par une autre disposition qui renforce juridiquement ou économiquement le caractère prioritaire de la créance vis-à-vis des créanciers de la banque ;
- n'être remboursable à l'initiative de l'émetteur qu'au bout de cinq ans minimum avec l'approbation de l'autorité de contrôle et à condition d'être remplacé par des fonds propres de qualité au moins identique, sauf si l'autorité de contrôle établit que la banque dispose d'un niveau de fonds propres plus qu'adéquat en regard de ses risques.

5. En outre, les conditions suivantes doivent être également remplies :

- les principales caractéristiques de ces instruments doivent être faciles à comprendre et faire l'objet d'une communication publique ;
- les produits doivent être immédiatement disponibles sans limitation pour la banque émettrice ; s'ils ne sont disponibles immédiatement et intégralement que pour la structure *ad hoc* émettrice, ils doivent être mis à disposition de la banque (par exemple, par conversion dans une émission directe de la banque d'une qualité au moins égale aux mêmes conditions) à un point de déclenchement convenu, bien avant que la position financière de la banque ne se détériore sérieusement ;
- la banque doit être libre de décider du montant des distributions de dividendes et du moment où elles sont effectuées ; la seule exception résulterait d'un accord autorisant un ajournement de distribution à condition que des versements n'aient pas déjà été faits sur les actions ordinaires de la banque. En outre, les banques doivent pouvoir disposer des paiements ainsi ajournés ;
- les distributions de dividendes ne peuvent être assurées qu'à partir des éléments distribuables ; si le montant de ces distributions est préalablement fixé, il ne peut pas être révisé sur la base de la cote de crédit de l'émetteur.

6. Des majorations modérées des coupons d'instruments émis par des structures *ad hoc*, de même que d'instruments de catégorie 1 émis directement, dans le respect des exigences précisées aux paragraphes 4 et 5, ne sont autorisées, en liaison avec une option de remboursement anticipé, que si elles interviennent au minimum dix ans après la date d'émission et si elles n'entraînent pas, par rapport au taux initial, une augmentation dépassant, à la discrétion de l'autorité de contrôle nationale :

– soit 100 points de base, déduction faite de la marge de contrat d'échange (*swap spread*) entre l'index initial et l'index après majoration ;

– soit 50 % de la marge de crédit initiale, déduction faite de la marge de contrat d'échange (*swap spread*) entre l'index initial et l'index après majoration.

7. Les conditions attachées à l'instrument ne devraient pas prévoir plus d'une majoration de taux pendant la durée de vie de l'instrument. La marge de contrat d'échange est à considérer à compter de la date de détermination du taux et devrait refléter la différence à cette date entre le titre ou taux de référence initial et le titre ou taux de référence majoré.

8. Les autorités de contrôle nationales entendent que les banques respectent les ratios de fonds propres minimaux de Bâle sans recourir de manière excessive à des instruments novateurs, notamment ceux assortis d'un coupon ajustable. En conséquence, le total des émissions d'actions non ordinaires de catégorie 1 assorties de caractéristiques explicites — autres qu'une simple option de remboursement anticipé — pouvant conduire à un remboursement de l'instrument est limité — à l'émission — à 15 % des fonds propres consolidés de catégorie 1 de la banque.

9. Tout instrument autorisé ou émis selon la réglementation nationale des fonds propres de catégorie 1 en vigueur et qui ne pourrait plus y figurer selon l'interprétation ci-dessus bénéficiera d'une clause d'antériorité ; la même clause s'appliquera aux émissions de tels instruments au-delà de la limite de 15 %.

10. Cette interprétation sera réexaminée dans le cadre d'un effort plus large déjà en cours pour réévaluer le présent dispositif de détermination du caractère adéquat des fonds propres des banques. À cet égard, le Comité se réserve toute latitude pour apporter des modifications à cette interprétation.

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 octobre 1998

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 172 – octobre 1998

Direction de la Conjoncture
(Tél. : 01 42 92 29 18 – Télécopie : 01 42 92 49 10)

Cahier des titres de créances négociables – septembre 1998

Direction des Marchés de capitaux
(Tél. : 01 42 92 41 71 – Télécopie : 01 42 92 41 92)

National Credit and Securities Council – Annual Report 1997 – Overview

Secrétariat général du Conseil national du crédit et du titre (CNCT)
(Tél. : 01 42 92 27 10 – Télécopie : 01 42 92 27 52)
Prix du numéro : FRF 250 TTC

Bulletin de la Commission bancaire – n° 18 – avril 1998

Secrétariat général de la Commission bancaire
(Tél. : 01 42 92 57 45 – Télécopie : 01 42 92 59 57)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Livre blanc du secteur financier – Le passage à l'an 2000 – Situation à juillet 1998

Secrétariat général de la Commission bancaire,
Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie,
et Commission des opérations de bourse
(Tél. : 01 42 92 57 45 – Télécopie : 01 42 92 59 57)
Prix du numéro : FRF 100 TTC

Tendances régionales Bourgogne – octobre 1998

Le négoce – Eleveur de vins en Bourgogne – Année 1997

Banque de France de Beaune
Secrétariat aux affaires régionales de Bourgogne
(Tél. : 03 80 50 41 53 – Télécopie : 03 80 40 41 98)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

2. Contributions à des publications extérieures

La question du maintien des plus petites succursales n'est pas posée

Entretien avec Denis Ferman, premier sous-gouverneur
(*La Tribune* – 27 octobre 1998)

La place de Target dans le système de paiement de gros montant

par Yvon Lucas, directeur des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échanges
(*Banque Stratégie* – n° 153 – octobre 1998)

Les banques – Nouveaux enjeux, nouvelles stratégies

par Dominique Plihon, chargé de mission à la Commission bancaire
(*Notes et études documentaires* – n° 5078 – septembre 1998)

Le gouverneur de la Banque de France ne cédera pas aux pressions sur la baisse des taux

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
(*Le Journal du Dimanche* – 15 novembre 1998)

3. Communications des responsables de la Banque de France

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,
sur RTL, le 30 octobre 1998

La mise en place de la Banque centrale européenne

Audition de Jean-Claude Trichet, gouverneur,
devant la délégation de l'Assemblée nationale pour l'Union européenne,
à Paris, le 29 octobre 1998²

² Texte publié intégralement dans ce *Bulletin*