

**BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 60**

**DÉCEMBRE 1998**

## ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

### La situation économique de la France

#### *La conjoncture économique en novembre*

En novembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a progressé dans tous les secteurs. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est inscrit en très légère baisse.

La demande globale s'est renforcée au cours du mois. Sur le marché intérieur, la demande a été ferme dans l'industrie automobile et le secteur des biens de consommation ; elle a augmenté dans les biens d'équipement et peu varié dans les biens intermédiaires. Le dynamisme des marchés européen et américain a permis de stabiliser, dans l'ensemble, la demande étrangère ; toutefois, les ordres sont, la plupart du temps, fractionnés et assortis de délais très courts.

Les carnets de commandes, qui se sont étoffés dans le secteur des biens de consommation, sont toujours bien garnis. Les stocks ont, dans l'ensemble, peu varié et se situent à un niveau légèrement supérieur à la normale ; ils se sont quelque peu allégés dans les biens de consommation.

Au cours des prochains mois, une progression de l'activité est attendue dans la quasi-totalité des secteurs.

Les prix des matières premières ont diminué. Ces baisses ont été répercutées sur les prix des produits finis, qui ont poursuivi leur repli au cours du mois, notamment dans certaines branches des biens intermédiaires et des biens d'équipement.

La réalisation des programmes d'investissements pour l'année 1998 a, dans l'ensemble, été conforme aux prévisions. Pour 1999, les budgets, actuellement en cours de préparation, tendent à privilégier le renouvellement des équipements en place et l'augmentation de la productivité.

L'activité commerciale, en dépit d'un repli en novembre, est en progression sur un an.

Les effectifs permanents, globalement stables dans l'industrie, le commerce et le bâtiment, progressent légèrement dans les services marchands. Les négociations en vue de la réduction du temps de travail se développent progressivement.

#### *La balance des paiements en septembre*

En données FAB-FAB cvs, le commerce extérieur dégage, en septembre, un excédent de 21 milliards de francs, très supérieur à celui du mois précédent (13 milliards) et largement au-dessus de la moyenne des six derniers mois (14,4 milliards). En cumul sur les neuf premiers mois de l'année, il s'établit à 125 milliards de francs, contre 121,3 milliards pour la période correspondante de 1997.

L'excédent du compte des transactions courantes, dans un contexte de ralentissement du rythme de croissance des échanges de biens et services, s'est sensiblement élargi par rapport à celui du mois d'août, tant en données brutes (24,1 milliards de francs, contre 9,5 milliards) qu'en données cvs (19,6 milliards, au lieu de 13,6 milliards). Cette évolution provient essentiellement des échanges de biens, le solde des autres rubriques demeurant à un niveau équivalent d'un mois à l'autre. Sur neuf mois, l'excédent atteint 171,8 milliards de francs, contre 164,2 milliards à fin septembre 1997.

*Le compte financier*, hors avoirs de réserve, s'est soldé en septembre par des sorties de capitaux à hauteur de 37,2 milliards de francs, en hausse sensible par rapport au mois précédent ; ce résultat a été enregistré à la suite, notamment, d'une réduction marquée des achats de titres français par des non-résidents, les résidents réduisant également, mais dans de moindres proportions, leurs acquisitions nettes de titres étrangers. Les *investissements directs* ont donné lieu à des sorties nettes de 15,8 milliards de francs, contre des entrées nettes de 5,4 milliards au mois d'août. Les *investissements de portefeuille* ont également été à l'origine de sorties nettes importantes, s'élevant à 38,9 milliards de francs (produits financiers dérivés inclus), contre 20,3 milliards le mois précédent, tandis que les *autres investissements* ont été à l'origine d'entrées nettes pour 17,6 milliards de francs, l'augmentation des engagements (101,5 milliards) ayant été partiellement compensée par la progression des créances (83,9 milliards). Les *avoirs de réserve* se sont accrus de 7,1 milliards de francs, portant à 72,1 milliards la progression enregistrée depuis le début de l'année.

## Les agrégats monétaires en octobre

Les moyens de paiement (*M1*) ont progressé de 0,8 % en octobre 1998, après + 0,1 % en septembre. Leur glissement annuel, qui s'est établi à + 8,4 %, après + 8,7 % en septembre, demeure soutenu, sous l'influence du faible coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction et du dynamisme de la demande intérieure. La croissance mensuelle des placements à vue (*M2 – M1*) s'est légèrement accélérée (+ 0,4 % en octobre, après + 0,2 % le mois précédent). *M2* a progressé de 0,6 % en octobre, comme en septembre, et a ainsi conservé un glissement annuel dynamique (+ 7,7 %, après + 8,0 % en septembre). Les placements à terme rémunérés à des taux indexés sur ceux du marché monétaire (*M3 – M2*) se sont accrus de 1,1 % en octobre (- 1,4 % en septembre) et ont retrouvé un glissement annuel positif (+ 0,8 %), pour la première fois depuis la fin 1995. *M3* a progressé de 0,7 % en octobre (après - 0,1 % en septembre) et de 5,3 % sur douze mois (+ 4,9 % à fin septembre). La progression annuelle des placements d'épargne contractuelle (*P1*) s'est légèrement renforcée (+ 7,3 %, après + 6,9 % en septembre), en raison d'un nouvel essor des plans d'épargne-logement. Au total, *M3 + P1* a augmenté de 5,9 % sur un an (+ 5,5 % à fin septembre).

L'*endettement intérieur total* a progressé de 4,7 % sur un an, comme à fin septembre. Le glissement annuel des crédits à l'économie a également été stable (+ 2,9 % en octobre, après + 2,8 % en septembre). Néanmoins, la croissance annuelle des crédits aux sociétés s'est de nouveau accélérée (+ 4,5 %, après + 4,1 % en septembre et + 2,0 % en août), dépassant ainsi celle des crédits aux ménages (+ 3,8 % en octobre, après + 3,9 % le mois précédent). Notamment, les crédits de trésorerie aux sociétés ont été très dynamiques. Les financements levés sur les marchés internes ont vu leur croissance ralentir (+ 6,0 % sur un an, après + 7,2 % en septembre), malgré un retour des sociétés non financières sur le marché des billets de trésorerie.

## Les marchés de change et de l'or en novembre

En novembre, le dollar a progressé face aux devises européennes et au yen, à la suite notamment de la stabilisation de la situation sur les marchés émergents d'Amérique latine. Le Système fédéral de réserve a réduit ses taux d'intérêt pour la troisième fois depuis la fin septembre, invoquant les tensions « inhabituelles » pesant sur les marché financiers. Le franc français a enregistré de faibles variations face aux principales monnaies européennes, divers indicateurs confirmant la bonne orientation de l'économie française.

## Les marchés de capitaux en novembre

Au cours du mois, les taux d'intérêt se sont d'abord montrés stables, voire en légère hausse sur les échéances supérieures à 3 mois, avant d'enregistrer une franche détente tout au long de la seconde quinzaine, dans un contexte marqué à la fois par la confirmation de la désinflation en Europe, un surcroît d'incertitudes quant aux perspectives de croissance et des anticipations de desserrement de la politique monétaire à plus ou moins brève échéance.

Après une phase marquée par une relative stabilité, puis une légère tendance haussière, les taux à court terme se sont nettement détendus, en liaison avec le renforcement des anticipations de baisse des taux directeurs du SEBC à l'horizon 1999. Ce renforcement s'est manifesté sous l'effet combiné du nouvel abaissement des taux directeurs américains (- 25 points de base) intervenu le 17 novembre, du net ralentissement de l'évolution des prix en France et en Allemagne, et de la révision à la baisse des prévisions de croissance mondiale établies par l'OCDE. Alors que le taux interbancaire à 3 mois retrouvait en fin de mois son niveau de la fin octobre, les taux à 6 mois et 1 an ont ainsi cédé 7 points de base, pour atteindre *in fine* respectivement 3,47 % et 3,44 %. La baisse concertée des taux directeurs décidée le 3 décembre par les banques centrales de la future zone euro a constitué une étape supplémentaire dans le processus conduisant à la prise en charge de la politique monétaire unique par le Système européen de banques centrales à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1999.

Après une brève phase de consolidation, les marchés obligataires se sont, eux aussi, détendus, le taux de l'emprunt d'État français à 10 ans revenant de 4,23 % le 30 octobre à 4,03 % le 30 novembre.

Dans ce contexte, les grandes places boursières se sont toutes inscrites en nette progression, dans le prolongement de leur reprise amorcée au début du mois d'octobre.

L'encours global des titres de créances négociables s'est élevé à 1 369,8 milliards de francs à la fin du mois de novembre, contre 1 325,4 milliards à fin octobre. Cette hausse a pour origine l'augmentation de l'encours des titres à court terme, avec une progression de 26,9 milliards de francs pour les certificats de dépôt, 1,5 milliard pour les bons des institutions et sociétés financières et 21,1 milliards pour les billets de trésorerie. Seul l'encours des bons à moyen terme négociables s'inscrit à l'inverse de cette tendance, avec une diminution de 5,1 milliards de francs.

Les taux de rendement relatifs aux titres émis à moins de 1 an révèlent une quasi-stabilité par rapport aux niveaux relevés à la fin du mois d'octobre, avec cependant une légère détente au cours de la dernière semaine pour les échéances courtes, qui ont été plus sollicitées. Sur le marché des bons à moyen terme, les taux ont enregistré un repli en fin de période, en liaison avec la baisse des taux observée sur le marché obligataire.

Enfin, l'ensemble du marché s'est caractérisé par un raccourcissement assez sensible des durées à l'émission des papiers. Après un mois d'octobre particulier dans ce domaine, pour des raisons de passage de fin d'année, il est revenu à des structures d'émissions plus proches de celles habituellement constatées.

Dans un contexte caractérisé par la poursuite de la baisse des taux à long terme, qui ont atteint leur plus bas niveau historique, le montant des émissions obligataires réglées en novembre a très légèrement progressé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte, notamment, d'une progression des émissions des résidents à l'international.

La Bourse de Paris a fortement progressé au cours du mois de novembre, l'indice CAC 40 gagnant 9,1 %. Cette évolution, comparable à celle de toutes les grandes places boursières, s'inscrit dans le prolongement de la reprise des cours amorcée au début du mois d'octobre. Durant la première quinzaine, la hausse des cours boursiers a été favorisée par la consolidation des marchés obligataires, alors que, durant la seconde, elle a été soutenue par la baisse des taux directeurs américains et par l'effet, sur les cours, des rapprochements d'entreprises.

## 2. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

### 2.1. La conjoncture économique en novembre 1998

#### Les indicateurs

En novembre, 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 baisse de 0,1 % le mois précédent. Sur un an, l'indice des prix à la consommation s'est accru de 0,2 % à 0,3 %, contre + 0,4 % en octobre.

D'après les premiers résultats publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut total a augmenté de 0,5 % en volume (aux prix de l'année 1980) au troisième trimestre 1998, après une progression de 0,7 % au premier trimestre et de 0,8 % au deuxième. Le glissement annuel du produit intérieur brut a atteint 2,8 % à la fin du troisième trimestre, contre + 3,3 % à la fin du deuxième. L'acquis de croissance du PIB à l'issue du troisième trimestre est de 2,9 % pour l'année 1998.

Sur les trois derniers mois (août à octobre 1998), le nombre de logements mis en chantier a progressé de 12,1 % par rapport à la période correspondante de 1997. Cette augmentation est due aussi bien aux logements individuels (+ 14,8 %) qu'aux logements collectifs (+ 7,9 %).

En octobre, la consommation des ménages en produits manufacturés a diminué de 0,7 %, après une hausse de 1,9 % en septembre. Limités au champ du commerce, les achats des ménages se sont accrus de 2,6 %, après une baisse de 0,4 % en septembre.

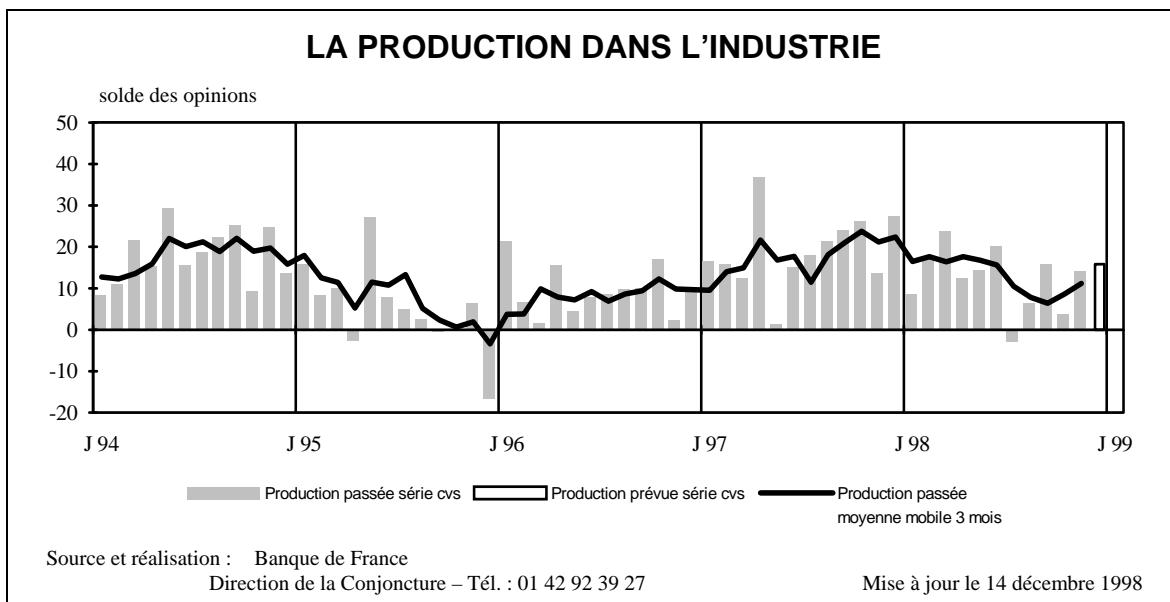
L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 0,5 % au cours du troisième trimestre 1998 (résultats définitifs) et s'est établi à 13 758 200 emplois, ce qui correspond à une création nette d'emplois de 64 600 postes, après + 67 100 le trimestre précédent. En glissement sur un an, 303 000 emplois ont été créés (soit + 2,3 %, après + 2,1 % le trimestre précédent).

En octobre, le nombre des demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1) a diminué de 9 200 personnes, atteignant 2 945 500, contre 2 954 700 en septembre ; 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 octobre, s'établissant à 3 433 600 personnes.

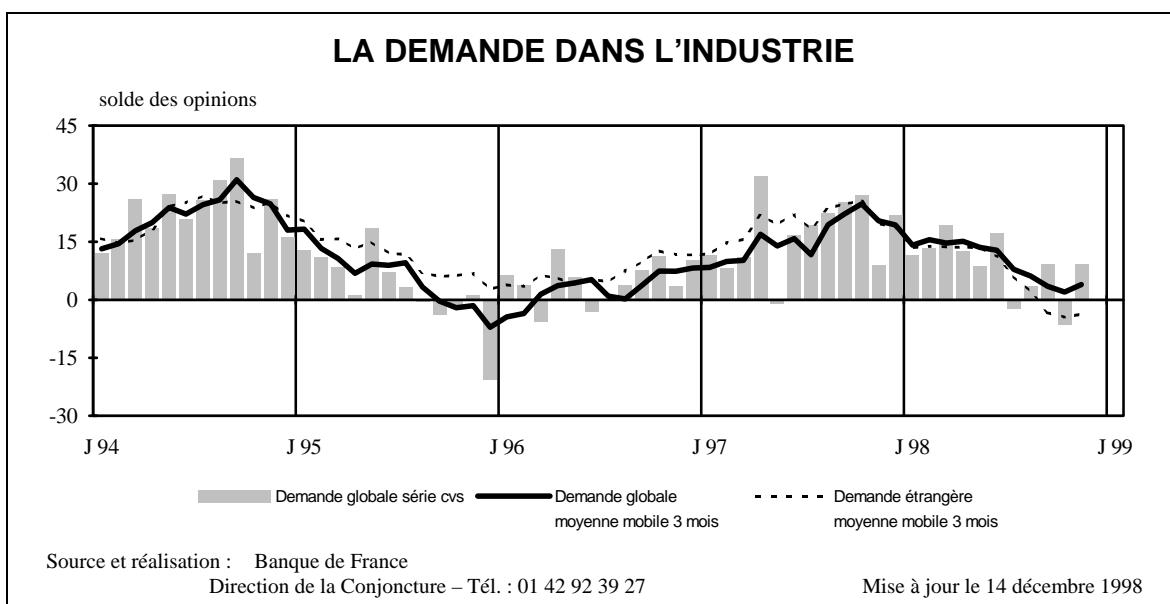
Le taux de chômage (au sens du BIT) s'est établi à 11,6 % de la population active (- 0,9 point sur un an).

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

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

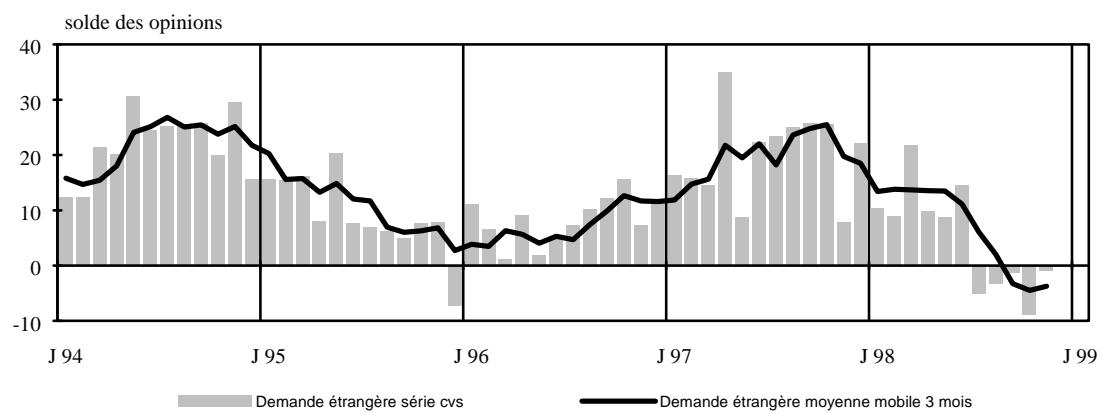


En novembre, selon les chefs d'entreprises interrogés par la Banque de France, l'*activité industrielle* a progressé dans tous les secteurs.



La *demande globale* s'est renforcée au cours du mois. Sur le marché intérieur, la demande a été ferme dans l'industrie automobile et le secteur des biens de consommation ; elle a augmenté dans les biens d'équipement et peu varié dans les biens intermédiaires. Le dynamisme des marchés européen et américain a permis de stabiliser, dans l'ensemble, la demande étrangère ; toutefois, les ordres sont, la plupart du temps, fractionnés et assortis de délais très courts.

## 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 14 décembre 1998

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



Source et réalisation : Banque de France

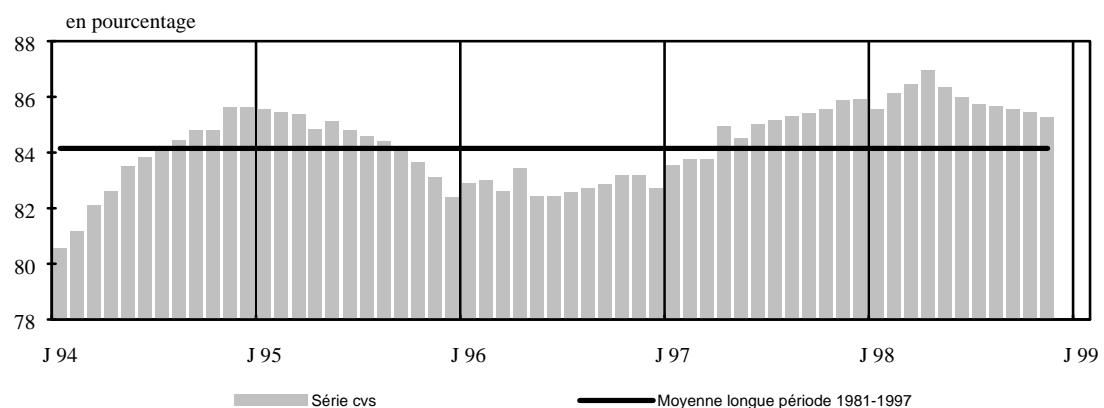
DIRECTION DE LA CONJONCTURE – TÉL. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 14 décembre 1998

Les carnets de commandes, qui se sont étoffés dans le secteur des biens de consommation, sont toujours jugés bien garnis. Les stocks ont, dans l'ensemble, peu varié et se situent à un niveau légèrement supérieur à la normale ; ils se sont quelque peu allégés dans les biens de consommation.

*Au cours des prochains mois, une progression de l'activité est attendue dans la quasi-totalité des secteurs.*

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

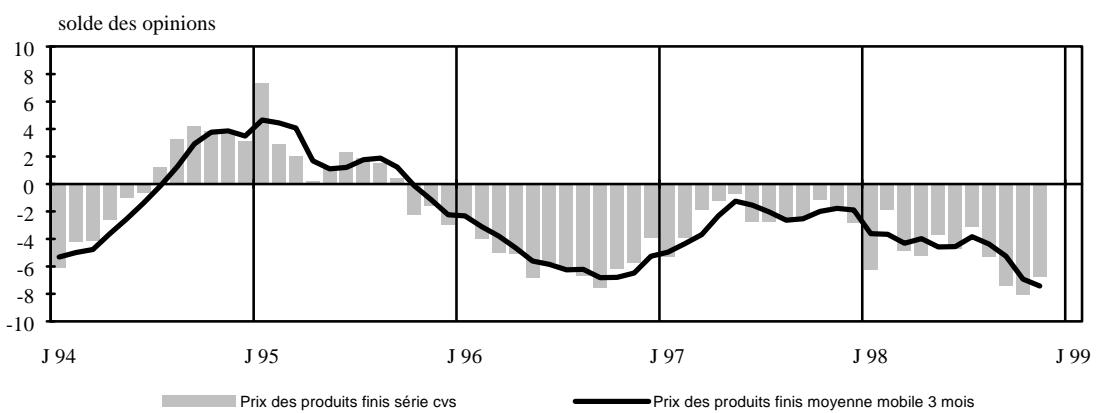


Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 14 décembre 1998

Le taux d'utilisation des capacités de production s'est inscrit en très légère baisse.

## LES PRIX DES PRODUITS FINIS (cvs)



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

Mise à jour le 14 décembre 1998

Les prix des matières premières ont diminué. Ces baisses ont été répercutées sur les prix des produits finis qui ont poursuivi leur repli au cours du mois. Des diminutions ont, notamment, été enregistrées dans certaines branches des biens intermédiaires et des biens d'équipement.

La réalisation des programmes d'investissements pour l'année 1998 a, dans l'ensemble, été conforme aux prévisions. Pour 1999, les budgets, actuellement en cours de préparation, tendent à privilégier le renouvellement des équipements en place et l'augmentation de la productivité.

L'activité commerciale, en dépit d'un repli en novembre, est en progression sur un an.

Les effectifs permanents, globalement stables dans l'industrie, le commerce et le bâtiment, progressent légèrement dans les services marchands. Les négociations en vue de la réduction du temps de travail se développent progressivement.

## 2.2. La balance des paiements en septembre 1998

Dans un contexte de ralentissement du rythme de croissance des échanges de biens et services (+ 7,2 % en recettes sur neuf mois, contre + 8,0 % sur huit mois, et + 7,8 % en dépenses, contre + 8,8 %), il est à noter, en septembre, un élargissement sensible de l'excédent du compte de transactions courantes par rapport au mois d'août, tant en données brutes (24,1 milliards de francs, contre 9,5 milliards) qu'en données cvs (19,6 milliards, au lieu de 13,6 milliards). Cette évolution provient essentiellement des échanges de biens, le solde des autres rubriques demeurant à un niveau équivalent d'un mois à l'autre. Sur neuf mois, l'excédent atteint 171,8 milliards de francs, contre 164,2 milliards à fin septembre 1997.

Le compte financier se solde, en septembre, par des sorties de capitaux en hausse sensible par rapport au mois précédent à la suite, notamment, d'une réduction marquée des achats de titres français par les non-résidents (8,8 milliards de francs, sous l'effet de 16,5 milliards de cessions d'actions, contre 42,3 milliards d'achats nets en août), les résidents réduisant également, mais dans de moindres proportions, leurs acquisitions nettes de titres étrangers (47,7 milliards de francs, contre 63,6 milliards le mois précédent). Par ailleurs, le volume des opérations d'investissements directs progresse sensiblement dans les deux sens, au contraire des « autres investissements » qui connaissent au niveau de chaque secteur un retournement du solde de leurs opérations.

Au total, au-delà de comportements variables au mois le mois, les tendances affectant le compte financier depuis le début de l'année s'accentuent. Cela concerne autant le comportement de placement des non-résidents, dont les investissements directs et les investissements de portefeuille en France ont, respectivement, progressé de 25 % et presque triplé d'une année à l'autre, que celui des résidents, qui ont acquis sur cette période près de 580 milliards de francs de titres étrangers, soit l'équivalent de 0,7 % de la richesse nationale — encours financiers du tableau des opérations financières (TOF) 1997 —, et accru leurs investissements directs de 38,0 %.

<b>BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE</b>								
	(données brutes – en millions de francs)							
	Année 1997 (a)	Année 1996 (a)	Juin 1998 (b)	Juillet 1998 (c)	Août 1998 (c)	Septembre 1998 (c)	9 mois 1997 (a)	9 mois 1998 (c)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES ....</b>								
<i>Biens</i> .....	<b>230 117</b>	<b>104 984</b>	<b>14 827</b>	<b>22 734</b>	<b>9 472</b>	<b>24 071</b>	<b>164 170</b>	<b>171 840</b>
<i>Services</i> .....	<i>164 298</i>	<i>76 515</i>	<i>12 547</i>	<i>18 737</i>	<i>3 949</i>	<i>17 160</i>	<i>112 592</i>	<i>118 125</i>
<i>Autres biens et services</i> .....	<i>102 623</i>	<i>77 281</i>	<i>11 828</i>	<i>10 938</i>	<i>8 604</i>	<i>8 742</i>	<i>79 490</i>	<i>78 502</i>
<i>Total « Biens et services »</i> .....	<b>266 921</b>	<b>159 761</b>	<b>24 375</b>	<b>29 675</b>	<b>12 553</b>	<b>25 902</b>	<b>192 082</b>	<b>196 627</b>
<i>Revenus</i> .....	<i>19 161</i>	<i>- 10 019</i>	<i>- 3 889</i>	<i>- 3 779</i>	<i>4 439</i>	<i>4 247</i>	<i>8 294</i>	<i>10 620</i>
<i>Transferts courants</i> .....	<i>- 55 965</i>	<i>- 44 758</i>	<i>- 5 659</i>	<i>- 3 162</i>	<i>- 7 520</i>	<i>- 6 078</i>	<i>- 36 206</i>	<i>- 35 407</i>
<b>COMPTE DE CAPITAL</b> .....	<b>8 564</b>	<b>6 295</b>	<b>329</b>	<b>518</b>	<b>436</b>	<b>759</b>	<b>7 417</b>	<b>4 736</b>
<b>COMPTE FINANCIER</b> .....	<b>- 264 400</b>	<b>- 115 872</b>	<b>9 900</b>	<b>- 3 708</b>	<b>- 1 799</b>	<b>- 44 301</b>	<b>- 163 828</b>	<b>- 176 357</b>
<i>Investissements directs</i> .....	<i>- 72 436</i>	<i>- 43 275</i>	<i>7 254</i>	<i>- 3 958</i>	<i>2 566</i>	<i>- 15 810</i>	<i>- 16 367</i>	<i>- 35 352</i>
– Français à l'étranger .....	<i>- 207 688</i>	<i>- 155 615</i>	<i>- 6 114</i>	<i>- 14 548</i>	<i>- 4 285</i>	<i>- 28 513</i>	<i>- 114 573</i>	<i>- 158 682</i>
– Étrangers en France .....	<i>135 252</i>	<i>112 340</i>	<i>13 368</i>	<i>10 590</i>	<i>6 851</i>	<i>12 703</i>	<i>98 206</i>	<i>123 330</i>
<i>Investissements de portefeuille</i> .....	<i>- 149 078</i>	<i>- 308 995</i>	<i>- 58 257</i>	<i>47 660</i>	<i>- 20 325</i>	<i>- 38 959</i>	<i>- 197 719</i>	<i>- 272 097</i>
– Avoirs .....	<i>- 415 255</i>	<i>- 271 414</i>	<i>- 94 563</i>	<i>5 686</i>	<i>- 63 588</i>	<i>- 47 747</i>	<i>- 320 975</i>	<i>- 579 393</i>
– Engagements.....	<i>266 177</i>	<i>- 37 581</i>	<i>36 306</i>	<i>41 974</i>	<i>43 263</i>	<i>8 788</i>	<i>123 256</i>	<i>307 296</i>
<i>Autres investissements</i> .....	<i>- 8 607</i>	<i>237 627</i>	<i>66 529</i>	<i>- 40 575</i>	<i>23 181</i>	<i>17 617</i>	<i>70 901</i>	<i>203 214</i>
– Avoirs .....	<i>- 304 794</i>	<i>136 858</i>	<i>11 118</i>	<i>34 557</i>	<i>- 59 275</i>	<i>- 83 899</i>	<i>- 134 871</i>	<i>- 99 209</i>
– Engagements.....	<i>296 187</i>	<i>100 769</i>	<i>55 411</i>	<i>- 75 132</i>	<i>82 456</i>	<i>101 516</i>	<i>205 772</i>	<i>302 423</i>
<i>Avoirs de réserve</i> .....	<i>- 34 279</i>	<i>- 1 229</i>	<i>- 5 626</i>	<i>- 6 835</i>	<i>- 7 221</i>	<i>- 7 149</i>	<i>- 20 643</i>	<i>- 72 122</i>
<b>ERREURS ET OMISSIONS NETTES...</b>	<b>25 719</b>	<b>4 593</b>	<b>- 25 056</b>	<b>- 19 544</b>	<b>- 8 109</b>	<b>19 471</b>	<b>- 7 759</b>	<b>- 219</b>
(a) Chiffres définitifs								
(b) Chiffres semi-définitifs								
(c) Chiffres provisoires								
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85						Mise à jour le 3 décembre 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)	Août 1998 (b)	Septembre 1998 (b)	9 mois 1997 (a)	9 mois 1998 (b)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES...</b>	<b>230 117</b>	<b>104 984</b>	<b>9 472</b>	<b>24 071</b>	<b>164 170</b>	<b>171 840</b>
Biens.....	<b>164 298</b>	<b>76 515</b>	<b>3 949</b>	<b>17 160</b>	<b>112 592</b>	<b>118 125</b>
Marchandises générales.....	<i>154 741</i>	<i>65 853</i>	<i>3 538</i>	<i>16 480</i>	<i>105 445</i>	<i>112 159</i>
Services .....	<b>102 623</b>	<b>77 281</b>	<b>8 604</b>	<b>8 742</b>	<b>79 490</b>	<b>78 502</b>
Transports .....	- 2 158	- 2 306	- 675	430	- 1 654	432
– Transports maritimes.....	- 7 852	- 6 082	- 549	- 591	- 5 804	- 5 833
– Transports aériens .....	- 285	- 1 811	- 660	223	- 158	- 815
– Autres .....	5 979	5 587	534	798	4 308	7 080
Voyages.....	66 732	54 287	5 967	6 673	52 524	55 524
Autres services aux entreprises.....	32 742	21 216	2 382	1 822	24 023	20 320
Services personnels, culturels et récréatifs .....	- 2 379	- 2 139	- 6	- 257	- 1 637	- 1 890
Autres biens et services .....	<b>0</b>	<b>5 965</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Total « Biens et services ».....	<b>266 921</b>	<b>159 761</b>	<b>12 553</b>	<b>25 902</b>	<b>192 082</b>	<b>196 627</b>
Revenus.....	<b>19 161</b>	<b>- 10 019</b>	<b>4 439</b>	<b>4 247</b>	<b>8 294</b>	<b>10 620</b>
Transferts courants .....	<b>- 55 965</b>	<b>- 44 758</b>	<b>- 7 520</b>	<b>- 6 078</b>	<b>- 36 206</b>	<b>- 35 407</b>
dont : Secteur des administrations publiques .....	- 46 836	- 40 301	- 7 210	- 5 561	- 29 239	- 28 862
<b>COMPTE DE CAPITAL.....</b>	<b>8 564</b>	<b>6 295</b>	<b>436</b>	<b>759</b>	<b>7 417</b>	<b>4 736</b>
dont : Acquisitions d'actifs non financiers.....	- 128	- 94	- 25	- 13	47	- 289

(données cvs-cjo – en millions de francs)

	Année 1997 (a)	Année 1996 (a)	Août 1998 (b)	Septembre 1998 (b)	9 mois 1997 (a)	9 mois 1998 (b)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES...</b>	<b>228 525</b>	<b>105 033</b>	<b>13 556</b>	<b>19 642</b>	<b>160 925</b>	<b>168 761</b>
Biens.....	<b>163 795</b>	<b>78 048</b>	<b>9 057</b>	<b>21 794</b>	<b>119 304</b>	<b>124 644</b>
Marchandises générales.....	<i>154 023</i>	<i>67 513</i>	<i>8 573</i>	<i>20 926</i>	<i>112 387</i>	<i>119 215</i>
Services .....	<b>101 261</b>	<b>77 004</b>	<b>8 647</b>	<b>7 667</b>	<b>77 304</b>	<b>76 835</b>
Transports .....	- 2 174	- 2 388	- 800	239	- 1 865	378
– Transports maritimes.....	- 7 802	- 6 027	- 658	- 578	- 5 943	- 5 954
– Transports aériens .....	- 417	- 1 838	- 596	- 221	120	- 287
– Autres .....	6 095	5 599	524	1 147	4 423	7 156
Voyages .....	66 189	54 187	6 281	6 585	49 234	52 264
Autres services aux entreprises .....	32 511	21 021	2 559	1 820	25 353	21 715
Revenus.....	<b>21 326</b>	<b>- 9 250</b>	<b>2 430</b>	<b>2 150</b>	<b>10 862</b>	<b>15 826</b>
Rémunération des salariés.....	10 853	10 652	755	784	7 942	7 810
Revenus des investissements .....	10 623	- 19 913	1 771	1 494	3 308	8 537
– Revenus des investissements directs.....	22 715	32 263	8 901	4 601	29 394	32 607
– Revenus des investissements de portefeuille.....	- 48 067	- 65 117	- 1 491	- 1 414	- 38 653	- 27 430
– Autres revenus des investissements .....	23 193	20 559	- 844	687	16 205	17 470
Transferts courants .....	<b>- 55 326</b>	<b>- 45 532</b>	<b>- 7 944</b>	<b>- 7 535</b>	<b>- 38 872</b>	<b>- 36 239</b>
dont : Secteur des administrations publiques .....	- 45 005	- 40 677	- 7 704	- 7 114	- 31 913	- 28 776

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 3 décembre 1998

## 2.2.1. Les transactions courantes

L'excédent des transactions courantes s'accroît fortement au mois de septembre, à + 24,1 milliards de francs en données brutes (+ 19,6 milliards en données cvs), après un point bas au mois d'août (+ 9,5 milliards en brut et + 13,6 milliards en cvs). Si les contributions des services et des revenus sont similaires à celles déjà enregistrées au mois d'août, l'amélioration est avant tout liée à de fortes recettes du commerce extérieur. En effet, le solde de biens atteint + 17,2 milliards de francs en données brutes (+ 21,8 milliards en cvs), après + 4 milliards en août (+ 9,1 milliards en cvs).

Sur les neuf premiers mois de l'année, le solde cumulé des transactions courantes en données brutes atteint + 171,8 milliards de francs, contre + 164,2 milliards sur la période correspondante de 1997. Les dépenses progressent à un rythme sensiblement plus soutenu que les recettes (9,0 %, contre 8,6 %). Le taux de couverture des dépenses par les recettes de transactions courantes passe, sur les neuf premiers mois de l'année, de 109,5 % à 108,9 %.

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

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

Le commerce extérieur enregistre, en septembre, un excédent de 21 milliards de francs en données cvs, très supérieur à celui du mois précédent (+ 13 milliards) et largement au-dessus de la moyenne des six derniers mois (+ 14,4 milliards). Les importations poursuivent leur érosion déjà notée depuis le mois de juin. Pour sa part, la hausse marquée des exportations en septembre (154,7 milliards de francs, contre 147,9 milliards en août, soit + 4,6 %) permet une stabilisation des livraisons sur la même période.

Le rebond des exportations s'explique, pour l'essentiel, par les biens d'équipement professionnels.

L'excédent bilatéral avec l'Union européenne progresse, celui enregistré avec les pays hors OCDE se maintient, alors que le déficit des échanges avec les pays de l'OCDE se résorbe.

Sur les neuf premiers mois de l'année, l'excédent cumulé s'établit ainsi à 125 milliards de francs, contre + 121,3 milliards sur la période correspondante de 1997.

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

– L'excédent avec les *pays de l'Union européenne* progresse de plus de 1,9 milliard de francs (8,2 milliards, contre 6,3 milliards en août), sous l'effet conjugué du dynamisme des exportations (+ 1,1 %) et du repli des importations (- 1,1 %). La progression des ventes touche particulièrement le *Danemark*, l'*Espagne* et les *Pays-Bas*. Les importations ont surtout diminué en provenance de l'*Italie*, de l'*UEBL* et de l'*Allemagne*, rendant les échanges avec ce dernier pays excédentaires de 1,1 milliard de francs. En revanche, l'évolution des échanges avec le *Royaume-Uni*, caractérisée par une baisse des ventes parallèlement à l'augmentation des importations, illustre le ralentissement de l'activité qui touche son économie.

– Le déficit avec les *autres pays de l'OCDE* se réduit fortement (- 0,5 milliard de francs, contre - 3,5 milliards en août) et constitue le meilleur résultat enregistré depuis décembre 1993. À cet égard, l'évolution des échanges avec les *États-Unis*, caractérisée par la forte reprise des ventes aéronautiques et l'exportation d'un satellite, est prépondérante. En outre, l'excédent avec la *Suisse* s'élargit en raison de l'augmentation des ventes aéronautiques et d'électricité. En revanche, le déficit avec le *Japon* se maintient à 2,6 milliards de francs, après le tassement des ventes observé au mois d'août.

– L'excédent avec la *zone hors OCDE* demeure proche de celui du mois précédent. Malgré une reprise des importations, le solde des échanges avec les *pays d'Asie à économie en développement rapide* devient excédentaire, en raison d'une forte progression des exportations (+ 17,3 %). Avec les *pays de l'Est*, en raison de la crise, le solde devient déficitaire pour la première fois depuis décembre 1996, les achats progressant fortement parallèlement à une baisse des ventes, en particulier dans le secteur des biens de consommation et de l'équipement professionnel. Enfin, l'excédent avec les *pays d'Afrique* et la zone « *reste du monde* » baisse légèrement.

## Évolution par produits

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

En plus du maintien des exportations courantes à un niveau soutenu, le mois de septembre a bénéficié d'une conjonction de plusieurs facteurs favorables tels que la réalisation de grands contrats militaires, d'importantes ventes aéronautiques et du lancement de deux satellites.

– Si les importations de *biens d'équipement professionnels* progressent de 2,3 %, à 39,7 milliards de francs, retrouvant ainsi, après le creux de l'été, leur niveau moyen du premier semestre, les exportations atteignent des montants jusqu'à présent inégalés (50,5 milliards de francs), dépassant le niveau record enregistré en juin 1998. Outre un bon courant de livraisons en électronique professionnelle, notamment à destination de Taïwan, les exportations ont bénéficié à la fois de ventes importantes d'Airbus, d'une exportation de satellite vers les États-Unis, ainsi que de la comptabilisation d'un vol porteur de deux autres satellites, intervenant après deux mois sans lancement.

– Après le tassement enregistré en août, les exportations de *biens intermédiaires* retrouvent le niveau moyen de ces six derniers mois (32,6 milliards de francs) sans, toutefois, atteindre le montant moyen élevé du premier trimestre (34,3 milliards). En revanche, les achats s'avèrent relativement stables depuis près d'un an, autour de 34,5 milliards de francs.

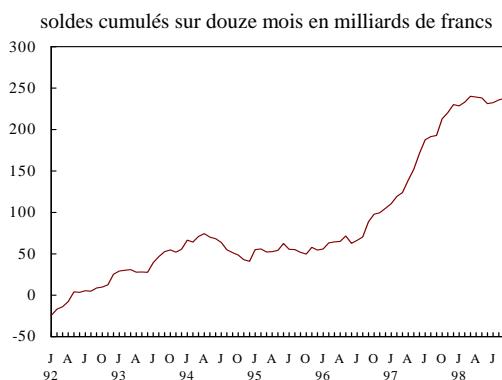
– Après le pic exceptionnel du mois d'août, l'excédent automobile renoue avec la tendance à la baisse observable depuis bientôt un an, résultant de l'amélioration, très nette depuis le mois de juin, du marché automobile français et des importations qui l'accompagnent, et de la stabilité des exportations, le dynamisme du marché allemand relayant depuis trois mois le recul des ventes à l'Italie. Alors que les importations de *biens électroménagers* continuent de ralentir progressivement, les exportations enregistrent une baisse de plus de 10 %, notamment sur le marché russe, creusant de nouveau légèrement le déficit, après une amélioration en août. Enfin, à la suite du repli des achats d'environ 1 milliard de francs, le solde des *biens de consommation* redevient positif (+ 0,1 milliard) pour la deuxième fois depuis trois ans.

– La baisse des achats permet à l'excédent *agro-alimentaire* de se renforcer quelque peu, malgré une contraction importante des exportations de produits agricoles, après le retour à la normale des ventes de colza. Globalement, le secteur souffre depuis plusieurs mois d'un recul des exportations de viande, renforcé depuis deux mois par l'effondrement du marché russe.

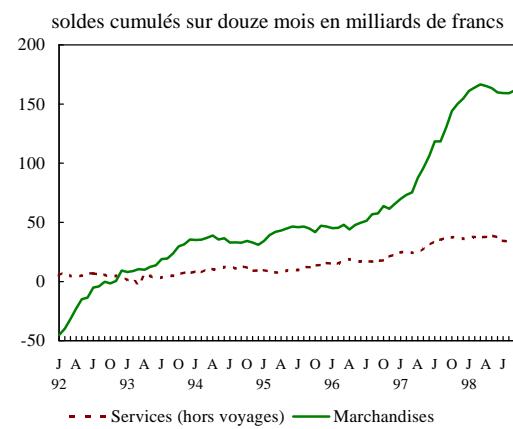
– On observe une poursuite de la baisse des importations et des exportations d'*énergie*.

## BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

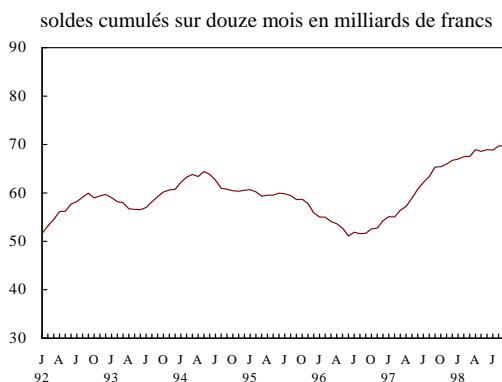
### Transactions courantes



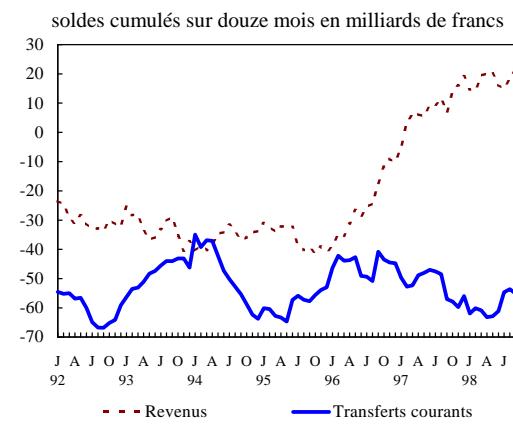
### Marchandises et services (hors voyages)



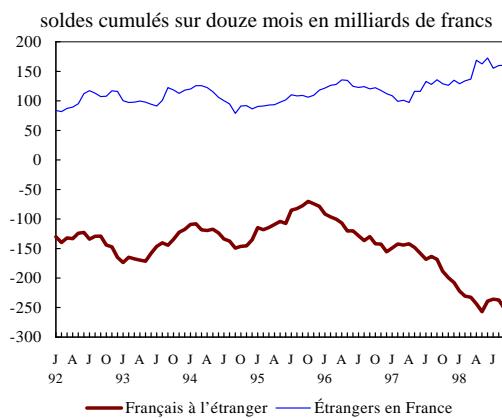
### Voyages



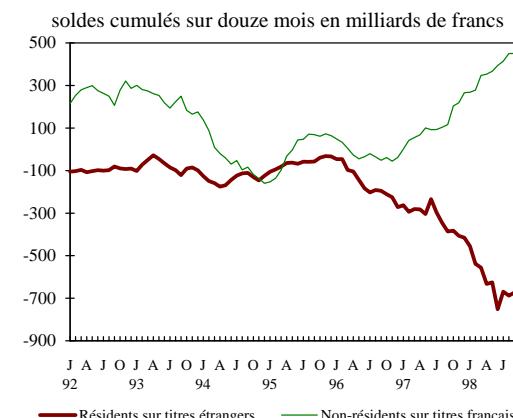
### Autres lignes des transactions courantes



### 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 3 décembre 1998

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

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

La forte progression des biens, à + 21,8 milliards de francs, après + 9,1 milliards en août, reflète la bonne tenue du commerce extérieur. Le cumul des neuf premiers mois de l'année ressort ainsi à 124,6 milliards de francs, contre 119,3 milliards sur la période correspondante de 1997. Sur l'ensemble de la période, les recettes croissent à un rythme sensiblement inférieur à celui des dépenses (+ 8,0 %, contre + 8,3 %) ; toutefois, compte tenu des masses, l'excédent cumulé dépasse encore celui de 1997.

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

À 7,7 milliards de francs, l'excédent des services se contracte très légèrement par rapport au mois d'août (8,6 milliards), principalement en raison du négoce international. Cette évolution, qui masque néanmoins la bonne orientation de certaines autres lignes des services, tels que les voyages, la coopération technique et les services de construction, porte le solde cumulé sur les neuf premiers mois de l'année à 76,8 milliards de francs, contre 77,3 milliards pour la période correspondante de 1997.

Sur l'ensemble de la période, les recettes des services progressent de 4,3 %, tandis que les dépenses augmentent de + 5,6 %.

– Par contraste avec les trois mois précédents, au cours desquels des excédents substantiels avaient été enregistrés, les services de *négoce international* sont à l'équilibre et ressortent sur les neuf premiers mois de l'année à + 12 milliards de francs, contre + 17,5 milliards pour la période correspondante de 1997, année exceptionnellement favorable à l'ensemble des secteurs traditionnels du négoce (pétrole, céréales, automobiles et Airbus). Sur une perspective de moyen terme, les résultats de l'année 1997, à 21,3 milliards de francs, apparaissent également atypiques, après une année 1996 qui avait enregistré un excédent moitié moindre (+ 10,8 milliards).

– L'excédent des *voyages*, à 6,6 milliards de francs, après 6,3 milliards en août, confirme les bons résultats de l'année 1998. Le solde cumulé ressort à 52,3 milliards de francs (contre 49,2 milliards pour la période correspondante de 1997), malgré un rythme plus soutenu des dépenses (+ 9,6 %) que des recettes (+ 7,9 %).

– Le poste des *services divers aux entreprises*, principalement composé par la coopération technique, enregistre un excédent de 1,8 milliard de francs, contre 2,6 milliards en août, principalement en raison du raffermissement des dépenses de services de conseil et d'ingénierie techniques. Toutefois, pour les neuf premiers mois de l'année, le solde cumulé dépasse sensiblement celui de 1997 (+ 12,8 milliards de francs, contre + 12,3 milliards).

– Les *services de construction*, en septembre comme au cours des mois précédents, enregistrent des recettes d'un niveau élevé, avec un excédent mensuel de 1,3 milliard de francs, qui porte le cumul des neuf premiers mois de l'année à + 9,7 milliards, après + 9,2 milliards pour la période correspondante de 1997. Le démarrage de nombreux chantiers à l'étranger au cours de l'année a ainsi contribué à engranger des recettes d'un montant de 21,2 milliards de francs, après 16 milliards pour la période correspondante de 1997. La nécessité de déléguer des travaux à des firmes co-contractantes sur place explique, pour une large part, le haut niveau des dépenses.

– Après quatre mois de déficits successifs, les services de *transports* enregistrent une quasi-stabilisation, à + 0,2 milliard de francs, résultat imputable, en particulier, aux échanges de services sur les autres transports. L'amélioration est due, notamment, aux transports ferroviaires, dont le redressement des recettes à l'exportation se confirme et aux services de mise sur orbite des satellites. Pour les neuf premiers mois de l'année, l'ensemble des transports ressort en léger excédent de 0,4 milliard de francs, contre - 1,9 milliard pour la période correspondante de 1997.

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

À + 2,2 milliards de francs, le solde des *revenus* apparaît légèrement en recul par rapport au résultat d'août (+ 2,4 milliards).

– Les *revenus des investissements directs* enregistrent un net repli, à + 4,6 milliards de francs, après un mois d'août atypique (+ 8,9 milliards), au cours duquel avait été observé un rapatriement exceptionnel de dividendes. Ainsi, après des recettes de 10,6 milliards de francs en août, le flux entrant à ce titre ne ressort plus qu'à 5,5 milliards. En cumul sur les neuf premiers mois de l'année, l'excédent des revenus des investissements directs est de 32,6 milliards de francs, contre 29,4 milliards sur la période correspondante de 1997, principalement en raison de bons résultats réalisés par les filiales étrangères en 1998.

– Les *revenus sur les investissements de portefeuille* réalisent en septembre un résultat pratiquement similaire à celui du mois d'août (- 1,4 milliard de francs, après - 1,5 milliard), avec une augmentation des décaissements de coupons par les banques et une augmentation des recettes sur les intérêts et dividendes tous secteurs institutionnels confondus. Sur les neuf premiers mois de l'année, le solde cumulé ressort ainsi à - 27,4 milliards de francs, contre - 38,7 milliards pour la période correspondante de 1997. La nette résorption du déficit est liée avant tout à une forte remontée des recettes, à 91,8 milliards de francs (59 milliards sur la période correspondante de 1997), principalement concentrée sur les intérêts et coupons perçus par les banques.

– Pour leur part, les *revenus des autres investissements* s'établissent à + 0,7 milliard de francs, après - 0,9 milliard de francs. Le retournement du solde s'explique par l'accroissement des recettes bancaires tirées des opérations avec les correspondants. Sur la période de janvier à septembre, le solde cumulé atteint ainsi 17,5 milliards de francs, contre 16,2 milliards sur la période correspondante de 1997.

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

À - 6,1 milliards de francs, le déficit s'atténue très sensiblement par rapport à août (- 7,5 milliards), en raison, notamment, des transferts financiers avec les institutions de l'Union européenne. En septembre, la perception des substantielles contributions européennes au titre du Feoga-garantie (4,8 milliards de francs, après 1,8 milliard) s'accompagne d'une stabilité des dépenses d'un mois à l'autre (7,7 milliards).

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

### *(en données brutes)*

L'excédent des transferts en capital s'accroît, à 0,8 milliard de francs, après 0,4 milliard en août, en raison de plus forts versements au titre de la formation brute de capital fixe du Feoga-garantie et du Feder. Ce résultat porte le solde cumulé de la ligne, sur les neuf premiers mois de l'année, à 4,7 milliards de francs, contre 7,4 milliards pour la période correspondante de 1997.

## **2.2.3. Le compte financier**

À l'encontre des évolutions enregistrées en juillet et en août, les flux financiers, hors avoirs de réserve, ont conduit à des sorties nettes importantes en septembre (37,2 milliards de francs). Ce résultat est consécutif à l'existence d'un solde déficitaire des investissements de portefeuille (- 39 milliards de francs) et des investissements directs (- 15,8 milliards), faiblement compensé par les entrées de capitaux liées aux autres investissements (17,6 milliards).

### *Investissements directs*

Les investissements directs (y compris les bénéfices réinvestis) ont donné lieu, en septembre 1998, à des sorties nettes de 15,8 milliards de francs, après des entrées de 5,4 milliards au mois d'août, conformément à la tendance habituelle où les flux de résidents vers l'étranger excèdent les flux de non-résidents vers la France.

Les flux nets d'*investissements français à l'étranger* ont, en effet, été plus importants qu'au cours de la moyenne des huit premiers mois de l'année, avec 28,5 milliards de francs en septembre, contre 4,3 milliards en août. L'importance de ce chiffre est imputable aux « autres opérations », qui atteignent 19,4 milliards de francs. Les opérations en capital social restent dans la moyenne des huit premiers mois de l'année, avec 7,9 milliards de francs.

Les flux nets d'*investissements étrangers en France* ont été également importants au cours du mois de septembre, avec 12,7 milliards de francs, mais semblent traduire une légère inflexion de tendance survenue au cours du trimestre. Si les « autres opérations » restent très élevées, avec 9,9 milliards de francs (soit trois fois le niveau d'août), les opérations en capital social marquent un très net ralentissement (2,5 milliards de francs, contre 3,2 milliards en août et 4 milliards en juillet), reflétant peut-être un certain attentisme de la part des investisseurs internationaux.

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

Les investissements de portefeuille ont été à l'origine de sorties nettes importantes en septembre 1998, qui se sont élevées à 38,9 milliards de francs (produits financiers dérivés inclus), contre 20,3 milliards au mois d'août.

Les résidents ont poursuivi leur courant d'*achats de titres étrangers* (pour 47,7 milliards de francs), contre 63,6 milliards en août. Dans un environnement de baisse générale de marchés d'actions sur la période, ils ont procédé, de façon modérée, à des achats d'actions pour 7 milliards de francs.

Les flux d'achats ont, en fait, été majoritairement concentrés sur les titres de dette, obligations et assimilés, d'une part, pour 26,6 milliards de francs, contre 45,9 milliards en août, et instruments du marché monétaire, d'autre part, pour 8,6 milliards, contre 15,8 milliards en août.

Les achats des non-résidents en *titres français* se sont taris, avec 8,8 milliards de francs de flux enregistrés en septembre, contre 43,2 milliards le mois précédent. Deux causes ont contribué à la forte diminution des flux : d'une part, la liquidation boursière du mois de septembre, fortement négative (- 13,05 %), avec des dégagements importants sur actions françaises (- 16,5 milliards de francs) ; d'autre part, un volume d'émissions obligataires réduit. Les acquisitions d'OAT ont également marqué le pas (13,2 milliards de francs), en raison du courant d'achat nourri de juillet-août (19,8 milliards et 23,1 milliards).

### ***Autres investissements***

En septembre 1998, les « autres investissements » ont été à l'origine d'entrées nettes de capitaux, à hauteur de 17,6 milliards de francs, l'augmentation des engagements (101,5 milliards) ayant été partiellement compensée par la progression des créances (83,9 milliards).

Le solde négatif des opérations du secteur bancaire (- 4,1 milliards de francs) résulte d'un accroissement simultané des créances (100,2 milliards) et des engagements (96,1 milliards) vis-à-vis des non-résidents. En créances, les prêts de francs des banques résidentes aux non-résidents ont été importants, atteignant 56 milliards de francs, tandis que les prêts en devises s'élevaient à 44,2 milliards. En engagements, en revanche, l'essentiel des opérations a été réalisé en devises (70,6 milliards de francs), dont les deux tiers environ en dollars.

Les flux financiers des autres secteurs ont donné lieu à des entrées de 13,5 milliards de francs, du fait notamment des liquidations d'avoirs des résidents à l'étranger.

### ***Avoirs de réserve***

En septembre 1998, les avoirs de réserve bruts ont enregistré une augmentation de 7,1 milliards de francs. Au total, sur les neuf premiers mois de l'année, ils se sont accrus de 72,1 milliards de francs.

### 3. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Les moyens de paiement ( $M1$ ) ont progressé de 0,8 % en octobre 1998, après + 1,0 % en septembre. Leur glissement annuel, qui s'est établi à + 8,4 %, après + 8,7 % en septembre, demeure soutenu, sous l'influence du faible coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction et du dynamisme de la demande intérieure. Les placements à vue ( $M2 - M1$ ) ont enregistré une légère accélération de leur croissance mensuelle (+ 0,4 % en octobre, après + 0,2 % le mois précédent).  $M2$  a progressé de 0,6 % en octobre comme en septembre et a ainsi conservé un glissement annuel dynamique (+ 7,7 %, après + 8,0 % en septembre). Les placements à terme rémunérés à des taux indexés sur ceux du marché monétaire ( $M3 - M2$ ) se sont accrus de 1,1 % en octobre (- 1,4 % en septembre) et ont retrouvé un glissement annuel positif (+ 0,8 %), pour la première fois depuis la fin 1995.  $M3$  a progressé de 0,7 % en octobre (après - 0,1 % en septembre), son glissement annuel atteignant + 5,3 % (+ 4,9 % à fin septembre). La progression annuelle des placements d'épargne contractuelle ( $P1$ ) s'est légèrement renforcée (+ 7,3 %, après + 6,9 % en septembre), en raison d'un nouvel essor des plans d'épargne-logement. Au total,  $M3 + P1$  a augmenté de 5,9 % sur un an (+ 5,5 % à fin septembre).

L'*endettement intérieur total* a progressé de 4,7 % sur un an, comme à fin septembre. Le glissement annuel des crédits à l'économie a également été stable (+ 2,9 % en octobre, après + 2,8 % en septembre). Néanmoins, la croissance annuelle des crédits aux sociétés s'est de nouveau accélérée (+ 4,5 %, après + 4,1 % en septembre et + 2,0 % en août), dépassant ainsi celle des crédits aux ménages (+ 3,8 % en octobre, après + 3,9 % le mois précédent). Notamment, les crédits de trésorerie aux sociétés ont été très dynamiques. Les financements levés sur les marchés internes ont vu leur croissance ralentir (+ 6,0 % sur un an, après + 7,2 % en septembre), malgré un retour des sociétés non financières sur le marché des billets de trésorerie.

## 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 OCTOBRE 1998			
M1 .....	1 901,6	0,8	8,4
M2 .....	3 665,8	0,6	7,7
M3 .....	5 549,6	0,7	5,3
AGRÉGATS DE PLACEMENT À FIN OCTOBRE 1998			
P1 .....	2 258,3	1,1	7,3
M3 + P1.....	7 807,9	0,8	5,9
AGRÉGATS DE FINANCEMENT À FIN OCTOBRE 1998			
Endettement intérieur total.....	11 778,6	1,0	4,7
dont : État.....	4 070,4		6,8
Crédits à l'économie (c) .....	6 596,5	0,8	2,9
ESTIMATION DES PRÊTS NOUVEAUX À FIN OCTOBRE 1998 (d) .....	–	–	5,4
(a) Calculée à partir des encours fin de mois cvs			
(b) Calculée à partir des encours fin de mois bruts			
(c) Distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents			
(d) Flux cumulés depuis le 1 <sup>er</sup> janvier Données portant sur un échantillon d'établissements de crédit			
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14	Mise à jour le 30 novembre 1998		

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

(à fin octobre 1998)

(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs		Variation sur 12 mois des encours fin de mois bruts		
		Octobre 1998	Septembre 1998	Octobre 1998	Décembre 1997	
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>						
<i>Billets et monnaies</i>						
	257,5	- 0,8	0,2	1,1	0,6	
<i>Dépôts à vue</i>	1 644,0	1,3	0,9	7,4	9,7	
<b>Total M1</b>	<b>1 901,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>6,5</b>	<b>8,4</b>	
M2 – M1	1 764,3	0,2	0,4	9,2	7,1	
<i>Livrets A</i>	695,2	- 0,3	- 0,6	3,0	2,0	
<i>Livrets bleus</i>	97,8	- 0,2	- 0,5	4,2	4,6	
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	168,5	0,4	0,4	5,5	5,6	
<i>Codevi</i>	227,2	0,0	- 0,4	8,1	7,3	
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	227,1	2,2	2,2	20,1	16,9	
<i>Livrets jeunes</i>	31,3			17,6	8,5	
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	317,2	- 0,1	2,6	24,2	13,9	
<b>Total M2</b>	<b>3 665,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>7,8</b>	<b>7,7</b>	
M3 – M2	1 883,8	- 1,4	1,1	- 8,2	0,8	
<i>Dépôts et TCN en devises</i>	161,0			4,3	26,5	
<i>Dépôts à terme (a)</i>	332,2	- 0,4	2,6	- 12,8	- 0,7	
<i>Bons de caisse et d'épargne</i>	144,4	- 1,0	- 1,8	- 3,8	- 13,8	
<i>Titres de créances négociables (b)</i>	296,0	- 0,9	- 3,0	2,8	- 6,1	
– Certificats de dépôt et BMTN	281,0			5,6	- 7,7	
– Bons et BMTN des ISF	14,9			- 39,0	36,9	
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	942,7	- 2,3	0,6	- 11,3	3,2	
<i>Parts de fonds communs de créances</i>	7,5					
<b>Total M3</b>	<b>5 549,6</b>	<b>- 0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>2,0</b>	<b>5,3</b>	
M4 – M3	100,7	- 0,1	2,7	52,0	- 2,8	
<i>Bons du Trésor négociables</i>	81,6			80,6	0,6	
<i>Billets de trésorerie et BMTN (b)</i>	19,2			- 20,3	- 15,0	
<b>Total M4</b>	<b>5 650,4</b>	<b>- 0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>2,8</b>	<b>5,1</b>	
<b>AGRÉGATS DE PLACEMENT</b>						
<i>Plans d'épargne-logement</i>	1 105,0	0,8	1,2	13,8	8,5	
<i>Autres comptes d'épargne (c)</i>	29,0					
<i>Plans d'épargne populaire</i>	660,8	- 0,8	0,9	12,6	6,5	
– dont : Entreprises d'assurance	172,1					
<i>Titres d'OPCVM garantis</i>	165,8			39,3	16,8	
<i>Bons de capitalisation</i>	297,7	0,0	- 0,1	- 1,2	- 0,4	
<b>Total P1</b>	<b>2 258,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>12,8</b>	<b>7,3</b>	
<b>Total M3 + P1</b>	<b>7 807,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,9</b>	

(a) Comptes à terme, comptes d'affacturage indisponibles et opérations à terme sur titres

(b) Les titres de créances négociables en francs détenus par les agents non financiers résidents sont classés dans M3 – M2  
s'ils sont émis par des établissements de crédit (et assimilés), ou dans M4 – M3 s'ils sont émis par  
des agents non financiers résidents.

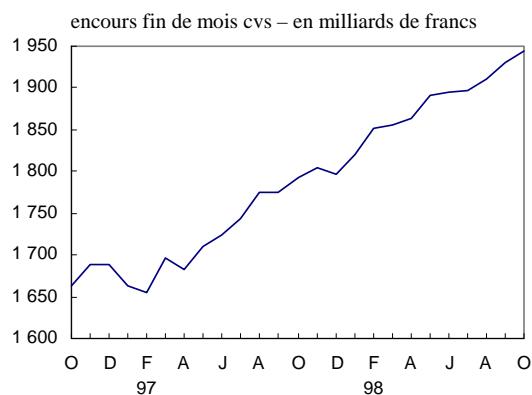
(c) Comptes espèces associés aux plans d'épargne en actions, contrats de crédit différé  
et autres comptes d'épargne à régime spécial

Source et réalisation : Banque de France

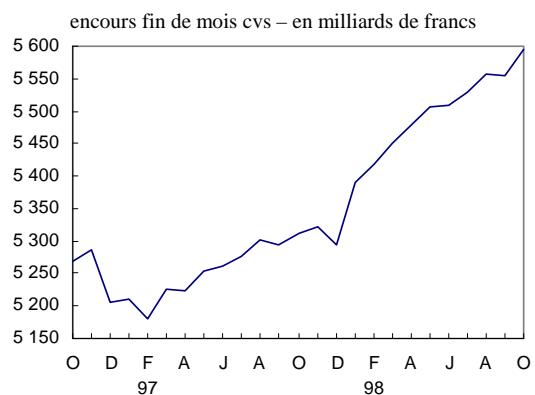
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14

Mise à jour le 30 novembre 1998

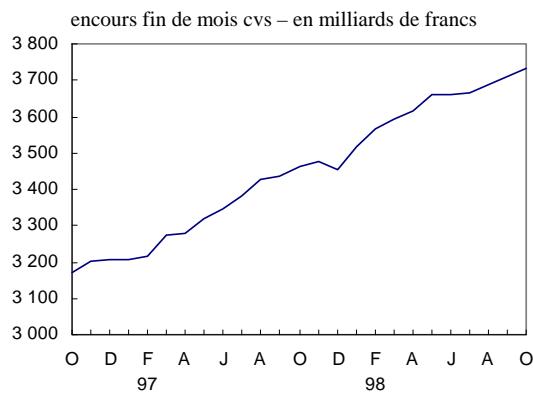
## AGRÉGAT M1



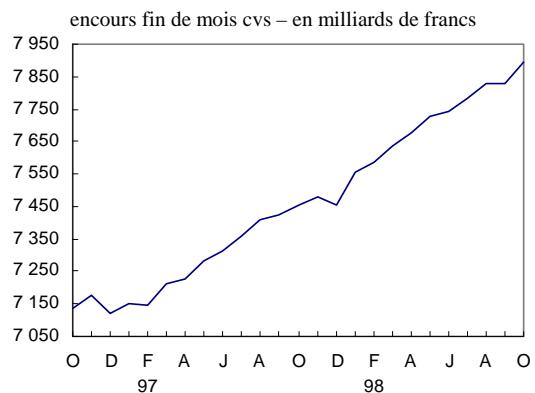
## AGRÉGAT M3



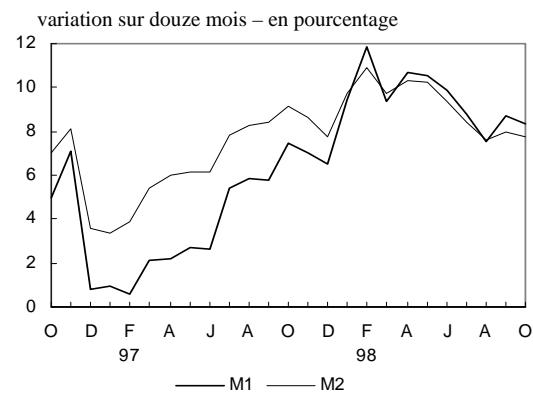
## AGRÉGAT M2



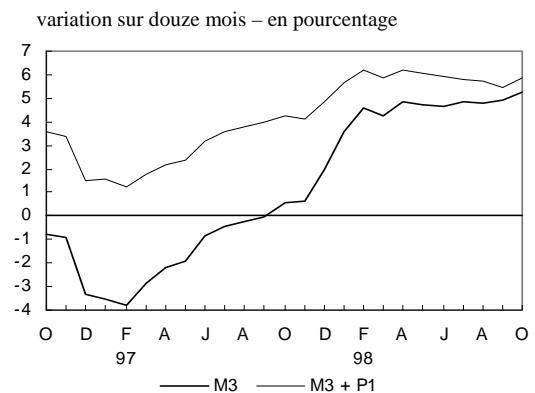
## AGRÉGAT M3 + P1



## AGRÉGATS M1 ET M2



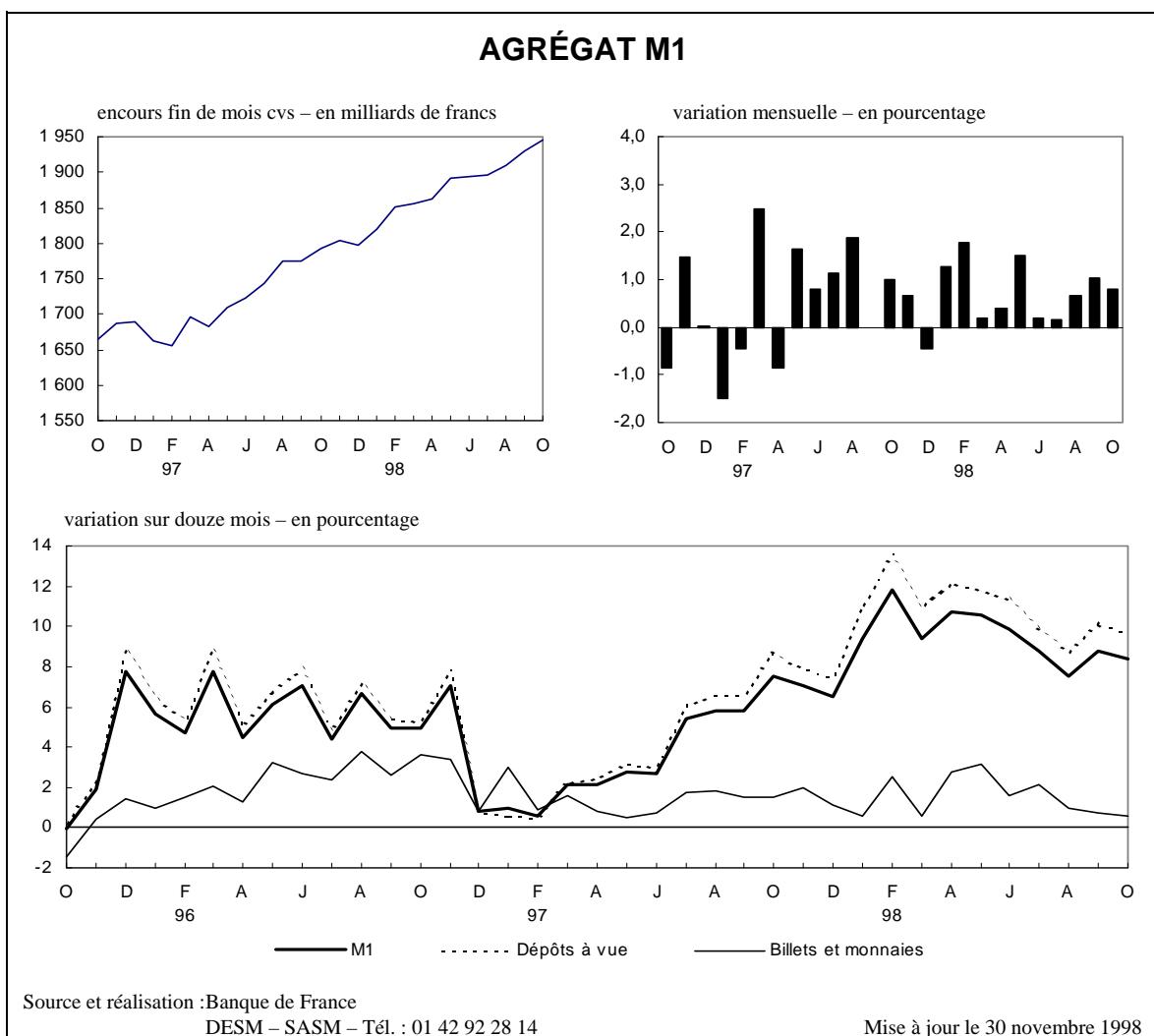
## AGRÉGATS M3 ET M3 + P1



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

Mise à jour le 30 novembre 1998

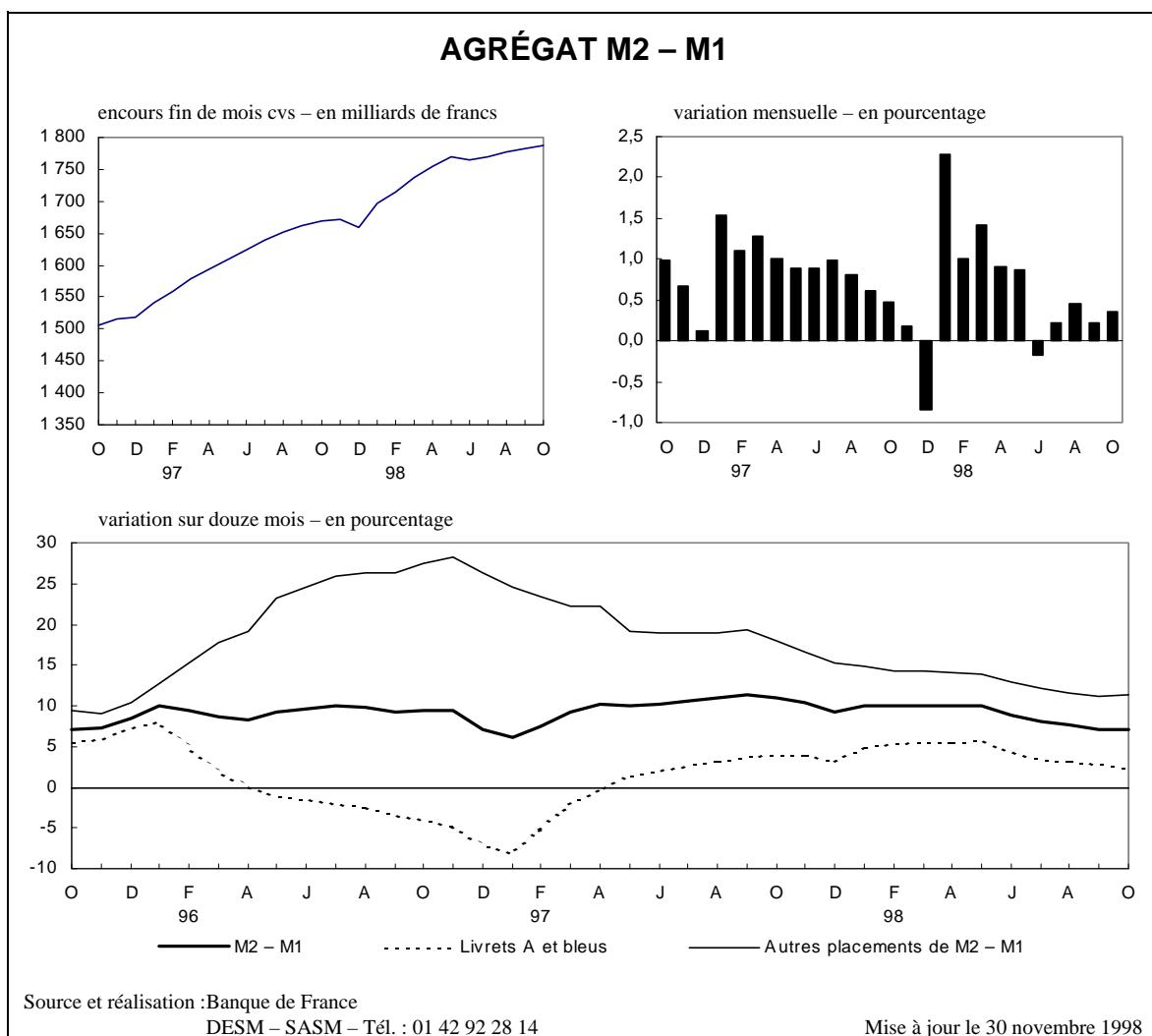
### 3.1.1. Les moyens de paiement (M1)



En octobre, l'agrégat M1 a progressé de 0,8 %, après + 1,0 % le mois précédent. Son encours brut s'est élevé à 1 901,6 milliards de francs.

Le glissement annuel de M1 a atteint + 8,4 % en octobre. Cette progression soutenue reflète essentiellement celle des dépôts à vue, qui se sont accrus de 9,7 % sur un an, après + 10,1 % à fin septembre.

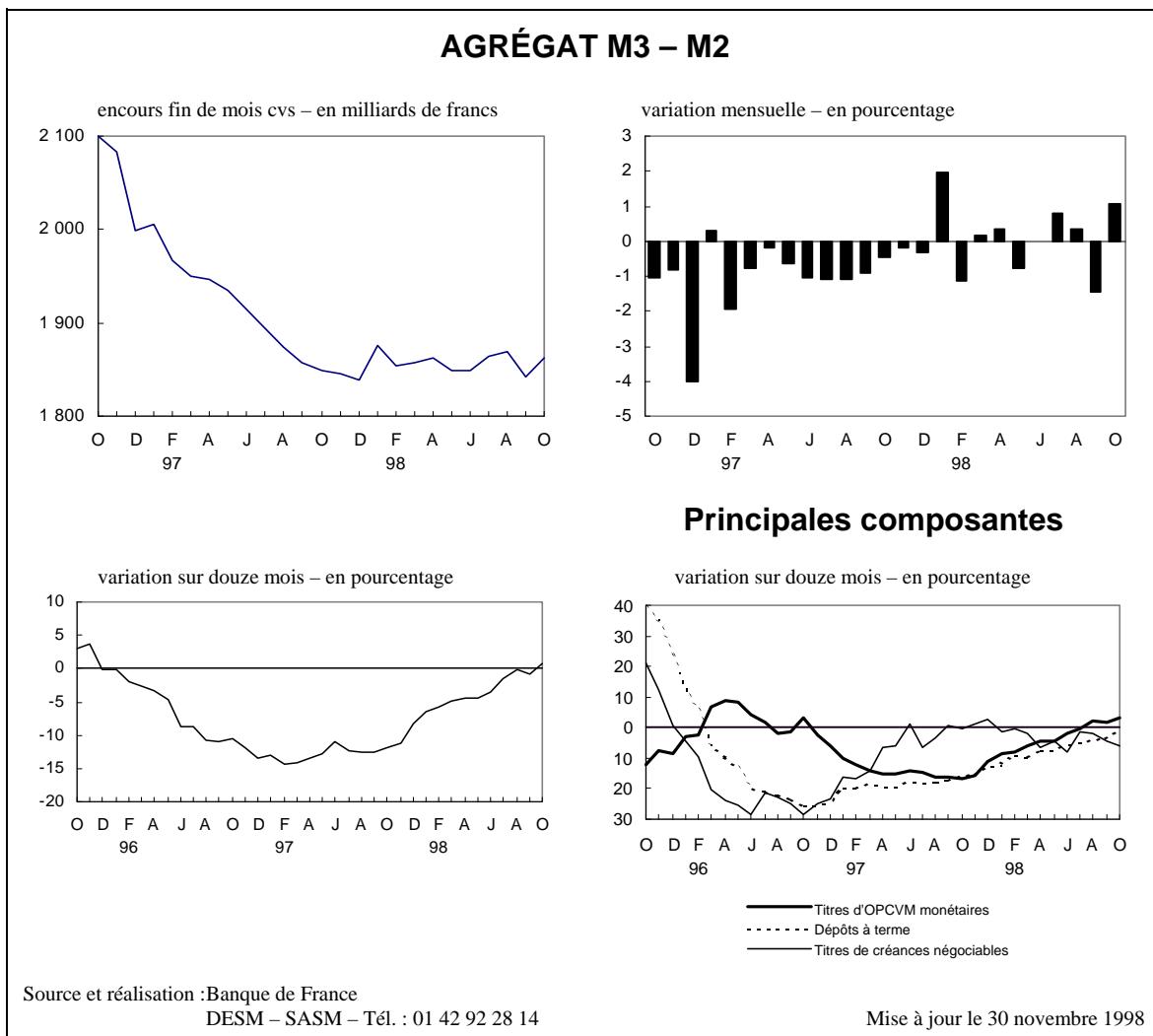
### 3.1.2. Les placements à vue (M2 – M1)



L'agrégat M2 – M1 s'est accru de 0,4 % (après + 0,2 % en septembre), la forte progression des livrets soumis à l'impôt contrastant avec le repli des premiers livrets. Son encours brut s'est établi à 1 764,3 milliards de francs.

Le glissement annuel de M2 – M1 a de nouveau ralenti (+ 7,1 % en octobre, après + 7,6 % en août et + 7,2 % en septembre). La progression annuelle des premiers livrets n'est plus que de 2,3 % en octobre. Seuls les livrets soumis à l'impôt et les comptes d'épargne-logement ont vu leur rythme de progression sur un an s'accélérer par rapport au mois précédent (respectivement + 13,9 %, après + 13,0 % en septembre, et + 5,6 %, après + 5,2 % en septembre).

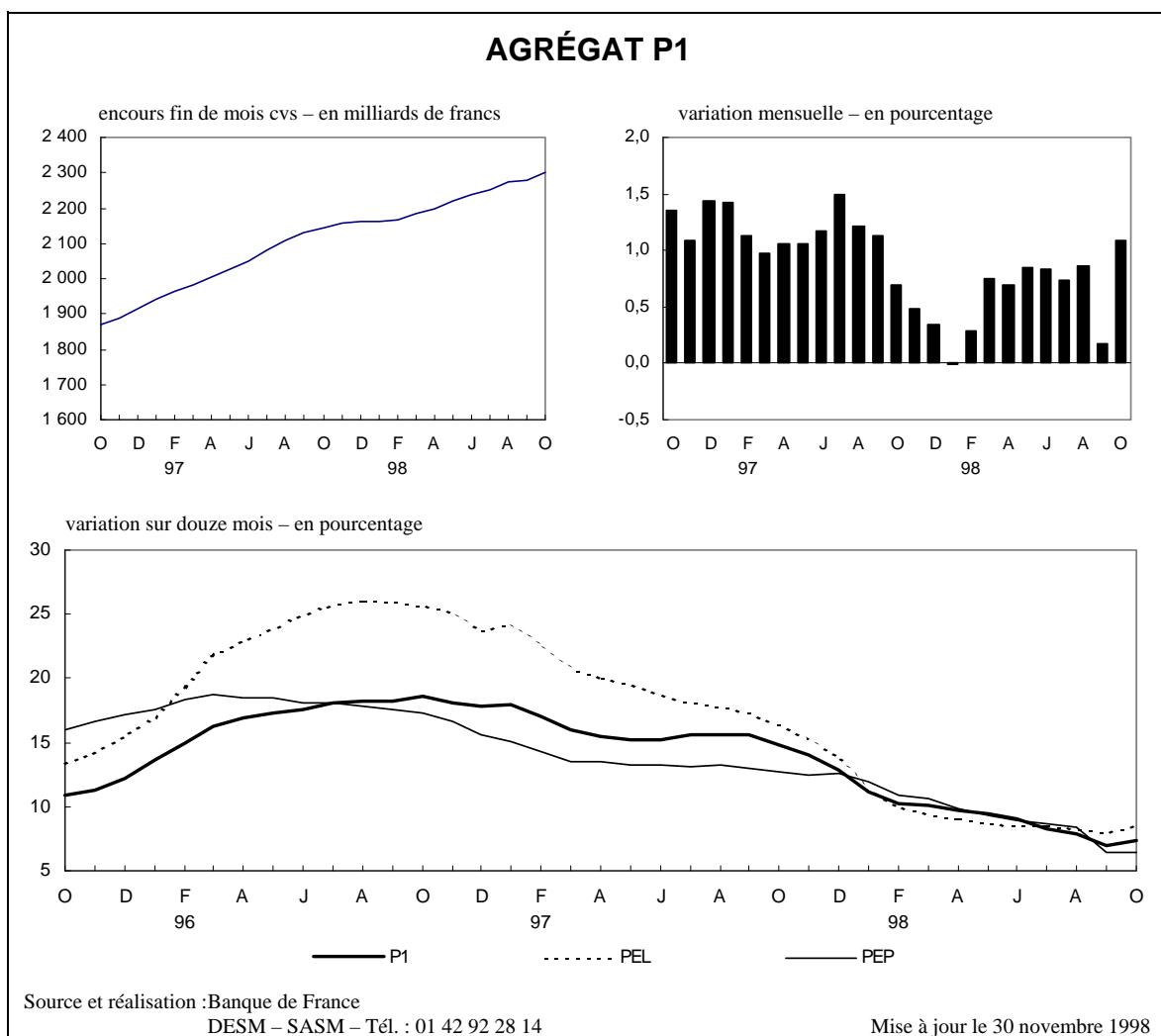
### 3.1.3. Les placements à terme indexés sur les taux monétaires (M3 – M2)



L'agrégat M3 – M2 a progressé de 1,1 % en octobre, après s'être réduit de 1,4 % en septembre. Son encours brut s'est établi à 1 883,8 milliards de francs.

Le glissement annuel de M3 – M2 a atteint + 0,8 % en octobre, marquant ainsi la fin du mouvement de repli entamé fin 1995. Ce résultat est essentiellement lié à la progression des titres d'OPCVM monétaires, dont l'encours a augmenté de 3,2 % sur un an, et, dans une moindre mesure, à celle des dépôts en devises. Les autres placements sont restés peu dynamiques. On note une poursuite du repli des titres de créance négociables en francs (- 6,1 % sur un an, après - 4,6 % en septembre). Les dépôts à terme et les bons de caisse ont également conservé un glissement annuel négatif (respectivement - 0,7 % et - 13,8 %).

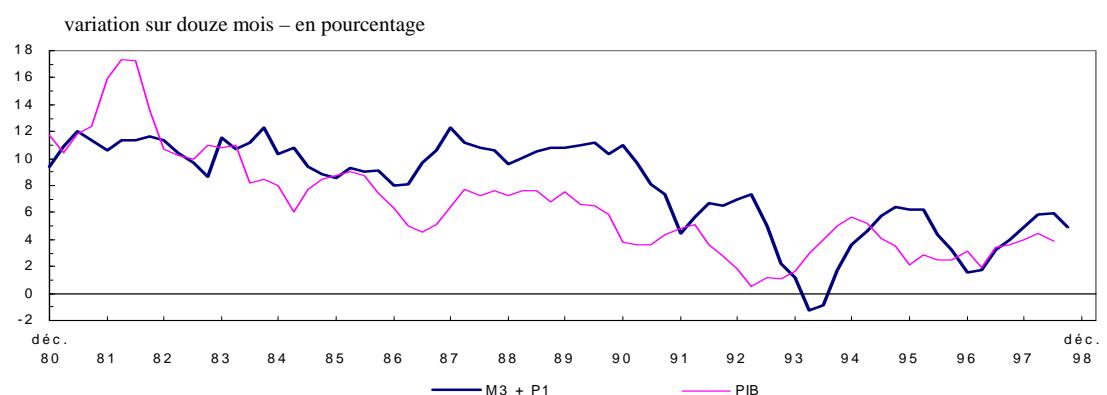
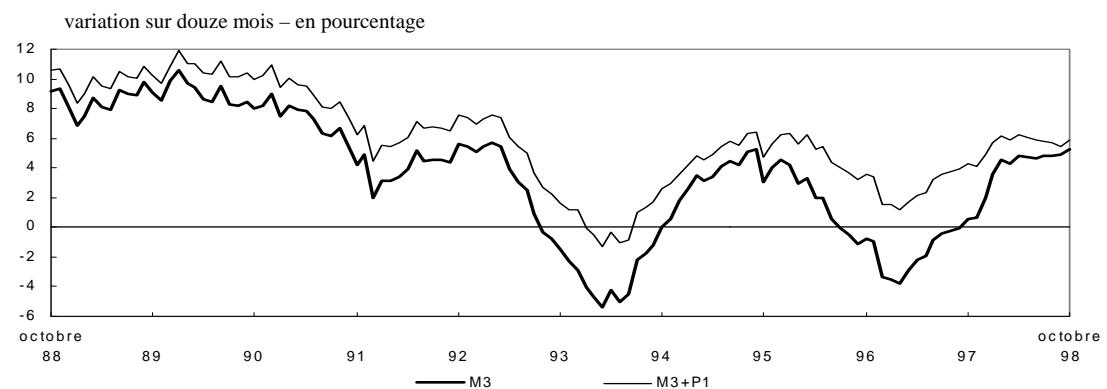
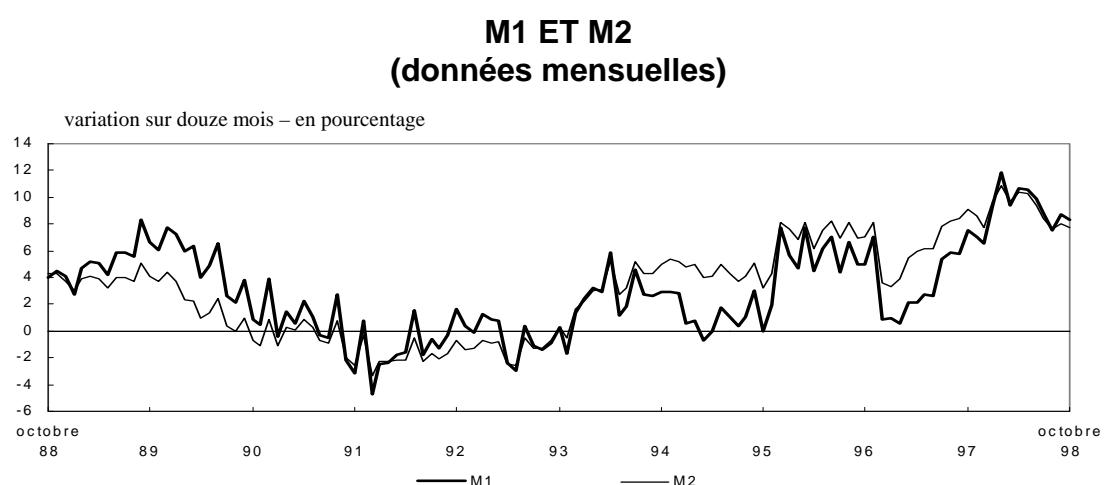
### 3.1.4. L'épargne contractuelle (P1)



L'agrégat P1 a progressé de 1,1 % en octobre, après une quasi-stagnation en septembre (+ 0,2 %) ; son encours brut a atteint 2 258,3 milliards de francs.

Le glissement annuel de P1 s'est redressé, se situant à + 7,3 % en octobre, après + 6,9 % en septembre, alors qu'il ne cessait de ralentir depuis un an. On observe, notamment, une légère accélération de la progression annuelle des plans d'épargne-logement (+ 8,5 %, après + 8,1 % en septembre), tandis que l'attrait des épargnants pour les titres d'OPCVM garantis ne se dément pas (+ 16,8 % de hausse annuelle à fin octobre). Le glissement annuel des plans d'épargne populaire s'est maintenu à + 6,5 %.

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



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

Mise à jour le 30 novembre 1998

## 3.2.Le financement de l'économie

(à fin octobre 1998, sauf indications contraires)

<b>L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)</b>					
	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs (a)		Variation sur 12 mois des encours fin de mois bruts (a)	
		Octobre 1998	Septembre 1998	Octobre 1998	Décembre 1997
					Octobre 1998
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL</b>	<b>11 778,6</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>
– État	4 070,4			7,1	6,8
– Sociétés	3 972,3			- 0,0	6,3
– Ménages	2 754,9			3,8	3,8
– Autres (b)	981,0			5,7	- 6,1
CRÉDITS À L'ÉCONOMIE	6 596,5	0,7	0,8	2,3	2,9
– Sociétés	3 005,8	0,8	1,4	0,2	4,5
– Ménages	2 754,9	0,3	0,4	3,8	3,8
– Autres (b)	835,8	0,0	0,5	4,7	- 5,2
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (c)	364,9	- 12,6	12,7	6,2	13,3
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)	4 521,1	0,9	0,6	6,9	6,0
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>1 571,0</i>	<i>0,3</i>	<i>0,8</i>	<i>8,9</i>	<i>3,9</i>
– État	1 327,5			10,8	5,1
– Sociétés	234,7			- 0,2	4,8
– Autres (b)	8,7			–	–
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>2 950,1</i>	<i>1,2</i>	<i>0,5</i>	<i>5,9</i>	<i>7,1</i>
– État	2 350,9			6,3	7,0
– Sociétés	492,5			2,3	8,8
– Autres (b)	106,7			–	–
CRÉDITS OBTENUS AUPRÈS DES NON-RÉSIDENTS	122,0	5,1	- 0,9	- 18,4	5,1
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	174,2	0,6	- 1,7	0,4	34,5

(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.

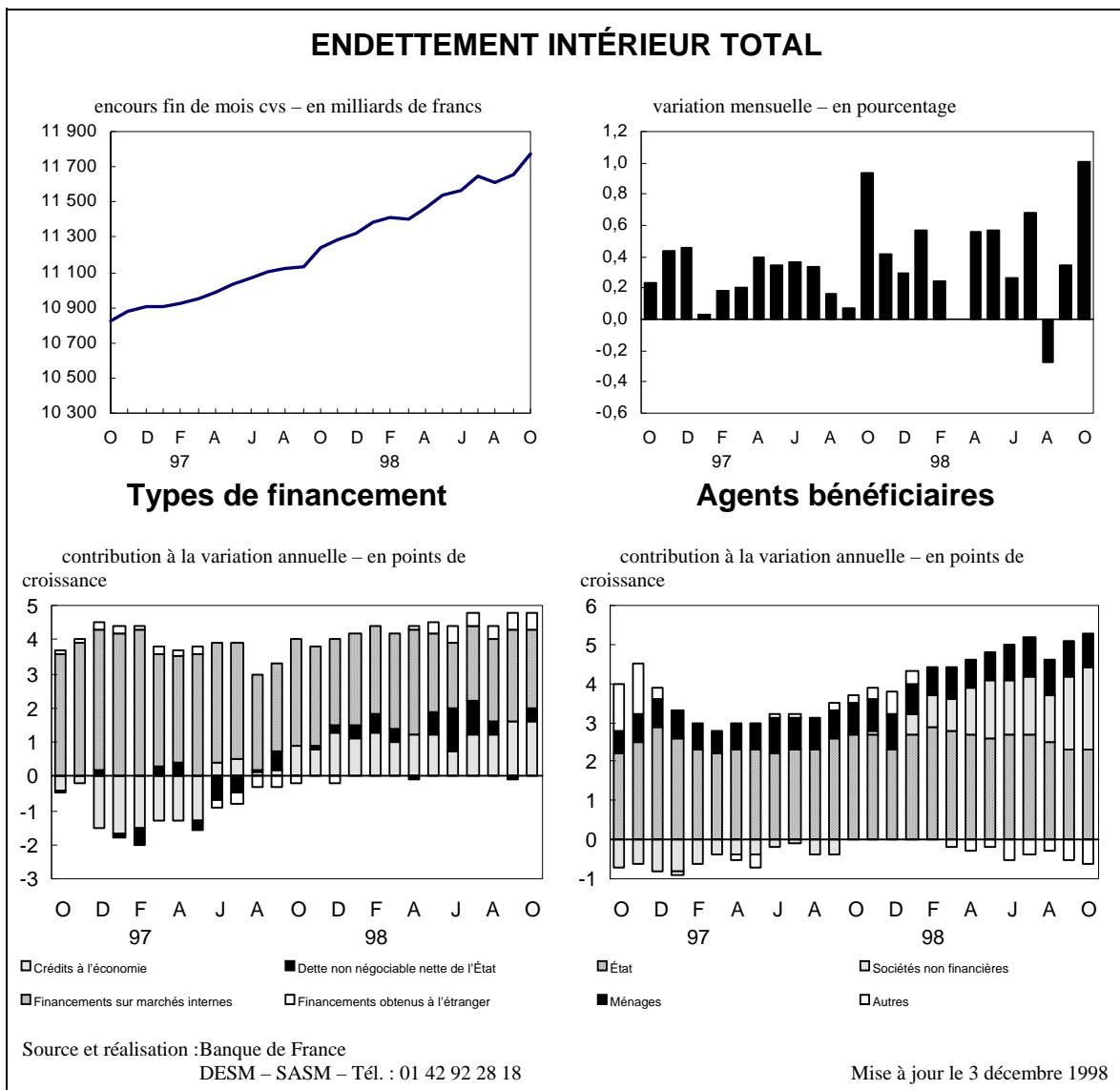
(c) Ce poste reprend le total des monnaies divisionnaires en circulation, des dépôts collectés par le Trésor, du net des comptes à la Banque de France et des remises de dettes (Dakar 1 et 2), après déduction des opérations de pension sur titres réalisées avec les institutions financières.

(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 3 décembre 1998

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

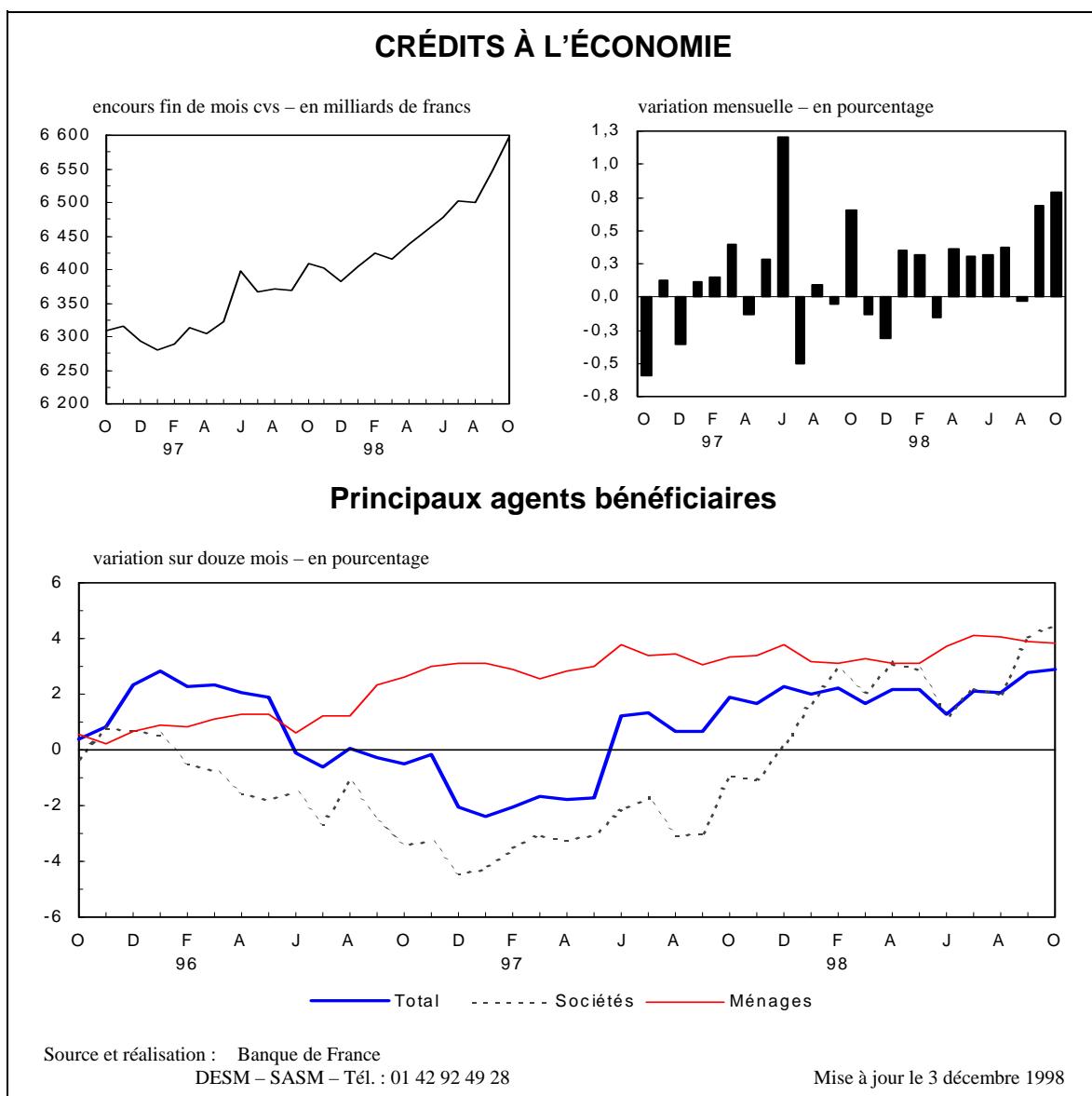


L'endettement intérieur total a progressé de 1,0 % en octobre 1998, après + 0,3 % en septembre. Son encours brut s'est établi à 11 778,6 milliards de francs.

Le glissement annuel de l'EIT s'est maintenu au même rythme que le mois précédent (+ 4,7 %). L'endettement de l'État s'est accru de 6,8 % sur un an, sensiblement comme en septembre (+ 6,7 %). La progression annuelle de l'endettement des sociétés s'est légèrement renforcée (+ 6,3 %, après + 5,8 % en septembre). L'endettement des ménages a progressé de 3,8 % sur un an en octobre, à peu près comme en septembre (+ 3,9 %).

Le glissement annuel des crédits à l'économie s'est établi à + 2,9 % en octobre, après + 2,8 % en septembre. Celui des financements obtenus sur les marchés internes a ralenti (+ 6,0 % en octobre, après + 7,2 % en septembre), ce mouvement affectant tant le marché monétaire (+ 3,9 %, après + 6,5 % en septembre) que le marché obligataire (+ 7,1 %, après + 7,6 % en septembre).

### 3.2.2. Les crédits<sup>1</sup>

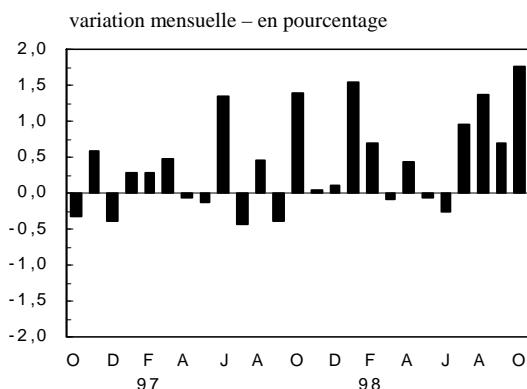
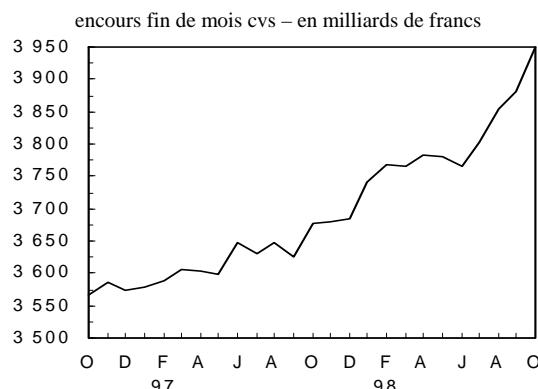


En octobre 1998, les crédits à l'économie se sont élevés à 6 596,5 milliards de francs (encours brut). Ils ont augmenté de 0,8 %, après + 0,7 % en septembre.

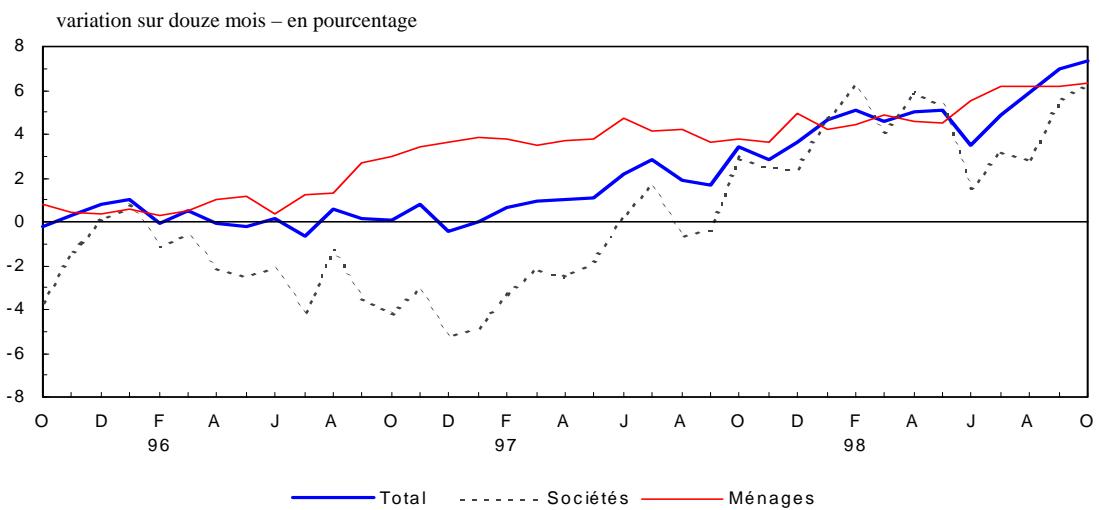
Leur croissance annuelle a été stable (+ 2,9 % en octobre, après + 2,8 % en septembre). L'accélération de la croissance des crédits aux sociétés s'est poursuivie (+ 4,5 %, après + 4,1 % en septembre). En revanche, le glissement annuel des crédits aux ménages a conservé le même rythme (+ 3,8 %, après + 3,9 % en septembre). Enfin, les crédits obtenus par les autres agents non financiers résidents, notamment les collectivités locales, continuent de s'inscrire en forte baisse sur un an (- 5,2 %).

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

## CRÉDITS BANCAIRES



## Principaux agents bénéficiaires



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

Mise à jour le 3 décembre 1998

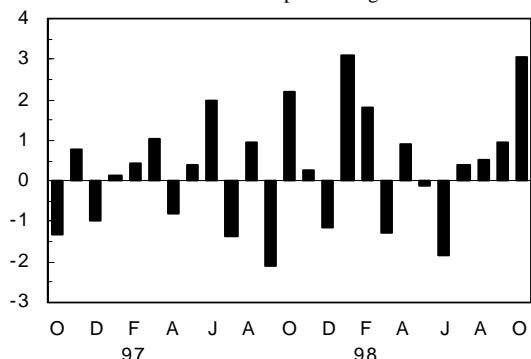
En octobre, les crédits bancaires ont atteint 3 962,7 milliards de francs (encours brut). Ils ont progressé de 1,8 %, après + 0,7 % en septembre.

Leur croissance annuelle est restée très soutenue (+ 7,3 %, après + 7,0 % en septembre). Ce mouvement bénéficie aussi bien aux sociétés (+ 6,2 %, après + 5,4 % en septembre) qu'aux ménages (+ 6,4 %, après + 6,2 % en septembre).

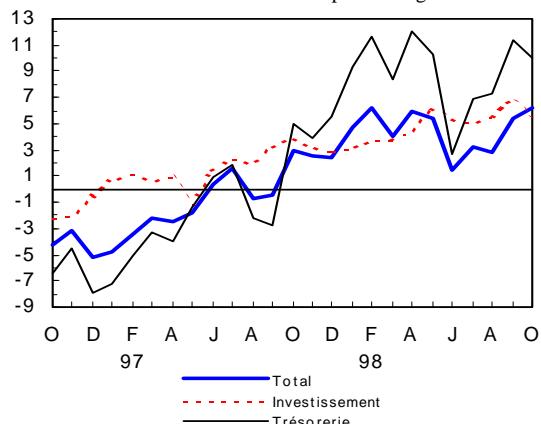
## CRÉDITS BANCAIRES PAR AGENTS ET PAR OBJETS

### Sociétés

variation mensuelle – en pourcentage

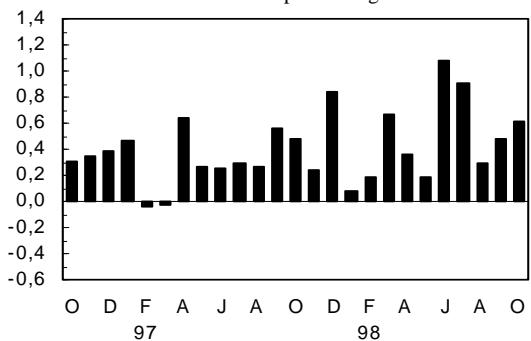


variation sur douze mois – en pourcentage

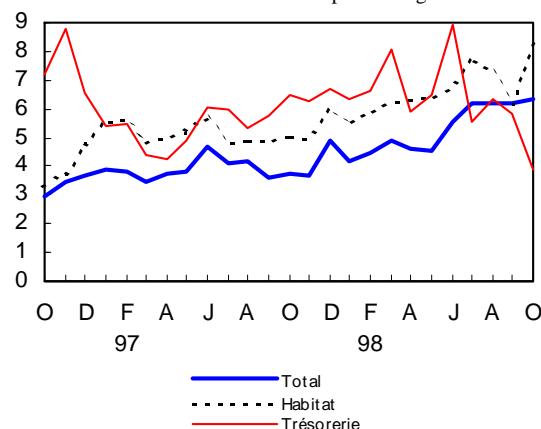


### Ménages

variation mensuelle – en pourcentage



variation sur douze mois – en pourcentage



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

Mise à jour le 3 décembre 1998

La croissance des crédits bancaires aux sociétés a été très vive en octobre (+ 3,1 %, après + 1,0 % en septembre). En rythme annuel, la progression des crédits de trésorerie est restée très soutenue, malgré une légère décélération (+ 10,1 %, après + 11,4 % en septembre). Celle des crédits à l'investissement a également légèrement ralenti (+ 5,5 % en glissement annuel, contre + 6,9 % en septembre).

Les crédits bancaires aux ménages ont progressé de 0,6 % en octobre, après + 0,5 % en septembre. Sur douze mois, la progression des concours aux particuliers est restée très dynamique (+ 8,1 %, après + 8,0 % en septembre), alors que les prêts aux entrepreneurs individuels ont enregistré une hausse identique à celle du mois de septembre (+ 2,6 %). Si la croissance annuelle des crédits à l'habitat s'est renforcée (+ 8,3 %, après + 6,2 % en septembre), celle des crédits de trésorerie s'est infléchie (+ 3,9 %, après + 5,8 % en septembre).

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

PRÊTS NOUVEAUX DÉCAISSEMENTS CUMULÉS DEPUIS LE 1 <sup>er</sup> JANVIER (variation sur douze mois en pourcentage)				
	Total	Habitat	Investissement	Autres prêts
1997	Total	Habitat	Investissement	Autres prêts
	Octobre	10,9	13,2	7,4
	Novembre	10,9	12,8	7,9
1998	Décembre	10,1	10,2	8,3
	Janvier	15,9	6,3	19,6
	Février	17,7	15,7	15,9
	Mars	17,3	21,1	11,1
	Avril	12,5	19,5	2,9
	Mai	11,2	17,7	2,2
	Juin	8,2	14,4	-0,4
	JUILLET	6,9	12,8	-0,7
	Août	5,4	9,6	-1,4
	Septembre	5,2	9,8	-2,3
	Octobre	5,4	9,5	-1,5

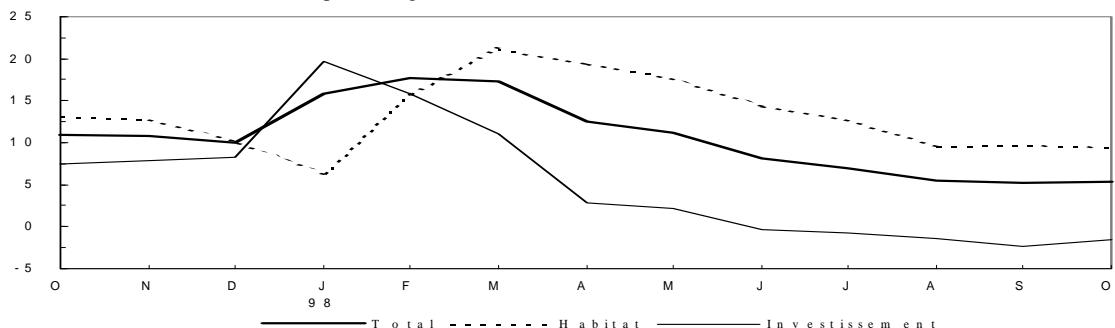
Source et réalisation : Banque de France

DESM-SASM-Tél : 01 42 92 49 28

Mise à jour le 30 novembre 1998

### PRINCIPALES COMPOSANTES DES PRÊTS NOUVEAUX décaissements cumulés depuis le 1<sup>er</sup> 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 30 novembre 1998

Les prêts nouveaux décaissés au cours des dix premiers mois de l'année 1998 se sont accrûs de 5,4 % par rapport à la période correspondante de 1997.

Cette progression globale reste caractérisée par un contraste marqué entre la croissance des prêts à l'habitat (+ 9,5 % sur un an pour le flux des dix premiers mois de l'année) et la légère baisse des prêts à l'investissement (- 1,5 % sur un an pour le flux de janvier à octobre), notamment imputable au mouvement de désendettement des administrations publiques locales. La bonne tenue des autres formes de prêts nouveaux amortissables (crédits à la consommation notamment) se confirme (+ 9,9 % sur un an en flux cumulés de janvier à octobre).

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

# 4. LES MARCHÉS DE CHANGE ET DE L'OR

## 4.1. L'évolution des principales devises

Le dollar a progressé face aux monnaies européennes et au yen, à la suite notamment de la stabilisation de la situation sur les marchés émergents d'Amérique latine. Le Système fédéral de réserve a réduit ses taux d'intérêt pour la troisième fois depuis la fin septembre, invoquant les tensions « inhabituelles » pesant sur les marchés financiers.

---

Le **dollar** s'est apprécié face au yen (+ 5,29 %), vis-à-vis du franc suisse (+ 3,08 %), du franc français et du deutschemark (+ 2,25 %) et par rapport à la livre sterling (+ 1,55 %). Il a atteint, le 24 novembre, son meilleur niveau depuis 10 semaines, à 1,7132 deutschemark et 5,7445 francs.

Divers éléments ont contribué à ce sensible raffermissement :

- les résultats des élections américaines, qui ont conforté le parti démocrate et ont semblé éloigner les perspectives de mise en œuvre de la procédure de destitution du président Clinton ;

- le déblocage d'une importante aide internationale au Brésil, qui a permis de stabiliser la situation financière en Amérique latine ;

- les informations selon lesquelles la Deutsche Bank rachèterait Bankers Trust ;

- la bonne orientation du Dow Jones, qui a atteint, le 23 novembre, un niveau record, à 9 374 points ;

- l'état de santé préoccupant du président Eltsine et les tensions avec l'Irak ;

- la révision à la hausse de la croissance américaine au troisième trimestre (+ 3,9 %, contre 3,3 % en première estimation).

Largement anticipée par les opérateurs, la détente monétaire décidée le 17 novembre par le Système fédéral de réserve (qui a été assortie d'un communiqué semblant écarter de nouvelles baisses à brèves échéances) n'a pas notablement affaibli la monnaie américaine.

En fin de période, le dollar s'est cependant replié, à la suite du recul du Dow Jones.

---

La situation sur les marchés émergents d'Amérique latine s'est stabilisée, à la suite, notamment, de l'annonce par le FMI de la mise en place d'un plan de soutien au Brésil, d'un montant de 41,5 milliards de dollars, étalé sur 3 ans.

---

Le **dollar canadien** a pâti des incertitudes politiques entourant le résultat des élections législatives. Mais la trop courte victoire de M. Bouchard, en éloignant les perspectives de la tenue d'un référendum sur l'indépendance du Québec, a permis un renforcement de la monnaie canadienne en toute fin de mois.

---

Le **yen** s'est replié face au dollar et aux monnaies européennes. Le 13 novembre, il a atteint son plus bas niveau depuis le 8 octobre face au dollar (124,09 USD/JPY) et face au deutschemark (73,43 DEM/JPY).

Les opérateurs sont, en effet, demeurés sceptiques sur le nouveau plan de relance japonais présenté par le gouvernement le 16 novembre et portant, cependant, sur 196 milliards de dollars. Même si la Banque du Japon n'a pas modifié le 13 novembre ses taux d'intérêt, le yen a été temporairement affecté par la décision de cette dernière d'injecter des liquidités supplémentaires à destination des banques, afin de répondre à la demande des entreprises pendant la période octobre-décembre.

---

De plus l'agence de notation Moody's a annoncé, le 17 novembre, le déclassement de la dette souveraine japonaise, dont la notation est passée de Aaa à Aa1. La mise sous surveillance de 9 grandes banques japonaises par Standard & Poor's a, par ailleurs, confirmé les inquiétudes sur l'état de santé du secteur financier nippon. Enfin, la décision du gouvernement japonais de ne pas procéder à une baisse des taxes sur la consommation a également pesé sur le yen.

---

Le **franc français** a enregistré de faibles variations face aux principales monnaies européennes. Il s'est replié de 2,25 % face au dollar, pour s'établir en fin de période à 5,6784 francs.

Divers indicateurs ont confirmé la bonne orientation de l'économie française, malgré quelques signes de ralentissement : l'indice des prix s'est replié de 0,1 % en octobre, correspondant à une hausse de 0,4 % sur un an, et le PIB a progressé de 0,5 % au troisième trimestre 1998 (selon les données provisoires publiées par l'INSEE). Au deuxième trimestre, la croissance du PIB a été révisée à 0,8 %, contre 0,6 % annoncé précédemment. L'acquis de croissance en 1998 est ressorti à 2,9 %. La balance des paiements courants a affiché, en août, un excédent de 13,5 milliards de francs et le solde du commerce extérieur s'est établi à 20,96 milliards en septembre. L'emploi salarié a progressé de 0,4 % au troisième trimestre. Le taux de chômage (au sens du BIT) a baissé en octobre, à 11,6 % de la population active (contre 11,7 % le mois précédent).

---

Le **deutschmark** est demeuré stable face aux principales devises du mécanisme de change européen. M. Lafontaine a déclaré que l'objectif principal de la politique monétaire demeurait la stabilité des prix, tout en ajoutant que, si l'inflation était faible, les taux d'intérêt devraient s'infléchir de façon à promouvoir la croissance et l'emploi. Selon le ministère des Finances allemand, le PIB a enregistré, au troisième trimestre, une progression annuelle de 2,5 %.

---

Tirant avantage de la progression du dollar et d'achats liés à des acquisitions d'entreprises britanniques par des entreprises non résidentes, la **livre sterling** s'est appréciée face aux monnaies européennes, malgré la détente monétaire décidée par la Banque d'Angleterre. La devise britannique a, en outre, bénéficié de la publication d'une étude par la Banque d'Angleterre selon laquelle l'inflation, en 1999, pourrait être supérieure à l'objectif cible fixé par la Banque centrale à + 2,5 % et de déclarations du gouverneur Eddie George suggérant un *statu quo* monétaire pour le prochain mois. En fin de période, elle a temporairement pâti de la publication d'une enquête CBI faisant état d'un important ralentissement économique en 1999 au Royaume-Uni.

---

La **livre irlandaise** s'est légèrement repliée face aux principales monnaies européennes, en liaison notamment avec la décision de la Banque d'Irlande de baisser de 125 points de base ses taux directeurs dans le cadre de la convergence des taux courts européens. Par son ampleur, cette décision a quelque peu surpris les opérateurs.

---

Le **franc suisse** s'est affaibli face aux monnaies européennes, malgré les déclarations optimistes du président de la Banque nationale sur les perspectives de l'économie helvétique. Il a pâti de la stabilisation de la situation sur les marchés émergents d'Amérique latine et de la résolution de la crise États-Unis – Irak.

---

Les devises scandinaves ont enregistré des évolutions contrastées.

La **couronne suédoise** s'est affaiblie face aux monnaies européennes à la suite de la baisse de 50 points de base de ses taux directeurs. Le gouverneur de la Banque centrale a indiqué, le 13 novembre, ne pas exclure de nouvelles baisses des taux directeurs. Il a aussi affirmé que la couronne se redresserait nettement en cas d'adhésion de la Suède au mécanisme de change européen.

---

Le Parlement a voté une loi rendant la Banque centrale plus indépendante.

La **couronne norvégienne** s'est appréciée face aux monnaies européennes à la suite, notamment, de l'accord intervenu entre l'opposition et le gouvernement sur le budget 1999, mais a cédé un peu de terrain en fin de période à la suite de la chute des prix du pétrole.

La **couronne danoise** a enregistré de faibles variations face à l'ensemble des monnaies du mécanisme de change européen, malgré la décision de la Banque centrale de baisser de 25 points de base, puis de 15 points de base, ses taux directeurs, qui s'établissent à 4,25 %.

---

La **couronne tchèque** s'est affaiblie face aux monnaies européennes à la suite de la décision de la Banque centrale de procéder à une baisse de ses taux directeurs de 100 points de base. Le **forint hongrois** s'est, lui aussi, replié, à la suite de la baisse de 25 points de base des taux directeurs.

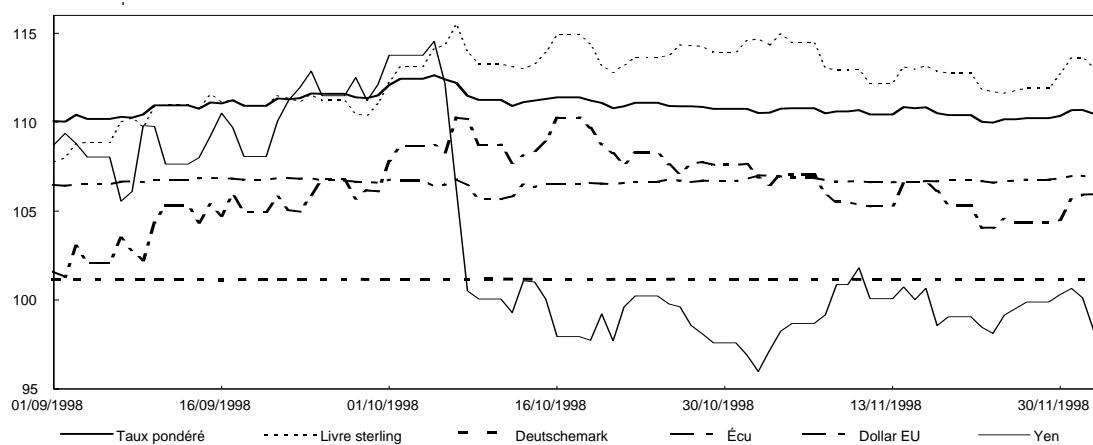
## COURS DE CHANGE À PARIS

*(en francs)*

Principales monnaies étrangères à Paris		30 octobre 1998	30 novembre 1998	Variation (en pourcentage)
États-Unis .....	1 USD	5,5392	5,7023	2,94
Écu privé.....	1 XEU	6,595	6,5855	- 0,14
Allemagne.....	100 DEM	335,305	335,33	0,00
Belgique.....	100 BEF	16,2545	16,2565	0,01
Pays-Bas .....	100 NLG	297,325	297,43	0,03
Danemark.....	100 DKK	88,2	88,2	0,00
Espagne.....	100 ESP	3,9445	3,941	- 0,09
Portugal.....	100 PTE	3,27	3,27	0,00
Irlande .....	1 IEP	8,345	8,3305	- 0,17
Royaume-Uni.....	1 GBP	9,295	9,396	1,09
Italie .....	1 000 ITL	3,3895	3,387	- 0,07
Grèce.....	100 GRD	1,9725	1,9985	1,32
Suède.....	100 SEK	71,04	70,39	- 0,91
Finlande .....	100 FIM	110,24	110,29	0,05
Autriche .....	100 ATS	47,657	47,662	0,01
Norvège .....	100 NOK	75,195	76,19	1,32
Suisse .....	100 CHF	411,38	406,87	- 1,10
Japon .....	100 JPY	4,7649	4,6353	- 2,72

## 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.

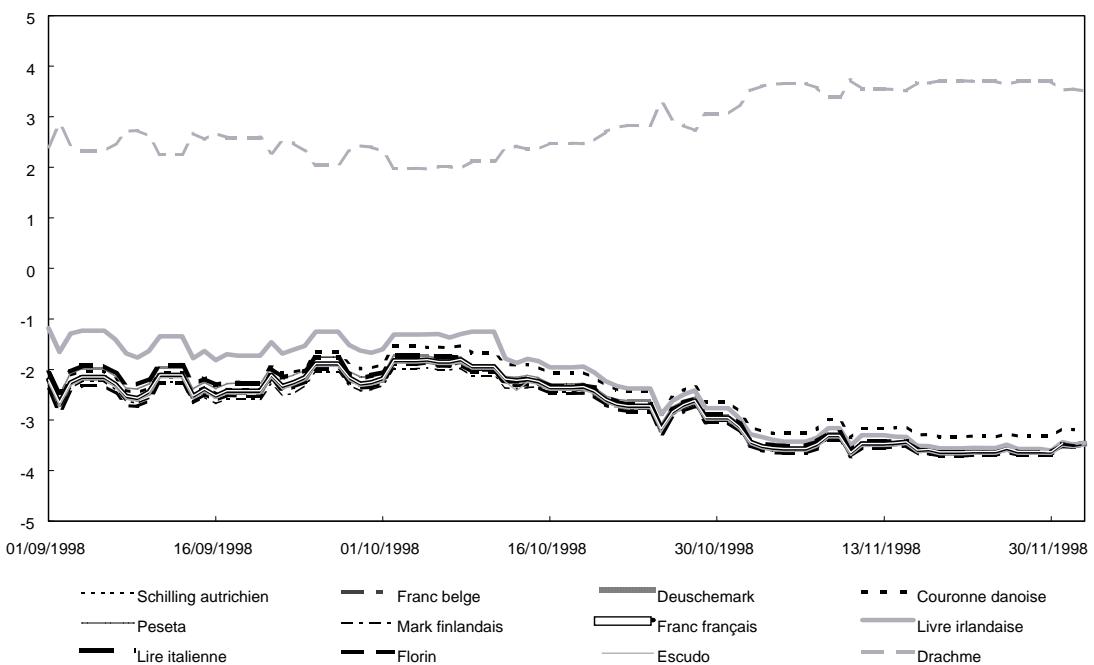
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

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

Mise à jour le 4 décembre 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

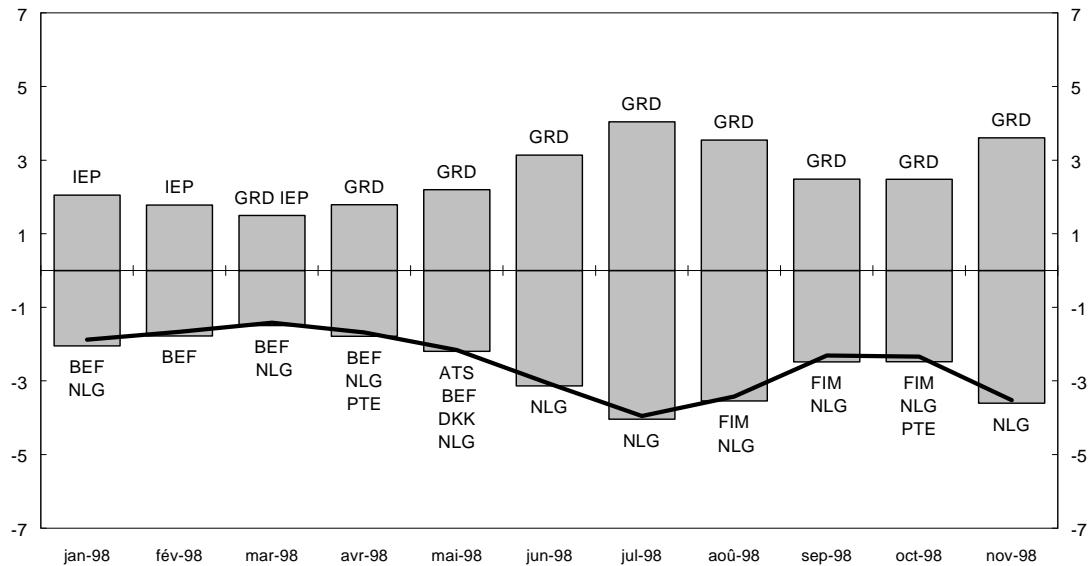
Direction des Changes – SAMI – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 4 décembre 1998

Au sein du mécanisme du change européen, la drachme est demeurée, en novembre, en tête du Système, la couronne danoise venant se placer en deuxième position devant la livre irlandaise. Les positions des autres devises, dont le franc français, sont restées groupées.

## 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, deutschmark ; DKK, couronne danoise ; ESP, peseta ;  
 FIM, mark finlandais ; FRF, franc français ; GRD, drachme ; IEP, livre irlandaise ; ITL, lire ; NLG, florin ; PTE, escudo.

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

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

Mise à jour le 4 décembre 1998

À l'intérieur de la bande communautaire, la drachme a enregistré en novembre l'écart positif moyen le plus important. Cette monnaie est restée durant tout le mois en opposition avec le florin. Globalement, l'écart s'est quelque peu accru.

## TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

*(en pourcentage)*

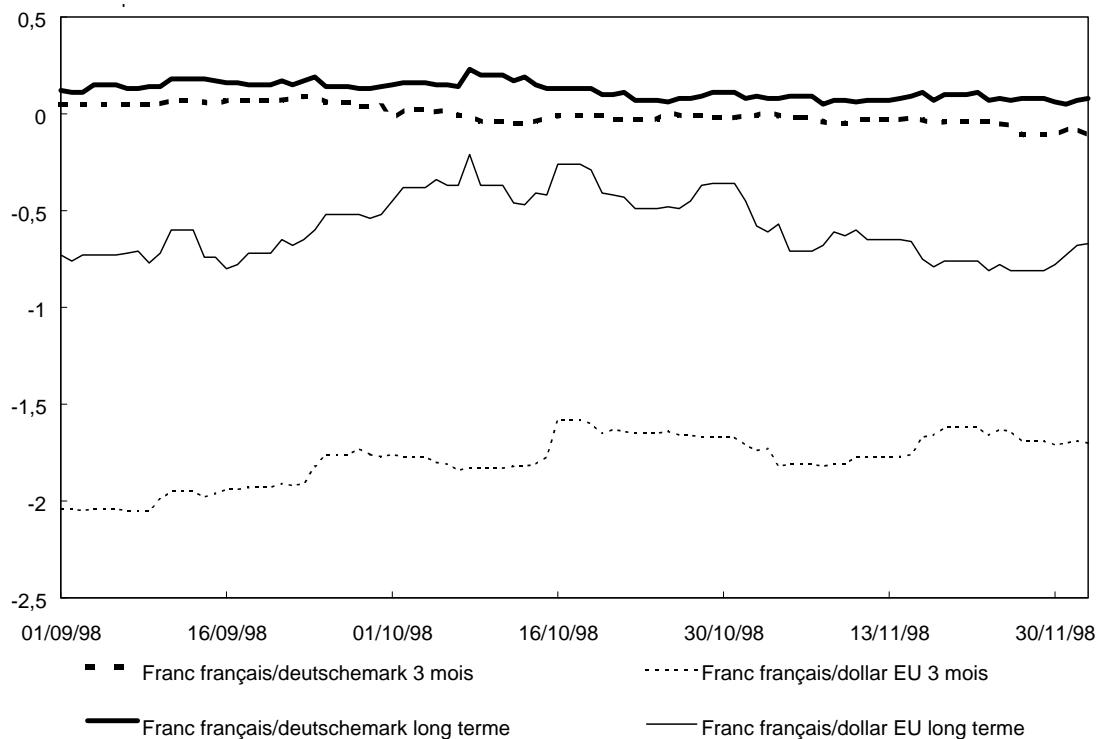
	1 mois		3 mois	
	30 octobre 1998	30 novembre 1998	30 octobre 1998	30 novembre 1998
Dollar.....	5,15	5,52	5,15	5,20
Livre sterling.....	7,31	6,94	7,06	6,75
Deutschmark.....	3,44	3,66	3,50	3,60
Franc suisse.....	0,94	1,75	1,19	1,63
Franc français.....	3,45	3,55	3,48	3,49

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

Mise à jour le 30 novembre 1998

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

données quotidiennes



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

Mise à jour le 4 décembre 1998

L'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne s'est maintenu aux alentours de zéro durant quasiment tout le mois novembre. D'une fin de période à l'autre, l'écart négatif entre taux français et américains a peu évolué.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart entre la France et l'Allemagne est resté pratiquement stable. L'écart négatif entre taux français et américains, de son côté, a eu tendance à s'accroître, éventuellement sous l'effet de la baisse des taux français.

## 4.2. Le marché de l'or

Le cours au comptant de l'**or** s'est traité au début du mois de novembre à son plus bas niveau depuis la fin août, soit 287,90 dollars l'once. Par la suite, cependant, les regains de tension entre l'Irak et les Nations unies ainsi que des rachats d'or précédemment vendu à terme par des sociétés minières ont quelque peu soutenu le cours du métal précieux, qui s'est apprécié jusqu'à 298 dollars l'once.

Les taux de dépôt ont peu varié pendant la période sous revue. Les taux à 1 an se sont traités aux environs de 1,25 %, tandis que les taux à 1 mois enregistraient une légère tension, typique de la fin d'année, pour s'inscrire à 1,0 %. Cette tension est cependant nettement moins importante que celle enregistrée l'année précédente, puisque les taux à 1 mois s'étaient traités jusqu'à 2,80 % en novembre 1997.

COURS DE L'OR			
	30 octobre 1998	30 novembre 1998	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre de 12,5 kg (le kg)....	52 300,00	54 500,00	
Lingot (le kg).....	53 750,00	55 550,00	3,35
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	314,00	314,00	0,00
Vreneli .....	317,00	318,00	0,31
Union latine .....	314,00	320,00	1,91
Souverain .....	446,00	437,00	- 2,02
20 dollars .....	2 925,00	2 870,00	1,88
Peso mexicain.....	1 990,00	2 030,00	2,01
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	292,30	294,7	0,82

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

Mise à jour le 30 novembre 1998

# 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

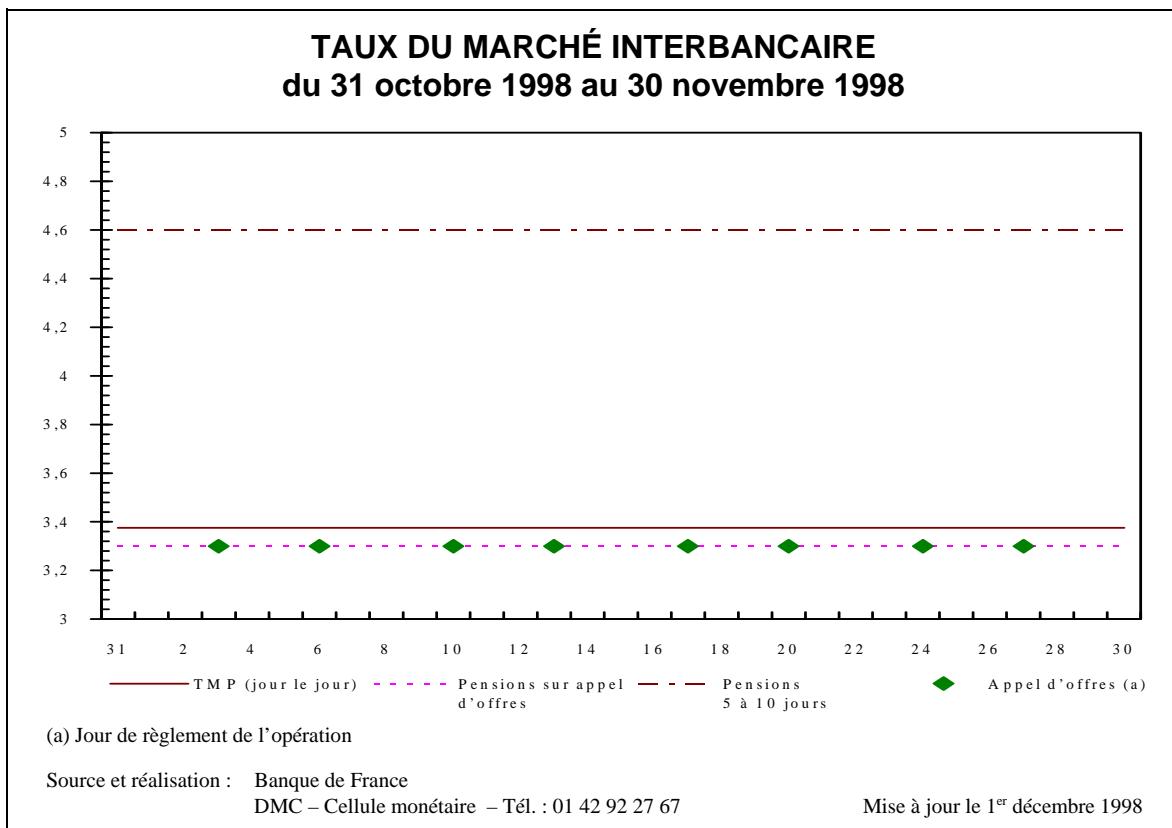
Au cours du mois de novembre, les taux d'intérêt se sont d'abord montrés stables, voire en légère hausse sur les échéances supérieures à 3 mois, avant d'enregistrer une franche détente tout au long de la seconde quinzaine, dans un contexte marqué à la fois par la confirmation de la désinflation en Europe, un surcroît d'incertitudes quant aux perspectives de croissance et des anticipations de desserrement de la politique monétaire à plus ou moins brève échéance.

Après une phase marquée par une relative stabilité puis une légère tendance haussière, les taux à court terme se sont nettement détendus, en liaison avec le renforcement des anticipations de baisse des taux directeurs du SEBC à l'horizon du premier semestre 1999. Celui-ci s'est manifesté sous l'effet combiné du nouvel abaissement des taux directeurs américains (– 25 points de base) intervenu le 17 novembre, du net ralentissement de l'évolution des prix en France et en Allemagne, et de la révision à la baisse des prévisions de croissance mondiale établies par l'OCDE. Alors que le taux interbancaire à 3 mois retrouvait en fin de mois son niveau de la fin octobre, les taux à 6 mois et 1 an ont ainsi cédé 7 points de base, pour atteindre *in fine* respectivement 3,47 % et 3,44 %. La baisse concertée des taux directeurs décidée le 3 décembre par les banques centrales de la future zone euro a constitué une étape supplémentaire dans le processus conduisant à la prise en charge de la politique monétaire unique par le Système européen de banques centrales à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1999.

Après une brève phase de consolidation, les marchés obligataires se sont eux aussi détendus, le taux de l'emprunt d'État français à 10 ans revenant de 4,23 % le 30 octobre à 4,03 % le 30 novembre.

Dans ce contexte, les grandes places boursières se sont toutes inscrites en nette progression, dans le prolongement de leur reprise amorcée au début du mois d'octobre. À Paris, l'indice CAC 40 a clôturé à 3 843 points le 30 novembre, ce qui représente une progression de 9,1 % sur le mois.

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



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

À la suite de 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 par les établissements de crédit (désormais exclusivement sous forme d'avoirs en compte) a fortement augmenté à partir du 16 octobre. C'est ainsi que les réserves obligatoires constituées au cours de la période allant du 16 octobre au 15 novembre se sont établies à 86,8 milliards de francs pour une moyenne requise de 87 milliards (contre respectivement 21,8 milliards — dont 5,7 milliards de francs 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 sur la période 16 septembre-15 octobre).

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

*(en milliards de francs)*

	Octobre 1998	Novembre 1998	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	- 259,5	- 258,4	1,1
RÉSERVES OBLIGATOIRES (a) .....	- 50,0	- 87,5	- 37,5
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	216,1	229,7	13,6
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU			
AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	5,3	4,2	- 1,1
DIVERS .....	4,0	4,6	0,6
<b>TOTAL</b> .....	<b>- 84,1</b>	<b>- 107,4</b>	<b>- 23,3</b>
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
- Opérations sur appels d'offres .....	67,8	83,2	15,4
- Autres pensions .....	10,0	10,9	0,9
- Bons du Trésor achetés ferme .....	16,9	17,2	0,3
- Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	- 10,6	- 3,9	6,7
<b>TOTAL</b> .....	<b>84,1</b>	<b>107,4</b>	<b>23,3</b>

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

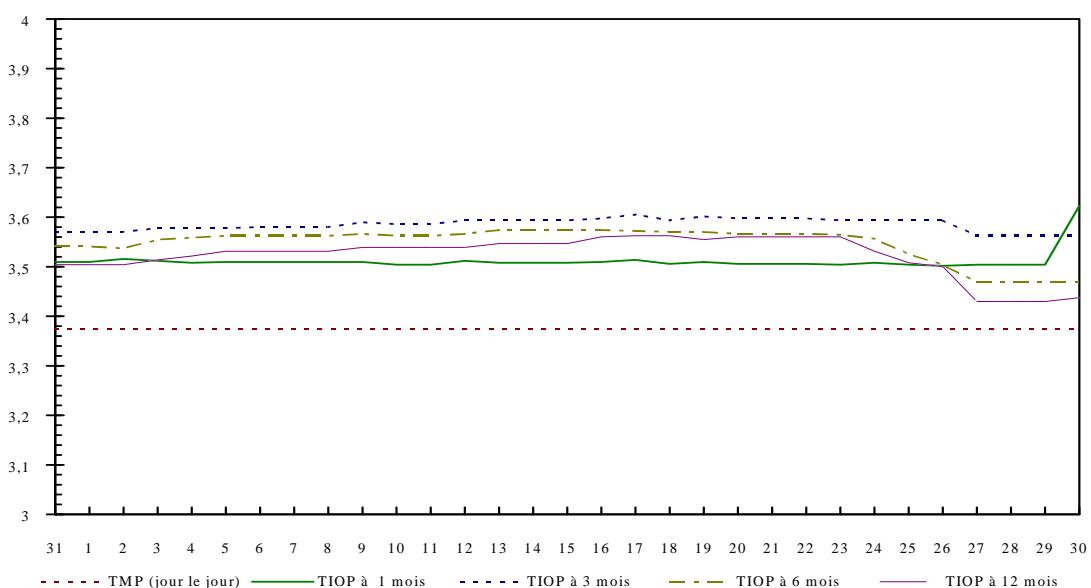
(a) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets que les établissements assujettis ont été autorisés à inclure dans leurs réserves constituées jusqu'à la mi-octobre, avant l'entrée en vigueur du nouveau régime de réserves obligatoires.

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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> décembre 1998

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

#### TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 31 octobre 1998 au 30 novembre 1998



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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> décembre 1998

Après avoir marqué une tendance légèrement haussière durant la majeure partie du mois, les taux du marché interbancaire se sont franchement détendus en fin de période sur les échéances les plus éloignées.

Au cours de la première quinzaine, les rendements courts ont enregistré une légère hausse sur les échéances supérieures à 3 mois, du fait d'une atténuation progressive des anticipations d'un assouplissement monétaire à l'horizon de la mi-1999. Essentiellement provoquée par la résurgence du débat sur la teneur du *policy mix* optimal en Europe, notamment après la publication d'indices des prix corroborant la vigueur du mouvement de désinflation en France et en Allemagne, cette légère hausse des taux au comptant est allée de pair avec une remontée des taux implicites des contrats à terme 3 mois. Dans ce contexte, les baisses des taux des prises en pension de 25 points de base en Espagne (à 3,50 %) et de 40 points de base au Portugal (à 3,40 %), intervenues le 3 novembre, ont eu peu d'incidence sur le marché.

Au cours de la seconde quinzaine, les taux interbancaires se sont détendus de manière croissante avec l'éloignement des échéances, à l'exception notable du taux à 1 mois qui s'est tendu d'une dizaine de points de base, il est vrai pour de pures raisons techniques (« passage » de fin d'année). Cette détente a témoigné d'un renforcement des anticipations d'un assouplissement de la politique monétaire du SEBC au cours du premier semestre de 1999, le marché réagissant principalement aux facteurs suivants :

- la troisième baisse consécutive des taux directeurs américains, intervenue le 17 novembre (l'objectif du taux des fonds fédéraux a été abaissé de 5,0 % à 4,75 %, tandis que le taux d'escompte était ramené de 4,75 % à 4,5 %) ;
- une révision à la baisse des perspectives de croissance en Europe, selon les prévisions de l'OCDE (croissance de la zone euro prévue à 2,5 % en 1999 et 2,7 % en 2000), mais aussi des « cinq Sages » en Allemagne. Ces prévisions ont eu d'autant plus d'impact sur le marché qu'elles ont été accompagnées de la parution d'indicateurs suggérant un ralentissement de l'activité en France et en Allemagne (consommation des ménages en repli de 0,7 % en octobre en France, et indice IFO en baisse en Allemagne, de 94,1 en septembre à 92,4 en octobre) ;
- la confirmation du recul de l'inflation au sein de la zone euro (0,4 % en France et 0,6 % en Allemagne en glissement annuel au mois d'octobre).

Le 30 novembre, le taux interbancaire à 3 mois s'est établi à 3,56 %, contre 3,57 % le 30 octobre. Les taux à 6 mois et 1 an ont enregistré au total une détente de 7 points de base, revenant, respectivement, à 3,47 % et 3,44 % en fin de mois.

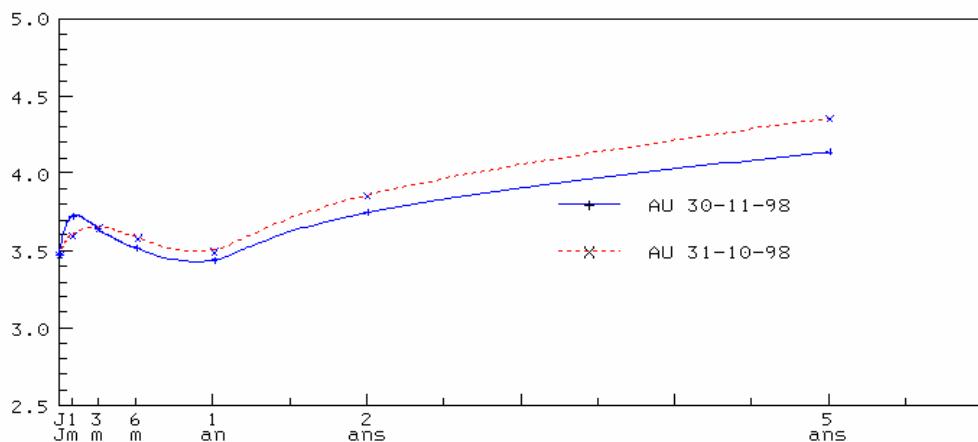
ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES			
	31 octobre 1998	30 novembre 1998	Variation
TIOP à 1 mois.....	3,50976	3,62304	0,11328
TIOP à 3 mois.....	3,57031	3,56250	- 0,00781
TIOP à 6 mois.....	3,54101	3,46875	- 0,07226
TIOP à 1 an.....	3,50390	3,43750	- 0,06640
Taux à 2 ans.....	3,86000	3,75000	- 0,11000
Taux à 5 ans.....	4,36000	4,14000	- 0,22000

Les taux implicites des contrats Pibor ont suivi une évolution sensiblement analogue à celle des taux interbancaires, le taux du contrat décembre 1998 se tendant d'une quinzaine de points de base au cours de la première quinzaine, avant de se détendre d'autant au cours de la seconde. Le 30 novembre, il revenait sur son niveau du 30 octobre, à 3,52 %. Les taux implicites des contrats échéances mars 1999 et juin 1999 se sont, en revanche, quelque peu détendus, passant respectivement de 3,30 % et 3,25 % le 30 octobre à 3,27 % et 3,21 % le 30 novembre.

Les volumes des contrats ferme échangés sur le Matif ont été irréguliers, tout en demeurant en moyenne conformes à ceux constatés précédemment.

## STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ

### Taux actuariels

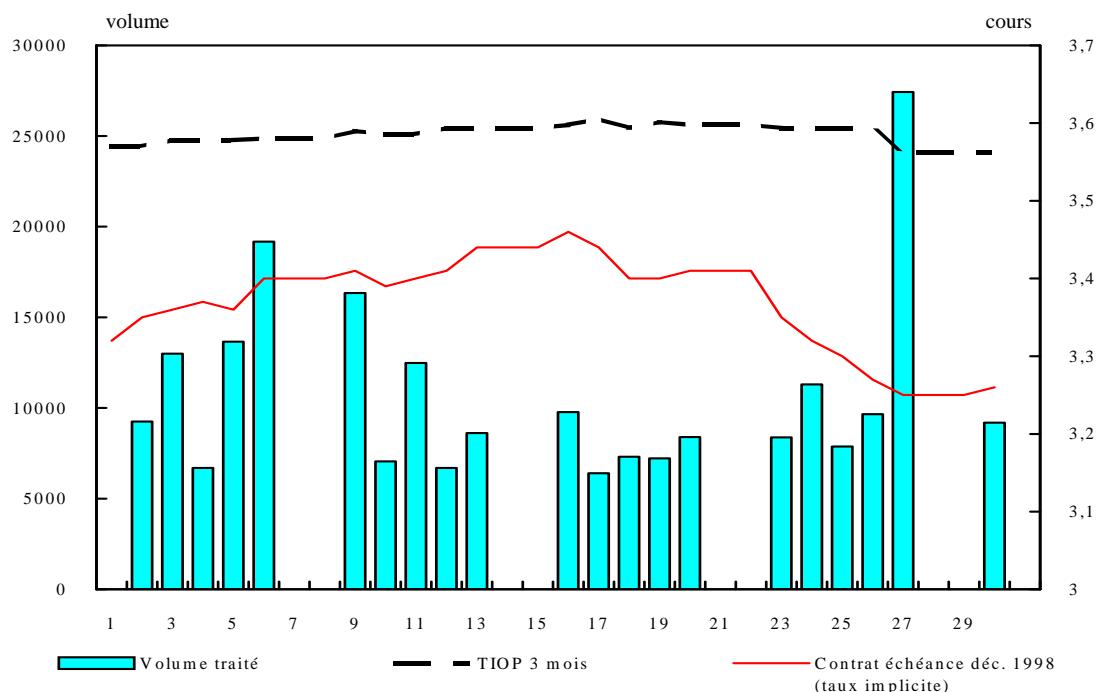


Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 1<sup>er</sup> décembre 1998

## ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS

### du 31 octobre 1998 au 30 novembre 1998



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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> décembre 1998

### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

#### **Adjudications**

Au cours du mois de novembre, le Trésor a procédé à l'adjudication de 99,8 milliards de francs de bons du Trésor (82,3 milliards de francs de BTF et 17,5 milliards de francs de BTAN).

L'encours total de bons du Trésor en circulation s'élevait au 30 novembre à 1 301,2 milliards de francs, contre 1 327,6 milliards le mois précédent.

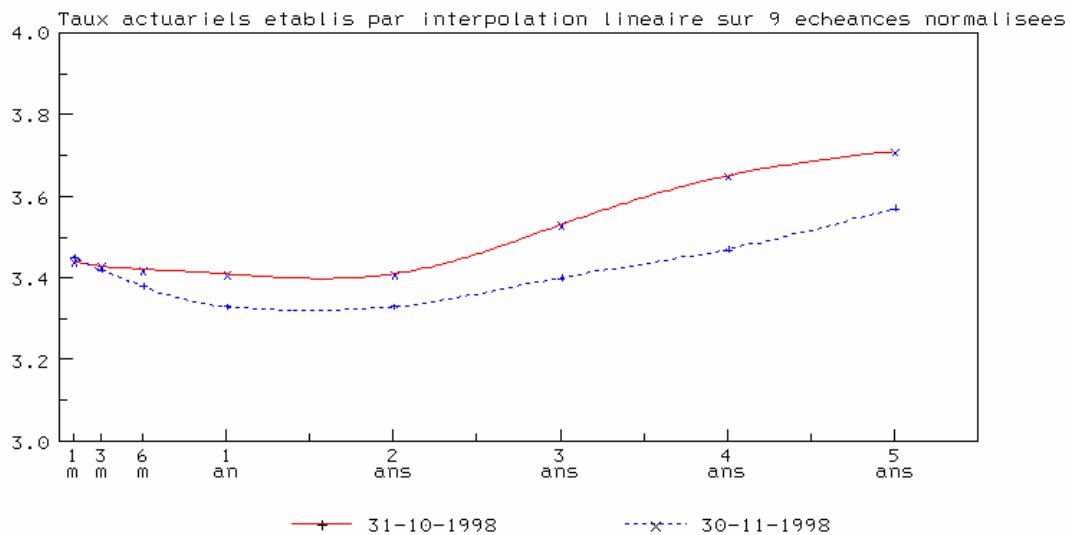
ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXE								
Date (a)	Catégorie (b)	Durée (c)	Soumis-sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)	Taux actuel annuel moyen (e)	Taux inter-bancaire (f)
					(d)			
2 nov. 1998	BTF	13 sem.	39 700	12 960	960	3,35	3,37	3,45
2 nov. 1998	BTF	28 sem.	19 450	6 549	547	3,37	3,38	3,44
9 nov. 1998	BTF	13 sem.	47 562	13 334	1 485	3,35	3,36	3,45
9 nov. 1998	BTF	42 sem.	16 600	4 464	461	3,41	3,42	3,47
16 nov. 1998	BTF	13 sem.	46 104	12 055	1 146	3,36	3,39	3,45
16 nov. 1998	BTF	26 sem.	14 850	5 393	391	3,40	3,50	3,48
19 nov. 1998	BTAN 4,00 %	2 ans	28 807	8 682	0	100,78	100,88	3,44
19 nov. 1998	BTAN 4,50 %	5 ans	22 450	7 369	509	103,36	103,49	3,67
19 nov. 1998	BTAN ÉCUS	2 ans	1 195	408	7	100,60	100,84	3,46
19 nov. 1998	BTAN ÉCUS	5 ans	1 130	525	36	103,30	100,36	3,70
23 nov. 1998	BTF	13 sem.	41 147	5 537	579	3,36	3,40	3,45
23 nov. 1998	BTF	52 sem.	18 200	5 682	679	3,36	3,43	3,41
30 nov. 1998	BTF	13 sem.	30 655	6 002	0	3,30	3,30	3,39
30 nov. 1998	BTF	51 sem.	17 554	4 002	0	3,28	3,29	3,33
(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 1 <sup>er</sup> décembre 1998							

Entre les dernières adjudications des mois d'octobre et de novembre, les taux à l'émission se sont détendus (5 points de base) sur les BTF 13 semaines (de 3,44 % à 3,39 %). Si les rendements se sont très légèrement tendus sur les BTAN 2 ans (de 3,43 % à 3,44 %), ils ont, en revanche, baissé de 5 points de base sur les BTAN 5 ans (de 3,72 % à 3,67 %).

#### **Marché secondaire**

Au cours du mois de novembre, les taux des bons du Trésor se sont détendus sur toutes les échéances à partir du 3 mois, cédant 3 points de base sur les taux à 3 mois et 6 mois, 7 points de base sur les taux de 1 an à 2 ans et 14 points de base sur les taux à 5 ans. La courbe des rendements a pris ainsi un profil nettement inversé jusqu'au secteur 2 ans, tandis que la pente 2 ans-5 ans, toujours positive, s'est quelque peu réduite, l'écart de taux revenant de 31 points de base à 24 points de base sur ce segment.

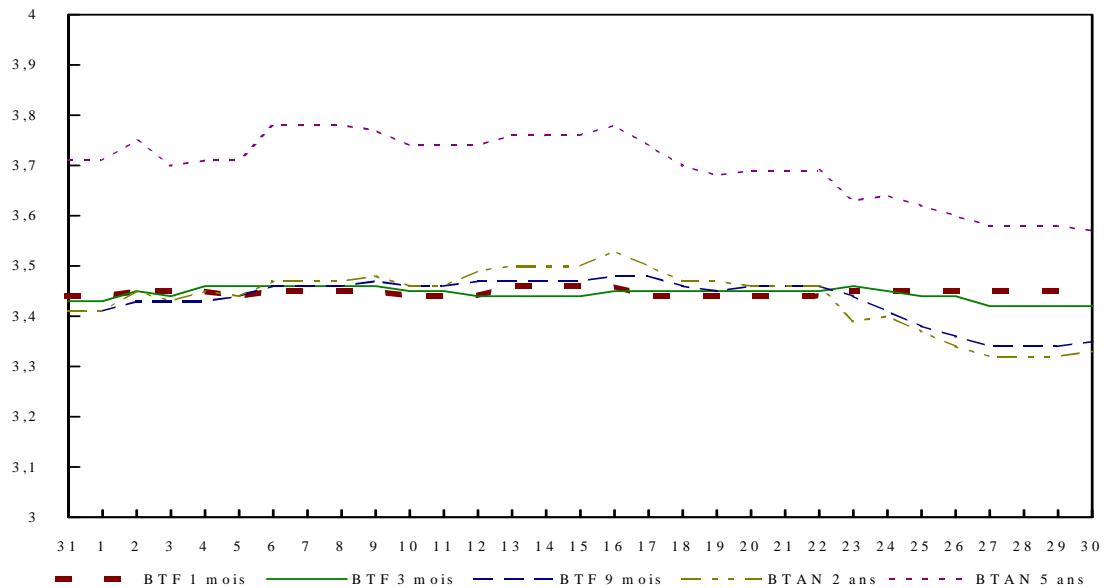
**BONS DU TRÉSOR**  
**TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE**  
**au 30 novembre 1998**



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

Mise à jour le 10 décembre 1998

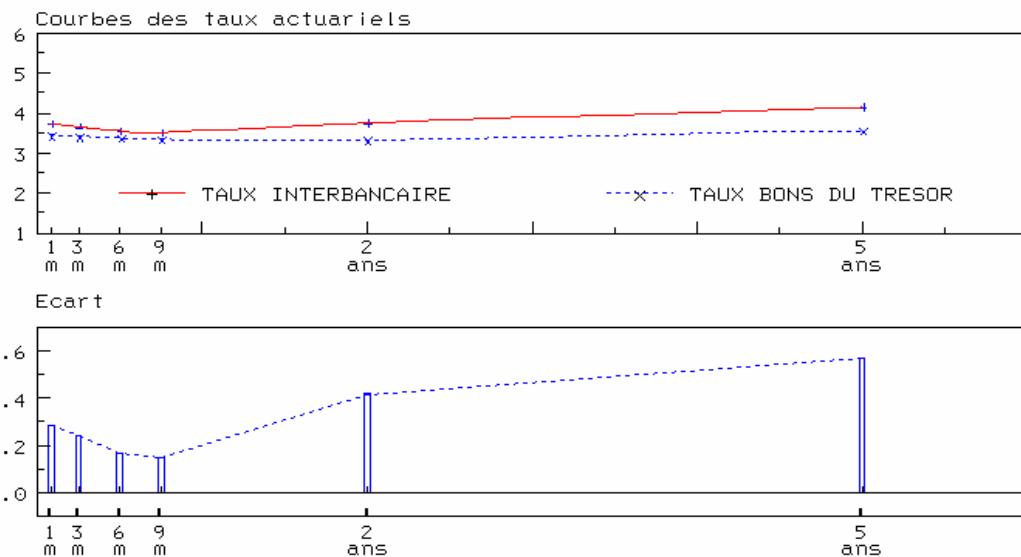
**TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR**  
**du 31 octobre 1998 au 30 novembre 1998**



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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> décembre 1998

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



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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> décembre 1998

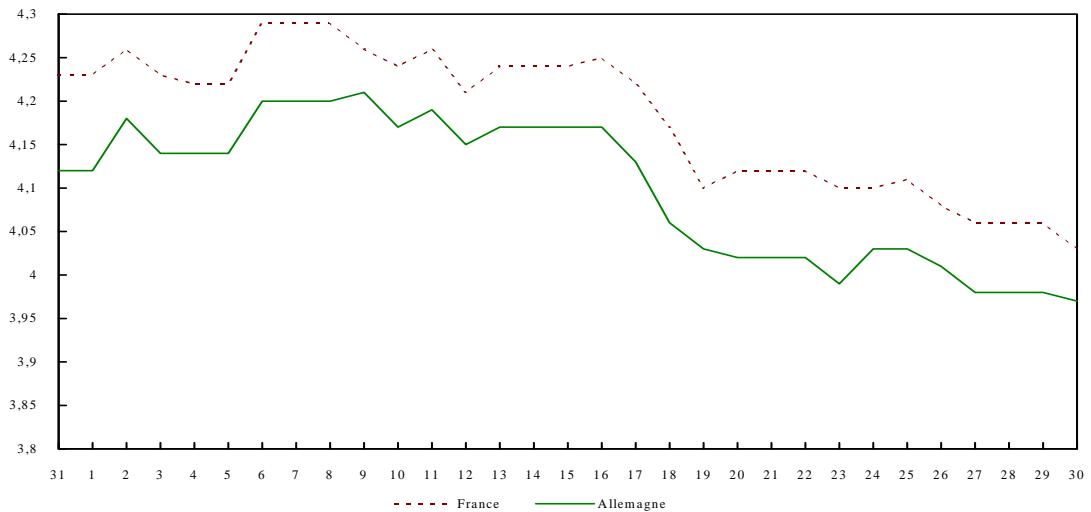
Les taux interbancaires et les taux des bons du Trésor s'étant détendus dans des proportions voisines, les écarts de rendements entre les deux compartiments sont demeurés pratiquement inchangés sur la période.

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

Les marchés obligataires ont été soutenus, au cours du mois de novembre, par la publication de nouvelles statistiques faisant état de la poursuite du mouvement de désinflation, mais aussi de perspectives de ralentissement de l'activité économique, tant en Europe qu'aux États-Unis. Ces facteurs ont, par ailleurs, entraîné un renforcement des anticipations de desserrement monétaire en fin de période, contribuant également à soutenir le marché. Enfin, les prises de profit sur les bourses en fin de mois, ainsi que la réapparition d'inquiétudes concernant l'Asie et l'Amérique latine, ont concouru à une amplification de ce mouvement en toute fin de mois.

Au total, le rendement de l'OAT avril 2008 français est revenu à la fin novembre à un niveau de 4,03 %, contre 4,26 % en début de période. Cette évolution est allée de pair avec un nouveau resserrement du spread OAT-Bund à 10 ans, lequel est revenu à 6 points de base en fin de mois, contre 11 points de base à la fin octobre.

## ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 31 octobre 1998 au 30 novembre 1998

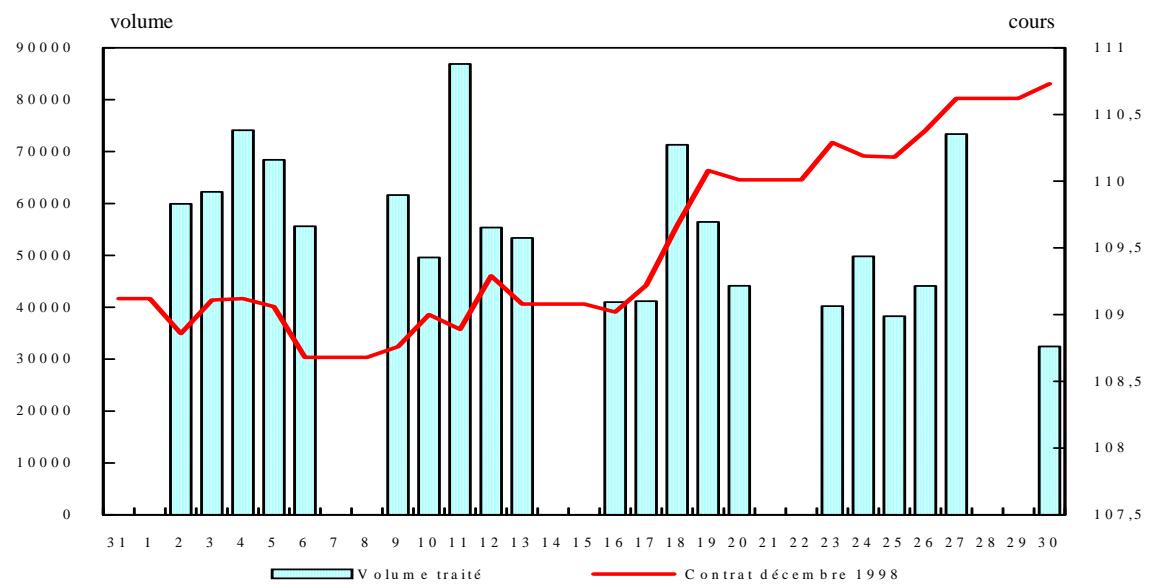


Taux de négociation sur le marché secondaire de la ligne d'emprunt d'État considérée comme la plus représentative

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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> décembre 1998

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

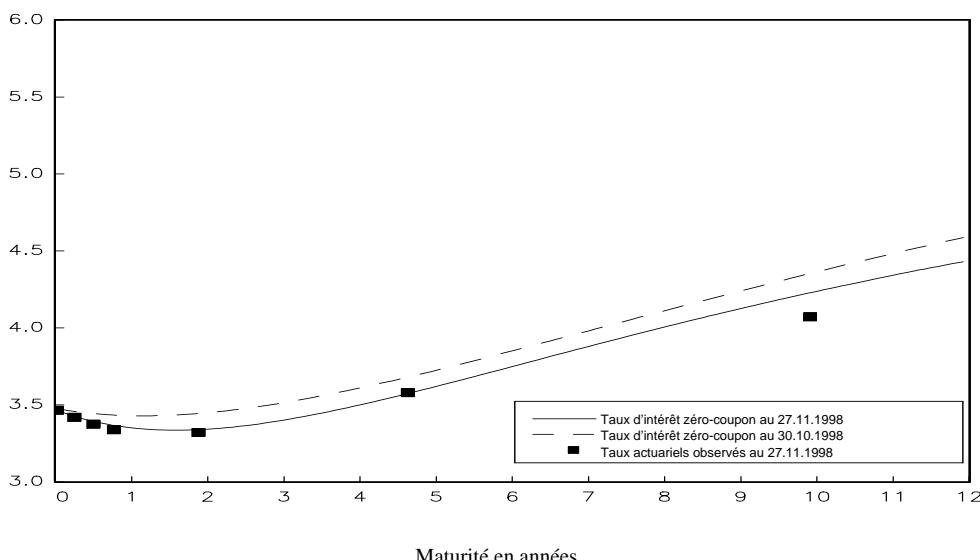


Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 1<sup>er</sup> décembre 1998

Au cours du mois de novembre, les volumes traités sur le contrat notionnel ont diminué, pour atteindre 46 000 lots quotidiens en moyenne, contre 79 000 en octobre. Comme de coutume à l'approche de la fin de l'année, cet effet saisonnier s'est, il est vrai, manifesté sur l'ensemble des marchés organisés de produits dérivés.

## 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 2 décembre 1998

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

(arrêtée au 8 décembre)

Le 3 décembre, le Conseil de la politique monétaire a décidé de ramener le taux d'appel d'offres de la Banque de France de 3,3 % à 3,0 %, en concertation avec les autres banques centrales nationales dans le cadre du Système européen de banques centrales. Il s'en est suivi une détente des taux interbancaires de 30 points de base environ sur toutes les échéances allant du jour le jour (31 points de base) au 3 mois (24 points de base).

Le même jour, une baisse des taux directeurs a eu lieu en Allemagne, en Autriche, en Belgique, en Espagne, en Finlande, aux Pays-Bas et au Portugal, où le principal taux directeur a été ramené à 3,0 %. En Italie, le taux d'escompte a été ramené de 4,0 % à 3,50 %.

Le 8 décembre, le taux interbancaire à 3 mois ressortait à 3,25 %, contre 3,49 % le 30 novembre.

Sur le marché obligataire, les taux ont continué à se détendre dans le prolongement de l'évolution observée depuis la mi-novembre, les spreads entre les principales dettes souveraines européennes demeurant stables à des niveaux bas (5 points de base pour l'OAT par rapport au *Bund* allemand à 10 ans). Cette détente a été également favorisée par la progression du marché américain, qui s'explique à la fois par l'évolution des indicateurs macroéconomiques propres à ce pays (taux de chômage à nouveau en baisse, mais indicateur d'activité également en baisse) et par une résurgence des inquiétudes sur les évolutions économiques et financières en Amérique du Sud, en Asie et en Russie.

Le 8 décembre, le taux de l'emprunt d'État français à 10 ans ressortait à un nouveau plus bas niveau historique, à 3,91 %, contre 4,05 % le 30 novembre.

## 5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est élevé à 1 369,8 milliards de francs à la fin du mois de novembre, contre 1 325,4 milliards à fin octobre. Cette hausse a pour origine l'augmentation de l'encours des titres à court terme. En effet, celui des certificats de dépôt progresse de 26,9 milliards de francs, celui des bons des institutions et sociétés financières augmente de 1,5 milliard et celui des billets de trésorerie s'accroît de 21,1 milliards. Seul l'encours des bons à moyen terme négociables s'inscrit à l'inverse de cette tendance, diminuant de 5,1 milliards de francs.

Les taux de rendement relatifs aux titres émis à moins d'un an révèlent une quasi-stabilité par rapport aux niveaux relevés à la fin du mois d'octobre, avec cependant une légère détente au cours de la dernière semaine pour les échéances courtes, qui ont été les plus sollicitées. Sur le marché des bons à moyen terme, les taux ont enregistré un net repli en fin de période, en liaison avec la baisse des taux observée sur le marché obligataire.

Enfin, l'ensemble du marché s'est caractérisé par un raccourcissement assez sensible des durées à l'émission des papiers. Après un mois d'octobre particulier dans ce domaine, pour des raisons de passage de fin d'année, il est revenu à des structures d'émissions plus proches de celles habituellement constatées.

Dans un contexte caractérisé par la poursuite de la baisse des taux à long terme, qui ont atteint leur plus bas niveau historique, le montant des émissions obligataires réglées en novembre a très légèrement progressé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte notamment d'une progression des émissions des résidents à l'international.

### 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 660,1 milliards de francs le 27 novembre, contre 633,2 milliards le 30 octobre et 643,5 milliards le 25 septembre.

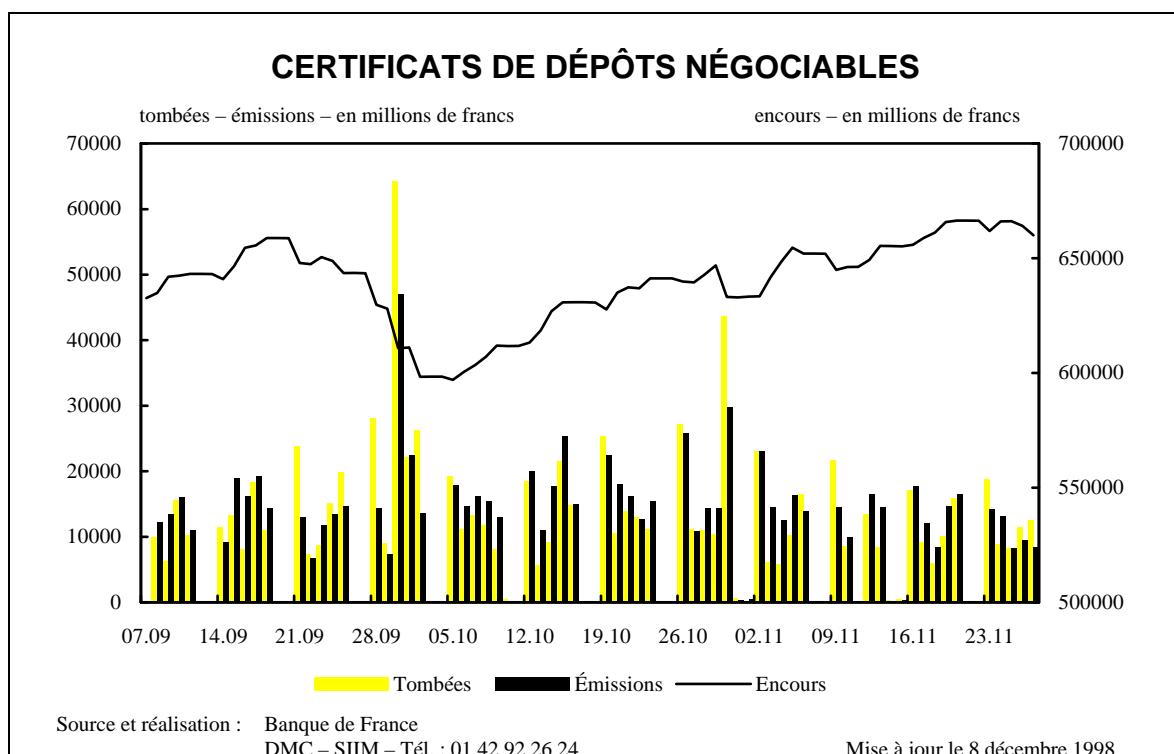
Les émissions réalisées au cours du mois de novembre sont en recul très net par rapport au mois précédent. Elles ont ainsi atteint 260,7 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 452,2 milliards en octobre et 312,6 milliards en septembre (respectivement 233,8 milliards, contre 462,5 milliards et 298,5 milliards, pour les tombées).

Trois émetteurs ont accru leur encours de plus de 5 milliards de francs au cours du mois sous revue : la Banque nationale de Paris (5,6 milliards), ING Bank NV et le Crédit industriel et commercial (5,6 milliards chacun). À l'opposé, trois autres établissements ont réduit leur encours de 2 milliards de francs ou plus : Paribas SA (4,5 milliards), la Caisse centrale de réescompte (2,8 milliards) et la Compagnie financière du crédit mutuel de Bretagne (2 milliards).

La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteurs* a été caractérisée par une présence plus marquée des établissements de crédit, qui ont représenté la part la plus forte des souscriptions, avec 34,1 % du montant global, contre 26,9 % pour le mois précédent. Les sociétés et entreprises individuelles ont constitué 25,3 % du total, les OPCVM 20,9 % et les assurances, caisses de retraite et mutuelles 13,1 %.

La ventilation des opérations selon les durées à l'émission traduit une concentration des émissions sur les échéances comprises entre un mois et trois mois dont la part est en augmentation de plus de 7 points (47,6 %, contre 40,3 %), cette progression s'effectuant essentiellement au détriment de la plage comprise entre trois mois et six mois (25,3 %, contre 31,5 % pour le mois précédent).

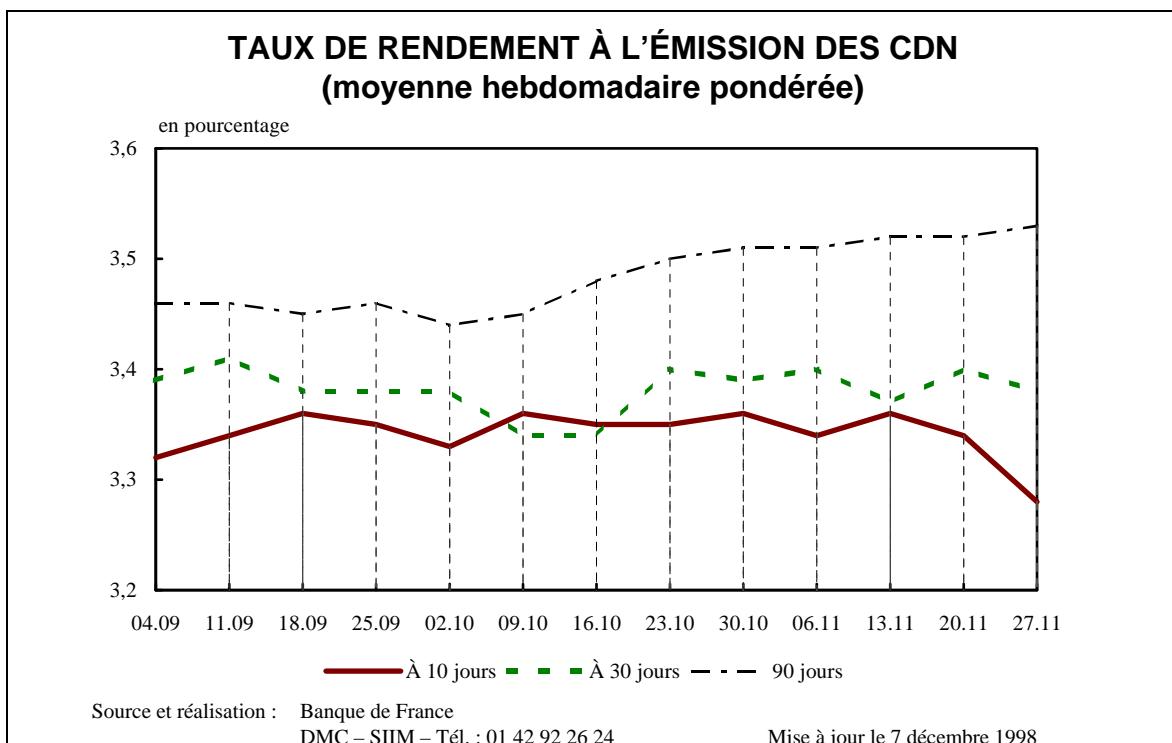
Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	67,1	25,7
De 1 mois à moins de 3 mois.....	124,0	47,6
De 3 mois à moins de 6 mois.....	66,0	25,3
De 6 mois à 1 an .....	3,6	1,4
<b>Total .....</b>	<b>260,7</b>	<b>100,0</b>



Le nombre d'émetteurs présents sur le marché s'est établi à 300 le 27 novembre, contre 299 le 30 octobre et 305 le 25 septembre.

Les taux à l'émission sont restés à des niveaux assez proches de ceux du mois d'octobre, évoluant alternativement à la hausse ou à la baisse, avec une amplitude comprise entre -6 points et +3 points. Relativement stables sur les durées les plus longues, les taux ont, en revanche, marqué au cours de la dernière semaine une légère détente sur les échéances les plus courtes qui ont été les plus sollicitées.

	TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN			
	2 au 6 novembre	9 au 13 novembre	16 au 20 novembre	23 au 27 novembre
Certificats à 10 jours (moyenne) .....	3,34	3,36	3,34	3,28
Certificats à 30 jours (moyenne) .....	3,40	3,37	3,40	3,38
Certificats à 90 jours (moyenne) .....	3,51	3,52	3,52	3,53
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas) .....	3,00	3,00	3,00	3,00
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut) .....	3,43	3,46	3,50	3,50
TIOP à 1 mois (plus bas) .....	3,51	3,50	3,51	3,50
TIOP à 1 mois (plus haut) .....	3,52	3,51	3,51	3,51



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

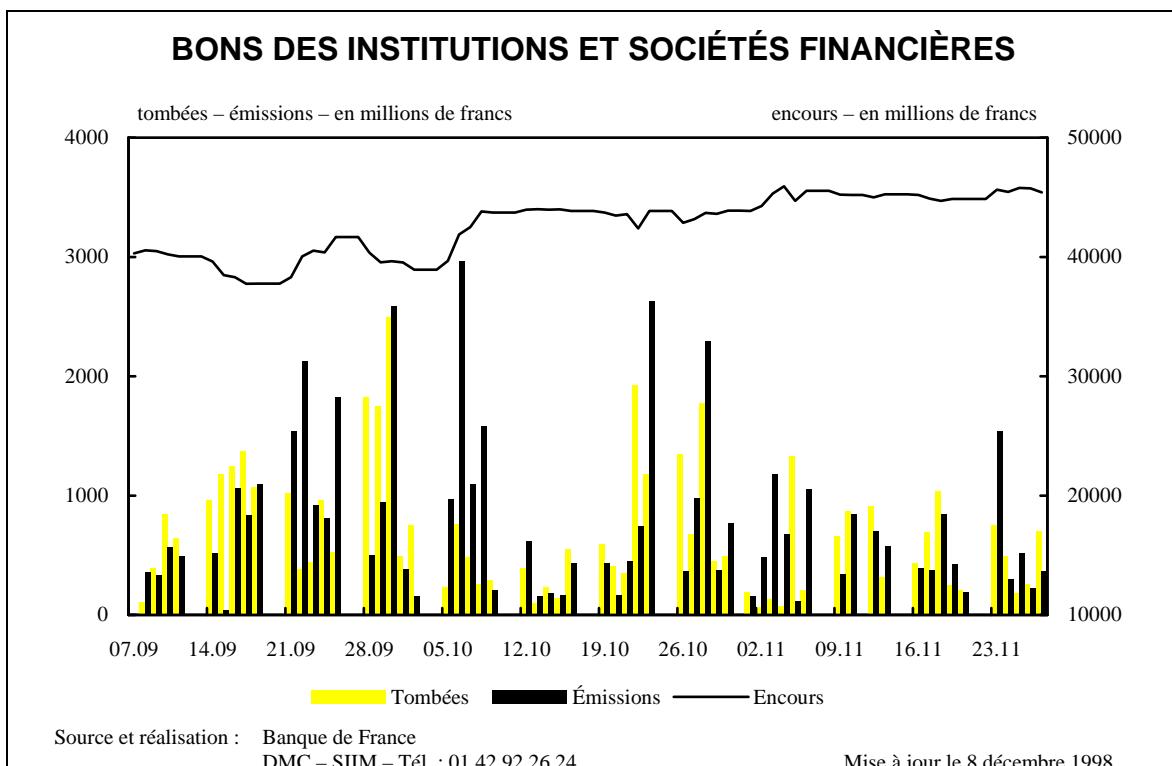
L'encours de ces bons s'élevait à 45,4 milliards de francs le 27 novembre, contre 43,9 milliards le 30 octobre et 41,7 milliards le 25 septembre. Au 27 novembre, 93,8 % de l'encours global correspondait aux opérations de six établissements disposant d'un encours supérieur à 1 milliard de francs, le premier d'entre eux, le Crédit local de France représentant 65,2 % du total, avec un encours de 29,6 milliards de francs, devant Cofidis (4,3 milliards) et la Diac (3,5 milliards).

Les émissions réalisées au cours du mois de novembre ont atteint 11,3 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 22,1 milliards en octobre et 14,6 milliards en septembre (respectivement 9,7 milliards, contre 19,9 milliards et 13,2 milliards, pour les tombées).

La répartition mensuelle par catégories de *souscripteurs* fait apparaître une augmentation de la contribution des établissements de crédit, avec 49 % du montant global d'émission (37,9 % en octobre et 31,1 % en septembre) et une diminution des OPCVM (46,0 % du total, contre 55,0 % et 47,9 % pour les deux mois précédents).

L'examen des *durées à l'émission* fait ressortir un recul de la part des opérations réalisées entre trois mois et six mois (73,2 % du total, contre 84,0 % en octobre) au profit des échéances plus courtes, dont la part augmente de 6 points pour la durée comprise entre un mois et trois mois, et de 3 points pour celle concernant les titres émis entre dix jours et un mois.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	0,5	4,7
De 1 mois à moins de 3 mois.....	2,1	18,8
De 3 mois à moins de 6 mois.....	8,3	73,2
De 6 mois à 1 an.....	0,4	3,3
<b>Total .....</b>	<b>11,3</b>	<b>100,0</b>



### **Billets de trésorerie (BT)**

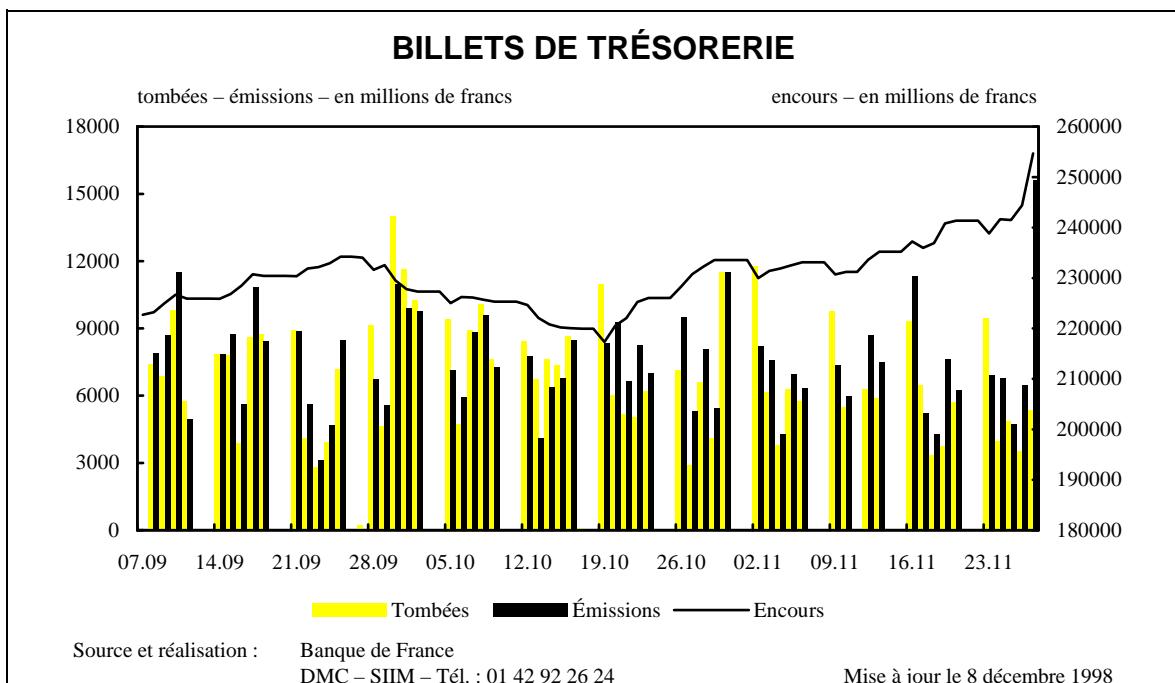
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 254,7 milliards de francs le 27 novembre, contre 233,6 milliards le 30 octobre et 234,2 milliards le 25 septembre. Le montant des émissions intervenues au cours du mois a atteint 138,1 milliards de francs, contre 194,6 milliards en octobre et 149,6 milliards en septembre (respectivement 116,9 milliards, contre 195,2 milliards et 138,7 milliards, pour les tombées).

Le 27 novembre, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 95, contre 93 à fin octobre et 91 à fin septembre. Trois émetteurs ont accru leur encours de plus de 3 milliards de francs entre fin octobre et fin novembre : France Télécom (7,4 milliards), EDF (3,7 milliards) et Pechiney (3,4 milliards). À l'opposé, quatre autres émetteurs ont réduit leur encours au-delà de 1 milliard de francs : Réseau ferré de France (2,2 milliards), Rhône Poulenc SA (1,9 milliard), Financière Agache (1,8 milliard) et Danone Finance (1,3 milliard). Au 27 novembre, le principal émetteur sur le marché des billets de trésorerie était Vivendi (14 milliards de francs), devant France Télécom (12,5 milliards), LVMH (11,5 milliards) et EDF (9,3 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 prépondérante, avec 74,7 % du total, proportion identique à celui du mois précédent. Les OPCVM ont représenté 17,3 % du total (15,6 % en octobre), les sociétés et entreprises individuelles 3,7 %, et les assurances, caisses de retraite et mutuelles 2,0 %.

La répartition des émissions selon les échéances révèle une sensible accentuation de l'activité sur les durées comprises entre dix jours et un mois (20,8 %, contre 10,8 % le mois précédent). La part des émissions ayant un terme compris entre un mois et trois mois recule de 3 points, avec 57,0 % du total, contre 59,5 % en octobre, et celle se rapportant à l'échéance comprise entre trois mois et six mois se contracte de plus de 7 points (21,2 % du total, contre 28,8 % le mois précédent).

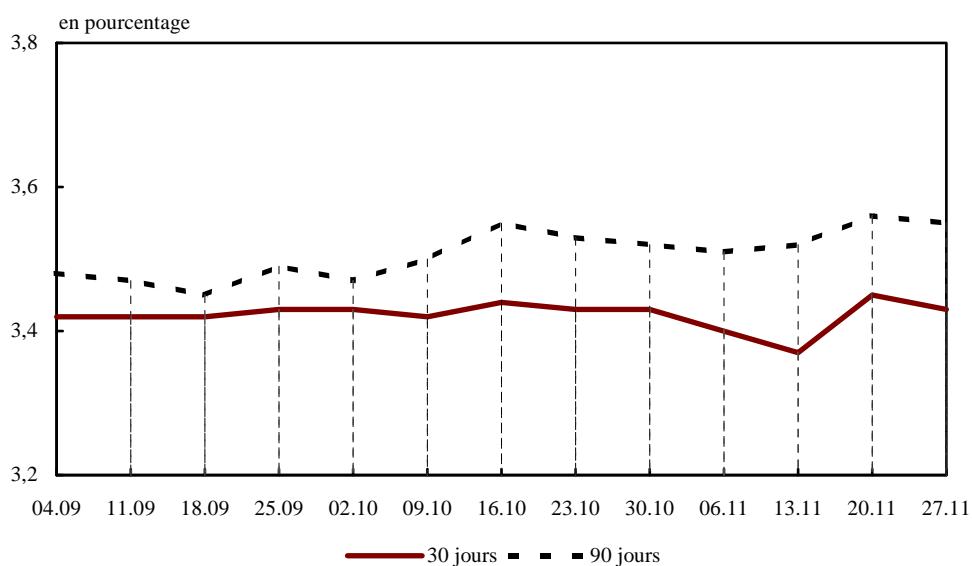
Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois .....	28,7	20,8
De 1 mois à moins de 3 mois .....	78,7	57,0
De 3 mois à moins de 6 mois .....	29,3	21,2
De 6 mois à 1 an.....	1,4	1,0
<b>Total.....</b>	<b>138,1</b>	<b>100,0</b>



L'examen des *taux de rendement à l'émission* hebdomadaires traduit une légère tension au milieu du mois sous revue, les taux moyens ayant gagné 4 points de base sur l'échéance de 10 jours dans la semaine du 9 au 13 novembre. À l'inverse, la dernière semaine montre une très légère tendance baissière sur les rémunérations se rapportant aux échéances de 30 jours et de 90 jours.

	TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BILLETS DE TRÉSORERIE			
	(en pourcentage)			
	2 au 6 novembre	9 au 13 novembre	16 au 20 novembre	23 au 27 novembre
Billets à 10 jours (moyenne) .....	3,41	3,45	3,41	3,41
Billets à 30 jours (moyenne) .....	3,44	3,44	3,45	3,43
Billets à 90 jours (moyenne) .....	3,54	3,55	3,56	3,55
Billets de 20 à 40 jours (plus bas) .....	3,38	3,38	3,38	3,38
Billets de 20 à 40 jours (plus haut) .....	3,55	3,51	3,56	3,60
TIOP à 1 mois (plus bas) .....	3,51	3,50	3,51	3,50
TIOP à 1 mois (plus haut) .....	3,52	3,51	3,51	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 24

Mise à jour le 7 décembre 1998

### Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 409,6 milliards de francs le 27 novembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 414,7 milliards au 30 octobre et 417,3 milliards au 25 septembre.

Les émissions réalisées au cours du mois de novembre se sont élevées à 5,1 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 6,5 milliards en octobre et 8,3 milliards de francs en septembre (respectivement 10,1 milliards, contre 9,2 milliards et 7,6 milliards, pour les tombées).

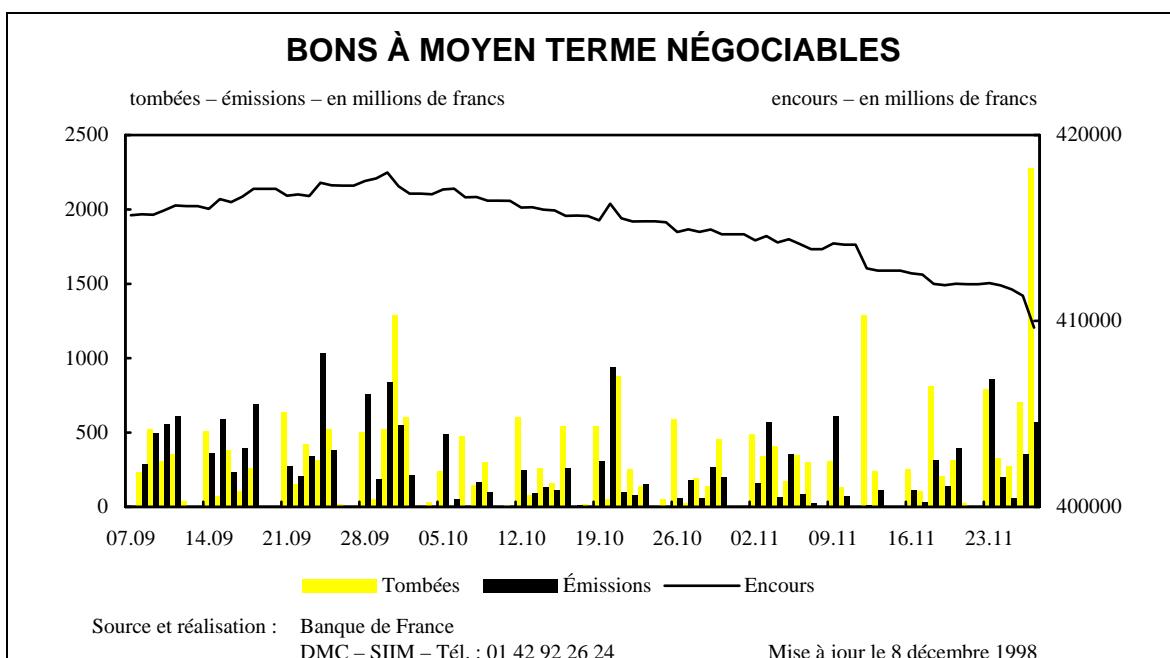
Le nombre d'émetteurs présents sur le marché au 27 novembre s'est établi à 224, contre 225 pour les deux mois précédents. Les hausses d'encours les plus significatives relevées pendant le mois concernent la Caisse centrale du crédit mutuel (302 millions de francs), la Caisse fédérale du crédit mutuel Dauphiné Vivarais (260 millions). À l'opposé, les baisses les plus conséquentes proviennent de la Banque fédérative du crédit mutuel (600 millions de francs), du Crédit industriel et commercial (585 millions), de Paribas SA (466 millions) et du Crédit du Nord (420 millions).

Au 27 novembre, la Société générale demeurait le principal émetteur sur le marché des BMTN, avec 26,1 milliards de francs, devant le Crédit Lyonnais (24,5 milliards), la Caisse des dépôts et consignations (22,8 milliards) et Paribas SA (19,9 milliards).

La répartition mensuelle par catégories de *souscripteurs* fait apparaître une progression de la part des établissements de crédit, avec 74,0 % du montant global d'émission (63,1 % en octobre) et un recul sensible de celle des OPCVM (8,7 % du total, contre 25,6 % pour le mois précédent). La présence des sociétés et entreprises individuelles s'est fortement accrue (14,5 % du montant des souscriptions, contre 7,8 % en octobre), tandis que celle des assurances, caisses de retraite et mutuelles s'est élevée à 2,4 %, contre 1,4 % le mois précédent.

La ventilation du montant global des émissions selon leur *durée initiale* traduit une augmentation des opérations réalisées sur les échéances inférieures à 5 ans (99,2 % de la production, contre 84,2 % en octobre), avec une concentration des émissions sur les titres de durée comprise initiale entre 2 ans et 3 ans (45,4 %, contre 20,3 %) et, à l'inverse, une réduction sensible de la part des opérations sur les titres de durée initiale excédant cinq ans.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans .....	1,6	32,0
De 2 ans à moins de 3 ans.....	2,3	45,4
De 3 ans à moins de 5 ans.....	0,8	15,6
De 5 ans à moins de 7 ans.....	0,3	5,8
De 7 ans et plus.....	0,1	1,2
<b>Total .....</b>	<b>5,1</b>	<b>100,0</b>



Les taux des émissions de bons à moyen terme négociables à taux fixe ont enregistré une légère tension dans la semaine du 9 au 13 novembre (+ 7 points de base sur les échéances de 1 an et de 2 ans). Cette tendance s'est poursuivie au cours de la semaine suivante (+ 1 point de base sur les mêmes échéances), contrastant avec le mouvement de détente constaté sur le marché obligataire au cours de la même semaine. Un repli général des rendements s'est néanmoins opéré au cours de la dernière semaine sur le marché des BMTN, atteignant jusqu'à 32 points sur les bons à 5 ans.

## TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BMTN

*(en pourcentage)*

	2 au 6 novembre	9 au 13 novembre	16 au 20 novembre	23 au 27 novembre
Bons à 1 an 1 jour (moyenne).....	3,44	3,51	3,52	3,42
Bons à 2 ans (moyenne).....	3,61	3,68	3,69	3,67
Bons à 3 ans (moyenne).....	—	—	3,68	3,67
Bons à 5 ans (moyenne).....	—	—	4,04	3,72
Bons à 7 ans (moyenne).....	—	—	—	—
Bons à 10 ans (moyenne) .....	4,60	—	—	—

### 5.2.2. Les OPCVM

#### ENCOURS DE TITRES D'OPCVM (SICAV ET FCP)

*(données brutes en milliards de francs)*

	1997		1998		
	Novembre	Décembre	Septembre	Octobre	Novembre
<b>SICAV</b> .....	<b>1 660,6</b>	<b>1 618,7</b>	<b>1 768,9</b>	<b>1 782,1</b>	<b>1 841,7</b>
– monétaires .....	793,6	745,6	795,9	794,8	801,3
– obligations et autres titres de créance .....	454,8	446,2	475,6	471,6	474,4
– actions .....	252,2	264,8	310,7	325,4	351,2
– diversifiées .....	157,1	159,2	183,8	187,3	211,7
– garanties .....	2,9	2,9	2,9	3,0	3,1
<b>FCP</b> .....	<b>1 385,0</b>	<b>1 360,0</b>	<b>1 628,8</b>	<b>1 646,8</b>	<b>1 713,0</b>
– monétaires .....	288,3	274,8	314,8	304,6	303,4
– obligations et autres titres de créance .....	375,4	361,6	381,7	385,4	393,4
– actions .....	147,2	152,5	194,7	202,1	229,1
– diversifiés .....	406,9	405,7	541,5	555,7	582,7
– garantis .....	167,2	165,4	196,1	199,0	204,4
<b>OPCVM</b> .....	<b>3 045,6</b>	<b>2 978,7</b>	<b>3 397,7</b>	<b>3 428,9</b>	<b>3 554,7</b>
– monétaires .....	1 081,9	1 020,4	1 110,7	1 099,4	1 104,7
– obligations et autres titres de créance .....	830,2	807,8	857,3	857,0	867,8
– actions .....	399,4	417,3	505,4	527,5	580,3
– diversifiés .....	564,0	564,9	725,3	743,0	794,4
– garantis .....	170,1	168,3	199,0	202,0	207,5

Source : Commission des opérations de bourse

Réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14

Mise à jour le 3 décembre 1998

En novembre 1998, l'encours des titres d'OPCVM monétaires s'est élevé à 1 104,7 milliards de francs. Malgré un léger ralentissement de sa progression annuelle (+ 2,1 % en novembre) par rapport au mois précédent (+ 3,0 %) lié à la faiblesse des souscriptions en novembre, la tendance à la hausse observée depuis juillet 1998 s'est confirmée.

L'encours des titres d'OPCVM « obligations » s'est situé à 867,8 milliards de francs. Sur un an, sa progression est passée de - 0,6 % en juillet à + 1,7 % en septembre et + 4,5 % en novembre.

Bénéficiant de la reprise boursière, l'encours des titres d'OPCVM « actions » a atteint 580,3 milliards de francs, soit une augmentation de 45,3 % sur un an (après + 21,6 % en septembre et + 35,6 % en octobre).

L'encours des titres d'OPCVM « diversifiés » s'est élevé à 794,4 milliards de francs (+ 40,9 % sur un an) et celui des OPCVM « garantis » à 207,5 milliards de francs (+ 22,0 % en glissement annuel).

Au total, à fin novembre, l'encours des titres d'OPCVM a atteint 3 554,7 milliards de francs. Son glissement annuel est resté très soutenu, atteignant 16,7 %, grâce à la forte valorisation des marchés d'actions.

## 5.2.3. Le marché primaire obligataire en novembre

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

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte caractérisé par la poursuite de la baisse des taux à long terme, qui ont atteint leur plus bas niveau historique, le montant des émissions obligataires réglées en novembre a très légèrement progressé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte notamment d'une progression des émissions des résidents à l'international.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 40,9 milliards de francs, après 38,6 milliards en octobre et 56,7 milliards en septembre. Près de 51 % des titres réglés en novembre ont été émis en francs sur le marché intérieur, et 11 % l'ont été en écus. Le compartiment international a, pour sa part, enregistré plus de 38 % des émissions.

<b>ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES</b>							
ventilation par marchés							
(en milliards de francs)							
Brutes				Nettes			
Novembre 1998	11 mois 1998	11 mois 1997	Année 1997	En date de règlement	Novembre 1998	11 mois 1998	11 mois 1997
				<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>			
24,0	320,4	310,8	336,0	État	19,5	175,6	181,4
-	52,0	64,2	75,6	Établissements de crédit et assimilés	- 6,4	- 138,1	- 67,4
1,4	49,7	37,6	46,2	Sociétés non financières	- 0,8	19,7	6,6
-	8,5	16,6	16,6	Autres émetteurs résidents	-	7,1	14,2
<b>25,3</b>	<b>430,6</b>	<b>429,1</b>	<b>474,3</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>12,3</b>	<b>64,3</b>	<b>134,8</b>
-	2,6	0,2	0,2	Non-résidents	- 1,5	-	- 5,2
<b>25,3</b>	<b>433,2</b>	<b>429,3</b>	<b>474,5</b>	<b>TOTAL</b>	<b>10,7</b>	<b>64,3</b>	<b>129,6</b>
4,5	41,5	31,9	34,5	dont émissions en écus	4,5	- 20,1	25,5
				<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>			
-	-	-	-	État	-	-	-
4,5	34,5	23,5	25,6	Établissements de crédit et assimilés	-	16,2	2,5
-	22,9	2,1	6,8	Sociétés non financières	- 2,0	15,0	- 3,3
0,6	16,3	-	-	Autres émetteurs résidents	0,6	16,3	- 0,3
<b>5,1</b>	<b>73,7</b>	<b>25,6</b>	<b>32,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>- 1,4</b>	<b>47,5</b>	<b>- 1,1</b>
<b>10,5</b>	<b>150,6</b>	<b>162,6</b>	<b>168,7</b>	Non-résidents	<b>7,0</b>	<b>110,4</b>	<b>126,6</b>
<b>15,6</b>	<b>224,3</b>	<b>188,2</b>	<b>201,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>5,6</b>	<b>157,9</b>	<b>125,5</b>
5,5	38,2	4,7	4,7	dont émissions en écus	5,5	36,2	- 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 1<sup>er</sup> décembre 1998

La **collecte des résidents** est ressortie à 30,4 milliards de francs (27,8 milliards en octobre), soit plus de 74 % des émissions réglées en novembre.

## ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES

### ventilation par devises

*(en milliards de francs)*

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Novembre 1998	11 mois 1998	11 mois 1997	Année 1997		Novembre 1998	11 mois 1998	11 mois 1997	Année 1997
<b>ÉMISSIONS en FRANCS</b>								
19,5	279,2	279,2	301,7	État	15,0	195,9	156,2	112,1
4,5	72,0	82,6	96,1	Établissements de crédit et assimilés	- 6,4	- 136,4	- 62,7	- 76,8
1,4	54,5	39,7	53,0	Sociétés non financières	- 2,8	16,6	3,3	5,3
0,6	23,4	16,6	16,6	Autres émetteurs résidents	0,6	22,0	13,9	13,6
<b>25,9</b>	<b>429,1</b>	<b>418,1</b>	<b>467,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>6,4</b>	<b>98,2</b>	<b>110,6</b>	<b>54,2</b>
<b>5,1</b>	<b>140,5</b>	<b>154,0</b>	<b>160,2</b>	<b>Non-résidents</b>	—	<b>99,8</b>	<b>114,0</b>	<b>118,6</b>
<b>31,0</b>	<b>569,6</b>	<b>572,1</b>	<b>627,5</b>	<b>TOTAL</b>	<b>6,4</b>	<b>198,0</b>	<b>224,6</b>	<b>172,9</b>
20,9	391,7	397,4	440,0	dont émissions intérieures	6,2	84,4	104,1	51,0
20,9	389,1	397,2	439,8	dont émissions intérieures des résidents	7,8	84,4	109,3	56,2
<b>ÉMISSIONS en ÉCUS</b>								
4,5	41,2	31,6	34,3	État	4,5	- 20,4	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	—	—
<b>4,5</b>	<b>74,2</b>	<b>35,3</b>	<b>38,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>4,5</b>	<b>12,6</b>	<b>21,7</b>	<b>24,3</b>
<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>5,5</b>	<b>3,5</b>	—	—
<b>10,0</b>	<b>79,7</b>	<b>36,6</b>	<b>39,3</b>	<b>TOTAL</b>	<b>10,0</b>	<b>16,1</b>	<b>21,7</b>	<b>24,3</b>
4,5	41,5	31,9	34,5	dont émissions intérieures	4,5	- 20,1	25,5	28,2
4,5	41,5	31,9	34,5	dont émissions intérieures des résidents	4,5	- 20,1	25,5	28,2
<b>ÉMISSIONS en DEVISES</b>								
—	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
—	<b>8,2</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>TOTAL</b>	—	<b>8,2</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>
—	—	—	—	dont émissions intérieures	—	—	—	—

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

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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> décembre 1998

Les émissions brutes de l'**État** se sont élevées à 24 milliards de francs (23,6 milliards en octobre). Les fonds en francs ont été levés sur l'OAT 4 % avril 2009 <sup>1</sup> et sur l'OATi 3 % juillet 2009. Lors de l'adjudication du 5 novembre, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 14,8 milliards de francs. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 4,31 %, en hausse de 30 points de base par rapport à l'adjudication du 1<sup>er</sup> octobre.

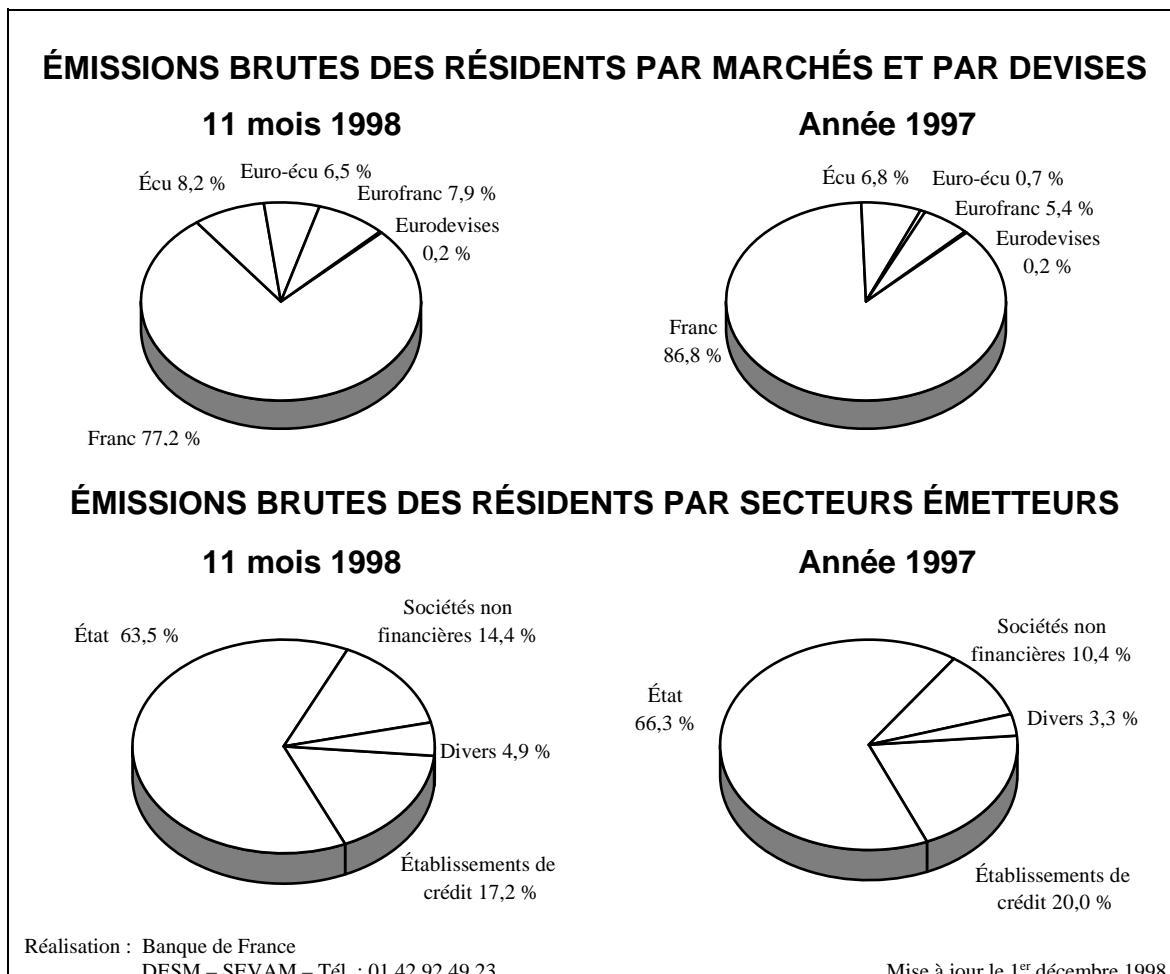
Le même jour, l'**État** a procédé, pour la deuxième fois depuis septembre 1998, à une adjudication sur l'OATi 3 % juillet 2009 indexée sur l'inflation. Le montant émis s'est élevé à 4,5 milliards de francs au taux moyen pondéré de 3,13 %.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée également le 5 novembre et qui portait sur l'OAT 4 % avril 2009. Le montant nominal émis s'est élevé à 695 millions d'écus, soit environ 4,6 milliards de francs. Le taux de rendement de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 4,32 %, en hausse de 27 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 2 au 23 novembre) ont atteint 588 millions de francs. Son taux de rendement actuel a été fixé à 4,07 %.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée principalement sur le marché international, est passée de 4,2 milliards de francs à 6,4 milliards d'un mois à l'autre. Les **établissements de crédit** ont levé 4,5 milliards de francs représentant la grande majorité des émissions.

La collecte des **émetteurs non résidents**, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint 10,5 milliards de francs en novembre, après 10,8 milliards en octobre.



Au terme des onze premiers mois de 1998, la collecte brute cumulée en francs et en devises des résidents s'est élevée à 504,3 milliards de francs, contre 453,3 milliards durant la période correspondante de 1997. Globalement, la proportion des émissions en francs a diminué au profit des émissions libellées en écus. La part de l'État<sup>1</sup> a représenté près de 64 % de la collecte brute globale en francs et en devises effectuée en 1998 par les résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 66 % pour l'ensemble de l'année 1997.

#### **Autres événements intervenus sur le marché primaire au cours du mois de novembre**

L'AFB a publié les modalités de remplacement des taux de références bancaires français Pibor et TMP par les nouveaux taux de référence de la zone euro, respectivement Euribor (*Euro Interbank Offered Rate*) et Eonia (*Euro Overnight Index Average*). La Caisse centrale de crédit immobilier de France (3CIF) a été le premier émetteur à utiliser ces nouvelles références, en lançant un emprunt de 3 milliards de francs indexé sur l'Eonia.

Par ailleurs, le Canada a émis pour la première fois sur le marché international (montant de l'emprunt : 4 milliards de francs).

<sup>1</sup> À fin novembre, l'État avait réalisé la totalité du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 320 milliards de francs.

Enfin, dans le cadre du passage à la monnaie unique, la Société des bourses françaises a publié, le 26 novembre, le calendrier du basculement des marchés financiers en euros concernant la période du 22 décembre 1998 au 4 janvier 1999.

#### **5.2.4. Le marché primaire des actions en octobre**

<b>ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT</b>					
	(en milliards de francs)				
	Septembre 1998	Octobre 1998	10 mois 1998	10 mois 1997	Année 1997
<b>TOTAL ÉMIS (a) .....</b>	<b>23,4</b>	<b>10,2</b>	<b>277,8</b>	<b>264,1</b>	<b>292,9</b>
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES .....	23,1	10,2	270,6	239,7	267,5
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT .....	0,2	–	5,8	7,1	7,2
COMPAGNIES D'ASSURANCE .....	0,1	–	1,3	17,2	18,1
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES .....	–	–	0,1	0,1	0,1
dans :					
– Émissions de titres cotés (b) .....	2,0	0,7	55,5	45,6	52,2
– Émissions avec appel public à l'épargne (c) .....	0,8	0,1	33,3	41,4	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  
 DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 1<sup>er</sup> décembre 1998

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 10,2 milliards de francs en octobre, après 23,4 milliards en septembre. Au terme des dix premiers mois de 1998, leur montant (277,8 milliards de francs) apparaît en progression d'environ 5,2 % d'une année à l'autre<sup>1</sup>.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont passées de 45,6 milliards de francs à 55,5 milliards. À fin octobre 1998, elles représentaient 20 % du montant total des émissions d'actions, contre 17 % pour les dix premiers mois de l'année 1997.

Les émissions réalisées avec appel public à l'épargne sont en forte chute d'une année à l'autre : 33,3 milliards de francs sur les dix premiers mois de 1998, contre 41,4 milliards sur la période correspondante de 1997.

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

## 5.3. Le marché secondaire des actions

La Bourse de Paris a fortement progressé au cours du mois de novembre, l'indice CAC 40 gagnant 9,1 %. Cette évolution, comparable à celle de toutes les grandes places boursières, s'inscrit dans le prolongement de la reprise des cours amorcée au début du mois d'octobre. Durant la première quinzaine, la hausse des cours boursiers a été favorisée par la consolidation des marchés obligataires, alors que, durant la seconde, elle a été soutenue par la baisse des taux directeurs américains et par l'effet, sur les cours, des rapprochements d'entreprises.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

La Bourse de Paris a nettement progressé au cours du mois de novembre, l'indice CAC 40 passant de 3 523 points le 30 octobre à 3 843 points le 30 novembre. Cette hausse importante s'explique par :

- l'éloignement des craintes d'un rationnement du crédit aux États-Unis, les investisseurs s'étant montrés rassurés sur les perspectives de croissance de l'économie américaine en début de mois ;
- la consolidation des marchés obligataires occidentaux qui, durant la première quinzaine de novembre, a incité les opérateurs à se porter sur les marchés d'actions ;
- la baisse des taux directeurs américains, dont le caractère inattendu a soutenu les cours à Wall Street comme en Europe ;
- des annonces de fusions d'entreprises en France et aux États-Unis, dans les secteurs bancaire, pétrolier et pharmaceutique.

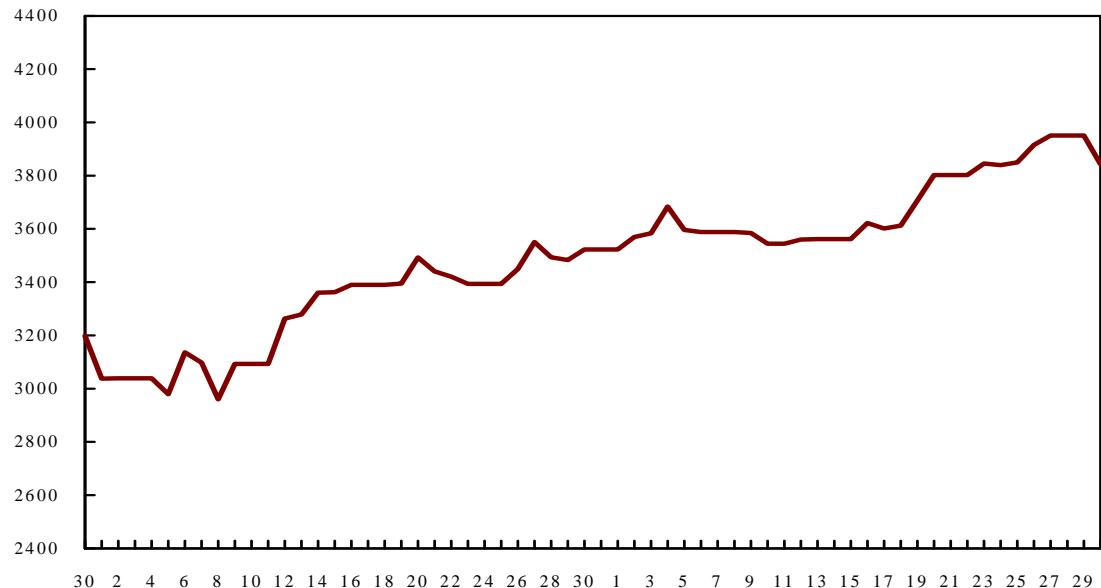
Il est à noter que la révision à la baisse des perspectives de croissance au cours de la seconde quinzaine de novembre n'a guère pesé sur la tendance, si ce n'est en toute fin de période.

INDICES BOURSIERS				
	31 octobre 1998	30 novembre 1998	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1998
New York (Dow Jones) .....	8 592,10	9 116,55	6,10	15,28
Londres (FT 100) .....	5 438,40	5 743,90	5,62	11,85
Tokyo (Nikkei) .....	13 564,51	14 883,70	9,73	- 2,46
Paris (CAC 40) .....	3 522,93	3 843,38	9,10	18,16
Francfort (DAX) .....	4 671,12	5 022,70	7,53	18,19

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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> décembre 1998

## ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40 du 30 septembre au 30 novembre 1998



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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> décembre 1998

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

(arrêtée au 8 décembre)

Au début du mois de décembre, toutes les grandes places boursières se sont inscrites en repli. Cette baisse généralisée a été essentiellement due à un regain d'inquiétude quant aux évolutions économiques et financières en Asie et au Brésil, tandis que les signes d'un ralentissement de la croissance dans les pays de l'OCDE commençaient à se traduire directement dans des annonces ou décisions d'un certain nombre d'entreprises multinationales (repli des carnets de commandes, annonce de plans de restructuration dans des secteurs tels que l'aéronautique, l'industrie pétrolière et les biens d'équipement professionnels).

Les bourses européennes ont été également pénalisées par la faiblesse du dollar et par la baisse du prix du pétrole, qui ont fortement affecté les valeurs exportatrices et pétrolières. À Paris, l'indice CAC 40 a reculé de 3 843,38 points le 30 novembre à 3 765 points le 8 décembre.

# CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

## Le gouvernement et la politique générale

### *La fonction publique*

**1<sup>er</sup> novembre** Majoration de 0,5 % du traitement des fonctionnaires

### *La protection sociale*

**3 novembre** L'Assemblée nationale adopte le projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 1999, qui prévoit un retour à l'équilibre des comptes.

**18 novembre** Signature d'une nouvelle convention médicale entre la Caisse nationale d'assurance-maladie et le syndicat des médecins généralistes MG France. Ce texte introduit, notamment, la notion de « médecin référent » et des sanctions financières pour les médecins en cas de dérapage des dépenses.

**27 novembre** L'Assemblée nationale adopte, en deuxième lecture, le projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 1999.

**28 novembre** Publication d'un décret autorisant le cumul, pendant un an, du RMI avec une reprise d'emploi.

### *Les privatisations*

**9 novembre** Lancement de la deuxième phase de l'ouverture du capital de France Télécom. L'opération s'articule en trois volets : vente de 5 % à 7 % du capital par l'État, qui n'en détiendra plus que 62 %, augmentation de 5 % du capital de l'opérateur et cession de 2 % des titres à Deutsche Telekom.

**29 novembre** Cette opération a séduit 3 millions d'épargnants et les institutionnels ont souscrit quatre fois une offre dont le prix a été fixé à FRF 400 (FRF 390 pour les particuliers). Elle permettra à l'État de récupérer FRF 36 milliards et à France Télécom d'engranger 23 milliards de ressources nouvelles.

### *La préparation du passage à l'euro*

**10 novembre** Trois décrets, pris en application de la loi DDOEF, précisent certaines dispositions du passage à l'euro. Le premier concerne les modalités de conversion de titres de créances, le deuxième donne la formule mathématique utilisable pour la conversion et le troisième officialise la substitution des taux de référence en francs par leurs homologues en euros, l'Euribor et l'Eonia.

**12 novembre** Lancement par le gouvernement d'une campagne sur l'euro à destination du grand public.

## ***La titrisation***

**10 novembre** Publication de plusieurs décrets et arrêtés concernant la réforme de la titrisation engagée par la loi DDOEF. Ces textes ouvrent la possibilité de mobiliser les parts de fonds communs de créances (FCC) auprès de la Banque de France et d'élargir aux créances non bancaires le champ de la titrisation, et précisent les conditions dans lesquelles les FCC peuvent recourir à l'emprunt.

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

**10 novembre** Signature d'un accord instaurant les 35 heures au 1<sup>er</sup> juillet 1999 dans le secteur du nettoyage par les syndicats FO, CFE-CGC, CFDT et CFTC.

## ***Les finances publiques***

**16 novembre** Fin septembre, le déficit budgétaire s'élevait à FRF 244,8 milliards, en recul de 47,9 milliards par rapport au mois correspondant de 1997.

**18 novembre** Le Conseil des ministres adopte le collectif budgétaire de fin d'année, qui laisse le déficit quasiment inchangé par rapport à la loi de finances initiale : FRF 254,6 milliards, au lieu de 257,9 milliards.

L'Assemblée nationale approuve, en première lecture, le projet de loi de finances pour 1999, qui fait apparaître un déficit de FRF 237,33 milliards, soit 2,69 % du PIB.

## ***Les offres publiques d'acquisition***

**17 novembre** Publication de l'arrêté du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie homologuant le chapitre du nouveau règlement général du Conseil des marchés financiers concernant les offres publiques.

## ***Les taux réglementés***

**19 novembre** Mise en place du Comité consultatif des taux réglementés, qui comprend trois personnalités qualifiées, trois banquiers et trois représentants des utilisateurs. Il se réunira deux fois par an, en juin et en décembre, et rendra un avis au ministre de l'Économie sur le niveau des taux réglementés.

## ***La réforme constitutionnelle***

**26 novembre** L'Assemblée nationale approuve, en première lecture, la révision constitutionnelle préalable à la ratification du traité d'Amsterdam.

É T U D E S

# LA SITUATION ÉCONOMIQUE À L'ÉTRANGER

Au cours des six derniers mois, les signes d'un ralentissement de l'économie mondiale se sont manifestés de façon plus sensible et ont ouvert une phase d'instabilité sur les marchés de capitaux et de change.

Cette évolution recouvre cependant une grande diversité de situations d'une zone à l'autre : les conséquences du choc de 1997 ont continué à se développer en Asie du Sud-Est, et les enchaînements déflationnistes sont toujours à l'œuvre au Japon. La faiblesse persistante des prix des matières premières, entretenue par le ralentissement de la demande des pays en crise, a freiné l'activité dans les pays producteurs. En août, la dégradation de la situation en Russie a déclenché sur les marchés internationaux une phase d'inquiétude, se traduisant par une montée brutale des primes de risque. Les pressions financières se sont aussi accrues sur l'Amérique latine. En revanche, la contamination a largement épargné l'Europe de l'Est.

Les économies occidentales ont été inégalement affectées par le ralentissement de la demande des pays émergents et par les signes de vulnérabilité du système financier international. Au Royaume-Uni, où la croissance a ralenti, et aux États-Unis, où l'activité repose sur la vigueur de la consommation des ménages, les politiques monétaires se sont assouplies. Dans les pays appelés à adopter l'euro au 1<sup>er</sup> janvier 1999, le renforcement de la demande intérieure a préservé une relative autonomie de la conjoncture face au ralentissement de la demande extérieure. Les évolutions nominales sont restées modérées, et la convergence des taux d'intérêt s'est achevée à la veille du passage à la phase III de l'Union économique et monétaire.

*Les commentaires figurant dans le présent article s'appuient sur les données disponibles au 7 décembre 1998.*

---

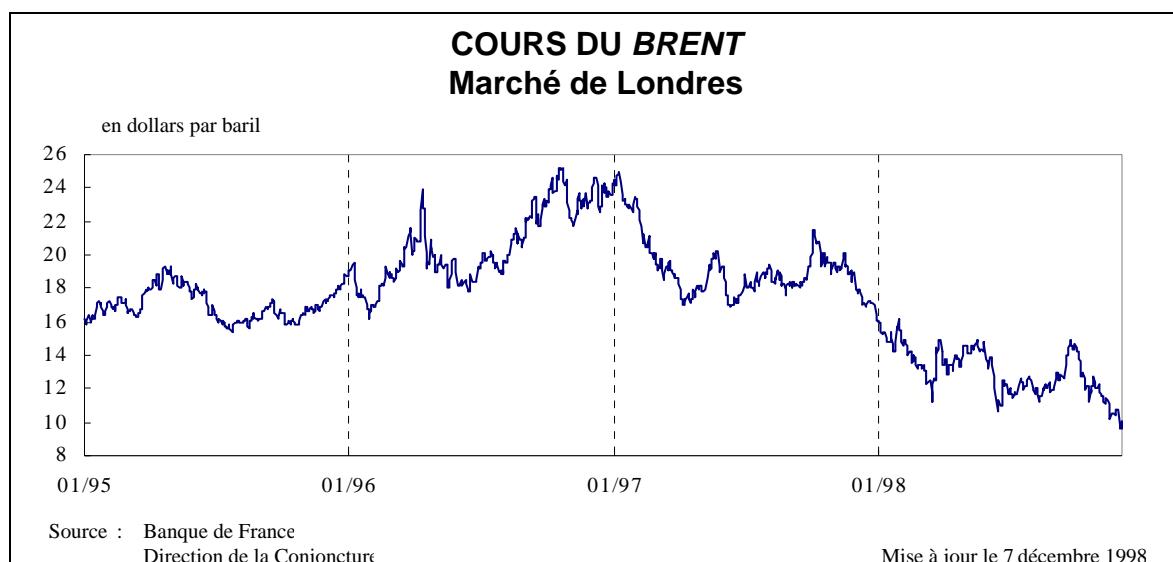
Direction des Études économiques et de la Recherche

Service d'études sur les économies étrangères – Service d'études sur l'économie internationale

## 1. L'environnement international de l'Union monétaire s'est dégradé

Les turbulences qui ont affecté les marchés de capitaux et de change depuis le début de l'été ont reflété la perception, par les opérateurs, d'une dégradation de la conjoncture internationale.

Entre mai et octobre, le FMI a révisé de 1,1 point sa prévision de croissance de l'économie mondiale pour 1998, la ramenant à 2,0 %, contre 4,1 % en 1997. Ce ralentissement traduit le recul de l'activité au Japon et le développement des conséquences de la crise dans les pays qu'elle a touchés. Il reflète aussi les différents mécanismes par lesquels les difficultés des zones en crise ont affecté la situation des autres pays émergents et celle des pays développés. La chute de la demande exprimée par l'Asie fait désormais sentir ses effets sur la conjoncture de l'ensemble de ses partenaires commerciaux. D'après les prévisions du FMI, le rythme de progression (en volume) des importations des pays en voie de développement serait passé de 9,8 % l'an en 1997 à 1,0 % en 1998, et l'accroissement du commerce mondial de biens et de services serait revenu de 9,7 % à 3,7 %. Ce ralentissement entretient la faiblesse des prix des matières premières : celui du pétrole, en particulier, a repris sa baisse et se situait début décembre au voisinage de 10 dollars par baril (contre 15 dollars au début de l'année), constituant un puissant facteur d'extension géographique des conséquences de la crise en direction des pays producteurs d'énergie et de matières premières. Ce mécanisme explique une part importante de la dégradation de la situation en Russie.

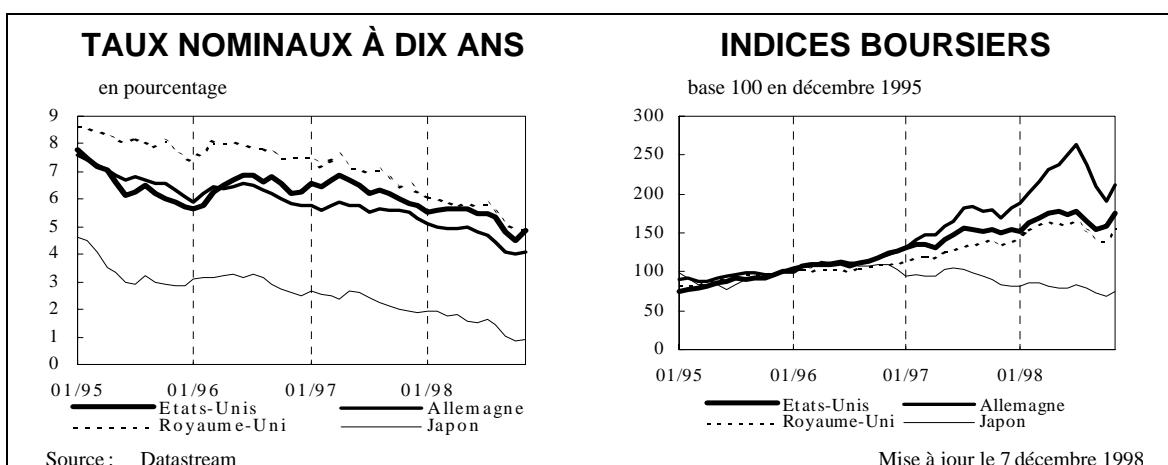


La prise de conscience des risques pesant sur la conjoncture mondiale a continué d'alimenter la « fuite vers la qualité » en direction des marchés occidentaux, déclenchée à la fin de 1997 par la crise asiatique, mais ce mouvement a pris des formes variables d'une période à l'autre<sup>1</sup>. La tendance à la hausse des cours des actions, qui continuait de se manifester depuis octobre 1997 sur les places occidentales, s'est interrompue au cours de l'été : après le sommet atteint à la mi-juillet, les principaux indices boursiers enregistraient début octobre des reculs de l'ordre de 18 % aux États-Unis, de 20 % au Royaume-Uni, de 31 % en Allemagne et en France.

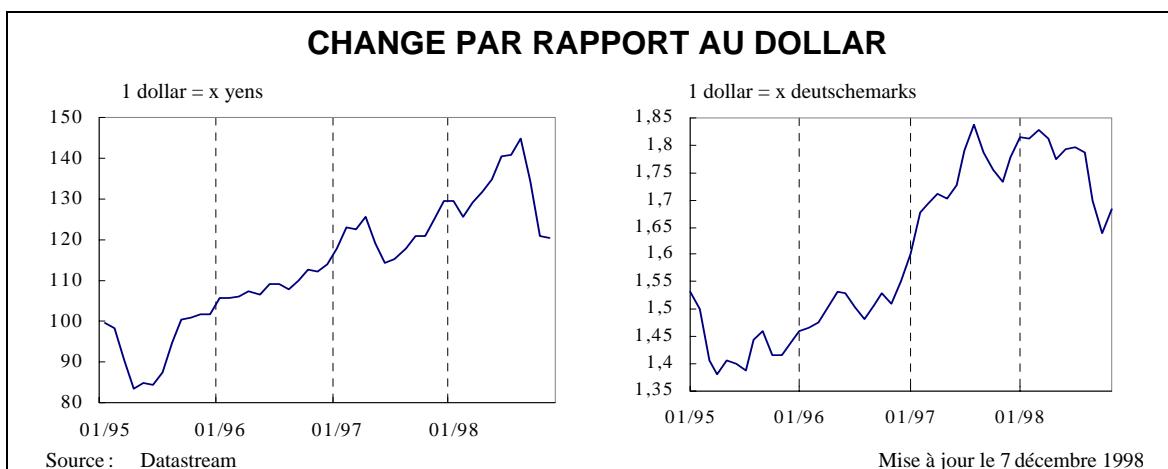
<sup>1</sup> Cf. « Les mécanismes de la crise internationale : présentation schématique » article de la direction des Changes – SAMI, publié dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 55 (novembre 1998)

Le reflux des capitaux internationaux vers les marchés obligataires occidentaux s'est fortement accentué en août, après la dévaluation du rouble et la suspension des paiements de la dette russe, et avec la montée des craintes d'une dévaluation de la monnaie brésilienne ouvrant la voie à une extension de la crise financière à l'Amérique latine. Entre le 1<sup>er</sup> juillet et le 5 octobre, les taux des obligations d'État à dix ans ont ainsi diminué de 125 points de base aux États-Unis et au Royaume-Uni, de près de 100 points de base en France et en Allemagne.

L'inquiétude des marchés a atteint son paroxysme au début octobre dans un contexte où l'élargissement des écarts entre les rendements des titres d'État et les taux supportés par les émetteurs privés, aux États-Unis et, dans une moindre mesure, en Europe, alimentait la crainte d'une restriction brutale de la distribution du crédit, tandis que la recapitalisation du fonds spéculatif *Long Term Capital Management* révélait que les systèmes financiers et bancaires occidentaux pouvaient receler, eux aussi, des facteurs de fragilité. Dans la première quinzaine d'octobre, une brusque hausse des taux des obligations d'État et un redressement des courbes de rendement a reflété la montée des risques perçus par les marchés et la tentation d'une « fuite vers la liquidité » succédant à la « fuite vers la qualité ».

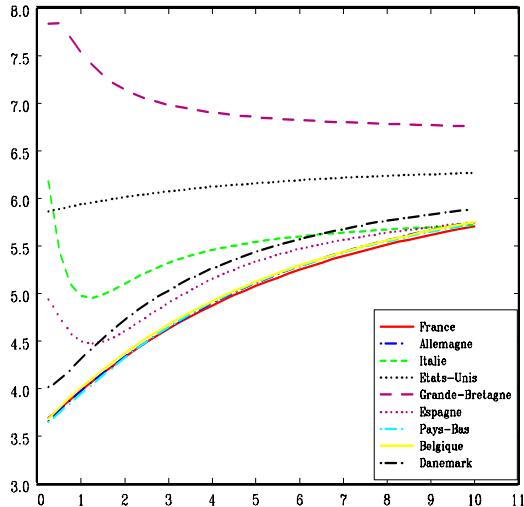


La crainte d'un ralentissement brutal de l'économie américaine provoquait simultanément des mouvements de grande ampleur sur les marchés de change : vive remontée du yen par rapport au dollar (accentuée par le dénouement de positions spéculatives), et retour de la monnaie américaine à un taux de change contre les monnaies européennes voisin de celui qui prévalait dans les premiers mois de 1997.

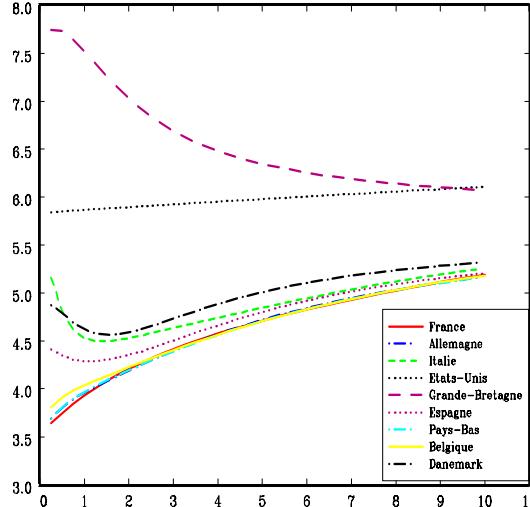


### ÉVOLUTION DES TAUX ZÉRO-COUPON DE JANVIER À DÉCEMBRE 1998

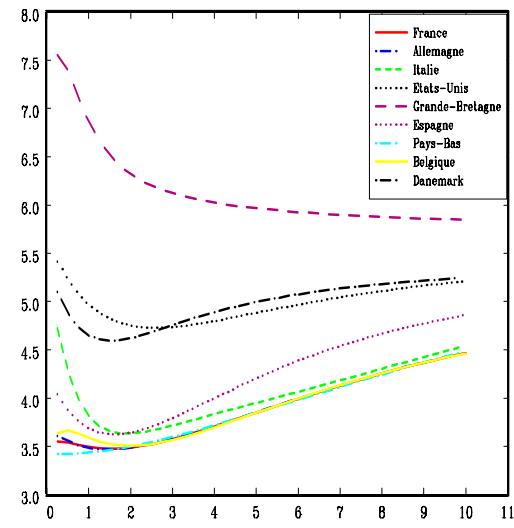
au 30 décembre 1997



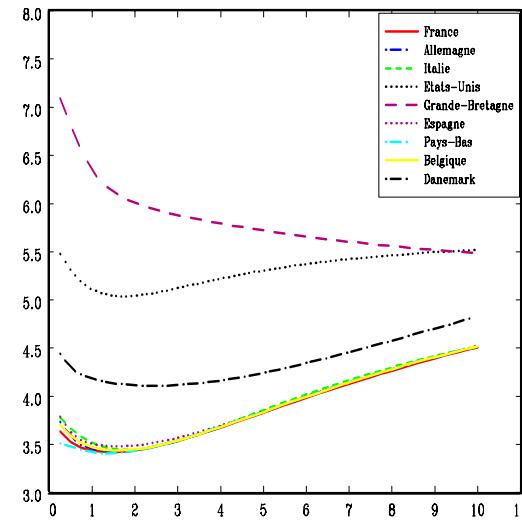
au 2 juin 1998



au 8 octobre 1998



au 30 novembre 1998



Source et réalisation : Banque de France  
DEER

Mise à jour le 7 décembre 1998

Par la suite, les initiatives prises à l'échelon international en vue de renforcer la stabilité du système financier mondial et la baisse des taux directeurs américains opérée à partir du 30 septembre ont concouru à renverser les anticipations des opérateurs.

Stimulés, particulièrement aux États-Unis, par la reprise des opérations de haut de bilan retardées au troisième trimestre par l'instabilité des bourses, les cours des actions se sont vivement redressés : aux États-Unis, ils dépassent de nouveau la valeur extrêmement élevée — compte tenu du niveau des taux d'intérêt et des anticipations de profits des entreprises — qu'ils avaient atteinte au début de l'été. Même au Japon, la Bourse a connu un redressement relatif depuis la mi-octobre, ramenant l'indice Nikkei à un niveau proche de celui qu'il atteignait à la fin de 1997. De leur côté, les taux obligataires sont restés bas et les marchés de change ont connu en novembre une période de relative stabilité, le dollar reprenant une partie du terrain perdu au plus fort de la crise.

Il reste que les derniers mois ont été marqués par la poursuite d'une détérioration de la conjoncture au Japon et dans un grand nombre de pays émergents, et que les effets ont commencé de s'en faire sentir plus nettement dans les pays industrialisés.

### **1.1. Pays émergents**

#### **1.1.1. L'Asie du Sud-Est : la situation économique apparaît très dégradée, mais quelques signes de stabilisation se manifestent**

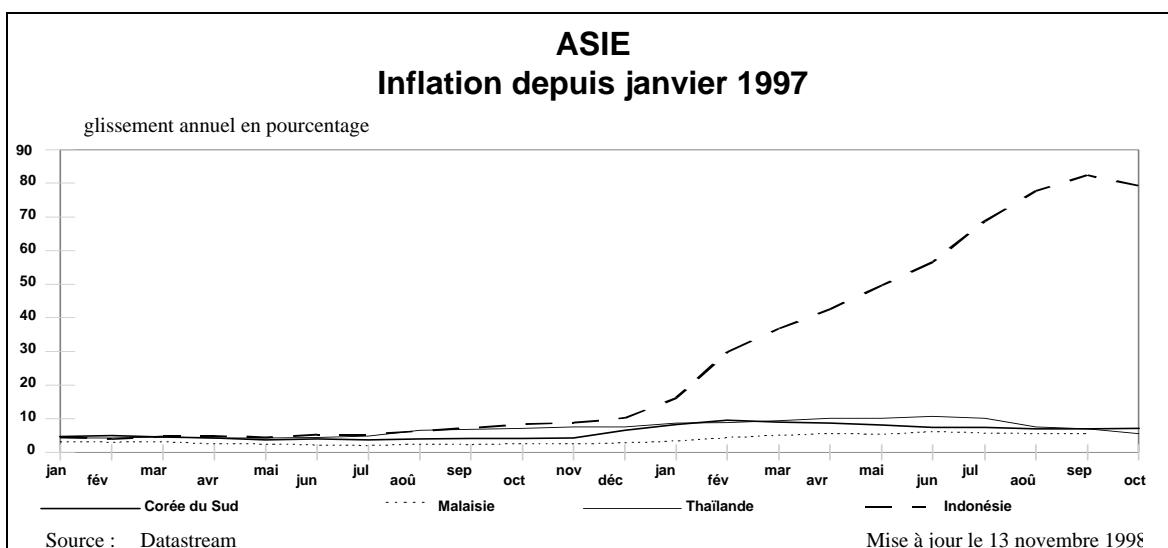
La crise qui a touché la plupart des pays émergents d'Asie est apparue au cours de l'année 1998 plus profonde et plus durable qu'il n'avait été jugé jusque-là. Sur l'ensemble de l'année, la plupart des économies de la zone auront connu une profonde récession, à l'exception de la Chine, de Taïwan et de l'Inde. Dans certains des pays les plus affectés, des signes de stabilisation sont récemment apparus, en particulier dans le domaine financier, pouvant laisser penser qu'un plancher conjoncturel a été atteint (Corée, Thaïlande, Malaisie). Mais il est encore trop tôt pour parler de reprise, d'autant que la récession semble encore se creuser dans d'autres pays, comme Hong-Kong.

<b>ÉVOLUTION DU PIB EN VOLUME DEPUIS 1996</b>			
Pays	1996	1997	1998 (a)
Chine.....	9,7	8,8	7,2
Corée du Sud.....	7,3	5,5	- 6,7
Hong-Kong.....	5,0	5,3	- 4,6
Inde .....	6,0	4,7	5,1
Indonésie.....	8,0	4,6	- 16,5
Malaisie .....	8,6	7,8	- 4,8
Philippines.....	5,7	5,1	- 0,6
Singapour.....	6,9	7,8	- 0,5
Taïwan .....	5,7	6,8	4,8
Thaïlande .....	5,5	- 0,4	- 7,9

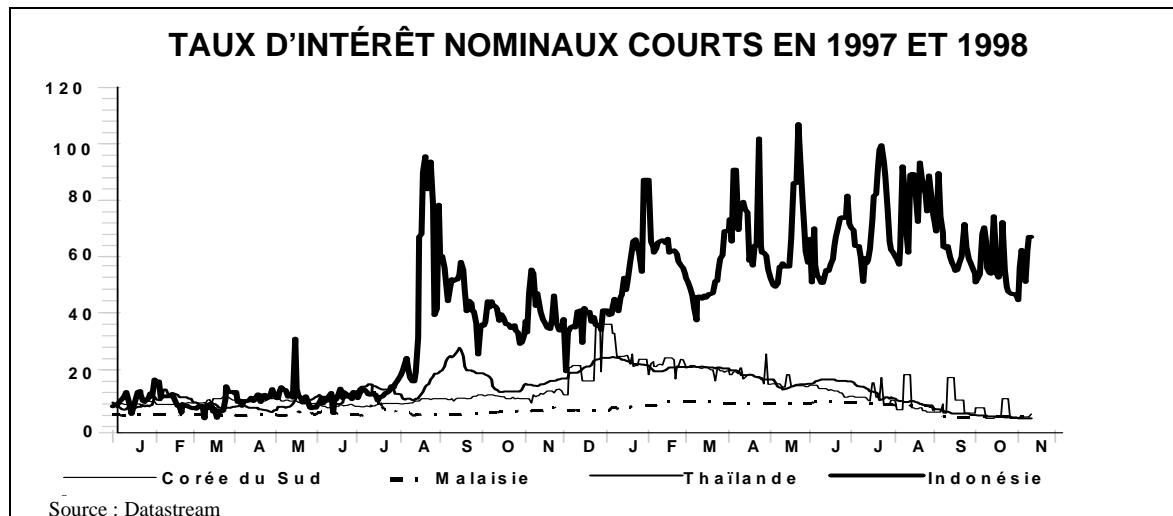
(a) Prévisions

Source : Datastream (Economist Intelligence Unit – Consensus Economists Inc. pour les prévisions)

Sauf en Indonésie, où le dernier glissement annuel est de 80 % en octobre, l'inflation a été contenue à un chiffre dans l'ensemble de la zone. Stables à Singapour et à Taïwan, les prix ont même baissé en Chine sur les douze derniers mois, en liaison avec l'affaiblissement de la consommation des ménages.

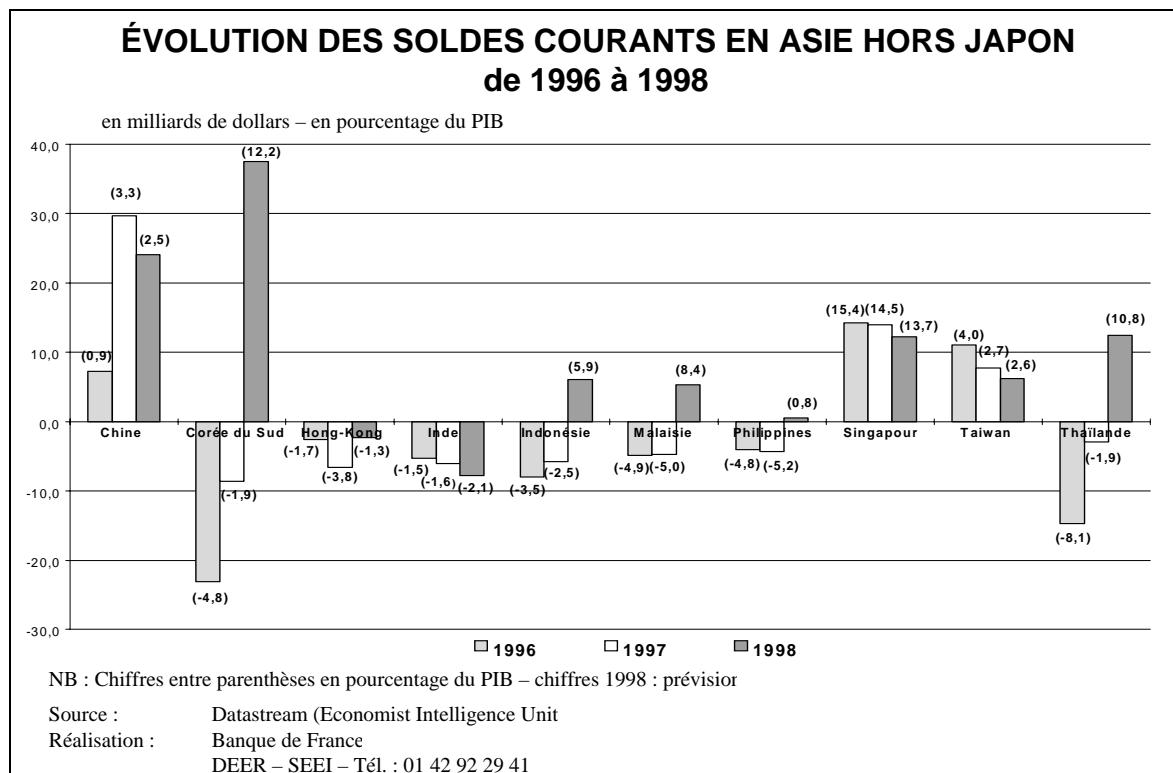


La modération de l'inflation a permis un reflux rapide des taux d'intérêt, relativement élevés en début d'année pour contenir les pressions inflationnistes consécutives aux dévaluations. Les taux à court terme ont été abaissés à moins de 10 % en fin d'année (sauf en Indonésie), dans un contexte de repli du dollar et de détente des taux américains.



Il en résulte que les taux d'intérêt réels sont bas à présent, contrairement à ceux des pays d'Amérique latine. C'est un élément permissif d'une reprise dans la zone asiatique en 1999.

Un autre élément positif réside dans la constitution d'excédents courants très élevés. L'importance du commerce intrazone a amplifié la récession des pays en crise, mais la chute des importations a été plus forte que celle des exportations, si bien que d'énormes surplus commerciaux et courants se sont développés. Ainsi, l'excédent courant serait de l'ordre de 100 milliards de dollars pour l'Asie hors Japon en 1998, contre un déficit de presque 25 milliards en 1996, avant le déclenchement de la crise.



En dehors de la Chine, dont les exportations exprimées en dollars continuent de progresser, mais à un rythme de plus en plus modéré (7,1 % au premier semestre 1998, contre 26,4 % un an auparavant), et de la Corée, dont les ventes à l'extérieur paraissent se reprendre, seules les Philippines connaissent une forte augmentation de leurs exportations : elles sont, en effet, constituées pour 86 % de produits manufacturés, et sont destinées à 80 % à des pays industrialisés ou à ceux les plus développés de la zone asiatique — États-Unis (35 %), Japon (16 %), Pays-Bas, Singapour, Hong-Kong, Taïwan, Royaume-Uni et Allemagne. Dans tous les autres pays de la zone, les exportations restent en recul : la récession a été si forte que les entreprises locales n'ont pas encore pu tirer pleinement parti des gains de compétitivité procurés par les dévaluations pour se redéployer vers les pays industriels.

<b>IMPORTATIONS ET EXPORTATIONS</b> <b>en dollars au premier semestre 1998</b>		
<i>(glissement annuel en pourcentage)</i>		
Pays	Importations	Exportations
Chine.....	2,7	7,1
Corée du Sud.....	- 36,1	3,4
Hong-Kong .....	- 5,6	- 2,1
Inde .....	- 0,3	- 5,8
Indonésie.....	- 37,8	- 4,0
Malaisie .....	- 26,4	- 9,9
Philippines.....	- 10,9	18,8
Singapour.....	- 15,7	- 10,4
Taïwan .....	- 3,6	- 7,2
Thaïlande .....	- 39,3	- 4,1
Ensemble de la zone.....	- 15,7	- 2,0

Sources : Datastream (sources nationales – IFS) – JP Morgan

Les soldes budgétaires des administrations publiques se sont dégradés. Avec le ralentissement de l'activité, ils sont passés d'un excédent à un fort déficit dans la plupart des pays de la zone.

<b>SOLDE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES</b>			
<i>(en pourcentage du PIB)</i>			
Pays	1996	1997	1998 (a)
Chine.....	- 0,7	- 0,7	- 0,9
Corée du Sud.....	0,5	0,3	- 4,0
Hong-Kong .....	1,8	5,8	- 2,8
Inde .....	- 5,0	- 6,1	- 6,3
Indonésie.....	1,2	0,7	- 8,0
Malaisie .....	0,7	2,4	- 3,0
Philippines.....	0,3	0,1	- 2,2
Singapour.....	6,8	3,3	- 0,5
Taïwan .....	- 7,4	- 6,2	- 5,4
Thaïlande .....	2,3	- 0,9	- 2,4

(a) Prévisions

Source : Datastream (Economist Intelligence Unit)

Au total, si certains éléments, comme des taux d'intérêt réels faibles ou de forts excédents courants, peuvent laisser espérer une stabilisation, voire un redémarrage dans la zone Asie hors Japon en 1999, d'autres facteurs tendent à modérer cette analyse, d'autant que les réformes structurelles nécessaires n'ont pas encore été menées à bien, en particulier celles des systèmes bancaires.

### **1.1.2. L'approfondissement de la crise en Russie : un effet de contagion s'est ajouté à des causes structurelles**

Alors que l'année 1997 avait vu se confirmer les premiers signes de stabilisation macroéconomique, la Russie est entrée dans la plus grave crise financière qu'elle a connue depuis le démantèlement de l'URSS.

La crise a débuté dans les derniers mois de 1997, dans une économie structurellement dépendante de quelques matières premières — qui constituent l'essentiel de ses exportations — et donc fragilisée par la baisse des prix de celles-ci, spécialement des hydrocarbures, intervenue dans le sillage de la crise asiatique. Dès le début de 1998, le solde de la balance courante est devenu déficitaire, après sept années d'excédents. Mais l'ampleur de la crise tient sans doute davantage au fait que les réformes indispensables n'ont jamais pu être menées à bien, que le dispositif législatif a rencontré des obstacles de mise en œuvre et que, dans ces conditions, la confiance des investisseurs privés ne s'est jamais réellement instaurée.

Dans ce contexte, la Banque de Russie a dû relever ses taux d'intérêt (dès fin 1997), pour contenir les sorties de capitaux et les attaques contre le rouble. Il en est résulté une aggravation de la situation des banques, dont les portefeuilles de bons du Trésor (GKO) se sont dévalorisés, et une grave crise de liquidité bancaire s'est développée. L'état du budget s'est dégradé. En août, les attaques contre le rouble s'accentuant, les autorités ont dû laisser se déprécier la monnaie. Le marché financier s'est effondré.

Les plus récentes estimations pour 1998 tablent sur un recul de 6 % du PIB et une inflation de l'ordre de 100 % en glissement. Le déficit budgétaire atteindrait 10 % du PIB. Depuis la mi-août, le rouble a perdu près de 65 % de sa valeur par rapport au dollar mais, malgré cela, la situation économique extérieure a poursuivi sa dégradation et le solde de la balance courante risque d'accuser un déficit de près de 3 % du PIB. Le niveau de vie de la population s'est encore détérioré. Les arriérés de salaires et de retraites représentent plus de 3 % du PIB.

La politique économique demeure sans visibilité, malgré la mise en œuvre prochaine d'un plan anti-crise qui prévoit le retour aux méthodes utilisées au début de la décennie (régulation administrative des prix, contrôle des changes, financement monétaire du déficit budgétaire). L'assainissement du système bancaire nécessitera la suppression d'un grand nombre d'établissements déclarés insolubles et les banques russes, qui ont des engagements extérieurs en dollars pour un montant de plus de 29 milliards de dollars, se trouvent actuellement dans l'incapacité de rembourser.

Face à cette situation très difficile, la question de la dette extérieure, qui s'élève à près de 158 milliards de dollars (environ 70 % du PIB), revêt une grande importance. Le gouvernement a déjà annoncé qu'il ne pourrait honorer le paiement de la totalité du service de la dette, qui se monte à 3,5 milliards de dollars, pour la fin de l'année. Dans ce contexte, des négociations avec les pays occidentaux ont été engagés pour étudier les possibilités d'un rééchelonnement.

L'effondrement de l'économie russe a créé des difficultés dans les pays de la CEI qui ont des liens commerciaux très étroits avec la Russie, comme l'Ukraine et le Kazakhstan. Pour la plupart des pays de la CEI, la persistance de déficits courants très élevés est un facteur de fragilisation.

### **1.1.3. Amérique latine : des déficits courants inquiétants**

Après une année 1997 et un premier semestre 1998 très dynamiques dans l'ensemble, l'Amérique latine a commencé à vraiment ressentir les effets de la crise asiatique à partir de l'été. Sur l'ensemble de l'année, toutefois, la croissance sera restée soutenue dans la plupart des économies de la zone, qui se caractérisent aussi par des déficits courants demeurés très importants, à la différence de l'Asie.

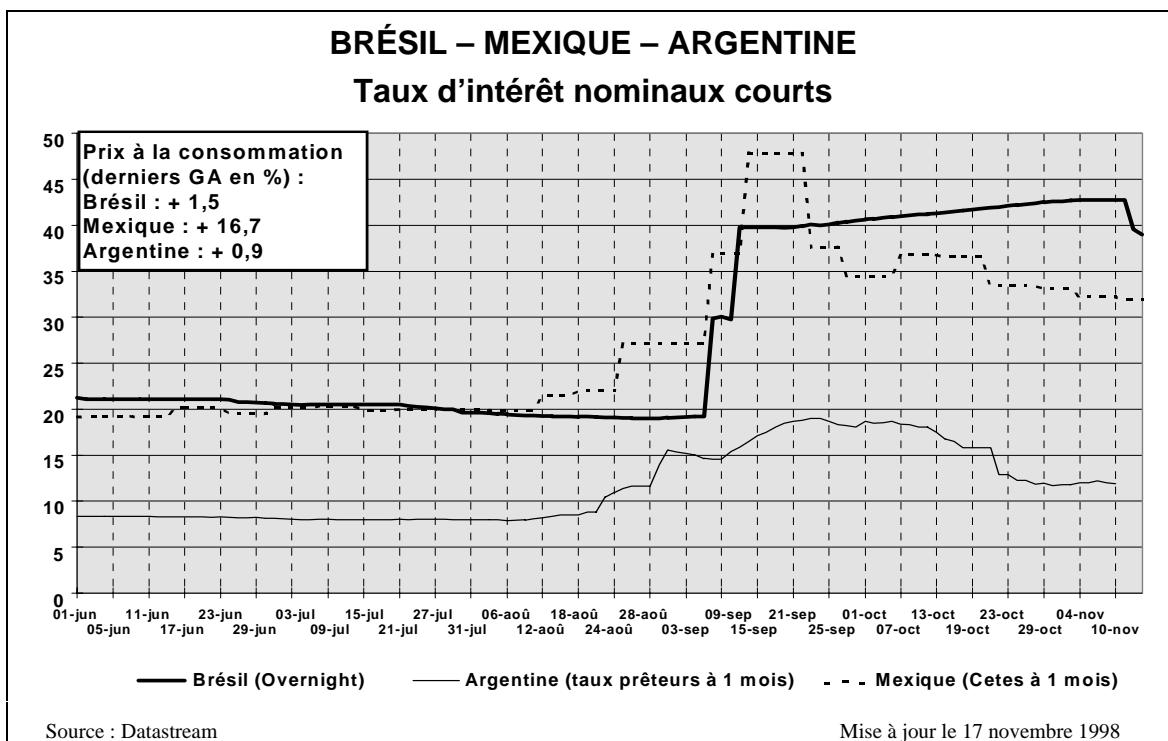
## **INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES POUR 1998**

Pays	PIB en volume (variation en pourcentage)	Prix de consommation	Solde courant	Solde des administrations publiques
		(moyenne annuelle variation en pourcentage)	(en pourcentage du PIB)	(en pourcentage du PIB)
Argentine.....	4,5	1,0	- 3,7	- 1,0
Brésil.....	0,7	1,0	- 4,0	- 7,0
Chili .....	4,5	4,7	- 6,9	0,7
Colombie.....	2,6	18,8	- 6,2	- 3,5
Mexique.....	4,4	17,2	- 3,4	- 1,3
Pérou.....	2,4	7,7	- 6,2	0,7
Venezuela.....	- 1,0	36,9	- 0,9	- 3,9

Sources : Datastream (Economist Intelligence Unit – Consensus Economists Inc)

Le principal canal de transmission de la crise asiatique a été la baisse des prix des matières premières (comme le cuivre au Chili) et en particulier du pétrole pour le Mexique, le Venezuela, l'Équateur, la Colombie, mais c'est surtout une contagion financière qu'a subie le Brésil, pays où l'ampleur du ralentissement conjoncturel a été la plus prononcée.

Dans la plupart des pays de la zone, la hausse des taux de change effectifs réels tend à se modérer, mais ceux-ci s'étaient fortement appréciés les dernières années. Les taux d'intérêt sont élevés. Ils constituent, avec les déficits courants importants, un facteur contrariant une nouvelle dynamique de croissance, contrairement à l'évolution récente de la zone asiatique.



Les taux d'inflation sont contrastés. La hausse des prix a pratiquement disparu au Brésil et en Argentine, alors qu'elle résiste au Mexique.

Au Brésil, la confiance des investisseurs s'est fortement dégradée en août, après la dévaluation du rouble. Malgré un renforcement de la politique monétaire et l'annonce de mesures budgétaires d'austérité, les réserves de change se sont rapidement contractées. Elles restent toutefois élevées, et le programme financier signé avec le FMI et les pays les plus riches en novembre pourrait permettre une réduction importante des taux d'intérêt. La consommation et l'investissement souffrent, en effet, durement du niveau actuellement élevé des taux d'intérêt. Des signes de retournement de l'activité apparaissent d'ailleurs déjà dans le pays (baisse de la production industrielle et des prix en indices mensuels) et pourraient être accrus en 1999 par l'ajustement budgétaire annoncé.

#### **1.1.4. Les pays d'Europe centrale, orientale et balte : une expansion toujours soutenue, mais certaines fragilités structurelles persistent**

Plus d'un an après le déclenchement de la crise asiatique et quatre mois après l'effondrement de l'économie russe, la plupart des pays d'Europe centrale, orientale et balte paraissent bien résister aux effets de contagion.

Le poids des pays de l'Union monétaire européenne, qui représente plus de 50 % des échanges de la zone, contre moins de 20 % au début des années 1990, a atténué l'impact de ces deux chocs. Les mesures visant à limiter les mouvements de capitaux, conjuguées à des politiques d'ajustement conduites par un grand nombre de ces pays, ont également permis de les préserver de la crise financière internationale.

<b>INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES POUR 1998</b>					
Pays	PIB en volume (variation en pourcentage)	Prix de consommation (moyenne annuelle variation en pourcentage)	Solde courant (en pourcentage du PIB)	Solde des administrations publiques (en pourcentage du PIB)	Part de l'UE 11/Total des échanges (pourcentage en 1997)
Bulgarie.....	5,0	35,0	- 0,7	- 1,0	30,0
Estonie.....	6,5	11,0	- 10,6	2,5	44,2
Hongrie .....	5,0	14,5	- 3,0	- 4,6	57,5
Lettonie .....	6,0	5,0	- 7,0	- 0,4	29,7
Lituanie .....	5,0	5,6	- 9,8	- 1,6	30,1
Pologne.....	5,7	12,0	- 3,7	- 3,0	55,8
Roumanie.....	- 4,0	65,0	- 7,9	- 6,0	47,4
Slovaquie.....	4,5	7,0	- 11,0	- 5,0	36,2
Slovénie.....	4,0	8,5	- 0,2	- 1,0	62,8
Tchéquie.....	- 1,0	11,0	- 2,7	- 1,7	52,3
Moyenne .....	3,4	17,0	- 4,3	- 3,1	53,5
UE 11 : Union monétaire européenne des Onz					
Sources : Prévisions FMI – OCDE – Données nationales					

La croissance de la région, qui se poursuit en 1998 au rythme soutenu de 3,4 %, est légèrement inférieure à celle constatée au cours de l'année précédente (3,9 %). Toutefois, ce chiffre ne saurait dissimuler les grandes disparités concernant les performances économiques de chacun des pays et les difficultés concernant la mise en œuvre des réformes structurelles (cf. encart sur les facteurs structurels dans la problématique de la transition). Ces fragilités s'expriment dans la persistance de larges déficits courants (en particulier dans les pays baltes et en Slovaquie).

Dans ce contexte de poursuite de l'expansion, deux pays sont en difficulté : la République tchèque, qui est entrée en récession à la suite de la mise en œuvre d'une politique d'austérité, et la Roumanie, qui demeure confrontée à une grave crise économique imputable, notamment, au retard pris dans la mise en œuvre des réformes.

### **IMPORTANCE DES FACTEURS QUALITATIFS ET STRUCTURELS DANS LA PROBLÉMATIQUE DE LA TRANSITION**

*La plupart des analyses concernant la situation des pays d'Europe centrale, orientale et balte mettent l'accent sur les facteurs conjoncturels et quantitatifs (PIB, inflation, déficit budgétaire...) pour apprécier les progrès réalisés dans la voie vers l'économie de marché.*

*Cette approche quantitative risque d'être insuffisante pour juger de la capacité de ces États à s'intégrer sans difficulté au commerce international et spécialement à l'économie européenne. Il convient de la compléter par une connaissance approfondie des données structurelles.*

*Bien que ces pays ne forment pas une zone homogène, un certain nombre de similitudes peuvent être observées en ce domaine : le poids de l'agriculture et de l'industrie lourde est encore important, les systèmes bancaires demeurent très fragiles, les mécanismes modernes de sécurité sociale sont loin d'être opérationnels et les problèmes d'homogénéité sociale et culturelle subsistent. De plus, il existe toujours de grandes distorsions entre les tarifs encore très bas d'un certain nombre de biens et services du secteur non concurrentiel (logements, transports) et les prix de marché pratiqués dans les pays occidentaux.*

*Outre ces problèmes généraux, chaque État est confronté à des difficultés particulières. Dans la première vague des pays candidats<sup>1</sup> à l'adhésion à l'Union européenne prévue dans la première moitié de la prochaine décennie, on peut distinguer en particulier les difficultés suivantes :*

*– en Estonie, le plus petit pays de l'Est par sa population, le système financier demeure très fragile. L'instabilité économique et les incertitudes politiques concernant la Russie, qui demeure un partenaire économique non négligeable, représentent également un risque ;*

*– pour la Hongrie, en dépit de bons fondamentaux, d'importantes disparités dans le développement économique existent entre les régions orientales rurales et la partie occidentale plus moderne ;*

*– s'agissant de la Pologne, la restructuration difficile de l'industrie lourde et des chantiers navals pose de graves problèmes en termes d'emplois à sauvegarder. Le poids du secteur agricole reste très important. La question de la réforme des retraites, à l'instar des autres pays, est d'une grande actualité. La mise en place d'un système de fonds de pension ambitieux, avec la participation importante des intermédiaires financiers, est la solution envisagée par les autorités polonaises ;*

*– en Tchéquie, les restructurations concernant notamment de nombreuses industries traditionnelles (métallurgie) sont très en retard, malgré les progrès accomplis. Le pays doit encore se doter d'une fonction publique moderne et d'un système bancaire à la mesure de son potentiel économique ;*

*– en ce qui concerne la Slovénie, qui est le plus petit pays de la zone par sa superficie et le plus dynamique par ses performances économiques, l'environnement juridique demeure instable. La fiscalité est encore loin de correspondre aux normes européennes. La quasi-totalité du système bancaire, qui est très protectionniste, n'est toujours pas privatisée.*

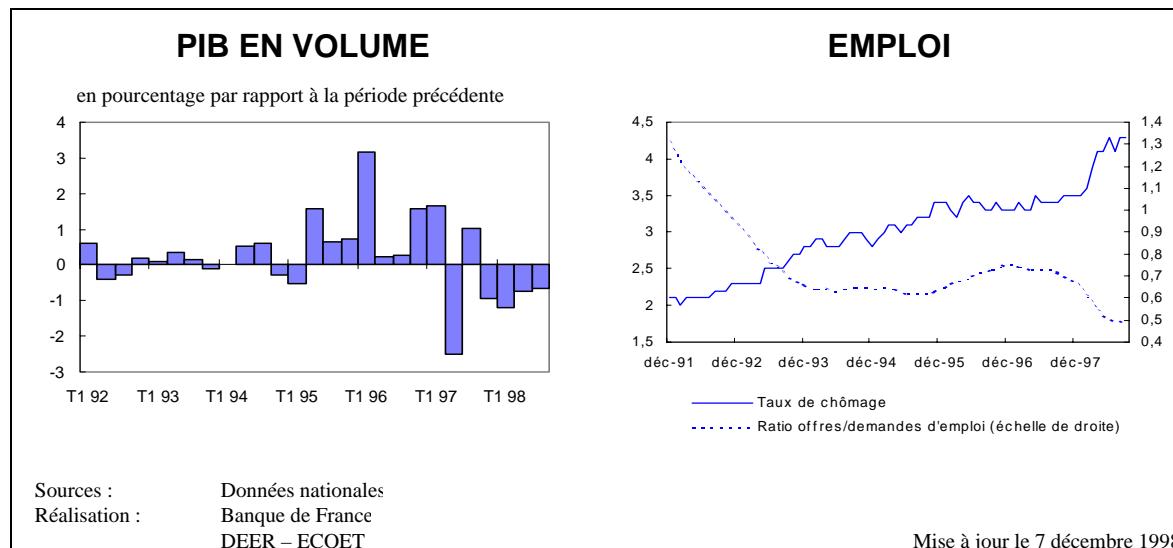
#### **1.2. Japon : la dégradation continue en attendant l'effet des mesures de relance budgétaire et d'assainissement bancaire**

Les tendances déflationnistes à l'œuvre dans l'économie japonaise ont continué de s'approfondir. Depuis le début de l'été, les prix à la consommation sont en baisse. Le recul de l'activité et, en particulier de la production industrielle, s'est conjugué à une contraction des revenus et à une baisse des prix des actifs réels et financiers. Le Japon fait actuellement face à la combinaison de quatre effets négatifs qui tendent à se cumuler :

<sup>1</sup> Il s'agit du groupe de pays les plus avancés dans les réformes, lequel est composé de l'Estonie, de la Hongrie, de la Pologne, de la Slovénie et de la Tchéquie.

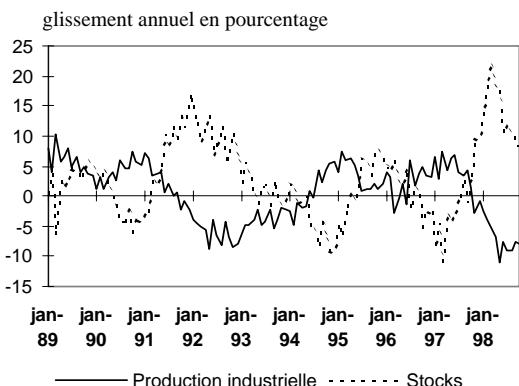
- un effet-richesse provenant de l'amputation de la valeur nominale du patrimoine réel et financier détenu par les ménages et les entreprises, qui s'accentue depuis maintenant près de huit ans ;
- un effet-revenu, qui affecte non seulement les salaires (heures supplémentaires) mais aussi les revenus financiers des particuliers ;
- un effet de trappe à liquidité, lié au faible niveau des taux d'intérêt à court terme, qui conduit à une accumulation d'épargne liquide dont le système bancaire ne bénéficie pas véritablement en raison de la crise de confiance qu'il subit ;
- un effet d'« équivalence ricardien » provenant de la perte progressive de crédibilité des différents gouvernements en matière de politique budgétaire, malgré les montants impressionnantes des plans de relance annoncés.

Après trois trimestres consécutifs de baisse, l'activité a encore reculé au troisième trimestre 1998, le PIB diminuant de 0,7 % par rapport au trimestre précédent. La baisse du PIB atteint ainsi 3,5 % en glissement sur un an.

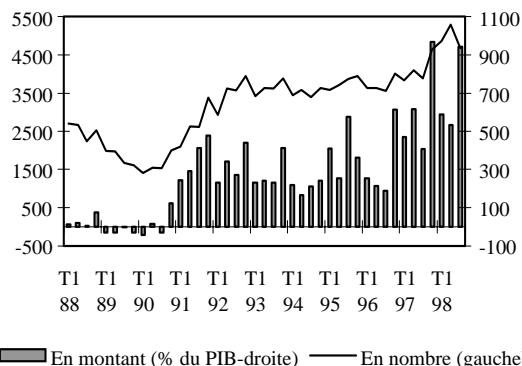


Les dépenses de consommation des ménages enregistrent un recul de 0,3 % par rapport au trimestre précédent, alors que l'investissement en logement et l'investissement des entreprises restent les deux variables les plus déprimées (respectivement -6,2 % et -4,6 % par rapport au trimestre précédent). La difficulté d'accès au crédit bancaire et la baisse des perspectives de profits poussent, en effet, les entreprises à réduire très fortement leurs plans d'investissements : selon les résultats d'une enquête récente, le secteur de l'industrie manufacturière aurait révisé à la baisse les investissements en capital prévus pour l'année fiscale 1999, dans une proportion d'environ 10 %. Malgré le recul de la production, la réduction du niveau des stocks s'avère très lente, en raison du faible rythme des commandes : les mouvements de stocks ont donc pesé sur la croissance au cours du troisième trimestre.

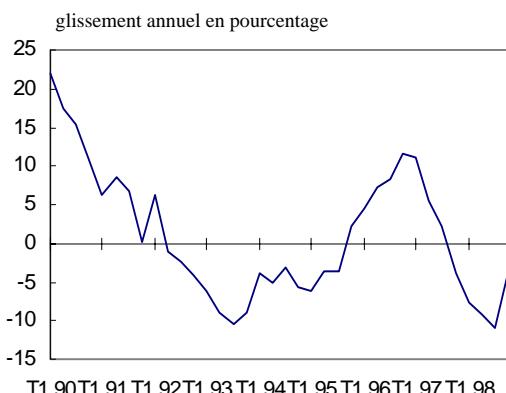
### PRODUCTION INDUSTRIELLE



### FAILLITES



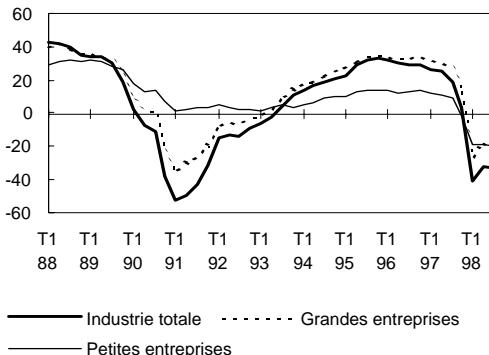
### INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES



Sources : Données nationales  
Réalisation : Banque de France  
DEER – ECOET

### CONDITIONS D'ACCÈS AU CRÉDIT

solde des opinions des entreprises, *Tankan*  
(un solde positif témoigne de conditions d'accès plus aisées)



Mise à jour le 7 décembre 1998

En revanche, la demande d'origine publique progresse légèrement sous l'effet des mesures du plan de relance budgétaire de 16 700 milliards de yens adopté en avril : les dépenses publiques sont en hausse de 0,9 % et l'investissement de l'État augmente de 3,6 %. Cependant, l'impact décalé de ce premier plan s'avère pour l'instant clairement insuffisant pour stabiliser l'activité économique, malgré le prix payé en termes de déficits publics.

Malgré la médiocrité de ces résultats, les différentes prévisions n'envisagent pas de reprise réelle de l'activité avant le second semestre 1999. Dans l'intervalle, la hausse des dépenses publiques devrait être le seul facteur de soutien de la conjoncture, les effets du plan d'avril 1998 se perpétuant jusqu'à mars prochain, alors que l'impact du dernier plan de relance de novembre devrait se faire sentir à partir d'avril. Conséquence de plusieurs trimestres de recul de l'activité, la prévision officielle d'une récession de 1,8 % au cours de l'année fiscale 1998 sera sans doute largement dépassée.

Après avoir décliné en glissement annuel de juillet à septembre, l'indice général des prix à la consommation n'affiche maintenant qu'un niveau très légèrement supérieur à celui de l'an dernier. En revanche, les prix à la production poursuivent leur recul, traduisant les fortes pressions à la baisse sur les prix : diminution des salaires et des dépenses réelles, baisse de la production et augmentation du nombre des faillites, appréciation du yen au début de l'automne et restructuration des secteurs industriels et financiers.

Le processus de restructuration du secteur financier s'est accéléré au cours du second semestre 1998, tant du fait des pressions exercées par les marchés financiers que de la volonté du gouvernement de traiter certains dossiers particulièrement pressants : ainsi, la *Long term Credit Bank* a été la première institution financière de grande taille placée sous le contrôle de l'État, dans le cadre plus vaste d'un plan de soutien au secteur bancaire d'un montant de près de 60 000 milliards de yens. Au sein de ce montant total, près de 25 000 milliards de yens ont été alloués à une recapitalisation sur fonds publics des bilans des grandes banques, pour lutter contre la dégradation de leur ratio de solvabilité et minimiser l'impact de la détérioration de leurs conditions d'exploitation. Quinze des dix-huit plus grandes banques ont déjà répondu positivement à cette offre et la première tranche d'allocation des fonds prévus devrait atteindre plus de 5 000 milliards de yens : ce chiffre relativement modeste indique que le processus évoluera en plusieurs étapes, mais a exercé un effet positif sur les marchés. Même si ces injections sont très loin de remédier à l'ensemble des problèmes du système bancaire (surbancarisation de l'économie, faiblesse des marges, rationnement du crédit et stocks des créances douteuses), ce premier pas montre que le soutien public au secteur financier devient effectif après des mois d'attente. Ce regain prudent d'optimisme s'est traduit par une hausse récente du prix des actions du secteur bancaire au Kabuto-Cho.

Cette amélioration reste relative : en témoignent les difficultés rencontrées par les banques japonaises à emprunter des devises étrangères en vue de la clôture des comptes en fin d'année fiscale. Les périodes de fin d'année se traduisant traditionnellement par un resserrement de l'accès à la liquidité pour les acteurs dont la qualité de signature est la plus dégradée, la Banque du Japon a pris le 13 novembre dernier des mesures exceptionnelles afin de lutter contre le *credit crunch* et faciliter le refinancement des banques sur le marché interbancaire. Cela n'a pas empêché un élargissement de l'écart de taux entre les dépôts en euro-yens et les bons du Trésor japonais.

### PRINCIPAUX INDICATEURS DE L'ÉCONOMIE JAPONAISE

*(variation en pourcentage par rapport à la période précédente)*

	1996				1997				1998			
	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	Année	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	Année	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
PIB.....	0,2	0,3	1,6	5,2	1,6	- 2,5	1,0	- 0,9	1,4	- 1,2	- 0,7	- 0,7
Demande intérieure hors stocks.....	0,6	- 0,2	1,2	5,4	1,7	- 3,5	1,0	- 1,3	0,1	- 0,9	- 1,1	- 0,8
Consommation des ménages.....	- 0,3	0,1	1,1	3,0	3,6	- 5,0	1,6	- 1,0	1,0	0,3	- 0,1	- 0,3
Consommation publique.....	- 0,2	- 0,2	3,0	1,8	- 2,5	2,6	1,2	- 2,2	1,5	0,7	0,2	0,9
FBCF totale .....	2,6	- 0,9	0,8	11,5	- 0,6	- 2,4	- 0,3	- 1,6	- 2,1	- 3,8	- 3,4	- 2,6
Exportations.....	- 0,1	4,7	4,7	6,1	2,3	3,9	- 0,3	1,5	11,6	- 2,8	- 2,0	1,6
Importations.....	2,4	0,4	1,5	11,9	0,8	- 2,0	- 0,6	- 1,6	0,6	- 1,1	- 5,8	- 0,4
Prix à la consommation (a)....	0,0	0,0	0,6		0,5	2,2	2,4	1,8		2,2	0,1	- 0,2
Taux de chômage (niveau)....	3,3	3,4	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5	3,4	3,7	4,2	4,2

(a) Glissement annuel

Source : Datastream

Mise à jour le 7 décembre 1998

### LA RELANCE BUDGÉTAIRE AU JAPON

*Alors que les effets du plan de relance d'avril dernier commencent à se faire sentir, le gouvernement japonais a eu à nouveau recours à l'arme fiscale en novembre dernier pour stimuler une économie en dépression. Le nouveau plan de relance, d'un montant global de 23 900 milliards de yens (soit plus de 1 000 milliards de francs ou 5 % du PIB), comprend notamment 8 100 milliards de dépenses effectivement programmées et 6 000 milliards d'ajustements fiscaux à venir, dont la date de mise en œuvre est encore incertaine.*

*Au-delà d'une valeur faciale impressionnante, le montant brut de ce plan pose la question cruciale de son financement et de la hausse corrélative des déficits publics. Sa mise en place suppose un troisième collectif budgétaire en 1998 de 8 100 milliards de yens : ce chiffre est pourtant en deçà de la taille du plan. En effet, la hausse des dépenses prévues atteint 17 900 milliards de yens, mais tient compte de la participation des collectivités locales, des organismes publics et du secteur privé à son financement. Les dépenses « pures » de l'État se limitent donc aux chiffres inscrits dans ce collectif.*

*Pour les travaux publics en particulier, un financement de l'État à hauteur de 4 000 milliards de yens (sur un total de 8 100 milliards) est prévu, le reste des fonds étant apportés par des collectivités locales déjà fortement endettées (à hauteur de 2 800 milliards), par le secteur privé et par les organismes publics. Pour les mesures visant à lutter contre le rationnement du crédit (5 900 milliards de yens), le montant des crédits effectivement disponibles est de 2 100 milliards, essentiellement destinés à recapitaliser la Banque de développement du Japon<sup>1</sup>, chargée de la distribution des crédits publics. Le budget pour le logement s'élèverait à 200 milliards de yens (sur un montant de 1 200 milliards) et les mesures en faveur de l'emploi sont inscrites pour 300 milliards. Le financement des bons d'achats gouvernementaux paraît intégralement couvert, alors que le soutien au pays d'Asie du Sud est budgeté à hauteur de 100 milliards de yens (sur 400 milliards prévus).*

*Le but explicite de ce nouvel effort est bien d'éviter une troisième année consécutive de recul de l'activité en 1999 : selon l'Agence de planification économique, les dépenses budgétaires supplémentaires permettraient un surplus de croissance de 2,3 % au cours de la prochaine année fiscale et éviteraient l'apparition d'une spirale déflationniste. En matière de finances publiques, le déficit du budget général de l'État et des collectivités locales atteindrait près de 10 % du PIB, après l'adoption du collectif budgétaire.*

*L'impact sur le niveau de la dette publique serait également sensible : en tenant compte des impératifs de financement de l'ensemble des nouveaux plans annoncés depuis le début de l'automne (relance budgétaire, recapitalisation du système bancaire, lutte contre le rationnement du crédit), les émissions nettes de titres d'État pourraient atteindre plus de 50 000 milliards de yens supplémentaires sur la fin de l'année fiscale 1998 et en 1999, alors que le budget initial pour 1998 prévoyait déjà une hausse nette de la dette de 22 000 milliards.*

*Le risque associé à cette hausse massive de l'endettement est celui d'un déséquilibre croissant entre l'offre et la demande de titres publics. Malgré le niveau extrêmement faible des taux à dix ans, signifiant que les marchés considèrent toujours la signature souveraine du Japon comme l'une des plus fiables au monde, la progression très rapide des émissions pourrait provoquer une correction marquée sur le marché obligataire nippon. Il est vrai que ce marché possède des caractéristiques particulières, les interventions publiques lui ayant déjà permis d'absorber un flux d'émissions nouvelles considérable : au cours de l'année fiscale 1997, des institutions publiques telles que le Trust Fund Bureau, rattaché au ministère des Finances, ou la Banque du Japon se sont portées acquéreurs de 78 % de l'offre nette d'obligations d'État, ne laissant que 22 % du montant total des émissions au secteur privé. Ces deux organismes ont d'ailleurs annoncé une augmentation de leurs achats de titres publics au début de l'automne. Cependant, il paraît peu probable que cet effort puisse être soutenu indéfiniment dans les mêmes conditions : le Trust Fund Bureau finance largement ses activités par le recours aux fonds du système postal. Cette épargne privée pourrait fortement diminuer à échéance 2000 et 2001 en raison de l'arrivée à maturité des dépôts à haut rendement proposés au début des années quatre-vingt-dix, et donc réduire la capacité de l'État à financer son propre endettement.*

*D'ores et déjà, les impératifs de la relance ont poussé au gel de la loi de finances votée en 1997 par le précédent gouvernement, qui supposait l'arrêt des émissions obligataires visant à financer le déficit public à l'horizon 2005. L'ampleur des trains de mesures devrait donc provoquer un gonflement spectaculaire de la dette publique brute, à un niveau dépassant 110 % du PIB à la fin de la prochaine année fiscale, hors excédent du système de sécurité sociale et reprise de la dette de la compagnie ferroviaire nationale. L'aggravation de la situation des finances publiques a été désignée comme une des causes principales du déclassement des emprunts du Trésor japonais de AAA à Aa1 par Moody's le 17 novembre dernier.*

<sup>1</sup> Cet organisme public, qui finance traditionnellement les financements à long terme des entreprises, doit également assouplir ses conditions de prêts pour autoriser le financement des besoins de trésorerie à court terme.

### 1.3. États-Unis : l'activité demeure soutenue malgré la persistance des déséquilibres structurels de l'économie

Aux États-Unis, le rebond du PIB au troisième trimestre, après le pic de croissance enregistré au début de l'année et le ralentissement relatif du deuxième trimestre, recouvre des évolutions très contrastées des différentes composantes de la demande.

La dégradation du commerce extérieur s'est ralentie au troisième trimestre, mais la vigueur du dollar et la faiblesse persistante de la demande des pays émergents continuent de peser sur les exportations, qui ont reculé en volume au cours des trois premiers trimestres de cette année, tandis que les importations continuaient de progresser.

	PRINCIPAUX INDICATEURS DE L'ÉCONOMIE DES ÉTATS-UNIS											
	1996				1997				1998			
	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	Année	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	Année	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
PIB.....	1,5	0,5	1,0	3,4	1,0	1,0	1,0	0,7	3,9	1,4	0,5	1,0
Demande intérieure hors stocks.....	1,6	0,6	0,7	3,6	1,0	0,8	1,5	0,6	3,7	1,7	1,7	0,8
Consommation des ménages.....	1,2	0,5	0,7	3,2	1,1	0,4	1,5	0,7	3,4	1,5	1,5	1,0
Consommation publique.....	1,7	- 0,1	- 0,1	0,7	0,3	0,9	0,0	0,2	1,3	- 0,6	1,5	- 0,1
FBCF totale.....	3,0	1,6	1,1	7,8	1,5	2,1	2,7	0,6	7,1	4,1	2,4	0,7
Exportations.....	1,4	0,5	7,2	8,5	2,0	3,7	2,5	1,1	12,8	- 0,7	- 2,0	- 0,7
Importations.....	3,2	3,2	1,7	9,2	4,4	4,2	3,2	1,5	13,9	3,7	2,3	0,8
Prix à la consommation (a)....	2,8	3,0	3,3		2,8	2,3	2,2	1,7		1,4	1,7	1,5
Taux de chômage(niveau).....	5,4	5,3	5,3	5,4	5,3	4,9	4,9	4,7	5,0	4,7	4,4	4,5

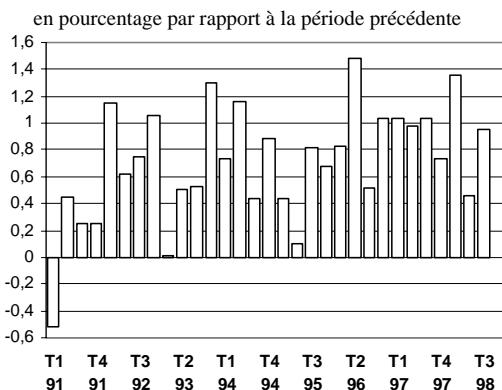
(a) En glissement annuel

Source : Datastream Mise à jour le 7 décembre 1998

Le profil conjoncturel est fortement marqué par les variations des stocks.

L'investissement des entreprises a diminué de 0,3 % au troisième trimestre, après le puissant essor qu'il avait connu au cours des six mois précédents. Ce recul — le premier depuis 1991 — peut indiquer que les entreprises considèrent comme suffisant le niveau de leurs capacités de production, dont le taux d'utilisation fléchit depuis le quatrième trimestre 1997. La croissance de la production industrielle ralentit en effet, son rythme d'évolution annuelle étant passé de 6,5 % en décembre 1997 à 2,1 % en octobre 1998.

### PIB EN VOLUME

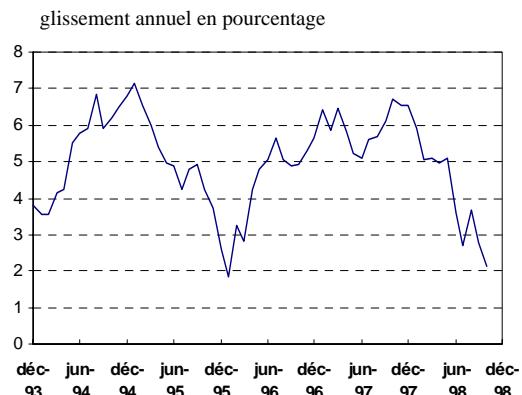


Sources : Données nationales

Réalisation : Banque de France

DEER – ECOET

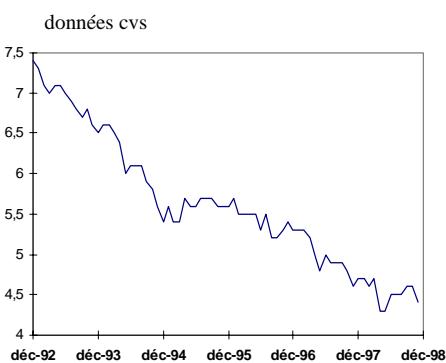
### PRODUCTION INDUSTRIELLE



Mise à jour le 7 décembre 1998

Le ralentissement de l'activité commence à se refléter dans la situation de l'emploi : le taux de chômage a cessé de baisser depuis le mois de mai dernier. Le marché du travail reste, néanmoins, tendu. Le rythme d'augmentation des prestations et salaires atteint désormais 4 % l'an, et les gains de productivité ralentissent, de sorte que l'augmentation des coûts salariaux unitaires s'est accélérée. Pourtant, la hausse des prix de détail reste très modérée : elle est encore freinée par le recul des prix à l'importation et le faible coût des matières premières.

### TAUX DE CHÔMAGE

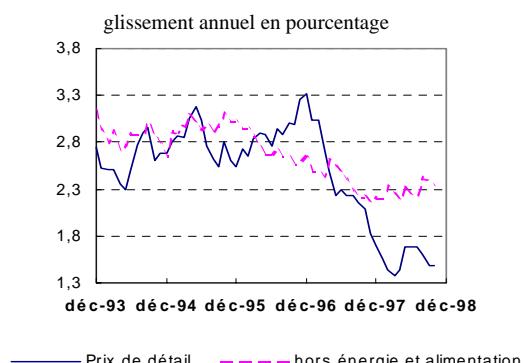


Sources : Données nationales

Réalisation : Banque de France

DEER – ECOET

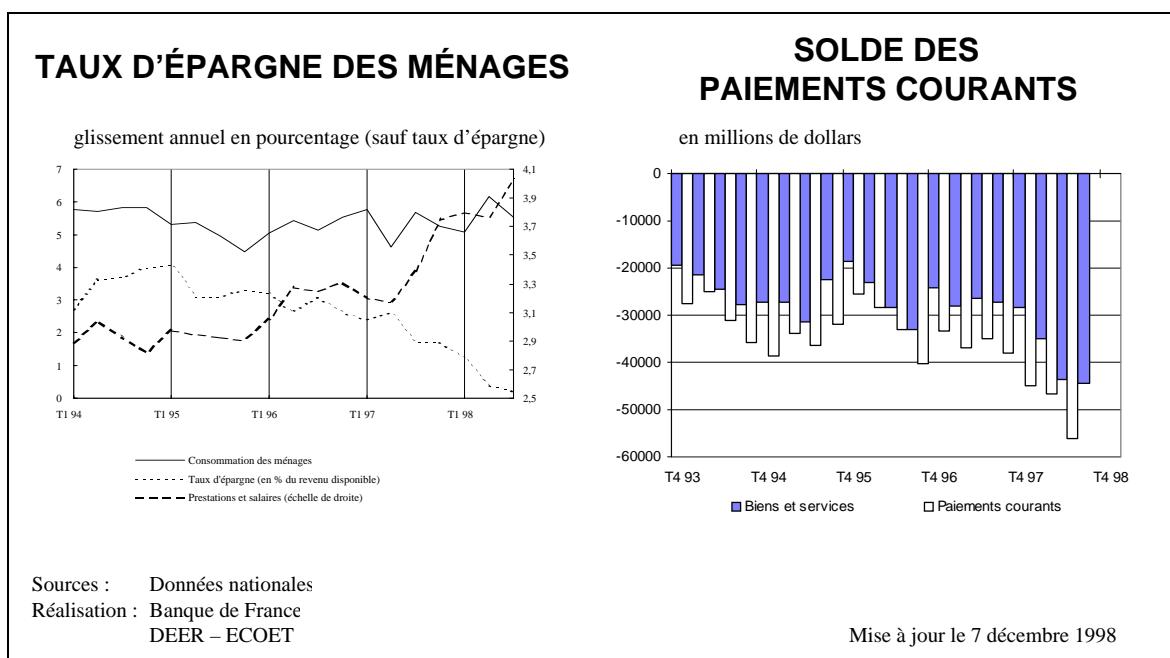
### PRIX À LA CONSOMMATION



Mise à jour le 7 décembre 1998

Cet ensemble de facteurs contribue plus que jamais à faire de la demande des ménages le principal moteur de la croissance. Leur consommation, qui avait augmenté très rapidement au premier semestre, a conservé un rythme élevé au troisième trimestre, sans doute soutenu partiellement par les gains de revenus engendrés par les renégociations massives d'emprunts hypothécaires, en raison de la baisse des taux d'intérêt. L'investissement en logements continue à progresser. À la fin du mois d'octobre, le revenu disponible des ménages avait progressé de 4,0 % sur un an et leurs dépenses de 6,2 %. Leur taux d'épargne, déjà très faible historiquement et en comparaison des autres pays développés, est ainsi devenu négatif en septembre.

Malgré l'excédent budgétaire (70 milliards de dollars au cours de l'année fiscale achevée en septembre), l'économie américaine reste ainsi caractérisée par un déséquilibre structurel entre l'épargne et l'investissement, qui s'accompagne d'un creusement du déficit courant et d'une hausse de l'endettement extérieur.



Les turbulences financières enregistrées entre août et octobre ont ainsi souligné combien la poursuite de la croissance américaine dépend des conditions de son financement. L'élargissement des *spreads* de crédit, révélateur d'une soudaine montée de l'aversion au risque des investisseurs et des institutions financières, ne s'est pas complètement résorbé, même après le retour des cours des actions à leur niveau record du début de l'été ; et le durcissement des conditions de crédit des banques touche désormais, selon les enquêtes du Système fédéral de réserve, non seulement les grands groupes mais aussi les entreprises moyennes. Cela ne signifie pas pour autant que l'économie américaine soit actuellement confrontée à un *credit crunch* : l'accélération progressive du crédit intérieur total depuis le début de l'année en témoigne, ainsi que la reprise des financements de marchés. De plus, le réseau bancaire régional est demeuré largement à l'abri des évolutions des *spreads* de crédit.

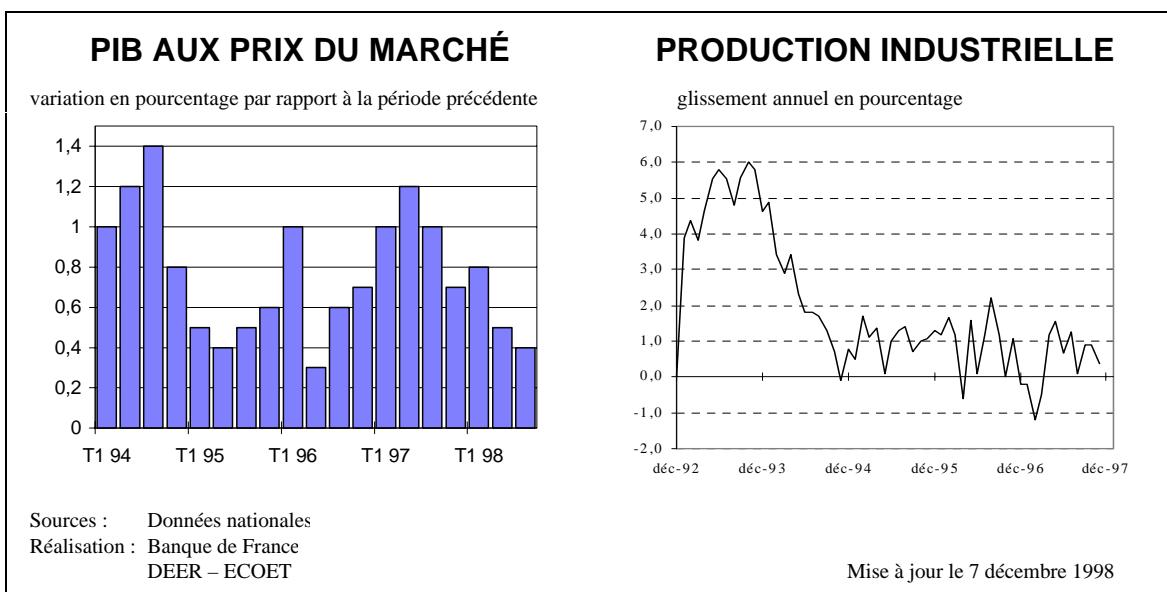
La baisse de 0,75 % du taux des *Fed Funds*, engagée en trois étapes à partir de fin septembre par le Système fédéral de réserve, répond cependant à la fois à un souci de stabilité du système financier et à la prise en compte d'une « balance des risques » où les perspectives de ralentissement de l'économie pèsent actuellement plus lourd que les risques — au demeurant modérés — de réurgence de tensions inflationnistes.

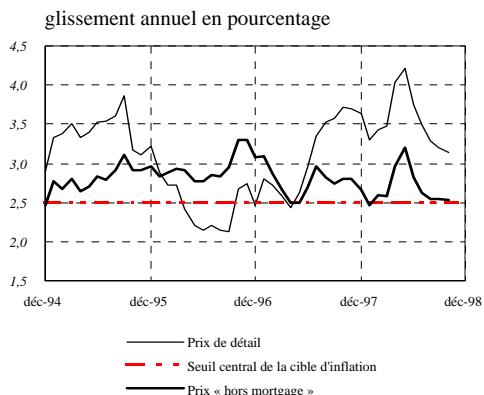
#### **1.4. Royaume-Uni : modification du policy mix pour accompagner le ralentissement de l'activité**

La décélération de l'activité se poursuit au Royaume-Uni, le PIB ayant progressé de 2,5 % en glissement annuel au troisième trimestre 1998, après 3,0 % au deuxième trimestre.

L'appréciation de la livre sterling enregistrée en 1996 et 1997 n'avait pas eu d'impact immédiat sur la balance commerciale, les industriels britanniques ayant, dans un premier temps, comprimé leurs marges à l'exportation. Plus récemment, au premier semestre 1998, le déficit commercial s'est creusé de façon sensible, en dépit d'une légère amélioration des termes de l'échange et d'un environnement européen porteur. Les commandes et les ventes des entreprises à l'exportation ont, en effet, touché un plus bas niveau depuis sept ans, selon les chambres de commerce britanniques, et il est probable que la contribution du commerce extérieur à la croissance sera négative en 1998.

C'est principalement dans le secteur industriel que l'appréciation de la livre sterling a entraîné des difficultés accrues. La production industrielle n'a progressé que de 0,4 % sur un an en octobre dernier, tandis que la hausse de la production manufacturière reculait de 0,5 %. Dans ce contexte, l'investissement du secteur croît également à un moindre rythme, du fait du recul des perspectives de profits. L'activité dans le secteur des services, relativement moins exposé, a pour sa part progressé jusqu'au mois de mars, mais les derniers résultats montrent que cette branche est à son tour affectée.

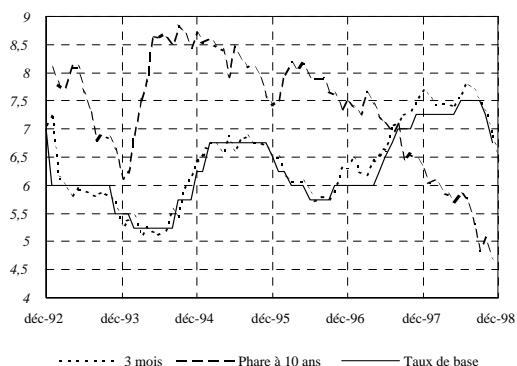


**PRIX À LA CONSOMMATION**

Sources : Données nationales

Réalisation : Banque de France

DEER - ECOET

**ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT**

Mise à jour le 7 décembre 1998

Au total, le *policy mix* est désormais orienté vers un soutien à la conjoncture dans la perspective d'un ralentissement très sensible de l'activité en 1999 : l'assouplissement de la politique monétaire engagé par les baisses de taux du 8 octobre et du 6 novembre devrait se poursuivre en fonction de la faiblesse des indicateurs de la demande interne, alors que l'investissement public devrait presque doubler l'année prochaine, suivant les propositions budgétaires du gouvernement.

## 2. Pays de l'Union monétaire européenne : le renforcement de la demande intérieure a préservé une relative autonomie de la conjoncture

Au cours du premier semestre de 1998, le PIB de l'Union monétaire a connu une progression comparable à celle des six derniers mois de 1997 (2,4 % en rythme annualisé). Comparée à la moyenne (2,2 %) des principaux partenaires commerciaux de la zone (Royaume-Uni, États-Unis et Japon), l'évolution récente apparaît légèrement plus favorable, mais cette différence s'explique entièrement par la récession japonaise.

Au sein de la zone euro, la conjoncture n'est pas uniforme. Sur les premiers mois de l'année, l'activité accélère par rapport au second semestre de 1997 en Allemagne et en Belgique ; elle ralentit dans les autres pays. Toutefois, les rythmes de croissance restent soutenus, sauf en Italie. L'origine des fluctuations récentes de l'activité est variable d'un pays à l'autre : la demande intérieure hors stocks s'est ralentie en Italie et aux Pays-Bas, mais elle s'est fortement accélérée en Allemagne et en Belgique. La contribution des stocks à la croissance s'est sensiblement réduite en Belgique, aux Pays-Bas et dans une moindre mesure, en Allemagne.

<b>VARIATIONS DU PIB DES PRINCIPAUX PAYS DE L'UNION MONÉTAIRE</b>								
	Moyenne annuelle			Glissement annuel			Variation trimestrielle	
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1998	
							1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.
France .....	2,1	1,6	2,3	0,3	2,4	3,0	0,7	0,6
Allemagne.....	1,3	1,3	2,3	0,0	2,1	2,3	1,4	0,1
Italie.....	2,9	0,7	1,5	2,6	- 0,2	2,8	- 0,1	0,4
Espagne.....	2,9	2,4	3,5	2,3	3,0	3,8	0,9	0,9
Belgique.....	2,3	1,3	3,0	1,0	2,1	3,2	1,2	0,6
Pays-Bas.....	2,3	3,1	3,6	2,0	3,1	4,3	1,1	0,8

Au total, pour l'Union monétaire, l'acquis de croissance à la fin du premier semestre était de 2,3 % (il se situait à 3,5 % pour les États-Unis, 2,3 % pour le Royaume-Uni et - 2,5 % pour le Japon). Une évolution de l'activité en Europe au second semestre, comparable à celle du premier semestre, conduirait à une croissance du PIB de 2,6 % en moyenne annuelle.

L'examen des composantes de l'activité à l'échelle de la zone montre un renforcement de la demande intérieure et une réduction de la contribution des échanges extérieurs à la croissance. La formation de stocks et les dépenses publiques ont joué un rôle essentiel dans l'amélioration de la demande entre le second semestre 1997 et le premier semestre 1998. En rythme annualisé, la contribution des stocks à la croissance sur les six premiers mois de l'année est de 1,2 point de PIB (contre 0,7 point au second semestre 1997), et celle de la consommation publique s'établit à 0,8 point (contre - 0,5 point). À l'opposé, la consommation des ménages ralentit légèrement, avec une contribution de 1,1 point à la croissance du PIB (contre 1,2 point). L'investissement total suit une évolution similaire, après son amélioration au cours de la seconde moitié de 1997 (contribution de 0,3 point de PIB, après 0,6 point).

<b>VARIATIONS DU PIB DE L'UNION MONÉTAIRE</b>								
	Moyenne annuelle			Glissement annuel			Variation trimestrielle	
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1998	
							1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.
PIB.....	2,4	1,6	2,5	1,5	1,9	3,1	0,8	0,4
Consommation privée.....	1,9	1,9	1,4	1,7	1,9	1,8	0,6	0,3
Consommation publique.....	0,2	1,6	0,5	1,0	0,8	- 0,3	1,7	0,6
Investissement total.....	3,6	1,2	2,0	1,5	2,0	1,8	2,2	- 1,4
Stocks (a).....	0,0	- 0,4	0,6	- 0,5	- 0,4	0,9	0,2	0,4
Demande intérieure totale hors stocks....	1,9	1,7	1,4	1,3	1,3	1,5	1,1	0,0
Exportations nettes (a).....	0,2	0,6	0,6	0,2	0,9	0,6	- 0,5	0,1

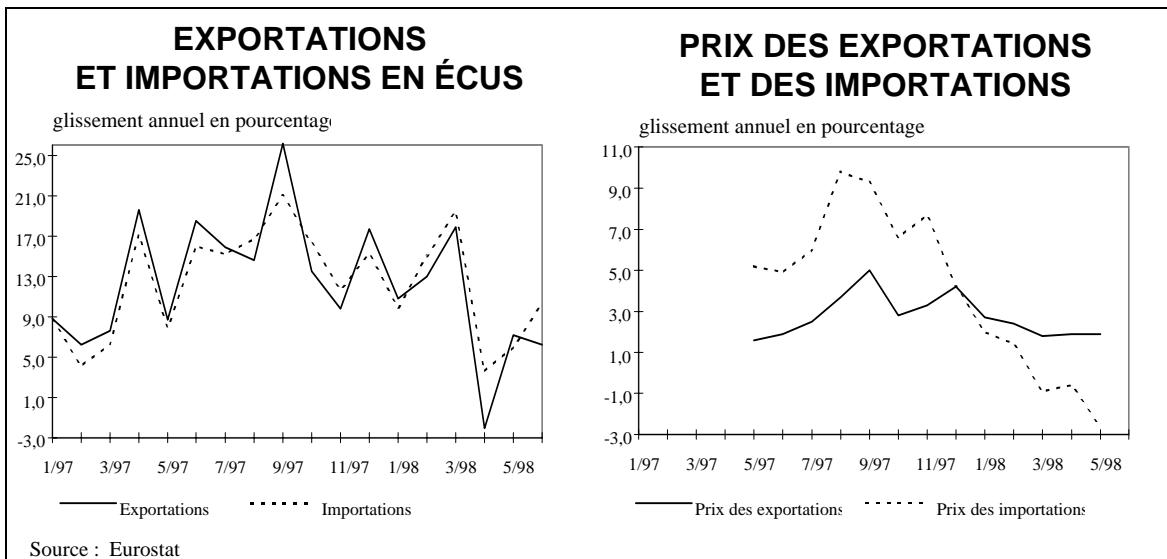
(a) Contribution à la croissance

Les perspectives de court terme restent cependant favorables pour la demande intérieure. Les créations d'emplois dans les principaux pays de l'Union monétaire contribuent à soutenir le revenu des ménages. L'accélération prévisible des salaires devrait accentuer ce mouvement. En l'absence de mesures fiscales restrictives au-delà du deuxième trimestre 1998, les ménages peuvent donc compter, cette année, sur une augmentation plus forte qu'en 1997 de leur revenu disponible brut. De plus, la baisse du taux de chômage (- 0,5 point entre la fin 1997 et la fin du premier semestre 1998) et la réduction de l'inflation (- 0,5 point entre la fin 1997 et la fin du premier semestre 1998) devraient conduire les ménages à réduire leur épargne de précaution et de transaction. C'est ce contexte optimiste que retrace l'enquête de conjoncture de la Commission européenne : tout en étant stabilisé depuis quelques mois, l'indicateur de confiance des ménages est très au-dessus de sa moyenne historique, et cette bonne orientation se reflète dans l'amélioration des indicateurs du commerce de détail.

	<b>EMPLOI TOTAL DANS LES PRINCIPAUX PAYS DE L'UNION MONÉTAIRE</b>				
	Glissement annuel			Variation trimestrielle	
	1995	1996	1997	1998	
				1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.
Allemagne.....	- 0,7	- 1,6	- 0,9	- 0,1	0,1
France .....	0,7	0,0	1,3	0,6	0,5
Italie .....	- 0,1	0,4	0,3	0,7	0,3
Espagne .....	3,1	3,2	2,9	1,2	0,7
Pays-Bas .....	2,5	2,8	2,9	0,9	0,6

En ce qui concerne l'investissement, l'accroissement des tensions sur les capacités de production dans l'industrie devrait soutenir la demande en matériels et équipements (le taux d'utilisation des capacités de production passe de 82,7 % à la fin 1997 à 83,6 % à la fin du premier semestre 1998). L'investissement en logements et en bâtiment enregistre, lui aussi, une évolution favorable. Le climat économique s'est fortement amélioré dans le secteur de la construction depuis le début de l'année et l'enquête de la Commission européenne montre que l'indicateur de confiance est bien au-dessus de sa valeur de long terme. Dans ce secteur, les carnets de commandes sont en hausse sensible, après le niveau très dégradé des années 1996-1997.

Malgré l'amélioration de la demande interne, les dernières données disponibles indiquent une légère dégradation de l'activité dans l'industrie. Au début du second semestre 1998, les perspectives de production étaient en net retrait par rapport au point haut du cycle observé entre la fin 1997 et le début 1998. À l'origine de cette évolution, on trouve la baisse des carnets de commandes, en particulier des carnets étrangers. Sur les six premiers mois de l'année, le solde commercial est excédentaire de 33 milliards d'écus, contre 36 milliards pour la période correspondante de 1997. Le ralentissement des exportations est sensible depuis avril 1998. Sur les trois premiers mois de l'année, le glissement annuel des exportations en valeur était de l'ordre de 14 % : il n'est plus que de 4 % depuis avril. Si le ralentissement des importations en valeur est du même ordre de grandeur, il est moins marqué lorsqu'on le mesure en volume, du fait de la baisse du prix des importations.



Les évolutions nominales restent très modérées sur les derniers mois. Au niveau des prix de détail, le ralentissement de l'inflation est notable. Le glissement annuel de l'indice des prix harmonisés passe de 1,6 % à la fin 1997 à 1,0 % en septembre 1998. La baisse du prix des importations, et en particulier de l'énergie, explique en partie cette évolution. En effet, l'inflation sous-jacente<sup>1</sup> indique un ralentissement moins marqué des prix à la consommation. Cinq pays ont une inflation plus faible que la moyenne de la zone en septembre (Allemagne, Autriche, Belgique, France et Luxembourg). Entre la fin 1997 et septembre 1998, on observe une baisse de l'inflation dans la plupart des pays, sauf en Italie, au Portugal et en Irlande.

Plusieurs éléments sont à l'origine de ces performances en matière de prix pour l'Union monétaire. Les salaires nominaux ont enregistré un ralentissement notable à partir de 1997. Ils se situent, à la fin du premier semestre 1998, sur un rythme proche de 1 % en glissement annuel, contre plus de 3 % en 1996. La productivité du travail s'est fortement accrue, en liaison avec l'accélération de l'activité en 1997. Au total, le coût salarial unitaire a enregistré en 1997 un fléchissement sensible, qui se poursuit au premier semestre 1998. Tous ces éléments convergent vers une modération des prix de production et des prix de détail. Toutefois, compte tenu de l'évolution du cycle économique, on devrait observer une remontée progressive des prix au cours des prochains mois.

<b>VARIATIONS DU COÛT SALARIAL UNITAIRE DE L'UNION MONÉTAIRE (ensemble de l'économie)</b>							
	Moyenne annuelle			Glissement annuel			
	1995	1996	1997	1997		1998	
				3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim
Salaires ..... (A)	3,5	3,4	2,7	2,4	2,1	1,0	1,2
Productivité ..... (B)	1,8	1,6	2,1	2,5	2,6	3,3	1,7
Coût salarial unitaire ..... (A - B)	1,7	1,8	0,6	0,0	- 0,4	- 2,3	- 0,6
Prix de détail.....	nd	2,2	1,6	1,6	1,5	1,2	1,4
Prix de production industriels.....	3,4	0,5	1,0	1,4	1,1	0,5	- 0,1
nd : non disponible							

<sup>1</sup> 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.

## 2.1. Évolutions financières et politiques économiques

### 2.1.1. Les efforts d'ajustement budgétaire marquent une pause

Les pays qui, au 1<sup>er</sup> janvier 1999, participent à l'Union économique et monétaire ont tous dégagé, en 1997, un besoin de financement des administrations publiques inférieur ou égal à 3 % du produit intérieur brut. Pour l'ensemble de l'Union européenne, le besoin de financement est ressorti à 2,3 % du PIB agrégé de la zone. Les États participant à la monnaie unique doivent désormais consolider ce résultat en se conformant aux prescriptions du Pacte de stabilité et de croissance. Dans ce cadre, ils doivent présenter des objectifs budgétaires de moyen terme « proches de l'équilibre ou en excédent » et définir un chemin de progression vers ce but. Cela implique, en particulier, qu'ils tirent parti d'éventuelles recettes fiscales supplémentaires issues d'une plus forte croissance pour se rapprocher autant que possible de l'équilibre budgétaire. Simultanément, l'effort de réduction des déficits doit être suffisant pour que la dette publique amorce un mouvement durable, et non pas temporaire, de décroissance.

Ces objectifs sont résumés dans le tableau ci-après, qui prend en compte les données disponibles au 7 décembre 1998, date à laquelle tous les pays n'avaient pas encore publié leur programme de stabilité.

Dans ce cadre, chaque pays a défini un ou plusieurs objectifs à atteindre dans les toutes prochaines années.

Pays	Objectifs	Echéance
Allemagne	Ramener le déficit des administrations publiques à 1% du PIB	2001
Autriche	Ramener le déficit à 2,1 % du PIB	2000
Belgique	Stabiliser l'excédent primaire des administrations publiques à 0% du PIB	moyen terme
Italie	Maintenir dans l'immédiat un excédent primaire de 5, % du PIB et ramener le déficit à 1,0% du PIB et le niveau de dette à 107,0% du PIB	2001
Espagne	Ramener le déficit des administrations publiques à 1,1% du PIB et le niveau de dette à 65,0% du PIB	2000
Finlande	Dégager un excédent des administrations publiques de 2%	2001
France	Abaïsser le déficit en deçà de 2% du PIB	2000
Irlande	Parvenir à un excédent de 1,3% du PIB	2000
Pays-Bas	Maintenir le déficit à 1,1 % du PIB	2002
Portugal	Ramener le déficit à 1,5% du PIB	2000

Sources : Données nationales

Ces objectifs peuvent se conjuguer avec des réformes structurelles du système fiscal sur le moyen terme. Elles visent souvent la diminution de l'imposition directe des ménages (Espagne, Pays-Bas) ou des entreprises (Autriche, Irlande). Des objectifs « écologiques » peuvent également être assignés à la fiscalité par le truchement d'une taxation plus élevée de l'énergie (Allemagne, Pays-Bas).

Dans une optique plus conjoncturelle, les finances publiques des pays de l'Union monétaire ont profité, sur les trois premiers trimestres de 1998, du raffermissement de la demande intérieure. En conséquence, les recettes fiscales se sont accrues sur les premiers mois de 1998, si bien que la plupart des pays devraient amplement respecter les objectifs intermédiaires en termes de déficit qu'ils se sont fixés pour l'année courante. En revanche, l'exécution des lois de finances pour 1999 devra faire face à un environnement plus instable en raison du ralentissement de la demande externe.

**RÉSULTATS ET PERSPECTIVES  
DES FINANCES PUBLIQUES EN EUROPE**

En 1998, le raffermissement de la demande intérieure a renforcé la croissance des recettes fiscales.

*En Allemagne, la progression des recettes des administrations publiques a atteint 4,4 % au premier semestre par rapport à la période correspondante de l'année précédente. La collecte de l'impôt sur les sociétés a assez nettement accéléré, tandis que l'impôt sur le revenu semble avoir recouvré une trajectoire plus en phase avec l'évolution des revenus des ménages. D'autre part, le rendement des impôts locaux s'est amélioré, tandis que l'embellie sur le marché de l'emploi a profité aux finances sociales. En revanche, et en dépit de la hausse de 1 point de la TVA au 1<sup>er</sup> avril 1998, la progression des recettes de TVA est restée assez faible.*

*La situation de caisse de l'État fédéral enregistre sur les dix premiers mois de l'année un déficit de 74,5 milliards de deutschemarks contre 69,7 milliards sur la période correspondante de l'année précédente. Le recul du déficit des administrations publiques en 1998 devrait donc surtout refléter l'amélioration des comptes des Länder et des communes.*

*Aux Pays-Bas, la progression des recettes de l'État central, alimentée par la forte croissance économique, a atteint 4,3 % au premier semestre par rapport à la période correspondante de l'année précédente, mais les dépenses ont été tout aussi dynamiques, avec + 4,2 % au premier semestre. L'amélioration du solde net à financer en Belgique a tiré parti du gonflement de la collecte de l'impôt sur les sociétés. Au total, les recettes fiscales ont progressé de 6,5 % sur les neuf premiers mois de 1998.*

*En Italie, la croissance des recettes a été affectée, surtout au deuxième trimestre, par le réaménagement de la collecte de certains impôts entre échelons administratifs et par la fin des effets des mesures exceptionnelles prises en 1997 (« eurotaxe »...). En conséquence, le déficit budgétaire s'est nettement creusé au premier semestre mais le gouvernement escompte un surcroît de rentrées au dernier trimestre pour combler l'écart. Les dépenses publiques ont amplement bénéficié du faible niveau des taux d'intérêt prévalant dans la zone euro, mais les dépenses de personnel ont continué de croître. Les dernières prévisions du gouvernement italien font état d'un recul modeste du déficit des administrations publiques en 1998, avec 2,6 % du PIB, après 2,7 % en 1997.*

Pour 1999, la poursuite de la consolidation des finances publiques se conjugue avec les objectifs internes de chaque gouvernement dans un contexte macroéconomique moins favorable

*En Allemagne, le nouveau gouvernement issu des élections de septembre 1998 présentera en janvier un projet de loi de finances rectificative pour imprimer ses priorités au budget 1999. Il a déjà annoncé un plan quadriennal de réforme de la fiscalité devant se traduire par un allégement limité de la pression fiscale (15 milliards de deutschemarks en cumul pour la période 1999-2002, soit 0,4 point de PIB). Une clarification du système fiscal serait engagée par la suppression de plus de soixante-dix possibilités de déductions fiscales dont bénéficient principalement les entreprises. Enfin, la hausse des taxes sur l'énergie devrait permettre de financer une réduction de 0,8 point des cotisations sociales. Le pilotage des finances publiques restera cependant difficile car le gouvernement table sur une croissance de seulement 2,0 %, au lieu d'une fourchette établie entre 2,5 % et 3,0 % par le précédent cabinet.*

*En Italie, le gouvernement D'Alema entend poursuivre la réduction du déficit avec un objectif de 2,0 %, après 2,6 % en 1998. Comme la part des recettes des administrations doit se réduire au même rythme que celle des dépenses primaires, la diminution du besoin de financement proviendra essentiellement de la réduction des charges d'intérêts, en raison du niveau bas des taux. Confronté à une réduction des perspectives de croissance (2,5 %, au lieu de 2,8 %), le gouvernement a défini un ensemble de mesures de rationalisation des dépenses devant permettre d'économiser l'équivalent de 0,7 point de PIB. Ces mesures supplémentaires doivent également financer le renforcement de la politique de l'emploi et la politique d'aménagement régional.*

.../...

.../...

*En Espagne, le gouvernement n'a que marginalement révisé ses estimations budgétaires de 1999 en prévision du ralentissement escompté de l'activité en Europe. Selon les prévisions officielles, la baisse prévue de l'impôt sur le revenu (équivalent à 0,5 point du PIB) serait compensée par un accroissement des autres recettes fiscales liées au supplément d'activité engendré par cet allégement. En conséquence, il est prévu que les recettes fiscales progressent de 5 % sur l'année. Les dépenses de l'État resteraient stables en termes réels, tandis que les dépenses des Communautés autonomes s'accroîtraient dans le cadre d'une plus grande décentralisation, notamment dans les domaines de l'éducation et de la santé.*

*Aux Pays-Bas, le gouvernement issu des élections de mai entend profiter de la bonne tenue des recettes fiscales pour développer les dépenses dans les domaines de l'éducation, de l'insertion des chômeurs de longue durée et de l'investissement dans les infrastructures de transport. En conséquence, la progression des dépenses réelles a été fixée à 1,5 % sur les années 1999-2002, tandis qu'un calendrier de réduction de la fiscalité directe a été établi. Un mécanisme complexe d'allocation des excédents ou des déficits conjoncturels de recettes fiscales a également été défini.*

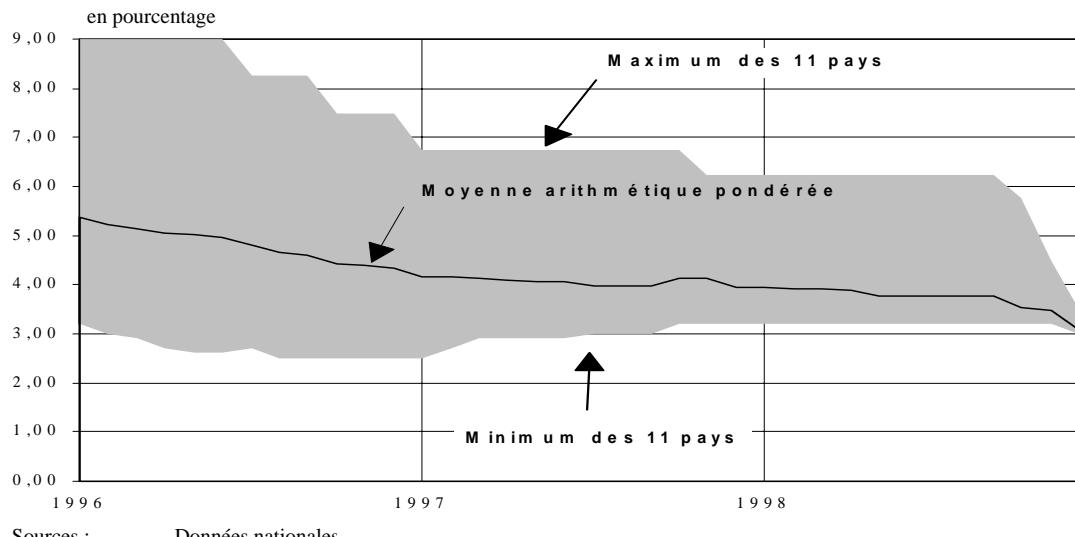
### **2.1.2. Le processus de convergence des taux d'intérêt s'est fortement accéléré à l'approche du passage à l'euro**

Malgré les turbulences financières qui ont agité les marchés financiers et de change, la stabilité interne et externe des monnaies du mécanisme de change européen a permis aux banques centrales européennes d'accélérer la détente des conditions monétaires, et les primes de risques sur les taux se sont fortement réduites.

Selon des estimations préliminaires couvrant une partie de la zone euro, le taux de croissance sur douze mois de la masse monétaire européenne M3 pour les mois d'août, septembre et octobre était d'environ 4,5 %, après que cet agrégat eut constamment fluctué dans une fourchette de 3,5 % à 5,5 % en 1997 et 1998. Ces évolutions, ainsi que les autres indicateurs économiques, sont compatibles avec une progression très modérée des prix, tandis que des incertitudes pèsent sur l'environnement économique international et contribuent à la perspective d'un certain ralentissement de la croissance en Europe, en 1999.

Dans ce contexte, les *taux d'intérêt directeurs* se sont rapprochés dans l'ensemble constitué par les pays de l'Union monétaire. Le processus de convergence s'est accéléré à partir de la mi-octobre, et a abouti, au début décembre, à une réduction coordonnée des principaux taux directeurs vers un niveau commun de 3 % (3,5 % en Italie au 4 décembre 1998). En moyenne, les taux directeurs au sein de l'Union monétaire se sont ainsi réduits de 0,9 point depuis le début de l'année et de 0,4 point entre le début du mois d'octobre et le 3 décembre.

### TAUX DIRECTEURS PRINCIPAUX DANS LES ONZE PAYS DE L'UEM

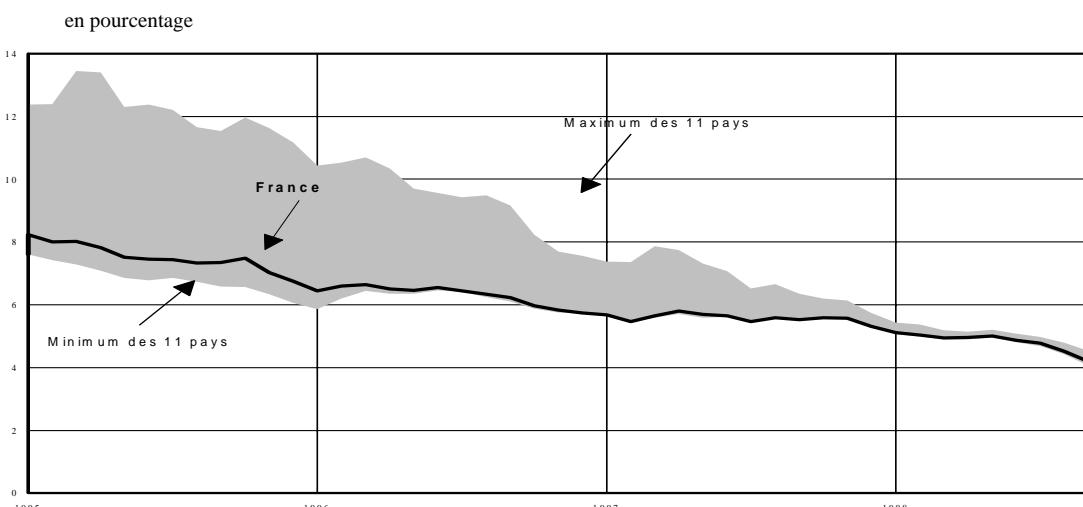


Sources : Données nationales  
Réalisation : Banque de France  
DEER – ECOET

Mise à jour le 7 décembre 1998

Le processus de convergence s'est également poursuivi sur les marchés obligataires mondiaux, sous l'effet des anticipations d'assouplissement de la politique monétaire suscitées par le ralentissement attendu de la croissance dans les pays industrialisés et l'approfondissement de la crise au Japon. De plus, le comportement long a bénéficié du recul des marchés d'actions. La détente qui en est résultée sur l'ensemble des marchés obligataires a bénéficié également aux pays de l'Union monétaire. L'écart entre le taux à 10 ans le plus élevé et le plus faible des Onze (selon la définition harmonisée) est revenu de 72 points de base en avril à 26 points de base le 4 décembre. La baisse des taux a été particulièrement marquée en Italie, en Espagne, en Irlande, au Portugal et en Finlande, où elle a atteint de 60 à 100 points de base, les taux à long terme se rapprochant de ceux des pays dont la politique monétaire bénéficie de la meilleure crédibilité.

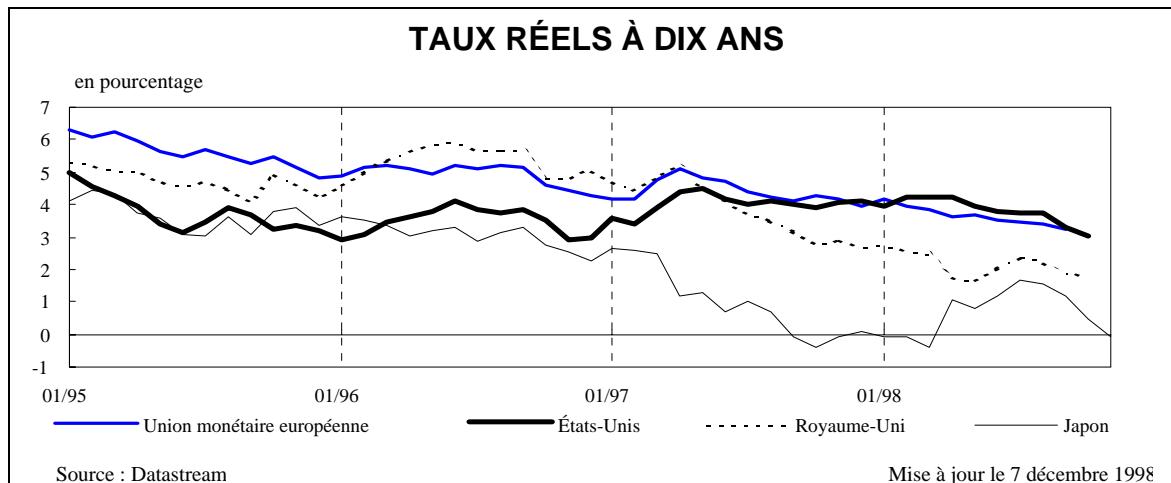
### TAUX HARMONISÉS À LONG TERME DANS LES ONZE PAYS DE L'UNION MONÉTAIRE EUROPÉENNE



Source : Données nationales  
Réalisation : Banque de France  
DEER – ECOET

Mise à jour le 7 décembre 1998

Les taux réels à long terme ont suivi la détente générale des taux nominaux dans l'ensemble des pays de l'Union monétaire. Leur baisse a atteint 180 points de base depuis le premier trimestre 1997 et 90 points de base depuis le début de l'année. Les taux réels à long terme européens se situent, à présent, à près de 3 %, niveau proche de celui des États-Unis.



# UNE APPROCHE DE LA COMPÉTITIVITÉ DE LA ZONE EURO : LE TAUX DE CHANGE EFFECTIF DE L'EURO

Le taux de change effectif d'une monnaie nominal et réel constitue un indicateur privilégié pour apprécier la compétitivité d'une économie par rapport à un groupe de pays partenaires. La création de l'euro imposera de disposer d'un outil de ce type pour analyser l'évolution de la compétitivité-prix de l'ensemble de la zone euro à travers le temps.

Le calcul d'un taux de change effectif de l'euro est naturellement compliqué par le fait que la valeur externe de l'euro ne sera connue qu'au jour de la fixation irrévocable des parités. La note qui suit permet néanmoins, au prix de certaines hypothèses, de construire un euro théorique de nature « historique » sans rupture majeure avec l'euro prévalant après le 1<sup>er</sup> janvier 1999.

La création de l'euro exige, de surcroît, d'élargir le périmètre du calcul de la compétitivité externe. En effet, les calculs traditionnels limités à la zone OCDE conduiraient à apprécier la compétitivité de la zone euro contre un nombre seulement limité d'économies tierces. En outre, le développement du commerce international et les crises qui ont pu affecter considérablement la devise de partenaires commerciaux provenant des pays émergents rendent nécessaire la constitution d'un ensemble de calcul plus large pour les pays partenaires. Dans la note qui suit, la compétitivité de l'euro est appréciée vis-à-vis de 33 pays (dont 22 n'appartiennent pas au

groupe recensé par le FMI comme pays industrialisés), représentant près de 87 % du total des exportations mondiales de l'année 1996. À cet égard, la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales doivent très prochainement s'accorder sur une méthodologie harmonisée pour le calcul des taux de change effectifs de l'euro. Le présent article est une contribution à cette recherche méthodologique.

FRANÇOISE MARCHAND-BLANCHET

*Direction des Changes*

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

## 1. Construction d'un taux de change effectif de l'euro

L'analyse de la compétitivité-prix de l'Europe des Onze repose sur le suivi du taux de change réel de l'euro, les mouvements de ce dernier retracant l'évolution inverse de la compétitivité. Ainsi, une *baisse de l'indice de taux de change réel de l'euro* représente une *amélioration de la compétitivité de la zone euro*.

Ces indicateurs de compétitivité sont calculés par rapport à un pays partenaire (taux de change bilatéraux) ou à un groupe homogène de pays partenaires (taux de change effectifs).

Le *taux de change effectif nominal de l'euro* se détermine ainsi :

$$TCEN_E = \prod_{j=1}^n e_j^{w_j}$$

De son côté, le *taux de change effectif réel de l'euro* se définit par :

$$TCER_E = \prod_{j=1}^n e_j^{w_j} \times \frac{P_E}{\prod_{j=1}^n P_j^{w_j}}$$

où  $e_j$  est l'indice du taux de change de l'euro contre chacune des monnaies des n pays partenaires ;

$\prod$  la moyenne géométrique ;

$w_j$  le coefficient de pondération des n pays dans le commerce extérieur de la zone euro ;

$P_E$  l'indice des prix de la zone euro ;

$P_j$  les indices de prix des n pays partenaires.

**1.1.** La méthode que nous avons retenue<sup>1</sup> pour calculer le taux de change effectif de l'euro passe par la constitution d'une série longue d'« euro théorique » qui puisse, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1999, être naturellement poursuivie sans rupture notable avec les véritables données de marché de l'euro.

Une double contrainte est imposée pour la construction d'une telle série :

- la valeur de l'euro et celle de l'écu doivent être égales au 1<sup>er</sup> janvier 1999 ;
- les poids des onze monnaies composantes de l'euro doivent refléter l'importance économique relative des pays concernés.

Dans un premier temps, nous avons estimé la valeur de l'écu à fin 1998. À cette date, en effet, neuf<sup>2</sup> des douze monnaies qui composent l'écu auront rejoint leur cours pivot, seules les trois devises non participantes (livre sterling, couronne danoise et drachme) seront comptées pour leur valeur de marché. En adoptant dès maintenant cette méthode, on obtient chaque jour une valeur de l'euro, l'incertitude étant limitée aux fluctuations des monnaies des trois pays qui n'entreront pas en Union monétaire.

Ainsi déterminée, la valeur de l'écu à fin 1998 est aussi, par construction, celle de l'euro. On peut alors, dans un second temps, calculer le nombre d'unités dans l'euro de chacune des onze monnaies composantes, sur la base d'une pondération égale à celle des PIB de l'année 1997. Ces quantités fixes de monnaie sont ensuite appliquées sur toute la période passée pour construire l'euro « théorique ».

**1.2.** En plus de la construction de cette série, il était nécessaire de *déterminer un groupe de partenaires représentatif du commerce extérieur de la zone euro*. En effet, si le commerce mondial reste dominé par les pays industrialisés, une concurrence active est apparue au cours des dernières années avec le développement de nouvelles économies de marché, notamment en Asie, en Europe de l'Est, en Amérique latine<sup>3</sup>. Le nouvel ensemble, qui inclut de nombreux pays émergents, comprend 43 pays (y compris les pays de l'Europe des Onze, la Belgique et le Luxembourg y étant comptés pour une unité) dont les échanges commerciaux représentent près de 87 % du total des exportations mondiales de l'année 1996. *La compétitivité de la zone euro sera donc exprimée vis-à-vis de 33 partenaires*.

**1.3.** Le poids de chacun de ces pays dans le commerce extérieur de la zone euro résulte de notre propre calcul de double pondération à l'exportation, établi à partir d'informations disponibles pour l'année 1996 (source : base de données *Chelem* du CEPPII). Cette méthode permet de tenir compte à la fois de la part des différents pays dans les exportations de l'Europe des onze et de la façon dont les produits de la zone euro sont concurrencés sur les autres marchés.

Les coefficients résultent du calcul suivant<sup>4</sup> :

$$W_E = \left[ \frac{X_j^E}{X_j} \right] \left( \frac{Y_E}{Y_E + \sum_{h=1}^{n-1} X_h^E} \right) + \sum_{k \neq E} \left( \frac{X_j^k}{X_j} \right) \left( \frac{X_E^k}{Y_k + \sum_{h=1}^{n-1} X_h^k} \right)$$

où  $X_j^i$  représente le total des exportations de i vers j ;

$X_j$  les exportations totales de j et  $X_h$  celles de h avec  $h \neq j$  ;

$Y_E$  ou  $Y_j$  la production de la zone euro ou du pays j destinée au marché intérieur.

<sup>1</sup> Selon une démarche analogue à celle de Goldman Sachs : « Calculating a "Virtual" Euro », Martin Brookes

<sup>2</sup> Le franc français, le deutschemark, les francs belge et luxembourgeois, le florin, la lire, la peseta, l'escudo et la livre irlandaise

<sup>3</sup> Cf. « La compétitivité internationale des pays de l'OCDE : l'influence des économies de marché émergentes », *Perspectives économiques* de l'OCDE, juin 1998

<sup>4</sup> Cf. « Measuring International Price and Cost Competitiveness », Philip Turner et Jozef Van't dack, Banque des règlements internationaux

**1.4.** Sur cet ensemble de pays, les disponibilités statistiques ne permettent de calculer que l'indicateur de compétitivité déflaté par les prix à la consommation.

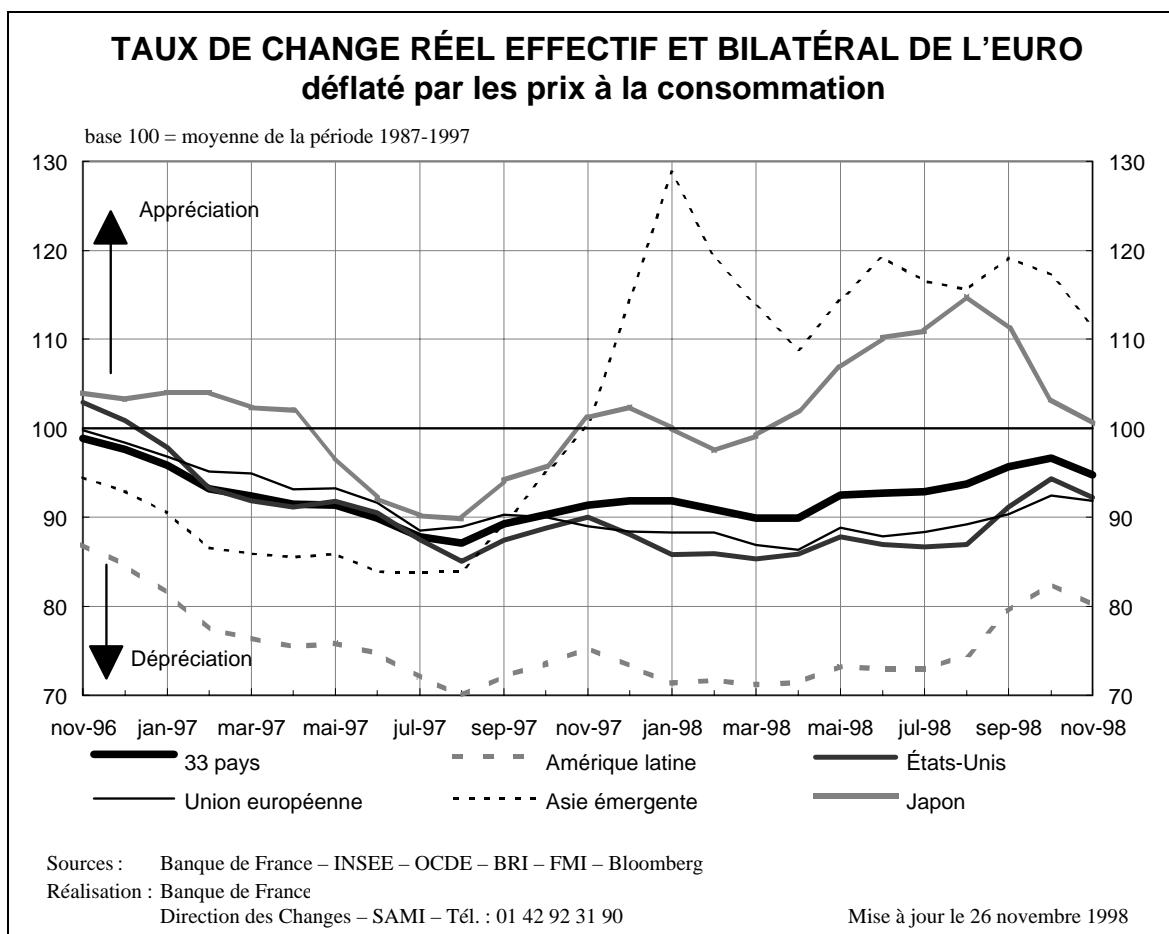
**1.5.** Les indicateurs sont exprimés *en base 100 égale à la moyenne de la période 1987-1997*, afin de neutraliser en grande partie les variations importantes du dollar enregistrées d'une année à l'autre.

**POIDS DES DIFFÉRENTS PAYS  
DANS LE COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO  
(double pondération en 1996)**

(en pourcentage)

Royaume-Uni (a) (b) .....	21,60
États-Unis (b).....	17,63
Suisse (b).....	8,74
Japon (b) .....	7,43
Suède (a) (b) .....	4,99
Danemark (a) (b) .....	3,22
Pologne.....	3,07
Corée du Sud (c).....	2,64
Turquie.....	2,63
Grèce (a) (b) .....	2,36
Norvège (b).....	2,02
Brésil (d) .....	1,98
Canada (b) .....	1,88
Australie (b).....	1,79
Taiwan (c).....	1,77
Israël.....	1,68
Hongrie .....	1,67
Hong-Kong (c).....	1,54
Inde.....	1,47
Thaïlande (c).....	1,21
Afrique du Sud.....	1,18
Indonésie (c).....	1,12
Argentine (d).....	1,02
Mexique (d) .....	0,90
Singapour (c).....	0,79
Malaisie (c).....	0,77
Maroc .....	0,77
Philippines (c).....	0,46
Chili (d).....	0,43
Colombie (d).....	0,31
Pakistan.....	0,30
Nouvelle-Zélande (b) .....	0,29
Venezuela (d).....	0,29
<b>Total .....</b>	<b>100,00</b>
 Pour mémoire :	
(a) Union européenne .....	32,17
(b) Pays industrialisés.....	71,97
(c) Asie émergente.....	10,32
(d) Amérique latine.....	4,94

## 2. Résultats



Ces évolutions montrent que, depuis novembre 1996, le taux de change effectif réel de la zone euro serait demeuré plus compétitif que son niveau moyen enregistré entre janvier 1987 et décembre 1997.

Les mouvements ont cependant été heurtés au cours de la période. Deux phases importantes peuvent être identifiées.

– Jusqu'à fin 1997, le taux de change effectif de l'euro est influencé par les variations du dollar et de la livre sterling qui évolue dans le sillage de la monnaie américaine.

Les États-Unis et le Royaume-Uni sont, en effet, les deux premiers partenaires commerciaux de l'Europe des Onze, avec au total près de 40 % des échanges extérieurs de la zone. Entre le second semestre 1996 et le second semestre 1997, notamment, l'euro a tendance à s'affaiblir, en liaison avec le raffermissement du dollar.

– Depuis le troisième trimestre 1997, l'effet de la crise des pays émergents a en partie compensé le mouvement d'appreciation du dollar.

# DÉLAIS DE PAIEMENT ET SOLDE DU CRÉDIT INTERENTREPRISES DE 1988 À 1997

Les délais de paiement, mesurés à partir des données comptables des entreprises recensées dans le fichier Fiben de la Banque de France, se sont légèrement allongés en 1997 dans l'industrie et plus généralement dans l'ensemble de l'économie. Cette hausse constitue, comme en 1994, une rupture de la tendance longue de diminution des délais. Toutefois, contrairement aux replis observés l'année précédente, il ne s'agit pas, loin s'en faut, d'un mouvement uniforme quel que soit le secteur étudié.

Quant aux charges de trésorerie nées du crédit interentreprises, elles sont restées stables sur l'ensemble de l'économie (16 jours de chiffre d'affaires) comme dans l'industrie (28 jours de chiffre d'affaires). Mais un transfert continue de s'opérer au détriment des plus petites entreprises et en faveur des grandes. En 1997, le solde du crédit interentreprises correspond à 24 jours de chiffre d'affaires chez ces dernières (contre 30 jours en 1988) ; pour les entreprises de moins de 20 salariés, il atteint 11 jours, en progression de près de 8 jours sur 1988. Par ailleurs, les comparaisons effectuées au niveau européen montrent que la France occupe une position médiane au sein de ces pays où le solde du crédit interentreprises oscille autour de 10 % du bilan dans les PMI et de 6 % dans les grandes entreprises.

---

ÉLIZABETH KREMP  
BERNARD BARDES  
*Direction des Entreprises*  
*Observatoire des entreprises*

Dans le cadre des travaux de l'Observatoire des délais de paiement, l'Observatoire des entreprises analyse chaque année l'évolution des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises<sup>1</sup> à partir des données comptables collectées pour la base Fiben<sup>2</sup>. Les travaux régulièrement publiés (cf. bibliographie) permettent de mieux cerner l'importance de ce mode de financement des entreprises et son poids relatif<sup>3</sup>.

Parmi les publications de l'Observatoire des entreprises, la dernière en date<sup>4</sup> présente des statistiques détaillées de 1988 à 1997, sur lesquelles s'appuie le présent article.

Après un rappel sur la grande diversité des situations sectorielles, les résultats 1997 sont commentés et mis en perspective sur la période sous revue. Quelques éléments de comparaison internationale sont également fournis grâce aux données de la base de comptes harmonisés sur entreprises d'Europe, des Etats-Unis et du Japon (base Bach).

## 1. Le phénomène de disparité sectorielle reste très important

Comme pour les années antérieures, les résultats 1997 pour les délais de paiement et le solde du crédit interentreprises sur l'ensemble de l'économie recouvrent des niveaux sectoriels très différents. La moyenne non pondérée des délais clients s'établit, tous secteurs confondus, à 60 jours de chiffre d'affaires, mais sa valeur varie de 16 jours dans les services aux particuliers à 86 jours pour les industries de biens d'équipement et 83 jours pour les services aux entreprises et dans le secteur de la construction. Ces trois secteurs avaient déjà les délais clients les plus élevés en 1996.

De même, pour les délais fournisseurs calculés en jours d'achats, le résultat pour l'ensemble de l'économie est de 68 jours, mais la dispersion va de 53 jours pour les industries agro-alimentaires à 85 jours pour les industries de biens d'équipement et 81 jours pour le secteur de la construction. Les valeurs extrêmes se retrouvent dans les mêmes activités qu'en 1996.

Quant au solde du crédit interentreprises, s'il est de 16 jours pour l'ensemble de l'économie, il montre, toujours pour 1997, des divergences sensibles selon les secteurs. Certains sont fortement prêteurs (solde positif élevé), comme les services aux entreprises (47 jours de chiffre d'affaires), suivis des industries de biens d'équipement et des entreprises de construction (35 jours), des transports et des industries de biens intermédiaires (32 jours).

En revanche, certains secteurs sont structurellement emprunteurs (solde négatif du crédit interentreprises), comme celui des services aux particuliers (- 12 jours) et, dans le commerce, les sous-secteurs de la réparation automobile (- 10 jours) et du commerce de détail (- 26 jours).

La dispersion des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises d'un secteur d'activité à l'autre reste ainsi nettement plus forte que celle selon la taille des entreprises à l'intérieur d'un secteur donné. Ce constat doit conduire à toujours prendre des précautions lors de l'interprétation, sur l'ensemble de l'économie, de différences de niveau liées à l'importance des sociétés.

<sup>1</sup> Cf. l'encadré en fin d'article pour la définition précise des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises

<sup>2</sup> Fiben (Fichier bancaire des entreprises) est un fichier de renseignements créé et géré par la Banque de France pour répondre à ses propres besoins et à ceux des établissements de crédit. Il recense des informations de diverses natures (données descriptives et comptables) sur 2 millions d'entreprises et compte environ 140 000 bilans annuels (96 % des sociétés anonymes et 65 % des SARL existant en France).

<sup>3</sup> Selon la base Suse de l'INSEE, le volume des créances commerciales a été évalué à 1 885 milliards de francs en 1994. À titre de comparaison, les crédits de trésorerie du système bancaire aux entreprises s'élevaient, la même année, à 840 milliards de francs. Les dettes commerciales sont, par nature, d'un montant très proche de celui des créances, la différence étant due aux créances sur les administrations et le reste du monde. C'est en s'attachant au solde des dettes fournisseurs et créances clients par type d'entreprises et par secteur que l'on peut analyser de façon pertinente le crédit interentreprises.

<sup>4</sup> Kremp É., Bardes B., Nivelais M. et Truy C. (1998) « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : statistiques de 1988 à 1997 en nomenclature NAF », *Collection Entreprises*, Observatoire des entreprises, 1998, n° 4, p. 832, Banque de France

## 2. Un nouveau retournement de tendance en 1997

Une rupture de la tendance longue à la baisse des délais clients et des délais fournisseurs a eu lieu en 1997. Un tel mouvement s'était déjà produit en 1994, lorsque l'activité avait fortement progressé après la phase de récession de 1993. Les années 1995 et 1996 avaient été marquées par un retour à la tendance de longue période de diminution des délais<sup>1</sup>, le mouvement s'étant même accentué en 1996 avec des reculs assez sensibles tant des délais clients (-2,5 jours) que des délais fournisseurs (-3,6 jours).

Cette nouvelle rupture de la tendance longue en 1997 (cf. graphiques 1 et 2 ci-après) se traduit par une progression modérée des délais clients, de 0,6 jour sur l'ensemble de l'économie, ainsi que des délais fournisseurs (+0,4 jour). Comme en 1994, mais de façon toutefois plus modérée, cette situation est liée à une reprise de l'activité.

Pour les seules entreprises de l'industrie, les hausses sont de 1 jour pour les délais clients et de 1,4 jour pour les délais fournisseurs (cf. graphiques 4 et 5 ci-après). Cette progression très légère ne compense pas les replis de 1996, année au cours de laquelle ces délais avaient atteint leur valeur plancher depuis 1988.

Rappelons, toutefois, que les données utilisées ne permettent pas de mesurer les retards de paiement et leur évolution, mais les délais effectifs mesurés à partir des bilans annuels.

Les ruptures de tendance constatées en 1997 comme en 1994 doivent être relativisées. Elles mettent l'accent sur les difficultés de mesure des délais de paiement à partir de données comptables annuelles pour appréhender une réalité infra-annuelle. En effet, les ratios des délais de paiement et du crédit interentreprises rapportent des stocks de créances ou de dettes à des flux d'achats ou de chiffre d'affaires.

Les concepts utilisés ne peuvent donc pas prendre en compte de fortes variations infra-annuelles des achats ou du chiffre d'affaires. Or, l'année 1997 a été marquée par un relèvement de l'activité particulièrement sensible sur la fin de l'année. Dans ces conditions de reprise, les délais de paiement ont donc eu tendance à augmenter par un simple effet mécanique.

### *L'avantage en faveur des grandes sociétés*

En 1996, la diminution des délais clients sur l'ensemble de l'économie était plus importante pour les grandes entreprises (plus de 500 salariés) que pour les PME (entreprises de 20 à 499 personnes) ou les petites sociétés (effectifs inférieurs à 20 personnes).

La distinction par taille montre que, en 1997, la hausse des délais clients a été de 0,4 jour pour les grandes entreprises, contre 0,8 jour dans les PME et 0,5 jour pour les plus petites sociétés. Toutefois, contrairement à 1996, à l'intérieur des grandes entreprises ce sont les firmes les plus importantes (plus de 2 000 salariés) qui ont connu une forte augmentation de leurs délais clients (+4,9 jours), alors que celles de 500 à 2 000 personnes ont encore obtenu une petite diminution, de 0,5 jour.

Pour les seules entreprises de l'industrie, la hausse des délais clients (+1 jour) s'explique par leur allongement de 1 jour dans les très petites entreprises et les PME, contre une stabilité dans les grandes firmes.

Côté fournisseurs, les différences de comportement selon la taille ont été moins prononcées qu'en 1996 sur l'ensemble de l'économie. La progression a été de 0,8 jour dans les PME et de 1,4 jour dans les grandes entreprises, alors que les très petites sociétés connaissaient une stagnation de leurs délais fournisseurs.

<sup>1</sup> Cf. « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1988 à 1996 », É. Kremp et B. Bardes, *Bulletin de la Banque de France* n° 48, décembre 1997

Dans l'industrie seule, la hausse est plus importante dans les grandes firmes (+ 2,4 jours) que dans les PME (+ 2 jours) et dans les très petites entreprises (+ 0,8 jour).

Les grandes sociétés ont ainsi continué à obtenir une évolution plus favorable en 1997 (en 1996, leurs délais fournisseurs avaient certes diminué, mais moins vite que dans les autres entreprises) par rapport aux sociétés de moindre importance. L'amélioration obtenue sur leurs fournisseurs compense ainsi la petite hausse des créances sur leurs clients.

### **3. La baisse des délais sur longue période reste importante**

L'interruption en 1997 du mouvement long de baisse des délais n'a que peu entamé l'ampleur du recul sur 1988-1997. Sur cette période, le recul des délais clients a atteint, sur l'ensemble des secteurs économiques, 5 jours de chiffre d'affaires, tandis que les délais fournisseurs diminuaient de 8,2 jours d'achats.

Pour les entreprises de l'industrie, les niveaux sont descendus respectivement à 75,1 jours et à 75,9 jours, soit une diminution de 3,5 jours de chiffre d'affaires pour les délais clients et de 6,8 jours d'achats pour les délais fournisseurs.

La baisse a donc été sensiblement plus forte pour les délais fournisseurs que pour les délais clients. Ce mouvement de repli est, de plus, général et se vérifie dans tous les secteurs étudiés en NAF16, à l'exception notable de l'agriculture, et pour les seuls délais fournisseurs des activités immobilières.

#### *Analyse par taille des délais clients*

L'analyse selon l'importance des entreprises au cours de la période 1988-1997 fait ressortir des différences significatives dans l'évolution des délais clients sur l'ensemble de l'économie : ils ont connu un repli nettement plus sensible dans les grandes entreprises (- 9,5 jours) que dans les PME (- 5,6 jours) et surtout que dans les très petites sociétés (1,4 jour seulement).

Si on limite le champ de l'examen aux seules firmes de l'industrie, la hiérarchie est similaire, mais encore plus marquée, puisque les replis atteignent 10,8 jours dans les grandes firmes et 5,1 jours dans les PME, contre une augmentation de 1,7 jour dans les très petites sociétés industrielles.

Une approche en termes de ratios moyens fait apparaître les mêmes tendances de fond, que ce soit pour l'ensemble de l'économie ou pour les seules entreprises de l'industrie.

Par secteurs, si la baisse des délais clients est générale hors de l'agriculture, elle est particulièrement forte dans les industries de biens d'équipement (- 6,1 jours), dans celles des biens intermédiaires (- 5,6 jours), ainsi que dans les activités de services aux entreprises (- 6,1 jours) et de commerce (- 6 jours).

Les grandes firmes des industries de biens intermédiaires et des activités agro-alimentaires ont amplifié le mouvement général de repli.

#### *Le raccourcissement des délais fournisseurs est plus homogène*

Pour les délais fournisseurs, l'influence de la taille des entreprises est un peu plus faible. Le mouvement de baisse est général et la différenciation moins marquée entre les grandes sociétés (- 5,3 jours), les PME (- 9,1 jours) et les très petites entreprises (- 6,7 jours).

#### *La réduction de la disparité sectorielle*

Le phénomène de « convergence » sectorielle déjà observé semble s'être poursuivi, aussi bien pour les délais clients que pour les délais fournisseurs.

Dans le premier cas, l'écart entre les délais clients les plus faibles (15,7 jours dans le secteur des services aux particuliers) et celui ayant les délais les plus élevés (86 jours dans les industries de biens d'équipement) passe de 74,2 jours en 1988 à 70,3 jours en 1997.

Dans le second cas, l'écart de 42,1 jours d'achats relevé en 1988 revient à 29,9 jours en 1997 (de 54,7 jours dans les services aux particuliers à 84,6 jours dans les industries de biens d'équipement).

#### **4. La stabilité du solde du crédit interentreprises**

Au cours de la période sous revue, le solde du crédit interentreprises est relativement stable (cf. graphiques 3 et 6). Sur l'ensemble des secteurs économiques, il s'est établi à 16,2 jours en 1997, contre 13,8 jours en 1988.

Pour les seules activités industrielles, ce solde passe de 26,4 jours en 1988 à 28 jours en 1997.

Cette relative stabilité d'ensemble masque, depuis plusieurs années, d'importantes disparités d'évolution suivant la taille des entreprises. Les plus petites continuent de voir progressivement augmenter leur situation prêteuse, alors que les grandes firmes réussissent à diminuer leur solde. Sur l'ensemble de l'économie, pour les très petites entreprises, ce dernier est passé de 3,3 jours en 1988 à 10,9 jours en 1997, alors que celui des grandes firmes reculait de 30 à 23,7 jours (pour les PME, stabilisation de 22,8 à 23,7 jours).

Pour l'industrie, le phénomène est encore plus accentué : le solde du crédit interentreprises passe pour les très petites sociétés de 16,2 à 25,5 jours (+ 9,5 jours), tandis que celui des grandes entreprises décroît de 36,1 à 25 jours (- 11,1 jours). Les PME reculent de 30,9 à 30 jours.

En résumé, que ce soit pour tous les secteurs économiques ou pour les seuls secteurs industriels, il y a une nette progression pour les TPE, une quasi-stabilité pour les PME et un infléchissement sensible pour les grandes sociétés.

Ces tendances du solde du crédit interentreprises proviennent d'une diminution des délais clients plus accentuée pour les grandes entreprises, alors que les évolutions des délais fournisseurs sont moins importantes.

Les plus petites entreprises se retrouvent ainsi confrontées à un alourdissement relatif de leur solde de crédit interentreprises, alors que les grandes firmes, grâce à leur effort continu de maîtrise des délais clients, parviennent à réduire les charges induites par la nécessité de financer les délais de paiement.

Cette évolution divergente des charges nées du crédit interentreprises selon l'importance des sociétés se retrouve de manière assez générale dans tous les secteurs d'activité, avec une ampleur toutefois plus ou moins marquée selon les cas. Le solde du crédit interentreprises connaît, en particulier, une diminution importante dans les grandes firmes des industries agro-alimentaires, du secteur des transports et des industries de biens intermédiaires.

#### **5. Une comparaison internationale**

Le crédit interentreprises constitue, en France, un mode de financement privilégié du cycle d'exploitation.

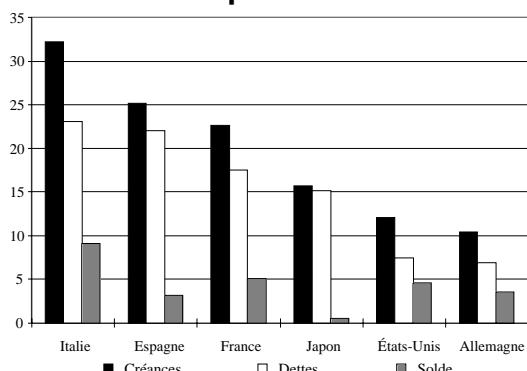
La base Bach, base de comptes harmonisés sur les entreprises, permet d'apporter quelques éléments comparatifs sur cet aspect des relations commerciales, dans les pays qui sont nos principaux partenaires au sein de l'Europe, ainsi qu'aux États-Unis et au Japon.

Les notions de chiffre d'affaires et d'achats, utilisées dans la définition des délais de paiement, n'étant pas disponibles pour tous les pays, les créances clients, les dettes fournisseurs et le solde sont rapportés au total du bilan.

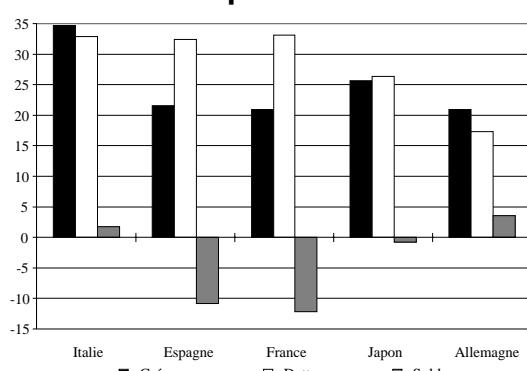
Les comparaisons internationales en niveau sont toujours très délicates, car malgré les efforts d'harmonisation, les concepts et les règles comptables varient d'un pays à l'autre. Ainsi, en Allemagne, les relations commerciales entre une filiale et sa tête de groupe ne sont pas comptabilisées comme en France<sup>1</sup>.

### PARTS DES CRÉANCES CLIENTS, DES DETTES FOURNISSEURS ET DU SOLDE DANS LE TOTAL DU BILAN: UNE COMPARAISON INTERNATIONALE

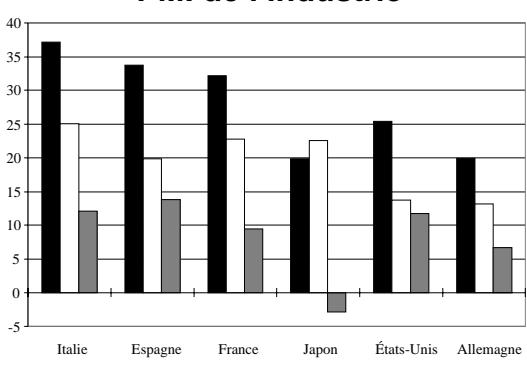
**Grandes entreprises de l'industrie**



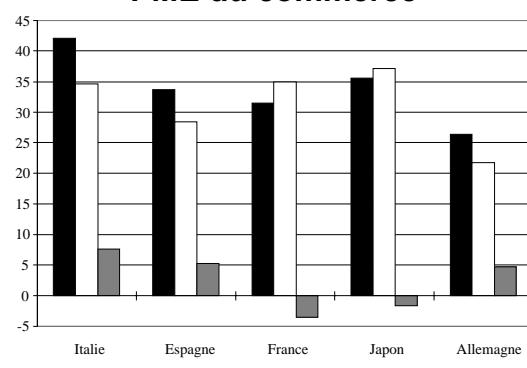
**Grandes entreprises du commerce**



**PMI de l'industrie**



**PME du commerce**



Source : Commission européenne – Base Bac1

Réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 41 24

Mise à jour le 17 août 1998

Les graphiques, qui comparent, dans deux secteurs, l'industrie manufacturière et le commerce, le poids des créances clients<sup>2</sup>, des dettes fournisseurs et du solde du crédit interentreprises dans le total du bilan des grandes entreprises (plus de 40 millions d'écus de chiffre d'affaires) et des PME (de 7 à 40 millions), permettent de souligner quelques différences.

<sup>1</sup> Dans la liasse fiscale, les créances clients et les dettes fournisseurs comprennent, en France, les créances et les dettes vis-à-vis des groupes et associés, alors qu'elles sont exclues en Allemagne. La méthodologie Centrale de bilans de la Banque de France permet de les identifier. Ainsi, la part des créances vis-à-vis des groupes et associés représente en moyenne 5 % des créances clients, mais, calculée sur les seules entreprises qui ont recours à ce type de prêts, cette moyenne est de 25 %.

<sup>2</sup> Le schéma comptable de la base Bach repose sur une décomposition de l'actif net. En conséquence, le poste amortissements (BY) est soustrait au poste clients et comptes rattachés (BX). Le poste BY représente, en moyenne, 5 % à 6 % du poste BX.

Tout d'abord, dans tous les pays, les créances clients, les dettes fournisseurs et leur solde représentent une part plus importante du bilan des PMI que de celui des grandes entreprises industrielles. Mais les écarts sont moins accentués entre les PMI des différents pays qu'entre les grandes entreprises. Ainsi, les créances commerciales des PMI représentent 20 % du bilan en Allemagne, 33 % en Espagne et 37 % en Italie. Celles des grandes entreprises allemandes correspondent à 10 % de leur bilan, contre respectivement 25 % et 33 % pour les grandes entreprises espagnoles et italiennes. Ces écarts peuvent aussi s'expliquer par des structures de bilans différentes, en particulier en Allemagne où les provisions pour risques et charges peuvent représenter jusqu'à 40 % du bilan des grandes entreprises.

À l'exception du Japon, où les PMI sont globalement emprunteuses de crédit interentreprises et les grandes entreprises ont une charge très faible, le solde du crédit interentreprises représente entre 7 % et 14 % du bilan des PMI et 3 % à 9 % de celui des grandes entreprises.

À taille égale, du fait de la nature du total du bilan des entreprises du commerce, les créances clients et les dettes fournisseurs pèsent plus dans le total du bilan des entreprises du commerce que dans celui des entreprises industrielles. C'est en Allemagne que ce poids est le plus faible.

En termes de solde, la France apparaît comme le pays où les sociétés du commerce bénéficient le plus d'un financement par l'intermédiaire du crédit interentreprises. Ceci est le cas pour les grandes comme pour les petites entreprises, mais est bien plus prononcé pour les premières. En Espagne, seules les grandes entreprises du commerce sont aussi emprunteuses nettes, dans des proportions comparables aux grandes firmes françaises.

En conclusion, après la hausse des délais de paiement en 1994, suivie de deux années de retour à la tendance longue de repli, l'année 1997 a été marquée par un nouveau retournement à la hausse, mais de manière peu importante.

Ces légères hausses des délais de paiement sont, comme en 1994, délicates à interpréter ; elles s'inscrivent dans un contexte conjoncturel plus favorable, où les entreprises industrielles ont connu une amélioration de leurs résultats d'exploitation et de leur trésorerie<sup>1</sup>.

Cette reprise en 1997 a été particulièrement sensible en fin d'année. La mesure des délais de paiement à partir de données bilantielles annuelles a alors pu augmenter mécaniquement, du fait de l'importance de dettes et créances commerciales liées à la conjoncture favorable de fin d'année comparativement aux achats et chiffre d'affaires qui prennent en compte l'ensemble du flux annuel.

Si les délais se sont quelque peu allongés en 1997, ils restent néanmoins inférieurs à ceux de 1995. La tendance générale demeure, en France, à la baisse des délais de paiement observée depuis 1988.

En tout état de cause, le crédit interentreprises joue toujours un rôle primordial dans le financement des entreprises françaises. Le transfert de charges nées du crédit interentreprises s'est poursuivi en faveur des grandes entreprises et au détriment des plus petites.

<sup>1</sup> Cf. « *La situation des entreprises industrielles – Bilan 1997* », B. Bardet, Y. Lecouper et A. Tournier, Observatoire des entreprises, 1997, p. 834, Banque de France

## DÉFINITIONS

*Une bonne compréhension des véritables enjeux du crédit interentreprises nécessite une définition précise des concepts utilisés. Les délais de paiement et le solde du crédit interentreprises, aussi appelé solde commercial brut, peuvent être appréhendés de deux façons.*

*D'un point de vue micro-économique :*

- le ratio « délais clients » rapporte les créances clients (effets escomptés non échus inclus) au chiffre d'affaires TTC, multiplié par 360, pour être exprimé en nombre de jours de chiffre d'affaires ;*

- le ratio « délais fournisseurs » rapporte les dettes fournisseurs aux achats et autres charges externes TTC, multiplié par 360, pour être exprimé en nombre de jours d'achats ;*

- le solde du crédit interentreprises correspond au solde, exprimé en jours de chiffre d'affaires, des créances clients de l'entreprise et de ses dettes fournisseurs. On peut le définir de façon équivalente comme la différence entre le ratio délais clients et le ratio délais fournisseurs, ce dernier étant corrigé du ratio achats sur chiffre d'affaires. Il reflète la situation préteuse (solde positif) ou emprunteuse (solde négatif) de l'entreprise.*

*On calcule ensuite des moyennes de ratios individuels, aussi appelées moyennes non pondérées. Cette approche microéconomique, où chaque entreprise, quelle que soit sa taille, exerce le même poids dans le calcul de la moyenne, permet de prendre en compte l'hétérogénéité des observations individuelles.*

*D'un point de vue macroéconomique :*

- pour les délais de paiement, on calcule le total cumulé des créances clients et le total cumulé des dettes fournisseurs de l'ensemble des sociétés, ces totaux étant respectivement rapportés au total cumulé des chiffres d'affaires et au total cumulé des achats, et toujours multipliés par 360 pour être exprimés en jours (de chiffre d'affaires ou d'achats) ;*

- le solde du crédit interentreprises est égal à la différence entre le total cumulé des créances clients et le total cumulé des dettes fournisseurs de l'ensemble des sociétés, cette différence étant rapportée au total cumulé des chiffres d'affaires et multipliée par 360.*

*Cette approche macroéconomique accorde à chaque entreprise un poids proportionnel à sa taille et reflète donc plus particulièrement le comportement des grandes entreprises. Elle repose sur le calcul d'un ratio moyen, qui peut être interprété comme une moyenne des ratios individuels, pondérés par le dénominateur de chaque ratio, c'est-à-dire par le chiffre d'affaires de chaque entreprise. Elle permet de comparer l'évolution globale du poids des créances et des dettes à d'autres grandeurs macroéconomiques, comme l'endettement à court terme auprès des établissements de crédit.*

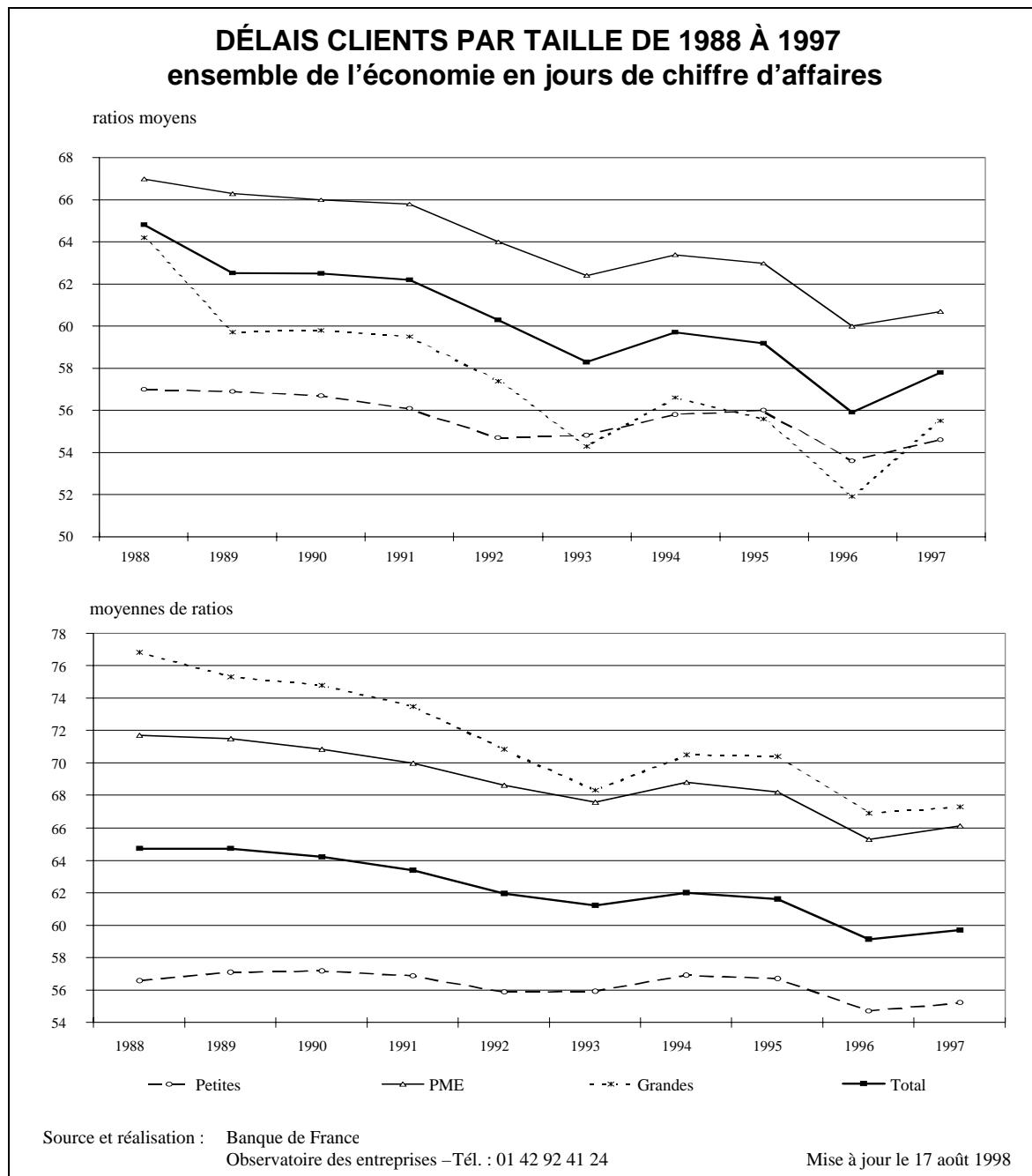
*Les entreprises subissent une charge d'endettement car l'encours total des créances clients des entreprises est supérieur à celui de leurs dettes fournisseurs. Ceci est dû à plusieurs facteurs.*

- D'une part, les avances et acomptes versés aux fournisseurs et les avances et acomptes reçus des clients ne sont pas inclus dans les créances clients et les dettes fournisseurs, ces deux postes intervenant dans la définition des créances et des dettes commerciales. Or, si ces postes sont de faibles montants dans la plupart des secteurs, ils jouent, pour les avances clients, un rôle important dans les secteurs à cycle d'exploitation long, comme le bâtiment.*

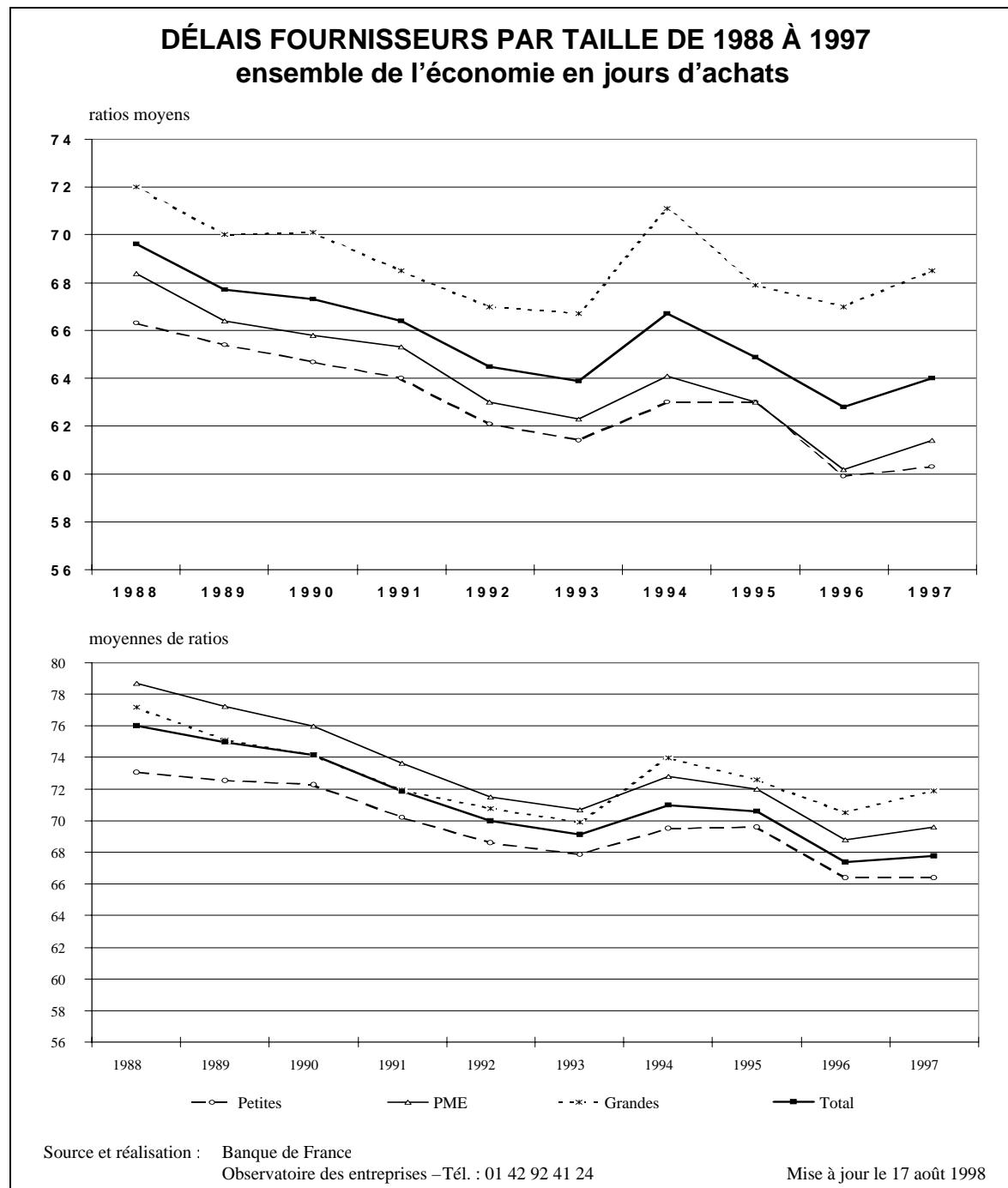
- D'autre part, les créances et les dettes commerciales des entreprises comprennent aussi celles vis-à-vis d'autres agents économiques : l'État, les collectivités locales, la Sécurité sociale, les ménages et les non-résidents, sans qu'il soit possible de les isoler à partir des données bilançielles.*

*Les travaux de l'Observatoire des entreprises à partir de la base Fiben ont jusqu'à présent privilégié l'approche microéconomique pour analyser le comportement de l'entreprise-type. En effet, l'approche macroéconomique nécessite une information sur l'ensemble des entreprises car l'absence éventuelle d'informations sur certaines catégories, ou la sous-représentation de certaines catégories par rapport à d'autres, peut conduire à une mauvaise interprétation des niveaux ou/et des tendances macroéconomiques. Néanmoins, la constitution de séries chronologiques sur la période 1988-1997 et la confrontation des évolutions macroéconomiques issues de la base Fiben avec celles de la base Suse suggèrent que si les niveaux doivent être interprétés avec précaution, les tendances macroéconomiques calculées à partir de la base Fiben sont représentatives.*

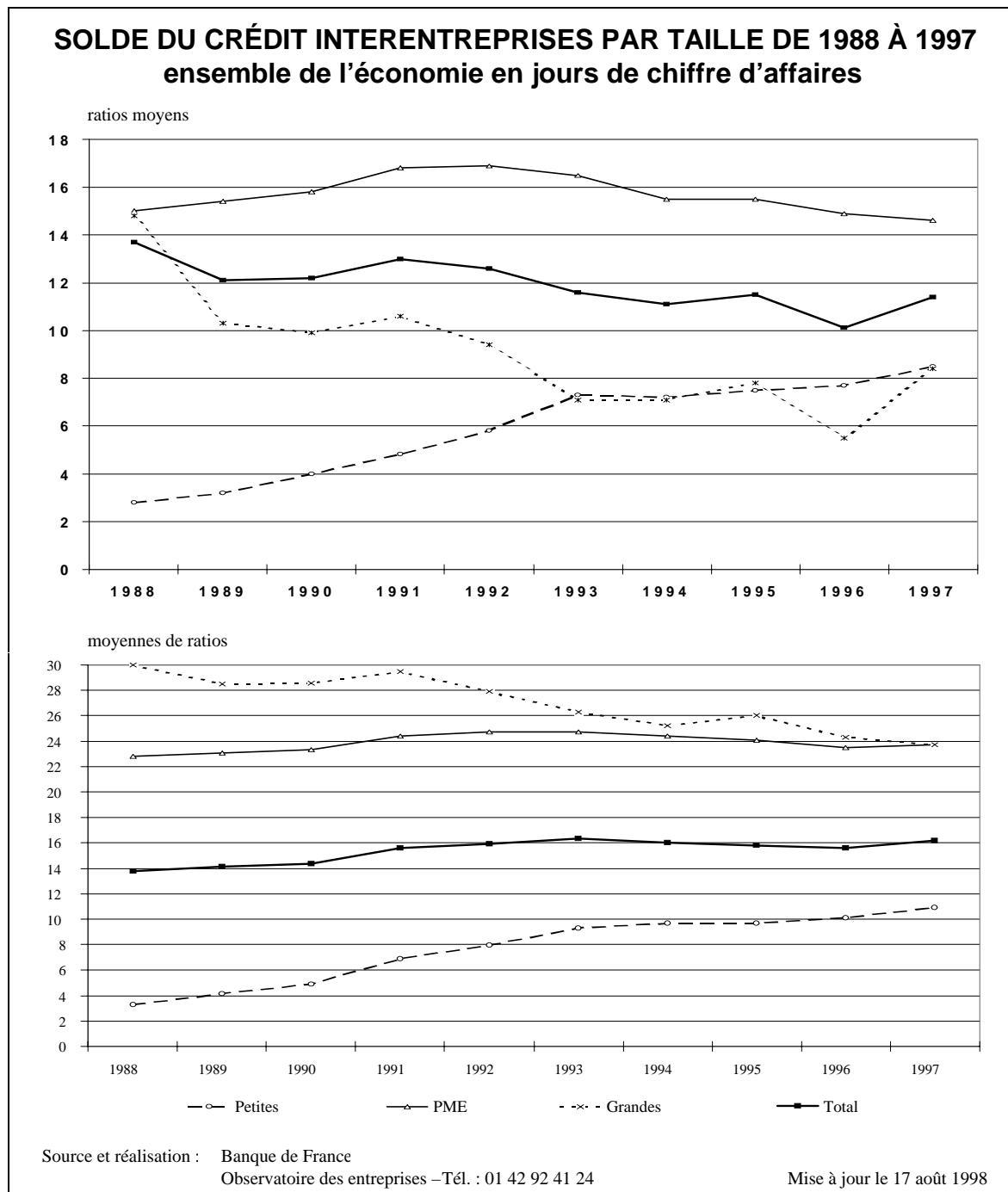
Graphique 1



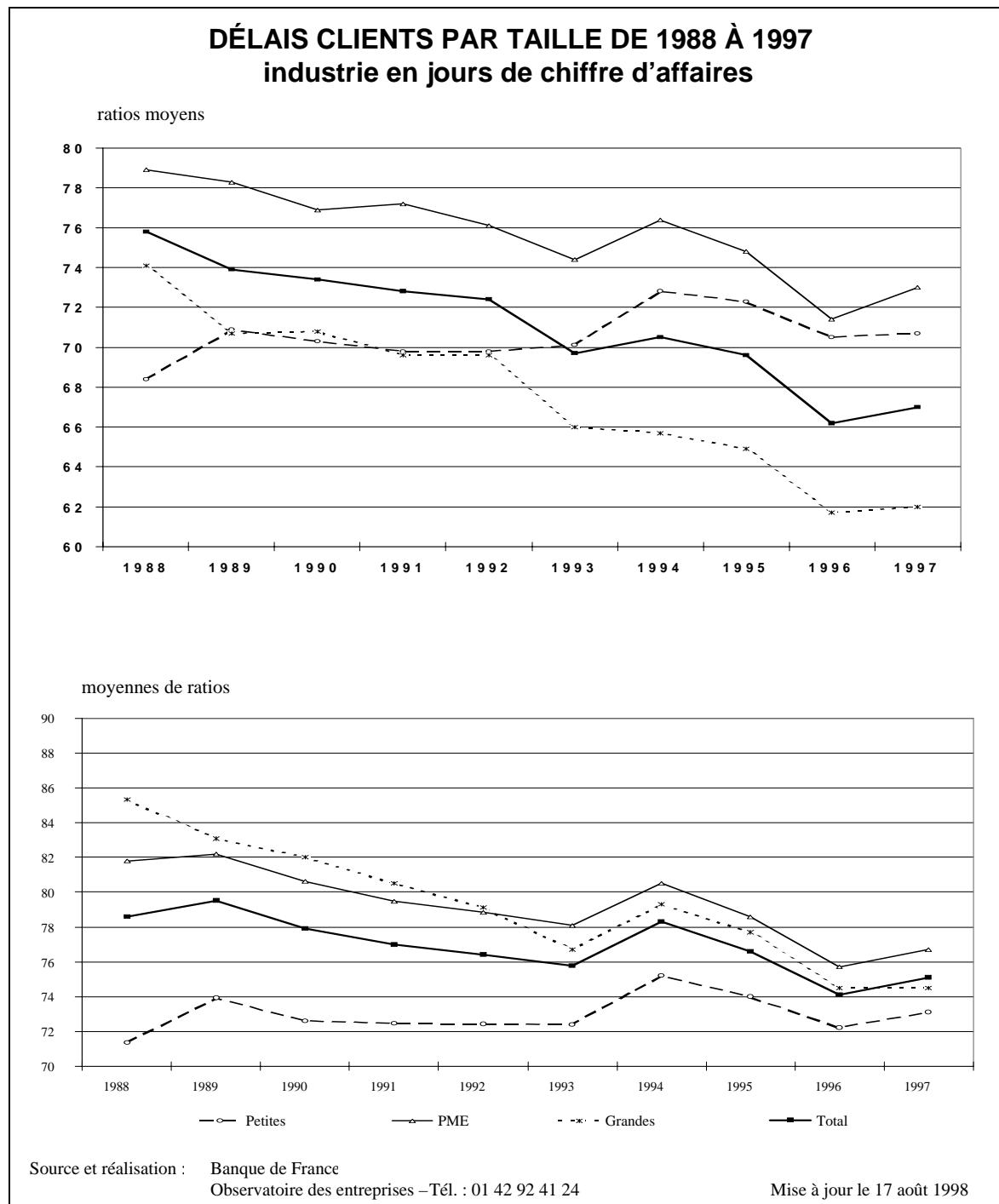
Graphique 2



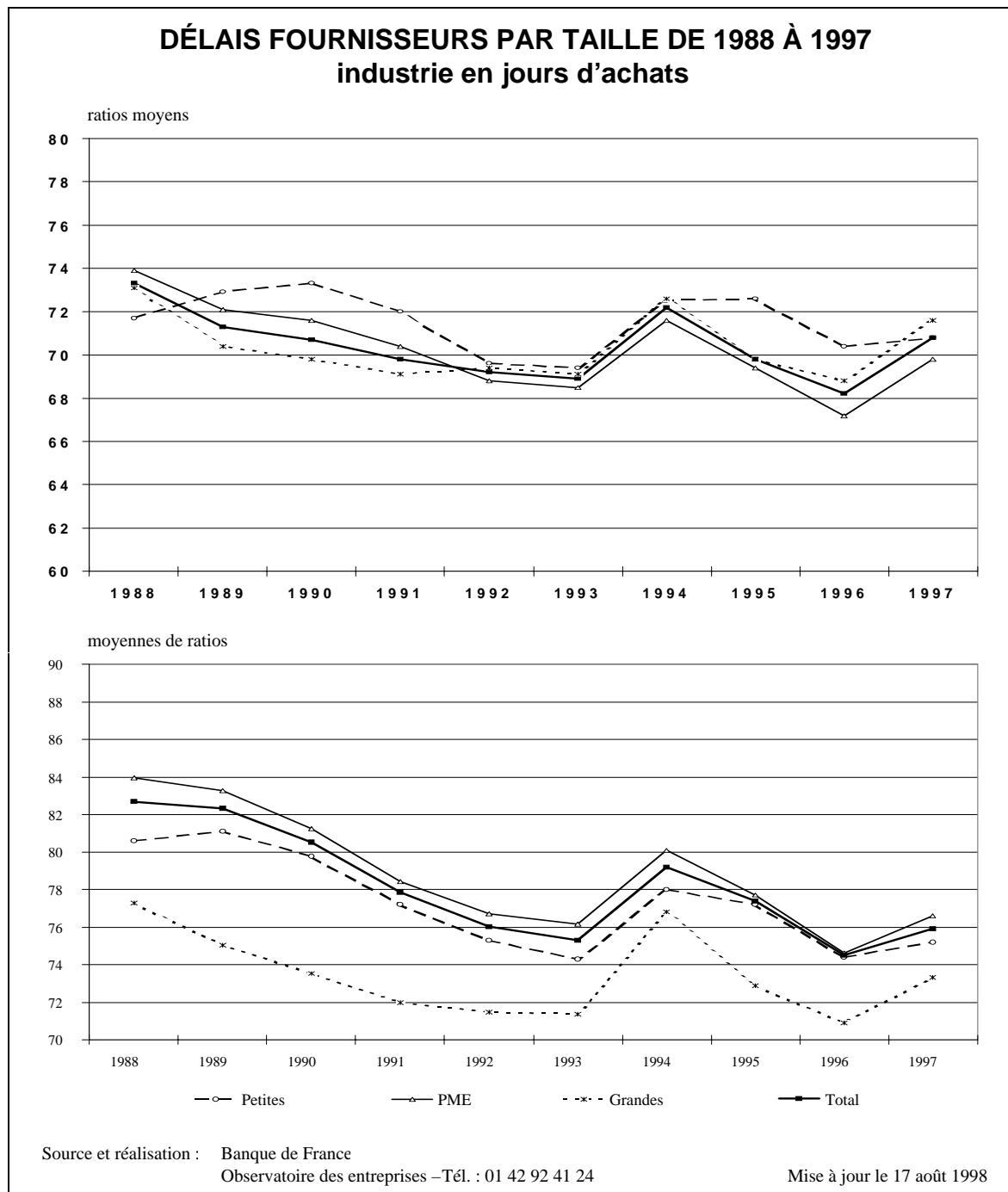
Graphique 3



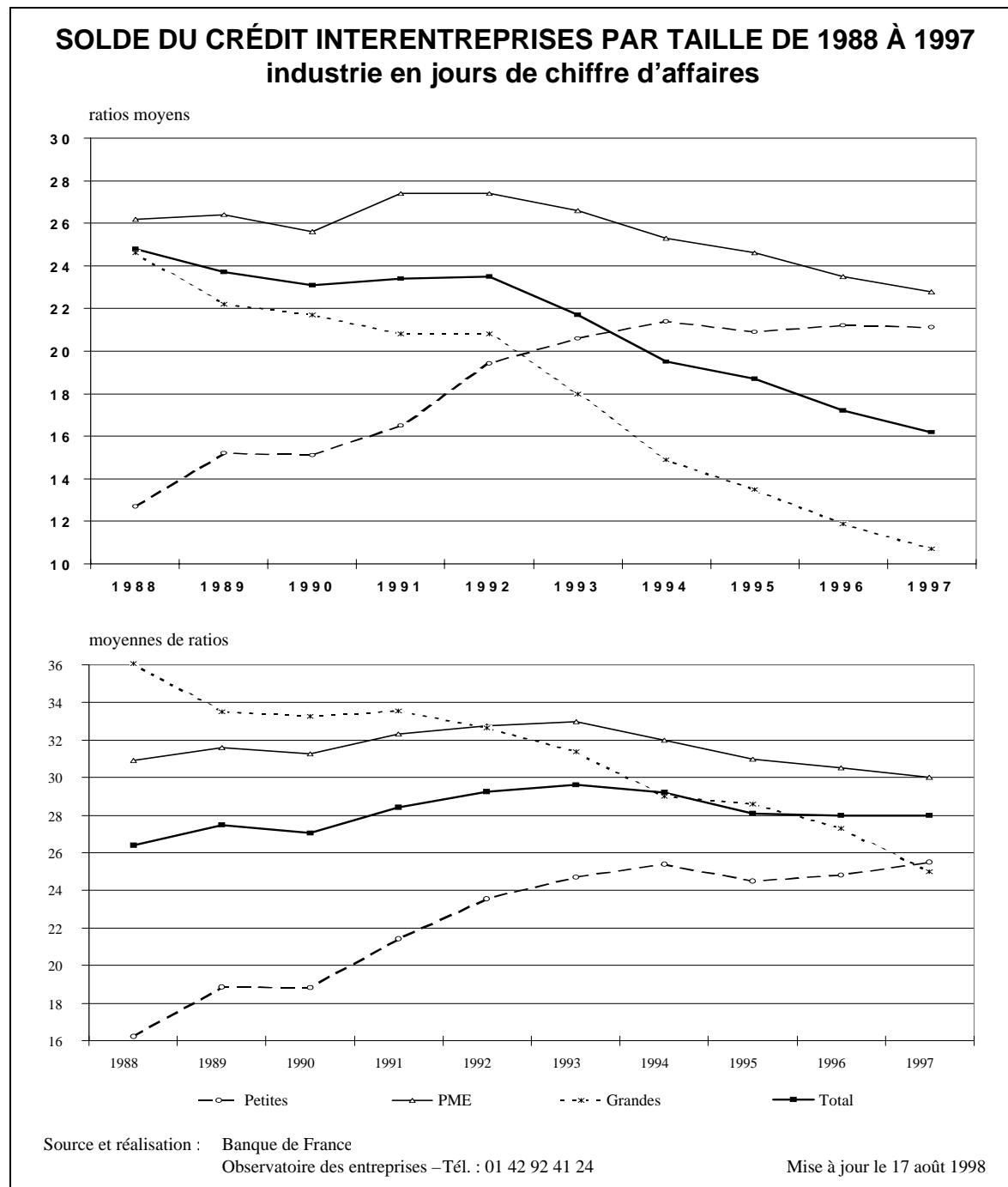
Graphique 4



Graphique 5



Graphique 6



## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

Commission des Communautés européennes (1997) : *Rapport sur les délais de paiement dans les transactions commerciales*, C (97) 2121, juillet.

Conseil national du crédit (1993) : « *Second rapport de l'Observatoire des délais de paiement* », juin.

Conseil national du crédit (1994) : « *Troisième rapport de l'Observatoire des délais de paiement* », octobre.

Conseil national du crédit et du titre (1996) : « *Quatrième rapport de l'Observatoire des délais de paiement* », novembre.

Conseil national du crédit et du titre (1997) : « *Cinquième rapport de l'Observatoire des délais de paiement* », septembre.

Conseil national du crédit et du titre (1998) : « *Sixième rapport de l'Observatoire des délais de paiement* », septembre.

Dietsch M. et Lartisien B. (1998) : « L'évolution des délais de paiement en 1997 : retour à la hausse », *SCRL*, octobre.

Dietsch M. et Kremp É. (1996) : « Délais de paiement et mesure du risque client », *Revue d'économie financière*, été.

Dietsch M. (1998) : « Atouts et handicaps du crédit client face au crédit bancaire », *Revue d'économie financière*, n° 46, mars 1998, p. 175-193.

Dietsch M. et Kremp É. (1998) : « Le crédit interentreprises bénéficie plus aux grandes entreprises qu'aux PME », *Économie et statistique*, n° 314, p. 25-37.

Kremp É. (1995) : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises en 1994 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 22, octobre, p. 153-180.

Kremp É. (1996) : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1988 à 1995 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 34, octobre.

Kremp É. et Bardes B. (1997) : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1988 à 1996 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 48, décembre.

Kremp É., Bardes B., Cochonneau D. et Truy C. (1997) : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : statistiques de 1988 à 1996 en nomenclature NAF », *Observatoire des entreprises*, T 97/04, Banque de France.

Kremp É., Bardes B., Nivelais M. et Truy C. (1998) : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : statistiques de 1988 à 1997 en nomenclature NAF », *Observatoire des entreprises*, 1998, n° 4, p. 832, Banque de France.

A N A L Y S E S

# ACTIVITÉ INTERNATIONALE DES BANQUES RÉSIDENTES AU DEUXIÈME TRIMESTRE 1998

La présente analyse commente l'évolution des encours de créances et engagements internationaux des banques résidentes en France, tels qu'ils sont communiqués par la direction de la Balance des paiements de la Banque de France à la Banque des règlements internationaux (BRI).

Englobant à la fois leurs opérations en francs vis-à-vis des non-résidents et celles en devises, que la contrepartie soit résidente ou non, les créances et les engagements internationaux des banques résidentes représentaient à fin juin 1998 un peu plus de 32 % du total de leur bilan.

L'activité internationale des banques résidentes, qui situe celle-ci au cinquième rang des pays créanciers, s'est légèrement contractée au deuxième trimestre 1998, les encours à fin juin 1998 s'établissant à 787,8 milliards de dollars pour les créances et à 789,4 milliards pour les engagements, soit une diminution respective de 1,2 % et de 1,9 % sur le trimestre, uniquement imputable aux opérations de prêts/emprunts, alors que, sur l'année, la progression des créances est de 13,8 % et celle des engagements de 11,0 %. En revanche, l'activité sur titres a continué de progresser, favorisée par la bonne tenue des marchés financiers dans les pays développés.

---

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

**Rappel :**

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

## 1. Vue d'ensemble sur l'activité internationale du système bancaire résident

Après la forte croissance enregistrée au cours du premier trimestre (5,0 % pour les créances et 6,4 % pour les engagements), les encours ont enregistré un léger fléchissement au deuxième trimestre.

Cette évolution trouve, en partie, son origine dans la dépréciation du dollar vis-à-vis de la plupart des monnaies intervenue au cours de la période (- 2 % par rapport au franc). Mais elle semble également liée à une plus grande sélectivité des banques résidentes dans leur activité à l'international compte tenu de l'extension de la crise dans les pays émergents et au Japon. En sens inverse, la poursuite de la baisse des taux d'intérêt à long terme et les nouveaux records affichés par les marchés d'actions en Europe et en Amérique du Nord ont continué de favoriser les activités internationales de marché.

### 1.1. Évolution générale des créances internationales des banques résidentes

À fin juin 1998, l'encours des créances internationales des banques résidentes s'établissait à 787,8 milliards de dollars, contre 797,2 milliards à fin mars 1998 (soit une diminution nominale, en dollars, de 1,2 %).

CRÉANCES INTERNATIONALES DES BANQUES RÉSIDENTES						
	(en milliards de dollars – variation en pourcentage)					
	Décembre 1996	Juin 1997	Décembre 1997	Mars 1998	Juin 1998	Part
A. Portefeuille de titres.....	125,6	124,7	153,3	179,6	188,1	50,8
– Titres de dettes.....	110,8	109,2	135,6	156,1	164,5	50,6
– Actions et titres d'OPCVM.....	14,8	15,5	17,7	23,5	23,6	52,3
B. Prêts bancaires.....	582,2	567,8	602,7	617,6	599,7	5,6
dont : <i>Titres reçus en pension livrée</i> .....	83,0	86,2	108,1	128,9	125,5	45,6
C. Total (A + B).....	707,8	692,5	756,0	797,2	787,8	13,8

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 1'

La diminution des encours (- 9,4 milliards de dollars) résulte d'une évolution contrastée des différentes catégories de créances.

Les encours des *prêts bancaires* accusent une baisse de 2,9 %, alors que, dans le même temps, *les créances sous forme de titres* ont progressé de 4,7 %. En conséquence, la part des portefeuilles de titres sur l'encours total des créances internationales des banques résidentes a continué de progresser, à 37 % à fin juin 1998, soit 2,7 points de plus qu'au trimestre précédent.

La part des créances internationales dans le total des créances des banques résidentes (hors créances immobilisées) représentait 32,5 % en juin, contre 33,5 % en mars 1998, ce recul révélant un plus grand dynamisme de l'activité domestique, en raison de la reprise de la demande de crédit en France.

## VENTILATION DES CRÉANCES INTERNATIONALES DES BANQUES RÉSIDENTES

(en milliards de dollars)

	Créances externes vis-à-vis des non-résidents Francs et devises				Créances en devises sur résidents (a)			
	Déc. 1996	Déc. 1997	Mars 1998	Juin 1998	Déc. 1996	Déc. 1997	Mars 1998	Juin 1998
A. Portefeuille de titres.....	120,6	147,0	172,2	180,5	5,0	6,3	7,4	7,6
B. Prêts bancaires .....	484,0	498,8	502,4	488,1	98,2	103,9	115,2	111,6
C. Total (A + B).....	<b>604,6</b>	<b>645,8</b>	<b>674,6</b>	<b>668,6</b>	<b>103,2</b>	<b>110,2</b>	<b>122,6</b>	<b>119,2</b>

(a) Seuls sont repris les titres libellés en devises et émis par des résidents sur les marchés internationaux.

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 1'

### 1.2. Évolution générale des engagements internationaux des banques résidentes

Après avoir enregistré une augmentation de 6,4 % au premier trimestre 1998, l'encours des engagements internationaux des banques résidentes a diminué de plus de 15 milliards de dollars (– 1,9 %), à 789,4 milliards, à fin juin 1998. Le fléchissement des engagements sur titres (– 4,8 %) est cependant nettement plus prononcé que celui des emprunts bancaires (– 1,0 %).

La part des engagements internationaux sur le total des engagements des banques résidentes (hors capitaux propres) suit le même mouvement de diminution que les créances. Celles-ci peuvent être estimées à 32,9 % à fin juin 1998, contre 34,0 % à fin mars de la même année.

## ENGAGEMENTS INTERNATIONAUX DES BANQUES RÉSIDENTES

(en milliards de dollars – répartition en pourcentage)

	Décembre 1996	Juin 1997	Décembre 1997	Mars 1998	Juin 1998	Part
A. Dettes représentées par un titre.....	164,1	170,3	179,8	193,8	184,6	8,4
dont : <i>Titres de transaction</i> .....	31,1	37,9	47,6	59,9	50,7	33,8
– Dettes à long terme et autres titres.....	135,2	138,4	146,2	157,9	145,5	5,1
– Instruments du marché monétaire.....	28,9	31,9	33,6	35,9	39,1	22,6
B. Emprunts bancaires.....	562,1	541,0	576,2	610,7	604,8	11,8
dont : <i>Titres donnés en pension livrée</i> .....	98,4	95,6	105,8	117,3	124,7	30,4
C. Total (A + B) .....	<b>726,2</b>	<b>711,3</b>	<b>756,0</b>	<b>804,5</b>	<b>789,4</b>	<b>11,0</b>

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 1'

Au sein des emprunts bancaires internationaux (dépôts compris) des banques résidentes, on enregistre une diminution des dépôts des instituts d'émission étrangers, cohérente avec les cessions de réserves de change opérées, sous l'effet de la crise financière, par de nombreuses banques centrales et autorités monétaires de pays émergents.

Le fléchissement des engagements sur titres résulte largement de la baisse du poste « titres de transaction » (- 15,4 %) liée en partie à des dénouements de ventes à découvert. On note, par ailleurs, une réduction de la dette sur titres à long terme des banques résidentes (- 7,9 %) au profit des émissions de titres courts (+ 8,9 %).

<b>VENTILATION DES ENGAGEMENTS INTERNATIONAUX DES BANQUES RÉSIDENTES</b>								
	Engagements externes vis-à-vis des non-résidents Francs et devises				Engagements en devises sur résidents			
	Déc. 1996	Déc. 1997	Mars 1998	Juin 1998	Déc. 1996	Déc. 1997	Mars 1998	Juin 1998
A. Dettes représentées par un titre....	151,0	163,3	178,3	168,8	13,1	16,5	15,5	15,8
B. Emprunts bancaires.....	466,0	471,7	498,9	495,1	96,1	104,5	111,8	109,7
C. Total (A + B) .....	<b>617,0</b>	<b>635,0</b>	<b>677,2</b>	<b>663,9</b>	<b>109,2</b>	<b>121,0</b>	<b>127,3</b>	<b>125,5</b>

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 1

### 1.3. Comparaison avec les principaux autres systèmes bancaires déclarants à la BRI (créances et engagements sur non-résidents)

D'après les statistiques euromonnaires publiées par la BRI à fin juin 1998, et sous réserve des différences méthodologiques qui peuvent subsister entre les banques déclarantes à la BRI, la France se situait au cinquième rang des pays créanciers, avec un encours de 668,6 milliards de dollars, devancée par le Royaume-Uni, le Japon, les États-Unis et l'Allemagne.

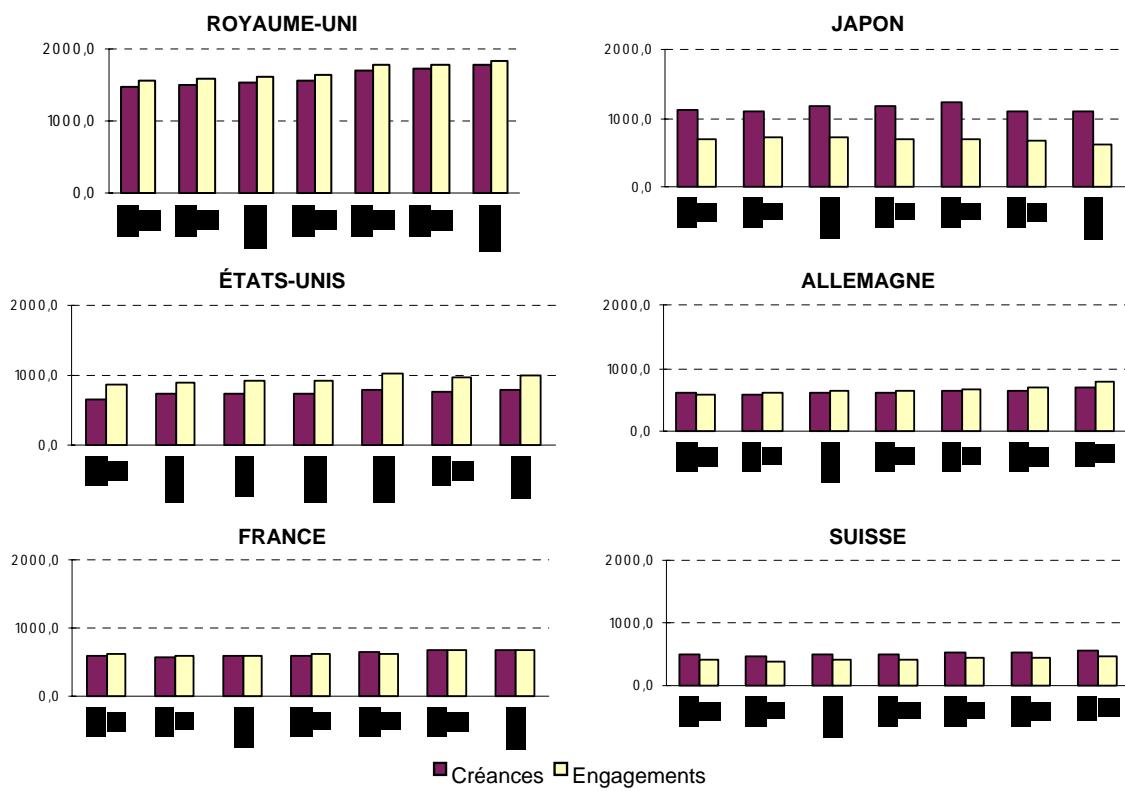
Du côté des engagement extérieurs, la France se placerait au quatrième rang, avec 663,9 milliards de dollars, derrière le Royaume-Uni, les États-Unis et l'Allemagne.

Selon les statistiques de la BRI, la part de la France — créances comme engagements externes — représentait 7,4 % des encours déclarés par les dix-huit banques centrales déclarantes et un peu plus de 12 % de ceux reportés par les banques centrales européennes.

Le deuxième trimestre 1998 s'est caractérisé par une reprise de l'activité bancaire internationale dans les pays anglo-saxons et en Allemagne, qui a exclusivement concerné les opérations transfrontière entre pays industrialisés, les opérations avec les pays émergents continuant de s'inscrire en recul. Parallèlement, les banques résidentes japonaises ont continué de réduire leur activité à l'international, mais ce mouvement s'est poursuivi à un rythme plus modéré que durant les trois premiers mois de l'année.

## CRÉANCES ET ENGAGEMENTS EXTERNAUX DES PRINCIPAUX SYSTÈMES BANCAIRES

encours en milliards de dollars

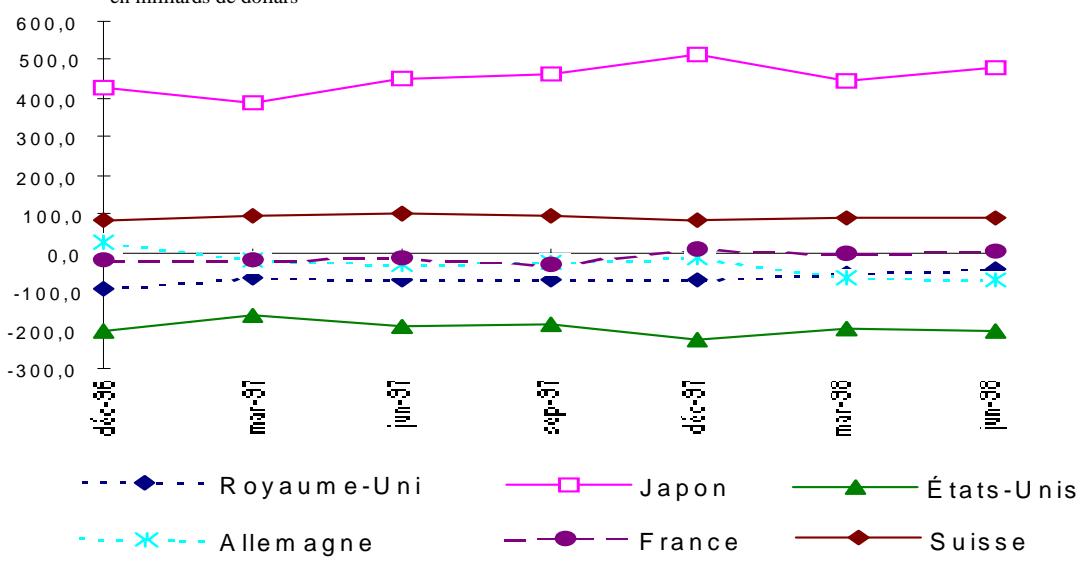


Source : BRI

Mise à jour le 30 novembre 1998

## CRÉANCES TRANSFRONTIÈRE NETTES DES PRINCIPAUX SYSTÈMES BANCAIRES

en milliards de dollars



Source : BRI

Mise à jour le 30 novembre 1998

## 2. Évolution des prêts et emprunts bancaires internationaux des banques résidentes

### 2.1. Les prêts bancaires internationaux

Les prêts bancaires internationaux, qui comprennent à la fois les prêts aux non-résidents et les prêts libellés en devises aux résidents, atteignaient, à fin juin, 599,7 milliards de dollars, soit une diminution de 17,9 milliards (- 2,9 %) par rapport au premier trimestre 1998.

L'encours des prêts consentis en échange de titres reçus en pension livrée a chuté de 2,6 %, à 125,5 milliards de dollars, contre 128,9 milliards à fin mars 1998, baisse en partie liée à une diminution des créances en devises des non-résidents.

*La répartition par devises* confirme le poids prépondérant des prêts libellés en dollars et en francs, avec plus de 380 milliards de dollars et 63,4 % de l'encours à fin juin 1998.

– Les prêts libellés en francs se sont accrus de 2,6 % par rapport à mars 1998 (143,5 milliards de dollars, contre 139,8 milliards), ces opérations étant largement la contrepartie d'achats de titres de la dette publique française financés par emprunt de francs par les non-résidents. Les prêts libellés en dollars ont diminué de 15,3 milliards de dollars (- 6,1 %), en raison de moindres financements vers les États-Unis.

– La plupart des monnaies européennes ont vu leur part chuter. Seules les positions sur la livre sterling sont passées de 24,6 milliards de dollars en mars à 28,9 milliards (+ 17,5 %), et les prêts libellés en lires ont continué de s'accroître.

– La diminution des encours libellés en yens, déjà constatée au premier trimestre 1998, s'est confirmée en juin 1998 (passant de 29,4 milliards de dollars à 26,1 milliards, en recul de 11,2 %). Cette évolution est, en partie, liée à la forte dépréciation de la devise nipponne observée mi-juin.

PRÊTS BANCAIRES INTERNATIONAUX RÉPARTIS PAR MONNAIES (encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)								
	Fin décembre 1996		Fin décembre 1997		Fin mars 1998		Fin juin 1998	
	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part
<b>Opérations libellées en :</b>								
Francs français .....	149,5	25,7	144,0	23,9	139,8	22,6	143,5	23,9
Dollars.....	219,2	37,7	259,2	43,0	252,2	40,8	236,9	39,5
Deutschmarks.....	46,2	7,9	47,6	7,9	53,4	8,7	51,3	8,6
Yens .....	47,1	8,1	35,6	5,9	29,4	4,8	26,1	4,3
Écus.....	26,9	4,6	22,3	3,7	27,2	4,4	26,8	4,5
Livres sterling.....	22,3	3,8	19,3	3,2	24,6	4,0	28,9	4,8
Francs suisses.....	14,6	2,5	13,9	2,3	13,8	2,2	11,9	2,0
Lires .....	21,3	3,7	24,7	4,1	31,4	5,1	32,7	5,5
Autres devises.....	35,1	6,0	36,1	6,0	45,8	7,4	41,6	6,9
<b>Total .....</b>	<b>582,2</b>	<b>100,0</b>	<b>602,7</b>	<b>100,0</b>	<b>617,6</b>	<b>100,0</b>	<b>599,7</b>	<b>100,0</b>
<i>Pour mémoire :</i>								
Pensions livrées .....	83,0	14,3	108,1	17,9	128,9	20,9	125,5	20,9
– Francs non-résidents .....	31,3	37,7	34,4	31,8	36,7	28,5	38,1	30,4
– Devises non-résidents et résidents.....	51,7	62,3	73,7	68,2	92,2	71,5	87,4	69,6
Source et réalisation: Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 17								

S'agissant de la *répartition par pays*<sup>1</sup>, plus de 73 % des prêts transfrontière des banques résidentes sont destinés à des résidents d'autres pays industrialisés et plus de 50 % (contre 45 % en décembre 1996) à ceux de pays de l'Union européenne.

Les prêts accordés au Royaume-Uni ont augmenté de 2,2 milliards de dollars, ce pays demeurant ainsi le premier pays bénéficiaire. Les États-Unis et le Japon se situent respectivement en deuxième et troisième positions, malgré une baisse sensible de leurs encours par rapport à mars 1998 (-9,7 milliards de dollars et -3,8 milliards).

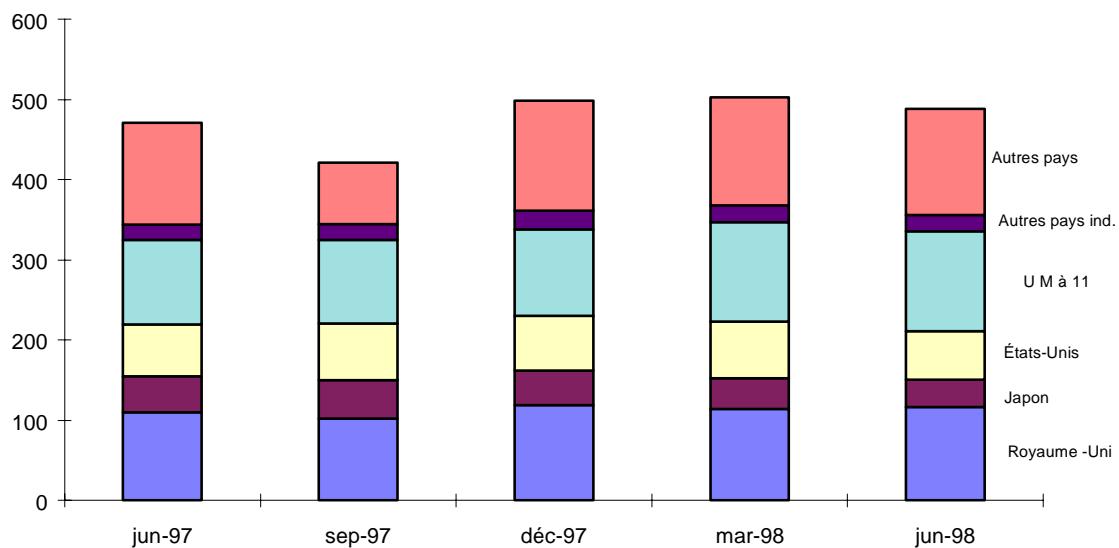
Le recul s'est poursuivi pour les financements vers les centres extraterritoriaux (*off-shore*) de Hong-Kong et Singapour. En revanche, les encours consentis aux Îles Caïmanes augmentent légèrement et ceux accordés au Brésil sont restés quasiment stables d'un trimestre à l'autre.

<b>VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES PRÊTS BANCAIRES À DES NON-RÉSIDENTS</b>								
(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)								
	Fin décembre 1996		Fin décembre 1997		Fin mars 1998		Fin juin 1998	
	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part
<b>Pays industrialisés.....</b>	<b>354,8</b>	<b>73,3</b>	<b>361,4</b>	<b>72,5</b>	<b>368,2</b>	<b>73,3</b>	<b>356,2</b>	<b>73,0</b>
dont : Royaume-Uni.....	109,8	22,7	118,8	23,8	114,1	22,7	116,3	23,8
Japon .....	65,1	13,5	42,7	8,6	37,8	7,5	34,0	7,0
États-Unis.....	52,8	10,9	68,8	13,8	70,7	14,1	61,0	12,5
Belgique .....	24,2	5,0	17,8	3,6	19,8	3,9	18,2	3,7
Italie .....	21,3	4,4	21,6	4,3	25,9	5,2	22,9	4,7
Allemagne.....	14,5	3,0	17,6	3,5	19,1	3,8	21,6	4,4
Luxembourg.....	9,9	2,0	12,1	2,4	12,7	2,5	15,1	3,1
Espagne .....	12,8	2,6	15,7	3,1	19,9	4,0	18,0	3,7
Suisse.....	15,1	3,1	13,5	2,7	14,1	2,8	16,6	3,4
<b>Autres pays.....</b>	<b>129,2</b>	<b>26,7</b>	<b>137,4</b>	<b>27,5</b>	<b>134,2</b>	<b>26,7</b>	<b>131,9</b>	<b>27,0</b>
dont : Singapour.....	18,1	3,7	15,5	3,1	12,2	2,4	10,9	2,2
Hong-Kong.....	14,3	3,0	19,1	3,8	16,3	3,2	15,5	3,2
Îles Caïmanes.....	12,7	2,6	13,6	2,7	15,4	3,1	15,8	3,2
Russie.....	3,8	0,8	5,6	1,1	6,2	1,2	5,9	1,2
Brésil.....	3,1	0,6	3,7	0,7	4,1	0,8	4,0	0,8
<b>Total (non-résidents).....</b>	<b>484,0</b>	<b>100,0</b>	<b>498,8</b>	<b>100,0</b>	<b>502,4</b>	<b>100,0</b>	<b>488,1</b>	<b>100,0</b>
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Total Union européenne</i>	217,8	45,0	233,3	46,8	249,3	49,6	248,2	50,9
<i>Total Union monétaire à 11</i>	101,0	20,9	107,3	21,5	124,4	24,8	123,9	25,4
dont : Francs .....	34,9	34,6	35,8	33,4	37,2	29,9	40,1	32,4
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 17								

<sup>1</sup> La répartition géographique des encours est effectuée en fonction du premier pays emprunteur — pays de résidence — même si ceux-ci sont accordés à des filiales ou succursales de banques françaises à l'étranger.

## VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES PRÊTS BANCAIRES À DES NON-RÉSIDENTS

encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage



Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 14

Mise à jour le 30 novembre 1998

### **2.2. Les emprunts bancaires internationaux des banques résidentes**

À fin juin 1998, les emprunts bancaires internationaux ont diminué de 0,9 %, pour s'inscrire à 604,8 milliards de dollars, contre 610,6 milliards en mars 1998.

*La ventilation par devises* fait ressortir la part importante des emprunts internationaux libellés en francs et en dollars avec plus de 53 % du total.

Les emprunts en francs ont progressé de plus de 10 %, à 113,8 milliards de dollars. Cette croissance a été observée sur l'ensemble des devises européennes, plus particulièrement sur la lire (+ 11,8 %) et sur le deutschemark (+ 2,3 %). Ces mouvements sont largement la contrepartie d'acquisitions de titres de la zone euro par les banques résidentes.

Après avoir enregistré une baisse de 24,0 % en mars 1998, les dépôts en yens effectués par les non-résidents dans les banques françaises ont continué leur repli (- 9,6 %), à 28,1 milliards de dollars.

Les dépôts libellés en dollars ont diminué de 8,5 %, à 211,3 milliards de dollars, contre 231 milliards en mars 1998.

Sur le marché de la pension livrée, les encours des titres donnés en pension livrée se sont appréciés de 6,3 %, notamment ceux libellés en devises (+ 7,7 %). Ils représentaient plus de 20 % des emprunts bancaires internationaux, avec 124,7 milliards de dollars.

<b>EMPRUNTS BANCAIRES INTERNATIONAUX RÉPARTIS PAR MONNAIES</b> (encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)								
	Fin décembre 1996		Fin décembre 1997		Fin mars 1998		Fin juin 1998	
	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part
<b>Opérations libellées en :</b>								
Francs français .....	123,3	21,9	107,3	18,6	103,2	16,9	113,8	18,8
Dollars.....	187,2	33,3	208,0	36,1	231,1	37,8	211,3	34,9
Deutschmarks.....	65,6	11,7	69,1	12,0	65,8	10,8	67,3	11,1
Yens .....	27,1	4,8	40,9	7,1	31,1	5,1	28,1	4,7
Écus.....	24,9	4,4	24,2	4,2	27,3	4,5	27,0	4,5
Livres sterling.....	36,0	6,4	31,7	5,6	40,9	6,7	42,8	7,1
Francs suisses.....	17,2	3,0	13,8	2,4	14,2	2,3	14,0	2,3
Lires .....	26,6	4,7	30,5	5,3	36,4	6,0	40,7	6,7
Autres devises.....	54,2	9,7	50,7	8,8	60,7	9,9	59,8	9,9
<b>Total .....</b>	<b>562,1</b>	<b>100,0</b>	<b>576,2</b>	<b>100,0</b>	<b>610,7</b>	<b>100,0</b>	<b>604,8</b>	<b>100,0</b>
<i>Pour mémoire :</i>								
Pensions livrées .....	98,4	17,5	105,8	18,6	117,3	19,2	124,7	20,6
– Francs non-résidents ....	46,6	47,4	41,2	38,9	38,5	32,8	39,8	31,9
– Devises non-résidents et résidents .....	51,8	52,6	64,7	61,1	78,8	67,2	84,9	68,1
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 1 <sup>1</sup>								

*La ventilation géographique*<sup>1</sup> des emprunts bancaires vis-à-vis des non-résidents confirme la part prépondérante (plus de 78 %) des pays industrialisés. Celle-ci est en légère augmentation sur le trimestre (+ 0,9 point), avec un encours dépassant les 388 milliards de dollars à fin juin 1998.

Les financements de l'Union européenne (286 milliards de dollars) représentaient plus de 57 % du total des emprunts reçus de bancaires, ceux de l'Union monétaire en représentant, quant à eux, 30,7 %, soit 150 milliards de dollars.

Le mouvement de réduction des financements en provenance du Japon observé au premier trimestre 1998 s'est légèrement inversé à fin juin. Les dépôts (toutes devises confondues) des non-résidents nippons dans les banques résidentes se sont accrus de 0,4 point, pour atteindre plus de 18 milliards de dollars.

La part des «autres pays» s'est contractée de 0,9 point (107 milliards de dollars, contre 112,4 milliards à fin mars 1998).

Seules les îles Caïmanes ont accru leurs dépôts auprès des banques résidentes, de 3,1 milliards de dollars. Le développement de l'activité sur ce centre extraterritorial résulte, en partie, d'une progression des opérations de mise en pension livrée par les banques résidentes.

<sup>1</sup> La répartition géographique des encours est effectuée en fonction du premier pays prêteur — pays de résidence — même si ceux-ci sont accordés à des filiales ou succursales de banques françaises à l'étranger.

Analyses

ANALYSES

Activité internationale des banques résidentes au deuxième trimestre 1998

**VENTILATION GÉOGRAPHIQUE  
DES EMPRUNTS BANCAIRES À DES NON-RÉSIDENTS**

(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)

	Fin décembre 1996		Fin décembre 1997		Fin mars 1998		Fin juin 1998	
	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part
<b>Pays industrialisés .....</b>	<b>374,3</b>	<b>80,3</b>	<b>377,5</b>	<b>80,0</b>	<b>386,5</b>	<b>77,5</b>	<b>388,1</b>	<b>78,4</b>
dont : Royaume-Uni.....	115,4	24,8	121,5	25,8	126,5	25,4	125,6	25,4
Japon.....	14,5	3,1	22,3	4,7	17,2	3,4	18,8	3,8
États-Unis.....	40,2	8,6	44,5	9,4	56,5	11,3	49,8	10,1
Belgique.....	19,2	4,1	16,4	3,5	21,7	4,3	18,6	3,8
Italie.....	24,6	5,3	27,2	5,8	27,9	5,6	30,5	6,2
Allemagne.....	23,3	5,0	23,9	5,1	22,5	4,5	24,2	4,9
Luxembourg.....	29,8	6,4	22,8	4,8	25,4	5,1	29,7	6,0
Espagne .....	21,4	4,6	20,4	4,3	23,3	4,7	22,9	4,6
Suisse.....	48,7	10,5	48,7	10,3	42,5	8,5	42,8	8,6
<b>Autres pays .....</b>	<b>91,7</b>	<b>19,7</b>	<b>94,2</b>	<b>20,0</b>	<b>112,4</b>	<b>22,5</b>	<b>107,0</b>	<b>21,6</b>
dont : Singapour.....	5,0	1,1	5,4	1,1	5,6	1,1	5,2	1,1
Hong-Kong.....	7,0	1,5	8,6	1,8	8,6	1,7	7,4	1,5
Îles Caïmanes.....	11,6	2,5	9,2	2,0	12,8	2,6	15,9	3,2
Russie .....	0,1	-	0,8	0,2	0,9	0,2	0,9	0,2
Brésil .....	2,1	0,5	3,0	0,6	2,8	0,6	2,8	0,6
<b>Total (non-résidents).....</b>	<b>466,0</b>	<b>100,0</b>	<b>471,7</b>	<b>100,0</b>	<b>498,9</b>	<b>100,0</b>	<b>495,1</b>	<b>100,0</b>
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Total Union européenne</i>	<i>268,4</i>	<i>57,0</i>	<i>261,6</i>	<i>55,5</i>	<i>281,4</i>	<i>56,4</i>	<i>286,0</i>	<i>57,8</i>
<i>Total Union monétaire à 11</i>	<i>142,9</i>	<i>30,7</i>	<i>132,1</i>	<i>28,0</i>	<i>145,1</i>	<i>29,1</i>	<i>152,2</i>	<i>30,7</i>
<i>dont : Francs .....</i>	<i>34,6</i>	<i>24,2</i>	<i>21,5</i>	<i>16,3</i>	<i>23,0</i>	<i>15,9</i>	<i>25,9</i>	<i>17,0</i>

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 1°
**VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES EMPRUNTS BANCAIRES  
À DES NON-RÉSIDENTS**

encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage

Date	Royaume-Uni	Japon	États-Unis	U M à 11	Autres pays ind.	Autres pays
jun-97	115.4	14.5	22.3	23.9	27.2	48.7
sep-97	98.7	14.5	22.3	23.9	27.2	48.7
déc-97	121.5	14.5	22.3	23.9	27.2	48.7
mar-98	126.5	14.5	22.3	23.9	27.2	48.7
jun-98	125.6	14.5	22.3	23.9	27.2	48.7

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 14      Mise à jour le 30 novembre 1998

134

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE – N° 60 – DÉCEMBRE 1998

### 3. Évolution des titres détenus et des titres émis par les banques résidentes

Les opérations sur titres recouvrent essentiellement à l'actif le portefeuille-titres et au passif les dettes représentées par un titre (cf. rappel méthodologique). Les opérations de pension livrée sur titres — incluses dans les prêts et emprunts bancaires — ainsi que les primes relatives aux instruments conditionnels ne sont pas prises en compte.

#### 3.1. Portefeuille-titres des banques résidentes

À fin juin 1998, les créances sous forme de titres ont progressé de 4,7 %, à 188,1 milliards de dollars ; cette hausse est essentiellement imputable aux titres de dettes (+ 5,4 %).

La part des créances sous forme de titres représentait 23,9 % du total des créances internationales.

Dans cet ensemble, les titres de dettes se sont élevés à 164,5 milliards de dollars (87,5 %), alors que l'encours des actions et titres d'OPCVM ne concernait que 12,5 % du portefeuille-titres.

*La ventilation par monnaies* de l'actif-titres fait apparaître la part importante des titres libellés en dollars inscrits dans le bilan des banques françaises, avec plus de 20 % du portefeuille-titres, malgré une diminution de leurs encours de 7 % par rapport à mars 1998.

La plupart des positions sur titres libellés dans des monnaies européennes étaient en hausse à la fin du deuxième trimestre. En particulier, l'encours des titres libellés en lires est passé de 18,7 milliards de dollars à 23,9 milliards à fin juin 1998, accroissant ainsi leur part de 2,3 points dans le total.

Le stock des titres libellés en francs a, parallèlement, augmenté de 2,8 milliards de dollars (soit + 11,5 %). Une telle évolution peut s'expliquer à la fois par la dépréciation du dollar et par l'augmentation des émissions nettes des non-résidents en eurofrancs, dont le flux net s'est élevé à plus de 7 milliards de dollars au cours du deuxième trimestre 1998.

#### RÉPARTITION PAR MONNAIES DU NOMINAL DES TITRES DÉTENUS ÉMIS PAR DES NON-RÉSIDENTS ET PAR DES RÉSIDENTS EN DEVISES

(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)

	Décembre 1996		Décembre 1997		Mars 1998		Juin 1998	
	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part
<b>Opérations libellées en :</b>								
Francs français .....	19,9	15,8	19,1	12,4	24,4	13,6	27,2	14,5
Deutschmarks.....	28,1	22,4	30,9	20,1	28,2	15,7	30,2	16,1
Dollars.....	26,5	21,1	33,2	21,6	43,1	24,0	40,1	21,3
Yens .....	12,9	10,3	18,2	11,9	17,5	9,7	16,8	8,9
Écus.....	6,1	4,9	4,7	3,1	5,6	3,1	7,6	4,0
Lires .....	8,3	6,6	14,3	9,3	18,7	10,4	23,9	12,7
Pesetas.....	5,9	4,7	6,6	4,3	6,7	3,7	8,3	4,4
Livres sterling.....	4,0	3,2	7,3	4,8	7,1	4,0	6,6	3,5
Francs suisses.....	2,1	1,7	4,4	2,9	5,1	2,8	4,5	2,4
Florins .....	1,0	0,8	2,1	1,4	4,6	2,6	5,8	3,1
Francs belges.....	2,3	1,8	2,9	1,9	6,4	3,6	5,9	3,1
Autres devises .....	8,5	6,7	9,6	6,3	12,2	6,8	11,2	6,0
<b>Total .....</b>	<b>125,6</b>	<b>100,0</b>	<b>153,3</b>	<b>100,0</b>	<b>179,6</b>	<b>100,0</b>	<b>188,1</b>	<b>100,0</b>

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 1'

## ANALYSES

## Activité internationale des banques résidentes au deuxième trimestre 1998

L'évolution des encours en fonction *des pays émetteurs*<sup>1</sup> est similaire à celle que l'on a constatée sur les devises de ces pays.

Globalement, les titres émis par les pays industrialisés ont progressé de 8 milliards de dollars entre mars et juin 1998 et représentaient 84,3 % du total des encours.

L'encours des titres émis aux États-Unis et au Japon inscrits à l'actif des banques résidentes a diminué de, respectivement, 2,4 milliards de dollars et 2,1 milliards par rapport au trimestre précédent. Dans le même temps, en raison de la certitude de la création de la monnaie unique et du faible risque de change associé, les banques résidentes ont manifesté une préférence pour les titres émis par des ressortissants des pays de l'Union monétaire, dont la part est passée de 46,2 % à 51,5 % du portefeuille au cours du deuxième trimestre. Les titres émis en Allemagne (principalement les titres d'État) conservent la prééminence dans les portefeuilles des banques résidentes (30,8 milliards de dollars d'encours), mais on observe, parallèlement, une forte progression de l'encours des titres d'origine italienne (titres du Trésor, surtout), avec 25,5 milliards de dollars d'encours, soit 5,4 milliards de plus qu'au trimestre précédent. Les titres émis aux États-Unis n'occupent plus, dès lors, que la troisième place, avec seulement 23 milliards de dollars détenus, contre plus de 25 milliards à fin mars 1998.

### RÉPARTITION PAR PAYS DES TITRES DÉTENUS ÉMIS PAR DES NON-RÉSIDENTS

(encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage)

	Décembre 1996		Décembre 1997		Mars 1998		Juin 1998	
	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part
<b>Pays industrialisés.....</b>	<b>98,8</b>	<b>81,9</b>	<b>123,7</b>	<b>84,1</b>	<b>144,1</b>	<b>83,7</b>	<b>152,1</b>	<b>84,3</b>
dont : États-Unis.....	12,9	10,7	17,4	11,8	25,4	14,7	23,0	12,7
Japon .....	3,8	3,2	15,1	10,3	14,3	8,3	12,2	6,8
Allemagne.....	27,2	22,6	29,2	19,9	27,8	16,1	30,8	17,1
Italie.....	9,9	8,2	15,6	10,6	20,1	11,6	25,5	14,1
Espagne .....	8,3	6,9	8,3	5,6	8,5	4,9	10,6	5,9
Royaume-Uni.....	8,7	7,2	11,1	7,6	11,5	6,7	12,1	6,7
Luxembourg.....	1,2	1,0	1,6	1,1	1,7	1,0	2,2	1,2
Suisse.....	1,3	1,1	3,7	2,5	4,6	2,7	4,0	2,2
<b>Autres pays .....</b>	<b>21,8</b>	<b>18,1</b>	<b>23,3</b>	<b>15,9</b>	<b>28,1</b>	<b>16,3</b>	<b>28,4</b>	<b>15,7</b>
dont : Argentine (a).....	0,1	0,8	1,1	0,7	1,2	0,7	0,7	0,4
Brésil (b) .....	1,8	1,5	1,6	1,1	2,0	1,2	1,9	1,1
Mexique (c).....	2,2	1,8	2,0	1,4	2,2	1,3	2,2	1,2
Îles Caïmanes .....	2,9	2,4	3,7	2,5	4,5	2,6	5,9	3,3
Antilles néerlandaises.....	3,3	2,7	3,6	2,4	3,6	2,1	3,7	2,0
Hong-Kong.....	0,1	0,8	0,6	0,4	0,6	0,3	0,4	0,2
Russie .....	0,1	0,8	0,7	0,5	0,8	0,5	0,6	0,3
<b>Total.....</b>	<b>120,6</b>	<b>100,0</b>	<b>147,0</b>	<b>100,0</b>	<b>172,2</b>	<b>100,0</b>	<b>180,5</b>	<b>100,0</b>
<i>Pour mémoire :</i>								
Total Union européenne .....	71,8	59,5	84,3	57,3	98,8	57,1	110,9	61,4
Total Union monétaire à 11 .....	58,3	48,3	67,6	46,0	79,9	46,2	92,9	51,5

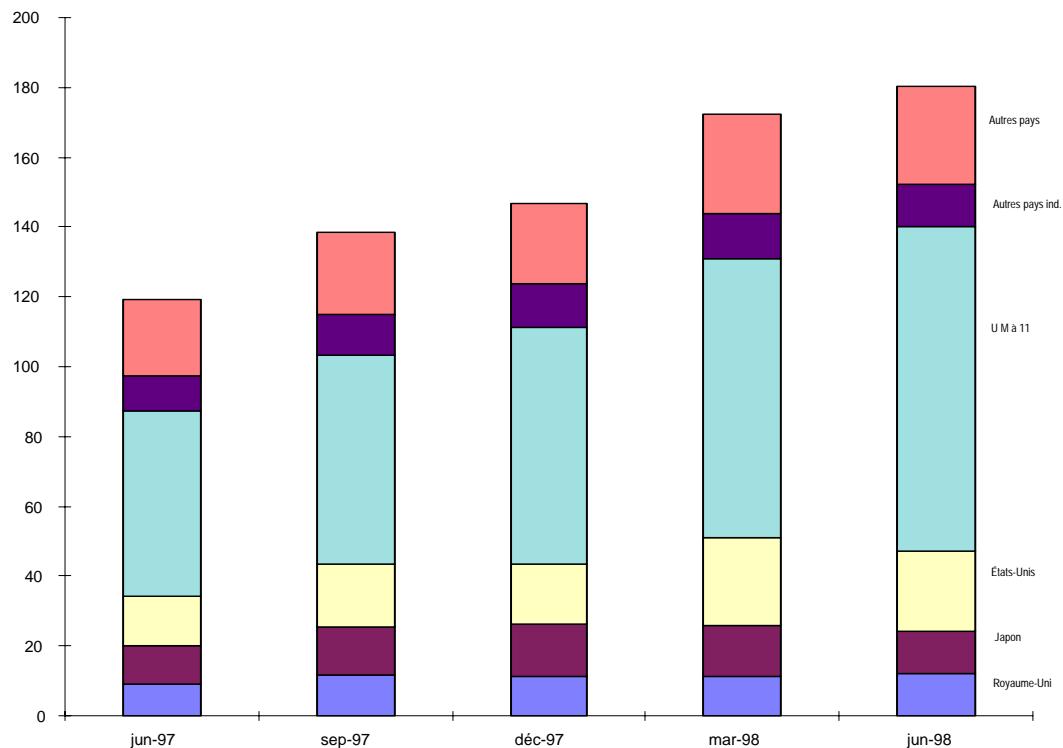
(a) Titrisation de la dette en mars 1993  
(b) Titrisation de la dette en janvier 1991 et avril 1994  
(c) Titrisation de la dette en mars 1990

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 1'

<sup>1</sup> La répartition géographique repose sur la notion de pays de résidence de l'émetteur.

## RÉPARTITION PAR PAYS DES TITRES DÉTENUS ÉMIS PAR DES NON-RÉSIDENTS

encours en milliards de dollars – répartition en pourcentage



Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 52 14

Mise à jour le 30 novembre 1998

La proportion de titres émis par des non-résidents de la zone « Union monétaire à 11 » représentait à fin juin plus de la moitié des créances externes, contre un peu plus de 30 % pour les opérations de prêts bancaires à l'étranger.

### **3.2. Dettes représentées par un titre (titres émis sur le marché international par des banques résidentes)**

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

À fin juin 1998, l'encours des dettes internationales des banques résidentes sous forme de titres s'est élevé à 184,6 milliards de dollars, contre 193,8 milliards à fin mars 1998.

Le recul observé au cours du deuxième trimestre est imputable aux dettes à long terme en devises (− 7,9 %). La dette interbancaire a été réaménagée au profit des titres du marché monétaire et des titres de créances négociables (+ 3,2 milliards de dollars).

## RAPPEL MÉTHODOLOGIQUE

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

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

## SOURCES UTILISÉES

*Les données permettant l'analyse de la part de l'activité internationale dans le bilan des banques résidentes proviennent des situations périodiques Bafi-4000.*

*S'agissant des autres tableaux, les données reposent sur des informations fournies par la direction de la Balance des paiements à la Banque des règlements internationaux.*

## PUBLICATIONS

*Le Département monétaire et économique de la Banque des règlements internationaux publie chaque trimestre un document intitulé « Activité bancaire et financière internationale », qui analyse l'activité des marchés bancaires et financiers internationaux et présente en annexe différents tableaux statistiques exprimés en dollars sur des séries longues et dont les chiffres, ont été collectés auprès de dix-huit banques centrales et de sept centres extraterritoriaux (offshore).*

*Les demandes de publication sont à adresser à la Banque des règlements internationaux, Services extérieurs, Centralbahnplatz 2, CH- 4002 BÂLE. Le document est également disponible en anglais sur le site Internet de la BRI (adresse : <http://www.bis.org.>).*

# ACTIVITÉ SUR LES MARCHÉS DE PRODUITS DÉRIVÉS DE TAUX D'INTÉRÊT SUR LA PLACE DE PARIS

Coordonnée au plan international par la Banque des règlements internationaux (BRI), l'édition 1998 de l'enquête triennale sur les marchés de produits dérivés de taux d'intérêt a été menée par quarante-trois banques centrales ou autorités monétaires sur leurs places financières respectives, afin de rassembler une information à la fois détaillée et cohérente au niveau international sur la structure et la profondeur de ces marchés.

Ce recensement s'intégrait au sein d'un dispositif plus vaste comprenant également la collecte d'informations sur les transactions de change : change traditionnel (comptant, terme sec et *swaps* cambistes) et produits dérivés de change.

Le présent article porte sur l'activité enregistrée en avril 1998 sur les marchés dérivés de taux d'intérêt de gré à gré, les transactions de change ayant fait l'objet d'une étude dans le *Bulletin de la Banque de France* de novembre 1998.

Le montant de transactions quotidien moyen s'inscrit en forte hausse, passant de 18,8 milliards de dollars en 1995 à 40,6 milliards en 1998.

La place de Paris progresse à la troisième position au niveau mondial, derrière Londres et New York. On constate notamment une augmentation de la part des opérations interbancaires et des opérations sur taux d'intérêt étrangers. Parallèlement, la concentration des transactions sur les principaux établissements s'est renforcée.

---

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

## CONTEXTE GÉNÉRAL DE L'ENQUÊTE

### ***Le cadre d'analyse***

Parallèlement à l'enquête conduite sur l'activité des marchés de change<sup>1</sup> (*change au comptant et produits dérivés de change*), la direction de la Balance des paiements de la Banque de France a effectué, en avril 1998, un recensement de l'activité des marchés de produits dérivés de taux d'intérêt auprès des principaux établissements de la place de Paris. Cet exercice s'est inscrit, comme la précédente et première édition datant de 1995, au sein de l'enquête mondiale coordonnée par la Banque des règlements internationaux (BRI) et a été mené par quarante-trois banques centrales ou autorités monétaires<sup>2</sup>, mais selon un format sensiblement modifié :

- l'enquête a été limitée aux instruments dérivés sur taux d'intérêt négociés sur les marchés de gré à gré, une information statistique sur l'activité des marchés organisés étant régulièrement collectée par la BRI ;

- le recensement effectué sur avril 1998, mois de référence, a uniquement porté sur les flux (turnover). S'agissant des encours, ceux-ci seront collectés dans le cadre du second volet de l'enquête mondiale BRI qui porte sur la date d'arrêté du 30 juin 1998<sup>3</sup> ;

- enfin, par rapport à l'édition de 1995, le contenu des tableaux a été substantiellement réduit, afin d'alléger la charge statistique ainsi imposée aux banques participantes.

En revanche, la méthodologie est demeurée inchangée depuis 1995, ce qui permet une comparaison aisée avec les résultats de la précédente enquête. Les flux sont recensés sur une base géographique, c'est-à-dire qu'ils sont constitués de toutes les opérations effectuées sur le territoire métropolitain français quelle que soit la nationalité de l'établissement résident déclarant. Il est ainsi possible de mesurer l'activité des différentes places financières qui participent à l'enquête.

Les informations ont été ventilées par instruments (accords de taux futurs – FRA, swaps de taux et options de taux achetées et vendues) dont la définition figure en annexe, et par devises (franc, dollar des États-Unis, deutschmark, yen, livre sterling, franc suisse, dollar canadien, dollar australien, écu, autres monnaies européennes et autres monnaies). Une décomposition par contreparties (interbancaire, autres institutions financières et opérateurs non financiers) et par résidences (résidents ou non-résidents) a complété ce dispositif statistique.

### ***Le déroulement de l'enquête***

Soixante-seize établissements, comprenant l'ensemble des banques résidentes ayant un volume d'activité important, ont répondu au questionnaire. Ce nombre de participants est quasiment inchangé par rapport à 1995 (soixante-quinze banques avaient alors répondu à l'enquête), malgré un certain nombre de restructurations intervenues au sein du secteur financier en France au cours de ces dernières années, favorisant une concentration de plus en plus forte du marché des produits dérivés. La représentativité de l'échantillon peut ainsi être estimée à 95 % et permet une bonne comparaison avec les chiffres de 1995.

Le recensement a couvert une période de 21 jours ouvrés en avril 1998 (contre 19 jours en avril 1995), durant laquelle le volume d'activité n'a pas subi de fluctuations particulières et peut donc être considéré comme représentatif d'une activité normale.

Afin d'effectuer des comparaisons aisées avec la précédente enquête d'une part, et avec les autres places financières d'autre part, les résultats sont présentés sur la base d'une moyenne journalière nette, après élimination de l'incidence de la double comptabilisation résultant des transactions effectuées entre banques déclarantes sur la place financière de Paris.

Les résultats de l'enquête pour la place de Paris ont fait l'objet d'un communiqué de la Banque de France le 29 septembre 1998 et tous les établissements participants ont reçu la rétrocession de leurs rangs et parts de marchés sur les différents segments d'activité couverts par le recensement. Les résultats mondiaux ont été publiés par la BRI le 19 octobre 1998.

<sup>1</sup> Cette enquête a fait l'objet d'une étude disponible dans le *Bulletin de la Banque de France* de novembre 1998.

<sup>2</sup> Au lieu de vingt-six en 1995

<sup>3</sup> La publication au niveau mondial des principaux résultats du second volet de cette enquête par la BRI est prévue en décembre 1998.

## 1. Vue générale sur l'activité des marchés de produits dérivés de taux de gré à gré<sup>1</sup>

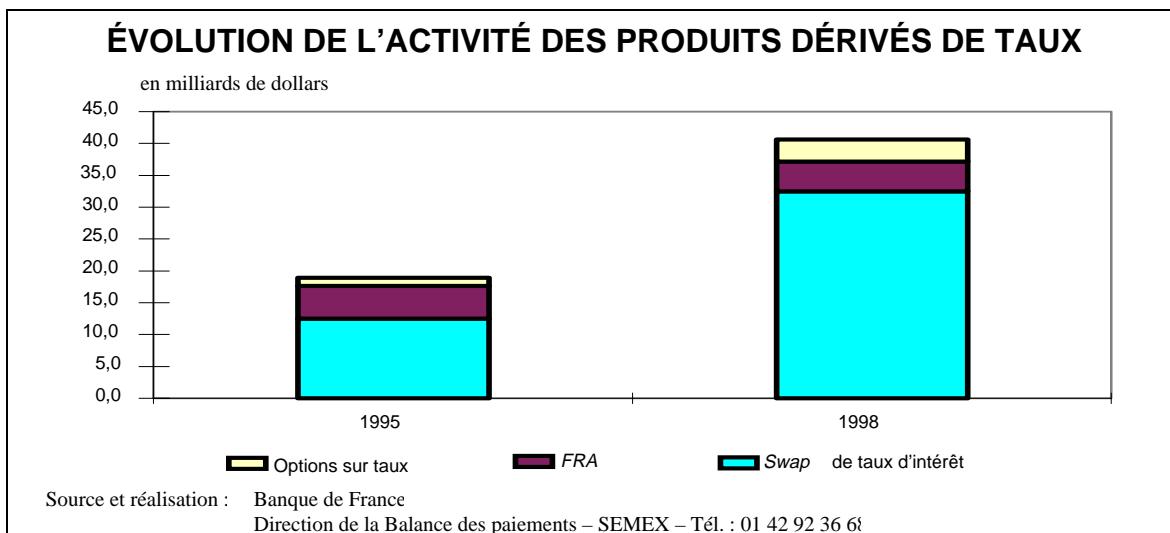
### 1.1. Une progression très forte sur la plupart des compartiments d'activité

En données quotidiennes, le volume de transactions moyen net des banques déclarantes a plus que doublé en trois ans, passant de 18,8 milliards de dollars en 1995 à 40,6 milliards en 1998. Cette progression est essentiellement le fait des *swaps* de taux d'intérêt, qui constituent de très loin l'instrument dérivé de gré à gré le plus traité sur la place de Paris. Alors qu'en 1995 ces *swaps* représentaient 66 % du total des transactions quotidiennes sur instruments dérivés, ce pourcentage atteint 80 % en 1998.

MONTANT D'ACTIVITÉ DES MARCHÉS DÉRIVÉS DE TAUX D'INTÉRÊT DE GRÉ À GRÉ EN AVRIL 1998					
	(montant en milliards de dollars – variation en pourcentage)				
	Avril 1995	Avril 1998			Variation 1995/1998
	Moyenne journalière (19 jours ouvrés)	Total brut	50 % interbancaire local (a)	Total net	
Accords de taux futurs ( <i>FRA</i> ).....	5,0	109,4	12,1	97,3	8,0
<i>Swaps</i> de taux d'intérêt.....	12,5	843,8	162,4	681,4	160,0
Options de taux .....	1,3	80,0	6,6	73,4	169,2
– achetées .....	0,7	41,1	3,6	37,5	157,1
– vendues .....	0,6	38,9	3,0	35,9	183,3
<b>Total « dérivés de taux d'intérêt » ...</b>	<b>18,8</b>	<b>1 033,2</b>	<b>181,1</b>	<b>852,1</b>	<b>40,6</b>
					<b>116,0</b>

(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



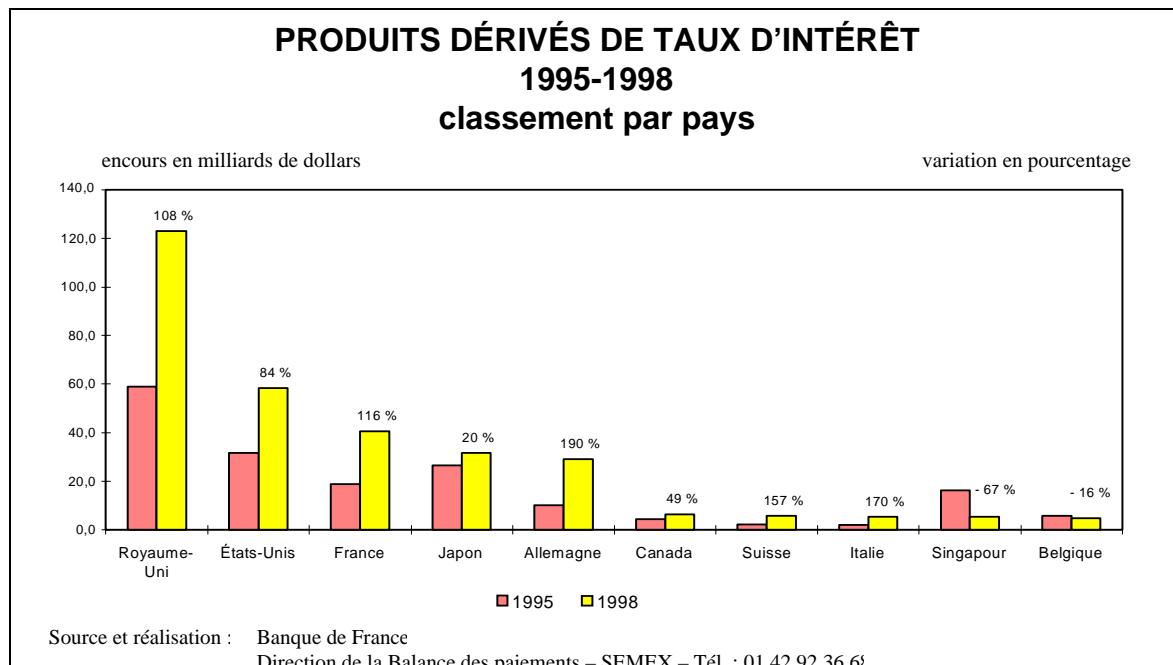
Le marché des options de taux d'intérêt, peu profond en raison de l'importance des transactions passant par les marchés organisés, a également enregistré une très forte hausse, de l'ordre de 170 %. Cet accroissement reflète, pour partie, la montée en puissance d'opérations complexes (options exotiques dites « de seconde ou de troisième génération ») adaptées à des besoins spécifiques.

En revanche, une régression de l'activité peut être notée depuis 1995 pour les accords de taux futurs (*FRA*), qui subissent fortement la concurrence des contrats à terme sur les marchés organisés.

<sup>1</sup> Cette note a bénéficié d'indications recueillies auprès du service des Marchés de la direction des Marchés de capitaux.

## 1.2. La place de Paris progresse à la troisième place au niveau mondial derrière Londres et New York

Depuis 1995, l'activité sur produits dérivés de taux d'intérêt de gré à gré a été particulièrement dynamique sur les places financières européennes, les principales d'entre elles enregistrant des taux de progression compris entre 100 % et 200 %.



Ce phénomène est largement à mettre au compte du gonflement du volume des opérations d'arbitrage dans la perspective de la convergence des devises et des taux d'intérêt en Europe avec la création de l'euro.

Depuis 1995, Paris a dépassé Tokyo en termes d'activité quotidienne sur le compartiment de dérivés de taux d'intérêt de gré à gré, ce qui lui permet de passer de la quatrième à la troisième place au niveau mondial. Des trois principales places financières européennes, Francfort est celle où l'activité progresse le plus fortement depuis 1995. La place de Londres confirme toutefois sa prééminence, avec un volume d'opérations égal à 3 fois celui de Paris et 4 fois celui de Francfort.

La position de la place de Paris apparaît particulièrement forte sur le marché des *swaps* de taux d'intérêt de gré à gré, où elle se situe au deuxième rang au niveau mondial, derrière la place de Londres, mais précédant légèrement celle de New York.

## 2. La structure des marchés par devises sous-jacentes et par contreparties

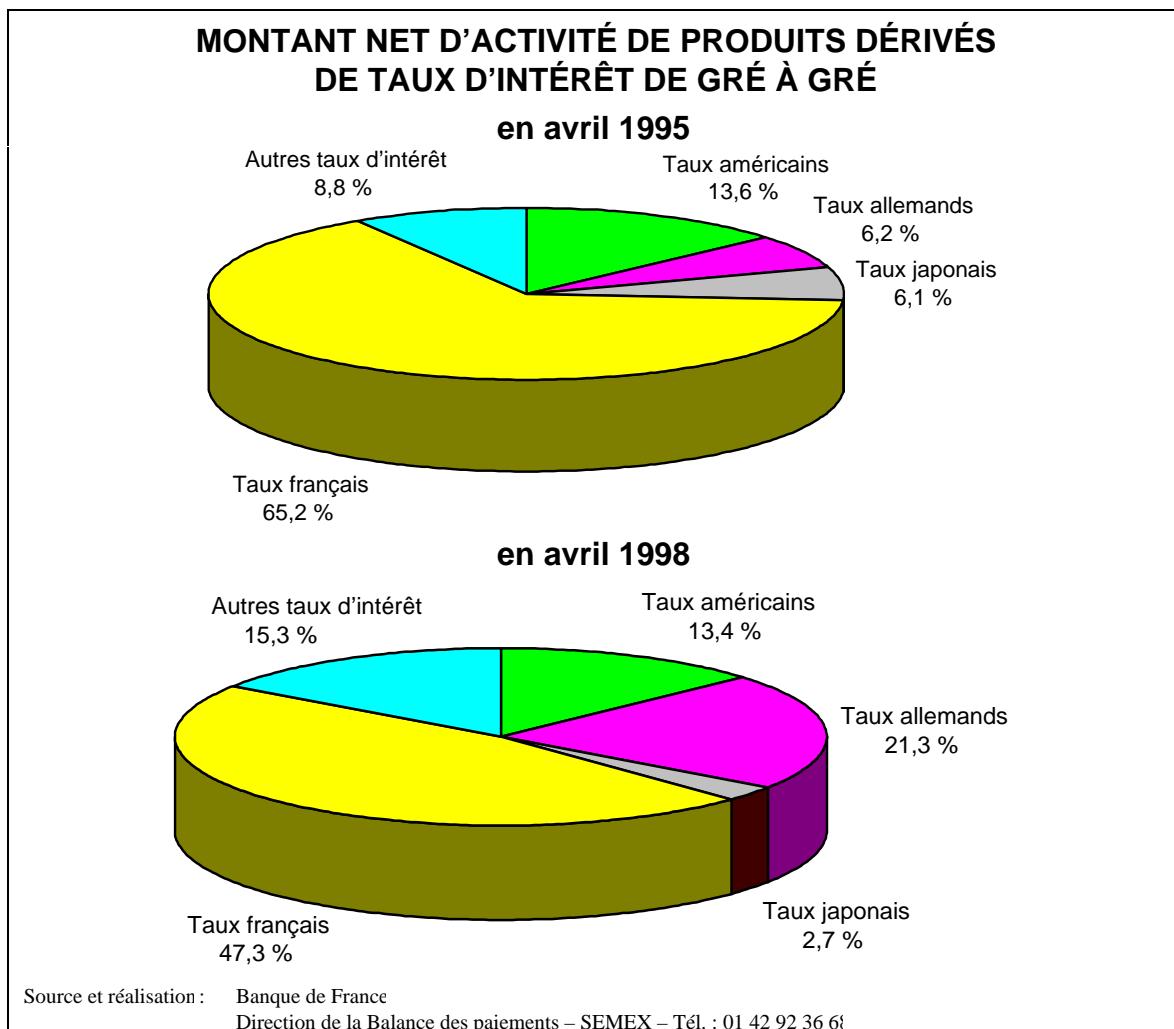
### 2.1. Principales devises : diversification des produits traités sur la place de Paris

Dans un contexte de forte progression de l'activité en valeur absolue depuis 1995, la part des opérations sur taux d'intérêt étrangers est passée de 34,8 % à 52,7 % en données nettes. Ainsi, en avril 1998, le montant quotidien net des transactions libellées en devises étrangères s'établissait à 21,4 milliards de dollars, contre 6,5 milliards en avril 1995. Les anticipations de convergence des taux dans la future zone euro ont incité les opérateurs à la mise en place d'opérations d'arbitrage faisant intervenir des *swaps* de taux sur plusieurs devises européennes. Ces stratégies ont largement participé au gonflement des volumes observés depuis trois ans.

Cette diversification est principalement liée à la forte progression de l'activité sur les taux d'intérêt des autres monnaies européennes. Les devises de l'Union européenne (y compris l'écu mais non compris le franc) représentent une proportion de 31,2 %, et, parmi cette catégorie, le deutschemark voit sa part plus que tripler en trois ans (de 6,2 % à 21,3 %). On enregistre, à l'inverse, une stabilité des transactions en dollars (13,4 % en 1998, contre 13,6 % trois ans auparavant) et une forte baisse des opérations en yens (de 6,1 % à 2,7 %). Le recul des transactions sur taux d'intérêt japonais s'explique par le contexte de taux historiquement bas et le fléchissement de l'activité réalisée avec les banques de l'Archipel, en raison des problèmes de solvabilité auxquels elles sont aujourd'hui confrontées.

Au niveau mondial, une tendance similaire a pu être notée :

- très fort accroissement des transactions quotidiennes nettes<sup>1</sup> sur taux d'intérêt allemands (63 milliards de dollars en 1998, contre 18 milliards en 1995). Le deutschemark s'inscrit notamment en 1998 à la première place pour les *swaps* de taux (47 milliards de dollars en 1998, contre 7 milliards en 1995), dépassant la monnaie américaine (36 milliards en 1998, contre 17 milliards en 1995) ;
- recul des opérations de taux libellées en yens (27 milliards de dollars en 1998, contre 35 milliards en 1995).



<sup>1</sup> Après élimination de l'incidence de la double comptabilisation résultant des transactions effectuées entre banques déclarantes nationales d'une part et banques déclarantes au niveau international d'autre part

## ANALYSES

## Activité sur les marchés de produits dérivés de taux d'intérêt sur la place de Paris

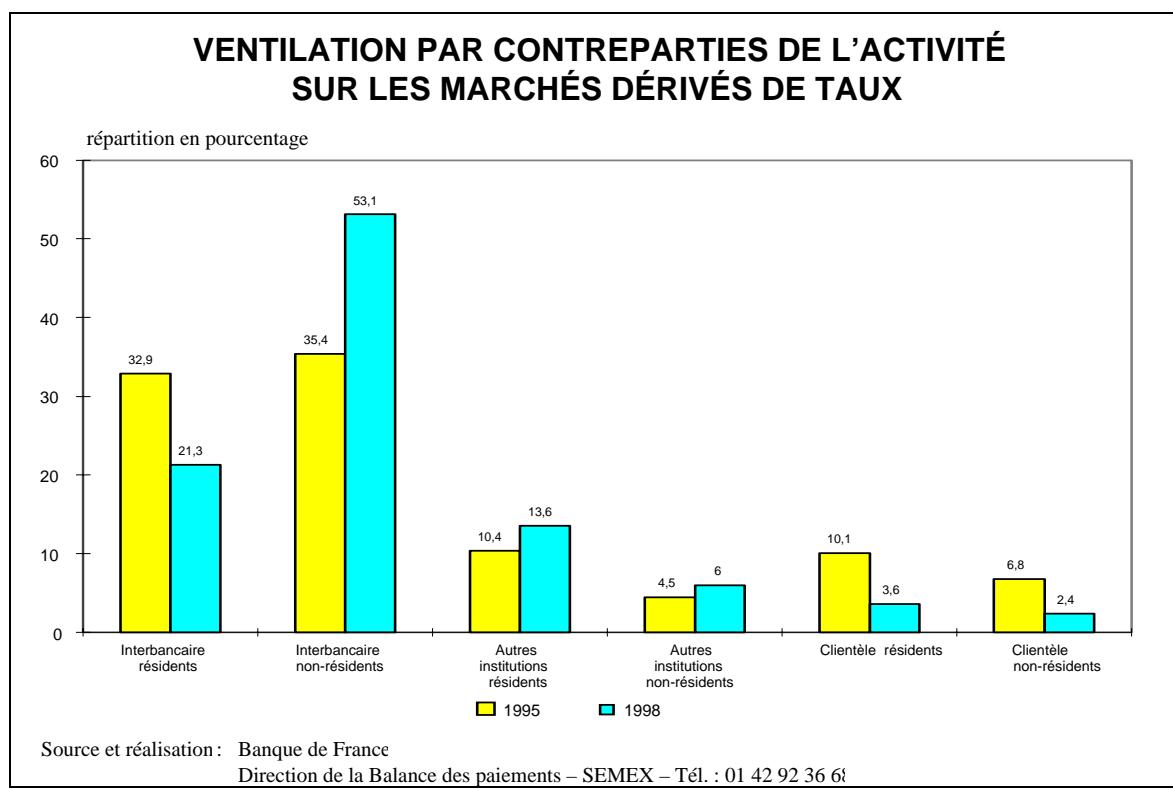
**2.2. La ventilation par contreparties : importance des transactions interbancaires**

Sur les marchés dérivés de taux d'intérêt, la prépondérance des opérations interbancaires s'avère très forte et tend même à se renforcer depuis l'enquête de 1995. La proportion des opérations interbancaires est passée, en l'espace de trois ans, de 68,3 % à 74,4 % en données nettes.

<b>MONTANT D'ACTIVITÉ DES MARCHÉS DE TAUX D'INTÉRÊT DE GRÉ À GRÉ PAR CONTREPARTIES en avril 1998</b>						
CONTREPARTIES	Avril 1995			Avril 1998		
	Montant brut	Répartition (brut)	Répartition (net) (a)	Montant brut	Répartition (brut)	Répartition (net) (a)
	363,5	76,5	68,3	814,2	78,8	74,4
Déclarants interbancaires.....	236,2	49,7	32,9	362,2	35,0	21,3
Résidents .....	127,3	26,8	35,4	452,0	43,8	53,1
Non-résidents .....	53,2	11,2	14,8	167,5	16,2	19,6
Autres institutions financières.....	37,2	7,8	10,4	116,0	11,2	13,6
Résidents .....	16,0	3,4	4,5	51,5	5,0	6,0
Non-résidents .....	36,3	7,6	10,1	31,0	3,0	3,6
Clientèle non financière.....	24,4	5,1	6,8	20,5	2,0	2,4
Total « dérivés de taux d'intérêt »...	475,4	100,0	100,0	1 033,2	100,0	100,0

(a) Élimination de la double comptabilisation résultant des transactions entre banques déclarantes sur la place financière de Paris

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



La part de l'activité réalisée avec les autres agents financiers progresse également, cette catégorie d'intervenants, qui regroupent essentiellement les sociétés de bourse, les compagnies d'assurance et les OPCVM, étant la plupart du temps utilisateurs finals d'instruments dérivés.

Les opérateurs non financiers auraient ainsi réduit leur activité sur les produits dérivés de taux d'intérêt. Sur les montants nets, la baisse atteint 61 % pour les *FRA* et 22 % pour les options de taux de gré à gré, les transactions demeurant globalement stables en ce qui concerne les *swaps* de taux d'intérêt.

Ce fléchissement très net de l'activité des banques avec leur clientèle non financière pourrait correspondre à la perception par cette dernière d'un moindre besoin de couvrir ses opérations d'emprunts ou de financements obligataires, dans un contexte de diminution des taux d'intérêt et de faible volatilité de ceux-ci.

De plus, le marché des produits dérivés de gré à gré s'adresse à des intervenants très spécialisés et les opérations avec la clientèle non financière s'effectuent par l'intermédiaire de contrats standardisés sur les marchés organisés et, par conséquent, plus sécurisés.

La part de l'activité réalisée avec les non-résidents progresse pour les produits dérivés de taux (61,5 % du total net, au lieu de 46,7 % en 1995). Cette dernière tendance est principalement liée à la progression des transactions interbancaires, alors que les opérations avec les agents non financiers non résidents tendent à régresser.

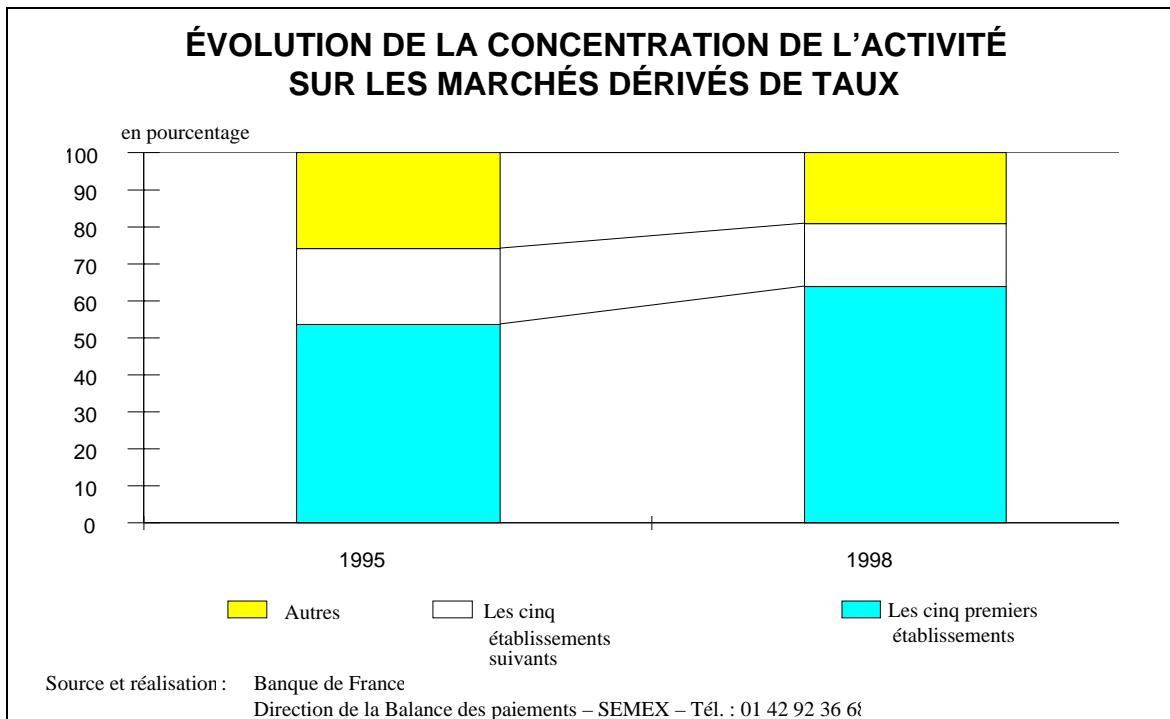
### 3. Des marchés de plus en plus fortement concentrés

En termes de montants globaux<sup>1</sup>, les interventions des établissements sur les marchés dérivés de taux d'intérêt de gré à gré se sont concentrées sur un nombre réduit de banques : 80 % au moins de l'activité, quel que soit le produit, est assuré par les dix premières banques. Les cinq premières se partagent, quant à elles, l'essentiel de l'activité, la proportion variant entre 62 % de l'activité (*swaps* de taux) et plus de 80 % (accords de taux futurs, options de taux d'intérêt).

CONCENTRATION DE L'ACTIVITÉ SUR LES MARCHÉS DE PRODUITS DÉRIVÉS DE TAUX D'INTÉRÊT en avril 1998				
	Avril 1995		Avril 1998	
	10 premiers établissements	5 premiers établissements	10 premiers établissements	5 premiers établissements
Accords de taux futurs ( <i>FRA</i> ).....	86,1	66,1	93,8	81,0
<i>Swaps</i> de taux.....	71,2	50,3	80,0	61,8
Options de taux de gré à gré.....	99,1	86,9	97,0	85,2
<b>Ensemble des instruments.....</b>	<b>74,1</b>	<b>53,7</b>	<b>80,9</b>	<b>63,9</b>

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 61

<sup>1</sup> Afin de ne pas pénaliser les établissements qui effectuent une grande partie de leurs transactions avec des contreparties interbancaires résidentes, les données sont étudiées en montants bruts.



La concentration s'est renforcée depuis 1995, les dix premiers établissements ayant accru leur part de marché pour la plupart des instruments : en avril 1998, ils concourraient à environ 81 % du total pour les dérivés de taux d'intérêt sur les marchés de gré à gré, contre 74 % en 1995.

Ce phénomène de concentration peut notamment s'expliquer par les coûts élevés d'investissement liés à une participation active sur ces marchés et les stratégies de regroupement au niveau international de certaines activités des groupes bancaires sur une seule place financière.

Succédant à une phase d'innovations accélérées, les années récentes ont, en effet, été marquées par une « industrialisation » croissante, se traduisant notamment par un resserrement des marges.

D'une manière générale, on constate par ailleurs que, malgré leur taille parfois réduite, certains établissements développent une activité significative sur des compartiments de marché bien particuliers, comme les options sur taux d'intérêt de gré à gré.

**ANNEXE**

## **DÉFINITION DES PRINCIPAUX INSTRUMENTS DÉRIVÉS DE TAUX D'INTÉRÊT**

Sont considérés comme des produits dérivés de taux d'intérêt les produits pour lesquels il existe une exposition au risque de taux dans une devise et une seule (à opposer aux produits de change qui portent sur plus d'une devise), que ce soit un taux d'intérêt fixe ou flottant. Les différents instruments recensés par la BRI pour cette enquête sont les suivants.

*Forward rate agreement (FRA)* : accord de taux futur. Les deux parties s'accordent au moment de la conclusion du contrat sur un taux d'intérêt à payer ou à recevoir, pour une période donnée et commençant à une date ultérieure donnée.

*Interest rate swap (swap de taux d'intérêt)* : accord dans le but d'échanger des paiements périodiques liés aux taux d'intérêt sur une seule monnaie. Cet échange peut concerner un taux fixe contre un taux variable ou un taux variable, contre un autre taux variable basé sur un indice différent. Cette rubrique inclut les *swaps* dont le capital sous-jacent est remboursé selon un calendrier fixé à l'avance, indépendant de l'évolution des taux d'intérêt.

*Interest rate option* : contrat d'option de gré à gré qui donne le droit de payer ou de recevoir un taux d'intérêt prédeterminé sur un montant principal convenu à l'avance et pendant une certaine période de temps. Ces opérations recouvrent diverses catégories d'options dont les principales sont :

- *Interest rate cap* : contrat de gré à gré qui accorde une garantie de taux plafond pour un emprunt ;
- *Interest rate floor* : contrat de gré à gré qui accorde une garantie de taux plancher pour un placement ;
- *Interest rate collar* : contrat qui résulte de la combinaison d'un *cap* et d'un *floor* ;
- *Interest rate corridor* :
  - combinaison de deux *caps*, l'un acheté à un certain niveau et l'autre vendu à un niveau supérieur, afin de réduire le montant de la prime à payer pour l'acquisition du premier *cap*,
  - un *collar* sur *swap* créé avec deux options sur *swaps (swaptions)* et déterminé par les prix d'exercice et le type des options sur *swaps*,
  - une option à barrière désactivante dont les deux barrières encadrent un niveau de taux d'intérêt long terme ;
- *Interest rate swaption* : contrat d'option de gré à gré qui donne la faculté de contracter un *swap* de taux d'intérêt ;
- *Interest rate warrant* : contrat d'option sur taux d'intérêt de gré à gré pour une longue durée (plus d'un an).

# BULLETIN OFFICIEL

---

## **Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire**

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

### **Banque de France**

#### **Communiqué de presse de la Banque de France relatif à la baisse du taux directeur principal**

– en date du 3 décembre 1998

La Banque de France, en concertation étroite avec les autres membres du Système européen de banques centrales, a décidé de ramener son taux directeur principal de 3,3 % à 3,0 % à compter du prochain appel d'offres.

(Le communiqué détaillé figure à la rubrique « Communications » dans le présent *Bulletin*.)

#### **Lettre du gouverneur de la Banque de France au président de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement relative aux instruments et procédures de politique monétaire de la Banque de France**

– en date du 12 novembre 1998

J'ai l'honneur de porter à votre connaissance le texte de la décision n° 98-03 du Conseil de la politique monétaire relative aux instruments et procédures de politique monétaire qui seront mis en œuvre par la Banque de France à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1999. Cette décision est appelée à se substituer à compter de cette date à la décision n° 97-02 du 27 mars 1997, modifiée par la décision n° 97-03 du 17 juillet 1997, relative aux opérations de la Banque de France sur le marché monétaire.

Adopté le 15 octobre dernier, ce texte a été soumis depuis lors à l'examen de la Banque centrale européenne qui l'a jugé conforme aux dispositions de la Documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du Système européen de banques centrales (SEBC).

Comme vous le savez, le rapport de la Banque centrale européenne sur cette « Documentation générale », rendu public en septembre dernier, contient une description détaillée des instruments et procédures de la politique monétaire que le SEBC mettra en œuvre en phase III de l'Union économique et monétaire.

Au-delà de la transposition en droit français des principales dispositions de la « Documentation générale » du SEBC, la décision prévoit que des avis de la Banque de France préciseront les diverses dispositions techniques nécessaires à la mise en œuvre des opérations de politique monétaire. Deux avis aux établissements de crédit vous seront très prochainement communiqués par le directeur général du Crédit. Le premier comporte diverses mesures d'application générale de la décision du Conseil de la politique monétaire, les modèles des conventions-cadres relatives aux opérations de pension livrée et d'échange de devises qui seront proposées à la signature des contreparties de la Banque, ainsi qu'une série d'annexes techniques sur les modalités de mise en œuvre des opérations de la Banque en phase III. Le second est spécifique aux créances privées et regroupe, pour l'essentiel, le modèle de convention de mobilisation globale de ces actifs, ainsi que les cahiers des charges du dispositif TRICP.

S'agissant de la convention-cadre pour les opérations de pension livrée, il va de soi que celle-ci bénéficie de l'approbation prévue par l'article 12, paragraphe V bis, de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 modifiée.

J'appelle enfin votre attention sur le fait que le régime des réserves obligatoires du SEBC sera, pour sa part, défini par une législation dérivée du Traité, conformément aux dispositions de l'article 19 des statuts de la Banque centrale européenne et du SEBC. Ce régime fera ainsi l'objet d'ici la fin novembre de deux textes communautaires directement applicables dans les États membres des pays participant à l'Union monétaire : un règlement du Conseil (CE) de l'Union européenne ainsi qu'un règlement d'application de la Banque centrale européenne.

Je vous serais obligé de bien vouloir assurer la diffusion de ce courrier auprès de vos adhérents.

**Décision du Conseil de la politique monétaire n° 98-03 relative aux instruments et procédures de politique monétaire de la Banque de France**

– en date du 15 octobre 1998

Vu :

- le Traité de l'Union européenne,
- la loi du 4 août 1993 modifiée, portant statut de la Banque de France,
- l'orientation du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne du 11 septembre 1998 sur les instruments et procédures de la politique monétaire du Système européen de banques centrales.

Après en avoir délibéré, le Conseil de la politique monétaire décide :

En application de l'orientation du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne susvisée et de la loi modifiée n° 93-980 du 4 août 1993 relative au statut de la Banque de France et à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, la Banque de France met en œuvre, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1999, les dispositions suivantes.

**1. Contreparties éligibles aux opérations de politique monétaire**

**1.1. Critères généraux d'éligibilité**

**1.1.1.** Sont éligibles en tant que contreparties aux opérations de politique monétaire de la Banque de France, telles que définies aux chapitres III et IV de la présente décision, les établissements de crédit ainsi que la Caisse des dépôts et consignations dès lors qu'ils remplissent les conditions suivantes :

- ils sont établis sur le territoire de la France ;
- ils sont assujettis au régime des réserves obligatoires fixé par la Banque centrale européenne en application de l'article 19-1 des statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) de la Banque centrale européenne ;
- leur situation financière ne suscite aucune réserve ;
- ils remplissent les conditions opérationnelles fixées par la Banque de France par avis aux établissements de crédit, et notamment la détention d'un compte central de règlement ouvert sur les livres de la Banque dans le cadre du système de règlement TBF.

**1.1.2.** Toute contrepartie éligible aux opérations de politique monétaire de la Banque de France peut :

- accéder à la facilité de prêt marginal et à la facilité de dépôt ;
- participer aux opérations du SEBC effectuées par voie d'appels d'offres normaux.

Les dettes et créances résultant d'opérations de politique monétaire de la Banque de France sont inaccessibles sauf accord exprès préalable de la Banque.

**1.1.3.** Si un établissement dispose de plusieurs implantations sur le territoire français (siège et succursales), il n'est autorisé à participer aux opérations que par l'intermédiaire de l'une d'entre elles, qu'il désigne expressément à cet effet sauf s'il s'agit du siège.

**1.2. Contreparties aux opérations sur appels d'offres rapides et aux opérations bilatérales**

**1.2.1.** Un certain nombre d'établissements parmi ceux visés à l'article 1.1. sont agréés par la Banque de France pour participer, à titre exclusif, à des interventions de réglage fin effectuées par voie d'appels d'offres rapides ou d'opérations bilatérales (opérations de cession temporaire, opérations d'échange de devises, reprises de liquidités en blanc).

**1.2.1.1.** La principale condition pour être agréé en tant que contrepartie aux interventions de réglage fin sous forme d'opérations de cession temporaire ou de reprises de liquidités en blanc est de réaliser un volume important d'opérations sur le marché monétaire. En outre, sont pris en compte l'importance des disponibilités de l'établissement en actifs éligibles, ainsi que des critères qualitatifs tels que la nature et le champ des activités de l'établissement, ainsi que l'expertise de ses équipes d'opérateurs.

**1.2.1.2.** S'agissant des contreparties aux opérations d'échange de devises effectuées à des fins de politique monétaire, la principale condition pour obtenir l'agrément vise la capacité de l'établissement à conduire efficacement des opérations de change de volume important quelles que soient les conditions du marché. L'éventail des contreparties éligibles correspond à celui des établissements de crédit implantés sur le territoire de la France qui sont agréés pour participer aux opérations de change du SEBC.

**1.2.2.** Les décisions d'agrément ou de refus peuvent intervenir immédiatement ou au terme d'une période probatoire d'une durée variable. La Banque de France peut retirer à tout moment son agrément à un établissement qui ne remplirait plus les conditions exigées.

**1.2.3.** Pour l'exécution des opérations sur appels d'offres rapides ou des opérations bilatérales, la Banque de France peut traiter soit avec toutes les contreparties éligibles agréées à cet effet, soit avec une ou plusieurs d'entre elles. Dans ce dernier cas, les contreparties sont sélectionnées selon un mécanisme de rotation permettant d'assurer la participation à tour de rôle de l'ensemble des établissements agréés pour les opérations de cette nature.

**1.2.4.** Les opérations ferme par voie de procédures bilatérales peuvent être conclues avec toute contrepartie.

### *1.3. Conditions de participation aux opérations de politique monétaire*

**1.3.1.** La Banque de France peut décider, pour des motifs de prudence, à tout moment et sans préavis, de restreindre, suspendre ou interdire l'accès d'une contrepartie aux facilités de prêt marginal et de dépôt ainsi que sa participation à tout ou partie des opérations d'*open market*. La contrepartie est informée par la Banque de la décision prise à son encontre.

**1.3.2.** En cas de manquement de la contrepartie aux règles concernant la participation aux opérations de politique monétaire effectuées par voie d'appels d'offres, l'utilisation de la facilité de prêt marginal, la mobilisation d'actifs éligibles ou le régime des réserves obligatoires, la Banque de France peut décider, sous réserve d'un préavis de 7 jours, et après notification du motif à l'établissement concerné, de restreindre, suspendre ou interdire l'accès de cette contrepartie à la facilité de prêt marginal et sa participation à tout ou partie des opérations d'*open market*.

**1.3.3.** En cas de survenance d'une défaillance correspondant au cas (a) visé à l'article 1.3.4., les opérations de politique monétaire conclues avec la contrepartie défaillante sont résiliées et compensées de plein droit, sans qu'il y ait lieu de prévoir de notification à la contrepartie.

Les autres cas de défaillance visés à l'article 1.3.4. donnent lieu à l'envoi d'une notification à la contrepartie. La notification indique les mesures de restriction, de suspension ou d'interdiction d'accès ou de participation aux opérations de politique monétaire et/ou la résiliation et, le cas échéant, la compensation des opérations en cours.

### **1.3.4.** Constitue un cas de défaillance pour une contrepartie l'un des événements suivants :

- (a) un jugement d'ouverture d'une procédure de liquidation judiciaire de la contrepartie affectant le siège ou l'une quelconque des succursales, ou toute procédure équivalente pouvant entraîner la liquidation de la contrepartie ;
- (b) un jugement d'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire de la contrepartie affectant le siège ou l'une quelconque des succursales, ou toute procédure équivalente ;
- (c) toute démarche visant à obtenir l'ouverture d'une procédure mentionnée en (a) ou (b) et toute décision préliminaire liée à l'engagement de l'une desdites procédures ;
- (d) un état de cessation des paiements de la contrepartie ou une défaillance dans le remboursement de ses dettes ; l'octroi administratif ou judiciaire d'un moratoire ; la nomination d'un administrateur par les tribunaux ; une procédure de règlement amiable entre la contrepartie et tout ou partie de ses créanciers ;
- (e) une déclaration écrite de la contrepartie de son incapacité à exécuter l'une de ses obligations liées aux opérations de politique monétaire, notamment les obligations reprises dans les contrats-cadres de la Banque de France ;
- (f) une déclaration concernant la contrepartie, son activité, ses pouvoirs ou ceux de ses dirigeants ou ceux des personnes habilitées à la représenter, se révélant inexacte ou mensongère ;
- (g) la suspension, le retrait ou l'annulation de toute autorisation accordée à la contrepartie en vertu des dispositions de transposition dans le droit d'un État membre de l'Union européenne des directives 77/780/CEE et 93/22/CEE ;

(h) la suspension ou l'exclusion de la contrepartie de sa participation à un système de paiement ou à un système de règlement de titres ; la suspension ou l'exclusion de la contrepartie de sa participation à un marché d'instruments financiers ou à une association d'opérateurs sur instruments financiers ; l'interdiction par une autorité réglementaire ou professionnelle d'émettre sur un marché ou de négocier des instruments financiers ;

(i) la violation par la contrepartie des dispositions du titre IV bis de la loi du 24 janvier 1984 ; la violation des dispositions équivalentes de transposition dans le droit d'un État membre de l'Union européenne de l'article 21 de la directive 89/646/CEE ;

(j) la contrepartie n'exécute pas à la date prévue dans une opération de pension le paiement du prix de cession/rétrocession ou la livraison des titres ; la contrepartie n'exécute pas à la date prévue dans une opération d'échange de devises à des fins de politique monétaire le paiement d'une somme d'argent ;

(k) la contrepartie n'exécute pas une autre de ses obligations liée à une opération de cession temporaire ou d'échange de devises et ne remédie pas à cette inexécution, dans les 30 jours en cas d'opération de cession temporaire ou dans les 10 jours en cas d'opération d'échange de devises, après mise en demeure par la Banque de France ;

(l) la survenance d'un des cas de défaillance précédents affectant le siège ou l'une quelconque des succursales de la contrepartie au titre de leurs obligations de politique monétaire avec n'importe quel autre membre du SEBC, que ces obligations soient de nature contractuelle ou réglementaire, ledit membre du SEBC ayant mis en œuvre un droit de résiliation anticipée ;

(m) lors d'un appel d'offres, la soumission par la contrepartie pour un montant supérieur à celui des actifs éligibles dont elle a la disponibilité, la valeur des actifs s'entendant après application des principes de valorisation, des marges et des décotes indiquées par la Banque de France ;

(n) le non-respect par la contrepartie d'une obligation de fourniture d'information prévue dans les dispositions relatives aux opérations de politique monétaire ;

(o) le non-respect par la contrepartie des dispositions relatives à l'utilisation des actifs admis en garantie des opérations de politique monétaire.

## 2. Actifs éligibles

### 2.1. Principes généraux

**2.1.1.** La Banque de France accepte en garantie des opérations de politique monétaire réalisées sous la forme d'opérations ferme ou d'opérations de cession temporaire les actifs remplissant des critères d'éligibilité communs à l'ensemble de l'Union monétaire et définis par la Banque centrale européenne. Sont également admis en garantie des opérations de cession temporaire des actifs satisfaisant à des critères d'éligibilité définis par les banques centrales nationales et approuvés par la Banque centrale européenne.

**2.1.2.** Les actifs satisfaisant aux critères d'éligibilité communs à l'ensemble de l'Union monétaire tels que définis par la Banque centrale européenne sont constitués exclusivement de titres de créance à caractère négociable.

**2.1.3.** Les actifs satisfaisant aux critères d'éligibilité définis par les banques centrales nationales du SEBC sont constitués de titres négociables ou de titres ou créances non négociables sur un marché.

**2.1.4.** Les actifs admis en garantie des opérations de politique monétaire peuvent être également utilisés en garantie des crédits intrajournaliers octroyés par la Banque dans le cadre du système de règlement brut en temps réel TBF et du système de règlement de titres RGV. En outre, la Banque de France peut, sous réserve de l'accord de la Banque centrale européenne, accepter d'autres catégories d'actifs en garantie de crédits intrajournaliers consentis dans le cadre du système TBF.

**2.1.5.** Les contreparties peuvent utiliser des actifs éligibles localisés dans un autre État membre de l'Union monétaire selon les modalités décrites à l'article 2.6.

### 2.2. Actifs satisfaisant aux critères d'éligibilité fixés par la Banque centrale européenne

**2.2.1.** Les actifs satisfaisant aux critères d'éligibilité communs à l'ensemble de l'Union monétaire, tels qu'ils sont fixés dans l'orientation de la BCE susvisée, comprennent les certificats de dette émis par la Banque centrale européenne, les certificats de dette émis par des banques centrales nationales du SEBC avant le 1<sup>er</sup> janvier 1999, ainsi que les titres de créance satisfaisant aux critères indiqués à l'article 2.2.2.

**2.2.2.** Les critères d'éligibilité des actifs de cette catégorie sont les suivants :

– ils doivent être des titres de créance. Les titres de créance convertibles en actions (ou présentant des caractéristiques similaires) et les titres de créance qui confèrent des droits subordonnés aux créances des détenteurs d'autres titres de créance de l'émetteur sont exclus ;

– ils doivent présenter un degré élevé de qualité de signature. Dans l'évaluation de la qualité de signature des titres de créance, sont pris en compte, entre autres éléments, les notations disponibles émanant d'agences spécialisées, ainsi que certains critères institutionnels propres à garantir aux détenteurs un niveau de protection particulièrement élevé. Les titres de créance émis par les établissements de crédit et ne répondant pas strictement aux critères définis dans l'article 22 paragraphe 4 de la directive sur les OPCVM (directive 88/220/CEE amendant la directive 85/611/CEE) ne sont acceptés que s'il est attribué à chacune des émissions en tant que telle une notation (émanant d'une agence spécialisée) indiquant que, du point de vue du SEBC, le titre de créance est d'un degré élevé de qualité de signature ;

– ils ne peuvent être émis ou garantis par la contrepartie ou par toute autre entité avec laquelle cette contrepartie entretient des liens étroits, tels que définis à l'article premier (cinquième tiret) de la directive de coordination bancaire 77/780/CEE du 17 décembre 1977 (modifiée par la directive 95/26/CEE). Cette disposition ne concerne pas les liens existant entre la contrepartie et les administrations publiques des pays de l'Espace économique européen (EEE). Sont également exclus de la définition des liens étroits les cas dans lesquels ces titres de créance bénéficient de protections juridiques spécifiques, notamment les instruments répondant aux critères définis dans l'article 22 paragraphe 4 de la directive sur les OPCVM ;

– ils sont localisés dans l'Union monétaire (de sorte que leur réalisation est soumise à la législation d'un État membre de l'Union monétaire), gérés en comptes courants et déposés auprès d'une banque centrale nationale ou d'un dépositaire central de titres satisfaisant aux normes minimales fixées par la Banque centrale européenne ;

– ils sont libellés en euros (ou ses dénominations nationales) ;

– ils sont émis (ou garantis) par des entités implantées dans l'Espace économique européen. L'exigence d'implantation dans l'Espace économique européen de l'entité émettrice ne s'applique pas aux institutions internationales et supranationales ;

– ils sont inscrits ou cotés sur un marché réglementé répondant à la définition de la directive 93/22/CEE du 10 mai 1993 sur les services d'investissement, ou enregistrés, cotés ou négociés sur certains marchés non réglementés tels que spécifiés par la Banque centrale européenne. Les titres de créance émis par les établissements de crédit, qui ne répondent pas strictement aux critères définis dans l'article 22 paragraphe 4 de la directive sur les OPCVM ne sont acceptés que s'ils sont enregistrés ou cotés sur un marché réglementé répondant à la définition de la directive sur les services d'investissement et émis avec un prospectus conforme aux exigences de la directive sur les prospectus (directive 89/298/CEE).

**2.2.3.** Les titres satisfaisant aux critères d'éligibilité communs à l'ensemble de l'Union monétaire sont répertoriés dans des listes établies et tenues à jour par la Banque centrale européenne et mises à disposition des contreparties et du public. Ces listes sont également diffusées par la Banque de France par tout moyen approprié.

**2.2.4.** Les titres satisfaisant aux critères d'éligibilité communs à l'ensemble de l'Union monétaire peuvent faire l'objet d'une utilisation transfrontière, toute contrepartie pouvant bénéficier de concours de la banque centrale nationale de son pays d'origine en mobilisant ces actifs éligibles localisés dans un autre État membre.

**2.2.5.** Les titres satisfaisant aux critères d'éligibilité communs à l'ensemble de l'Union monétaire sont éligibles aux prises en pension et aux opérations ferme d'*open market* ainsi qu'à la facilité de prêt marginal. Seuls les titres d'échéance supérieure à celle de l'opération de pension sont acceptés par la Banque de France dans le cadre des prises en pension d'*open market* et de l'utilisation de la facilité de prêt marginal.

## *2.3. Actifs satisfaisant aux critères d'éligibilité fixés par les banques centrales nationales*

### **2.3.1. Considérations d'ordre général**

2.3.1.1. Outre les titres de créance visés à l'article 2.2., les banques centrales nationales peuvent proposer l'admission en garantie par l'ensemble du SEBC d'autres actifs remplissant des critères d'éligibilité qu'elles établissent sous réserve du respect des critères minimaux définis par la Banque centrale européenne. Les critères d'éligibilité de ces actifs sont soumis à l'approbation de la Banque centrale européenne. Les actifs appartenant à cette catégorie doivent remplir les critères minimaux d'éligibilité suivants :

– ils doivent être soit des titres de créance (négociables ou non négociables) soit des actions (négociées sur un marché réglementé répondant à la définition de la directive sur les services d'investissement 93/22/CEE du 10 mai 1993). Sauf exception, les titres de créance et actions émis par les établissements de crédit qui ne satisfont pas strictement aux critères définis dans l'article 22 paragraphe 4 de la directive sur les OPCVM ne sont pas éligibles ;

– ils doivent être des titres de créance ou des actions émis (ou être garantis) par des entités considérées comme financièrement solides ;

– ils ne peuvent être des titres de créance ou des actions émis par la contrepartie ou toute autre entité avec laquelle la contrepartie entretient des liens étroits, tels que définis à l'article premier (cinquième tiret) de la directive de coordination bancaire 77/780/CEE modifiée. Toutefois, cette disposition ne s'applique pas aux liens entre la contrepartie et les administrations publiques des pays de l'EEE. En outre, les effets commerciaux, qui impliquent l'engagement d'au moins une entité (autre qu'un établissement de crédit) en plus de la contrepartie, ne sont pas considérés comme des créances sur la contrepartie. Sont également exclus de la définition relative aux liens étroits les cas dans lesquels ces titres de créance bénéficient de protections juridiques spécifiques, notamment les instruments répondant aux critères définis dans l'article 22 paragraphe 4 de la directive sur les OPCVM ;

– ils doivent être aisément mobilisables par la banque centrale nationale qui a proposé leur éligibilité aux opérations du SEBC ;

– ils doivent être localisés dans l'Union monétaire et/ou soumis à la législation d'un État membre de l'Union monétaire ;

– ils doivent être libellés en euros (ou ses dénominations nationales) ;

– ils doivent être émis (ou garantis) par des entités établies dans l'Union monétaire.

2.3.1.2. Lorsqu'ils prennent la forme de titres négociables, les actifs éligibles visés à l'article précédent sont répertoriés dans des listes mises à la disposition du public par la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales. Les actifs non négociables relevant de cette catégorie peuvent être répertoriés dans des listes établies par les banques centrales nationales et mises à disposition des contreparties et du public par la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales ou bien donner lieu uniquement à la diffusion auprès des contreparties des informations relatives à leur caractère éligible. Les contreparties peuvent à tout moment obtenir auprès des banques centrales nationales la confirmation de l'admission d'un actif spécifique en garantie des opérations de politique monétaire.

2.3.1.3. Les actifs visés à l'article 2.3.1.1. peuvent faire l'objet d'une utilisation transfrontière, toute contrepartie pouvant recevoir des fonds de la banque centrale nationale de son pays d'établissement en mobilisant de tels actifs localisés dans un autre État membre de l'Union monétaire.

2.3.1.4. Les actifs visés à l'article 2.3.1.1. sont éligibles aux opérations de cession temporaire d'*open market* ainsi qu'à la facilité de prêt marginal. Sauf exception, ils ne sont pas utilisés dans le cadre des opérations ferme. S'agissant des titres négociables, seuls les titres d'échéance supérieure à celle de l'opération de refinancement sont acceptés par la Banque de France dans le cadre des opérations de cession temporaire d'*open market* et de l'utilisation de la facilité de prêt marginal.

### **2.3.2. Actifs classés comme éligibles par la Banque de France**

Les catégories d'actifs classés comme éligibles par la Banque de France en application de l'article 2.3.1.1. comprennent :

– les obligations libellées en euros (ou ses dénominations nationales) émises par des entreprises non financières françaises cotées favorablement par la Banque de France ;

– les billets de trésorerie et les bons à moyen terme négociables libellés en euros (ou ses dénominations nationales) émis par des entreprises non financières cotées favorablement par la Banque de France ;

– les créances privées représentatives de crédits consentis en euros (ou ses dénominations nationales) à des entreprises non financières cotées favorablement par la Banque de France, d'une durée résiduelle au plus égale à deux ans, à l'exclusion des découverts en compte. Cette catégorie de créances comprend notamment des créances d'affacturage et de loyers de crédit-bail.

**2.3.2.1.** Remplissent les critères d'éligibilité définis à l'article 2.3.1.1. les titres de créance (négociables ou non) qui :

- ont la caractéristique commune d'être émis ou garantis par des entités considérées par la Banque de France comme solides financièrement et bénéficiant à ce titre de la meilleure cotation d'entreprise attribuée par la Banque ;
- ne sont pas émis par la contrepartie ou par toute entité avec laquelle cette contrepartie entretient des liens étroits ;
- sont aisément mobilisables par la Banque de France et localisés en France. Les titres négociables (obligations, billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables) doivent être déposés auprès du dépositaire central national (Sicovam) ;
- sont exclusivement libellés en euros (ou ses dénominations nationales) ;
- sont émis par des entités installées en France.

Les critères d'éligibilité susvisés s'appliquent également aux créances privées.

**2.3.2.2.** Les actifs classés comme éligibles par la Banque de France sont retenus à l'appui des opérations de politique monétaire de la Banque selon les dispositions détaillées ci-après :

- la prise en pension des titres négociables s'effectue dans des conditions analogues à celles des actifs remplissant les critères d'éligibilité communs à l'ensemble de l'Union monétaire ;
- la mobilisation des créances privées éligibles donne lieu au préalable à un transfert de propriété à titre de garantie et sans stipulation de prix, dans le cadre de la loi n° 81-1 du 2 janvier 1981 modifiée (section 2) facilitant le crédit aux entreprises, conformément aux dispositions des conventions de mobilisation globale de créances privées signées entre la Banque de France et les contreparties. Les cessions de créances effectuées par l'établissement cédant sont acceptées par la Banque dans les conditions fixées par un avis aux établissements de crédit. Elles donnent lieu à la remise à la Banque de

bordereaux intitulés « acte de cession de créances financières » et établis par référence à la loi modifiée du 2 janvier 1981 facilitant le crédit aux entreprises. Les indications nécessaires à l'identification des créances cédées sont transmises par procédé informatique, conformément aux modalités fixées par l'avis précité.

**2.3.2.3.** Des avis aux établissements de crédit précisent les critères d'éligibilité des actifs visés à l'article 2.3., ainsi que les conditions opérationnelles, juridiques et techniques de leur mobilisation.

#### *2.4. Mesures de contrôle des risques*

Des mesures de contrôle des risques sont appliquées aux actifs mobilisés dans le cadre des opérations de politique monétaire et de l'utilisation de la facilité de prêt marginal afin d'assurer en permanence la garantie des concours octroyés aux contreparties.

#### **2.4.1. Mesures de contrôle des risques pour les actifs satisfaisant aux critères d'éligibilité fixés par la Banque centrale européenne**

Les mesures de contrôle des risques afférentes à cette catégorie d'actifs éligibles sont fixées par la Banque centrale européenne et portées à la connaissance des contreparties par avis aux établissements de crédit. Elles comportent les éléments suivants :

- des marges initiales qui sont appliquées en majorant d'un certain pourcentage le montant du concours pour déterminer le montant d'actifs exigé en garantie. Les marges initiales, qui sont de deux ordres, prennent en compte la durée d'exposition aux risques du SEBC et comprennent :
  - une marge pour les crédits intrajournaliers et au jour le jour ;
  - une marge plus élevée pour les opérations de crédit d'échéance supérieure à un jour ;
- des décotes sur la valeur des actifs éligibles : ces décotes sont fonction de la durée de vie résiduelle des titres de créance et correspondent à un certain pourcentage à déduire de la valeur de marché des actifs concernés ;
- aux dates de valorisation des actifs pris en garantie, la valeur requise de ces actifs est calculée en tenant compte de l'évolution du montant des concours, des principes de valorisation définis à l'article 2.5. ainsi que des marges initiales et décotes applicables ;

– en ce qui concerne les opérations réalisées par la Banque de France, la valorisation des actifs pris en garantie est effectuée quotidiennement. Si la valeur globale calculée des actifs mobilisés ne correspond pas au montant exigé en garantie des opérations qu'ils sous-tendent (y compris les intérêts courus sur ces opérations), des appels de marge sont appelés ou versés par la Banque de France, sous réserve de seuils de déclenchement préétablis. Les appels de marge s'effectuent au moyen de paiements en espèces. Si la valeur de marché des actifs mobilisés tombe au-dessous du seuil de déclenchement, les contreparties sont tenues de fournir un complément de garantie sous forme d'espèces. À l'inverse, si la valeur de marché des actifs mobilisés dépasse, après valorisation, le seuil supérieur de déclenchement, la contrepartie se voit restituer les espèces excédentaires ;

– les actifs pris en garantie d'opérations en cours peuvent faire l'objet de substitutions à la demande de la contrepartie ;

– la Banque centrale européenne peut décider à tout moment d'exclure certains titres de créance de la liste des actifs visés à l'article 2.2. Dans ce cas, les titres mobilisés à l'appui d'opérations en cours qui sont concernés par cette décision doivent faire immédiatement l'objet d'une substitution de la part de la contrepartie. À défaut de leur remplacement par de nouveaux titres éligibles, il est procédé à un appel de marge espèces à concurrence du montant requis.

#### **2.4.2. Mesures de contrôle des risques pour les actifs satisfaisant aux critères d'éligibilité fixés par les banques centrales nationales**

Les mesures de contrôle des risques appliquées aux actifs relevant de cette catégorie sont fixées par les banques centrales nationales sous réserve de l'approbation de la Banque centrale européenne. Ces mesures incluent des marges initiales identiques à celles qui sont appliquées aux actifs satisfaisant aux critères d'éligibilité fixés par la Banque centrale européenne. Elles sont portées à la connaissance des contreparties par avis aux établissements de crédit.

Les banques centrales nationales peuvent décider à tout moment d'exclure certains actifs de la liste des actifs visés à l'article 2.3. Dans ce cas, les actifs pris en garantie des opérations en cours qui cesseraient d'être éligibles doivent faire immédiatement l'objet d'une substitution de la part de la contrepartie. À défaut de leur remplacement immédiat par de nouveaux actifs éligibles, il est procédé à un appel de marge espèces ou à la constitution d'un gage espèces à concurrence du montant requis.

#### **2.4.3. Mesures de contrôle des risques pour les actifs satisfaisant aux critères d'éligibilité de la Banque de France**

Outre les marges initiales visées à l'article 2.4.1., les mesures de contrôle des risques appliquées aux actifs satisfaisant aux critères d'éligibilité fixés par la Banque de France comportent des décotes applicables selon les cas à la valeur de marché ou à la valeur nominale des actifs concernés. Les taux de décote sont portés à la connaissance des contreparties par avis aux établissements de crédit. S'agissant des créances privées, les marges initiales et décotes sont complétées par un mécanisme d'appel de gage-espèces en cas d'insuffisance de couverture des opérations en cours par les garanties constituées. Les modalités de constitution des gages-espèces sont également précisées par avis aux établissements de crédit.

#### *2.5. Principes de valorisation des actifs pris en garantie*

Pour déterminer la valeur des actifs éligibles utilisés dans le cadre des opérations de cession temporaire, sont appliqués les principes suivants :

– pour un quelconque actif éligible prenant la forme d'un titre négocié sur un marché, est spécifié un marché de référence unique à utiliser comme source d'information en matière de prix. Pour les actifs inscrits, cotés ou négociés sur plus d'un marché, seul un de ces marchés sert de source d'information pour le prix de l'actif considéré ;

– pour chaque marché de référence, est défini le prix le plus représentatif servant au calcul des valeurs de marché. En cas de cotation en fourchette de cours, le cours le plus bas (en principe le cours acheteur) est retenu ;

– la valeur des titres négociables est calculée sur la base du cours le plus représentatif du jour précédent la date de valorisation selon les modalités spécifiques à chaque type d'actif, telles que précisées dans les listes des actifs éligibles aux opérations de politique monétaire mises à la disposition du public par la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales ;

– en l'absence d'un cours représentatif pour un actif donné le jour précédent la date de valorisation, le dernier cours de transaction est retenu. Lorsqu'aucun cours de transaction n'est disponible, un cours est déterminé par la Banque de France, compte tenu du dernier cours recensé pour l'actif considéré sur son marché de référence ;

- le calcul de la valeur de marché d'un titre de créance inclut les intérêts courus ;
- les flux de revenus perçus sur un titre pendant la durée d'une pension sont transférés à la contrepartie cédante le jour de leur paiement ;
- en ce qui concerne les actifs satisfaisant aux critères d'éligibilité fixés par les banques centrales nationales, la banque centrale nationale qui a proposé l'admission en garantie d'un actif donné arrête les principes de valorisation s'y rapportant ;
- en ce qui concerne les bons à moyen terme négociables et les billets de trésorerie, les titres sont pris en compte pour leur valeur nominale en l'absence de cours représentatifs de leur valeur de marché ;
- en ce qui concerne les créances privées et tout autre actif non négociable répondant aux critères d'éligibilité fixés par les banques centrales nationales, les actifs sont pris en compte pour leur valeur nominale.

## **2.6. Mobilisation transfrontière des actifs éligibles**

**2.6.1.** Les contreparties peuvent procéder à une mobilisation transfrontière des actifs éligibles, c'est-à-dire obtenir des fonds auprès de la Banque de France en utilisant des actifs situés dans un autre État membre de l'Union monétaire. Dans ce cadre, l'ensemble des banques centrales nationales du SEBC tiennent des comptes-titres au nom de leurs homologues et chacune intervient pour le compte des autres en qualité de conservateur (« correspondant ») pour les titres acceptés chez son dépositaire local ou dans son système de règlement-livraison. Ce mécanisme peut être utilisé pour tous les actifs éligibles sous forme de titres négociables. Des solutions particulières peuvent également être mises en place pour certaines catégories d'actifs non négociables.

**2.6.2.** En cas de mobilisation transfrontière d'actifs éligibles, dès l'acceptation par la Banque de France de sa demande de concours, la contrepartie donne (par l'intermédiaire de son propre conservateur, le cas échéant) au système de règlement de titres où sont détenus ses titres l'instruction de les transférer à la banque centrale nationale indiquée par la Banque de France comme correspondant agissant pour son compte. Une fois informée par la banque centrale correspondante de la réception de la garantie, la Banque de France procède au transfert des fonds à la contrepartie.

Le transfert des fonds n'intervient que lorsque les titres ont été effectivement reçus par la banque centrale correspondante. Pour répondre aux contraintes de délais de règlement, les contreparties peuvent, le cas échéant, être appelées à effectuer un pré-dépôt des titres auprès des banques centrales correspondantes.

**2.6.3.** À l'échéance de l'opération, les actifs ne sont restitués qu'après constatation du transfert effectif du montant espèces dû par la contrepartie.

**2.6.4.** Les mécanismes de mobilisation transfrontière des titres négociables ainsi que les mécanismes spécifiques concernant les actifs non négociables peuvent être utilisés pour l'obtention de refinancements monétaires et de liquidités intrajournalières dans le cadre d'opérations de cession temporaire (sous forme de pensions ou de prêts garantis). Ils peuvent être également utilisés pour les transactions ferme portant sur les titres satisfaisant aux critères d'éligibilité communs à l'ensemble de l'Union monétaire. Les procédures auxquelles doivent se conformer les contreparties dans le cadre de cette utilisation transfrontière peuvent varier selon les États membres.

Un avis aux établissements de crédit précise les modalités pratiques d'utilisation transfrontière des titres négociables et des autres actifs éligibles.

## **3. Facilités permanentes**

### *3.1. Facilité de prêt marginal*

**3.1.1.** Les contreparties peuvent utiliser la facilité de prêt marginal pour obtenir de la Banque de France, contre des actifs éligibles, des liquidités à 24 heures à un taux d'intérêt préétabli. Cette facilité vise à satisfaire les besoins temporaires de liquidités des contreparties. Les modalités d'utilisation de la facilité sont identiques dans l'ensemble de l'Union monétaire. Les apports de liquidités dans le cadre de la facilité de prêt marginal sont effectués soit par le biais de prises en pension à 24 heures de titres négociables éligibles, soit sous forme de prêts à 24 heures garantis par des créances privées éligibles.

**3.1.2.** Tous les établissements répondant aux critères généraux d'éligibilité des contreparties spécifiés à l'article 1.1. peuvent accéder à la facilité de prêt marginal. L'accès à la facilité de prêt marginal est limité aux jours où le système TBF et le système de règlement-livraison de titres sont ouverts.

**3.1.3.** À tout moment pendant les jours ouvrables, avant 18 heures (heure Banque centrale européenne), les contreparties peuvent avoir accès à la facilité de prêt marginal en faisant la demande à la Banque de France. Cette demande doit comporter l'indication du montant du prêt et celle des actifs appelés à être livrés en garantie.

**3.1.4.** En fin de journée, les positions débitrices intrajournalières subsistant sur les comptes centraux de règlement des contreparties ouverts auprès de la Banque de France sont automatiquement considérées comme une demande de recours à la facilité de prêt marginal. Les procédures d'accès en fin de journée à la facilité de prêt marginal sont précisées à l'article 5.2.3.

**3.1.5.** Hormis l'obligation de présenter un montant d'actifs de garantie suffisant, aucune limite n'est fixée aux montants des fonds consentis dans le cadre de la facilité de prêt marginal. Dans des circonstances exceptionnelles, l'accès individuel des contreparties à la facilité peut être néanmoins suspendu ou limité.

**3.1.6.** Le prêt consenti dans le cadre de la facilité est à 24 heures. Il est remboursé le jour ouvrable suivant, dès l'ouverture du système de paiement TBF et du système de règlement-livraison de titres RGV.

**3.1.7.** Le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal est annoncé à l'avance par le SEBC et exprimé sous forme d'un taux d'intérêt simple dont le calcul est conforme à la convention « nombre exact de jours/360 ». La Banque centrale européenne peut à tout moment modifier ce taux, la modification prenant effet à partir du jour ouvrable suivant.

**3.1.8.** La Banque centrale européenne peut, à tout moment, modifier les conditions de la facilité de prêt marginal ou la suspendre.

### *3.2. Facilité de dépôt*

**3.2.1.** Les contreparties peuvent avoir recours à la facilité de dépôt pour constituer des dépôts à 24 heures auprès de la Banque de France. Les modalités d'utilisation de la facilité de dépôt sont identiques dans l'ensemble de l'Union monétaire.

**3.2.2.** Les dépôts à 24 heures acceptés des contreparties sont rémunérés à un taux d'intérêt préétabli. Aucune garantie n'est donnée à la contrepartie.

**3.2.3.** Tous les établissements répondant aux critères généraux d'éligibilité précisés à l'article 1.1. ont accès à la facilité de dépôt. L'accès à la facilité de dépôt est limité aux jours où le système TBF est ouvert.

**3.2.4.** À tout moment pendant les jours ouvrables, avant 18 heures 30 (heure BCE), les contreparties peuvent avoir accès à la facilité de dépôt en faisant la demande à la Banque de France. La demande doit comporter l'indication du montant devant être déposé dans le cadre de la facilité.

**3.2.5.** Il n'y a pas de limite au montant des espèces qu'une contrepartie peut déposer dans le cadre de la facilité.

**3.2.6.** Les dépôts constitués dans le cadre de la facilité sont à 24 heures. Ils arrivent à échéance le jour ouvrable suivant leur mise en place, à l'ouverture du système de paiement TBF.

**3.2.7.** Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est annoncé à l'avance par le SEBC et exprimé sous forme d'un taux d'intérêt simple dont le calcul est conforme à la convention « nombre exact de jours/360 ». La Banque centrale européenne peut, à tout moment, modifier ce taux, la modification ne prenant pas effet avant le jour ouvrable suivant. Les intérêts sur les dépôts sont payables à l'échéance du dépôt.

**3.2.8.** La Banque centrale européenne peut, à tout moment, modifier les conditions de la facilité de dépôt ou la suspendre.

### **4. Instruments des opérations d'*open market***

Les instruments susceptibles d'être utilisés dans le cadre des opérations d'*open market* du SEBC se décomposent en cinq catégories :

- opérations de cession temporaire ;
- opérations ferme ;
- émissions de certificats de dette ;
- opérations d'échange de devises ;
- reprises de liquidités en blanc.

#### **4.1. Opérations de cession temporaire**

Les opérations de cession temporaire sont des opérations par lesquelles la Banque de France :

- prend ou donne en pension des titres éligibles ;
- ou octroie des prêts garantis par des cessions de créances privées éligibles.

Les opérations de pension et de mobilisation de créances privées sont régies par des conventions types dont les modèles sont annexés à des avis aux établissements de crédit.

Les conditions d'intérêts de ces opérations sont les suivantes :

- dans le cas des opérations de cession temporaire effectuées sous la forme de pensions, la différence entre le prix d'achat et le prix de rachat des actifs correspond aux intérêts dus sur le montant des espèces emprunté ou prêté pour la durée de l'opération ; en d'autres termes, le prix de rachat des actifs pris en garantie comprend les intérêts dus à l'échéance de l'opération ;
- les intérêts sur une opération de cession temporaire sous forme de prêt garanti sont déterminés par application au montant du concours du taux d'intérêt spécifié sur la durée de l'opération ;
- le taux d'intérêt utilisé dans le cadre des opérations de cession temporaire est un taux d'intérêt simple avec un calcul des intérêts conforme à la convention « nombre exact de jours/360 ».

Les opérations de cession temporaire peuvent être utilisées dans le cadre des opérations de politique monétaire suivantes :

- opérations principales de refinancement ;
- opérations de refinancement à plus long terme ;
- opérations structurelles ;
- opérations de réglage fin.

#### **4.1.1. Opérations principales de refinancement**

Les opérations principales de refinancement à échéance de deux semaines jouent un rôle clef dans le pilotage des taux d'intérêt, la gestion de la liquidité bancaire et pour signaler l'orientation de la politique monétaire du SEBC. Elles constituent le principal canal du refinancement du secteur financier.

Les caractéristiques de ces opérations sont les suivantes :

- il s'agit d'opérations d'apport de liquidités ;
- elles ont une fréquence hebdomadaire et sont exécutées selon un calendrier préétabli ;
- leur durée est, sauf exception, de deux semaines ; celle-ci peut varier occasionnellement selon les jours fériés bancaires en vigueur dans les États membres ;
- elles sont effectuées par voie d'appels d'offres normaux ;
- toutes les contreparties satisfaisant aux critères généraux d'éligibilité visés à l'article 1.1. peuvent soumissionner aux opérations principales de refinancement ;

- l'ensemble des actifs visés au titre 2 sont admis en garantie des opérations principales de refinancement.

#### **4.1.2. Opérations de refinancement à plus long terme**

Des opérations de refinancement à échéance de trois mois sont effectuées de manière régulière. Elles visent à fournir un complément de refinancement à plus long terme au secteur financier. Ces opérations sont, sauf exception, exécutées par voie d'appels d'offres à taux variable. Cependant, dans des circonstances exceptionnelles, elles peuvent être également effectuées par voie d'appels d'offres à taux fixe. La Banque centrale européenne indique périodiquement le volume de refinancement qui sera alloué lors des appels d'offres à venir.

Les caractéristiques de ces opérations sont les suivantes :

- il s'agit d'opérations d'apport de liquidités ;
- elles ont une fréquence mensuelle et sont exécutées selon un calendrier préétabli ;
- leur durée est, sauf exception, de trois mois ; celle-ci peut varier occasionnellement selon les jours fériés bancaires en vigueur dans les États membres ;
- elles sont effectuées par voie d'appels d'offres normaux ;
- toutes les contreparties qui satisfont aux critères généraux d'éligibilité énoncés à l'article 1.1. peuvent soumissionner aux opérations de refinancement à plus long terme ;
- l'ensemble des actifs visés au titre 2. sont admis en garantie des opérations de refinancement à plus long terme.

#### **4.1.3. Opérations de cession temporaire de réglage fin**

Les opérations de réglage fin visent à gérer la situation de liquidité sur le marché et à piloter les taux d'intérêt, notamment pour atténuer l'incidence de fluctuations imprévues de la liquidité bancaire sur ces derniers.

Les caractéristiques des opérations de cession temporaire de réglage fin sont les suivantes :

- elles peuvent revêtir la forme d'opérations d'apport ou de retrait de liquidités ;
- leur fréquence n'est pas normalisée ;
- leur durée n'est pas normalisée ;

- les apports de liquidités sous forme d'opérations de cession temporaire sont effectués par voie d'appels d'offres rapides, sauf recours aux procédures bilatérales ;
- les retraits de liquidités de réglage fin sous forme d'opérations de cession temporaire sont, sauf exception, effectués par voie de procédures bilatérales ;
- la participation aux opérations de cession temporaire de réglage fin est réservée à un nombre limité de contreparties conformément à l'article 1.2. ;
- l'ensemble des actifs visés au titre 2. sont admis en garantie des opérations de cession temporaire de réglage fin.

#### **4.1.4. Opérations de cession temporaire structurelles**

Les caractéristiques de ces opérations sont les suivantes :

- il s'agit d'opérations d'apport de liquidités ;
- leur fréquence peut être régulière ou non ;
- leur durée n'est pas normalisée *a priori* ;
- elles sont effectuées par voie d'appels d'offres normaux ;
- toutes les contreparties qui satisfont aux critères généraux d'éligibilité énoncés à l'article 1.1. peuvent soumissionner aux opérations de cession temporaire structurelles ;
- l'ensemble des actifs visés au titre 2. de la présente décision sont admis en garantie des opérations de cession temporaire à des fins structurelles.

#### **4.2. Opérations ferme**

Les opérations ferme sont les opérations par lesquelles la Banque de France achète ou vend ferme sur le marché des actifs éligibles. Elles ne sont exécutées qu'à des fins structurelles et au titre du réglage fin. Pour ces opérations, le calcul des prix est effectué conformément à la convention de place la plus communément acceptée pour les titres de créance faisant l'objet de la transaction.

Les caractéristiques des opérations ferme sont les suivantes :

- elles peuvent prendre la forme d'apports de liquidité (achats ferme) ou de retraits de liquidités (ventes ferme) ;

- leur fréquence n'est pas normalisée ;
- elles sont effectuées par voie de procédures bilatérales ;
- l'éventail des contreparties aux transactions ferme n'est pas limité *a priori* ;
- seuls les actifs satisfaisant aux critères d'éligibilité fixés par la Banque centrale européenne sont normalement utilisés dans le cadre des opérations ferme.

#### **4.3. Certificats de dette de la BCE**

Des certificats de dette peuvent être émis dans le cadre d'opérations structurelles. Les certificats constituent une dette de la BCE vis-à-vis du détenteur du certificat. Ils sont émis et détenus en compte et/ou sous forme dématérialisée auprès des dépositaires centraux de titres de l'Union monétaire. La BCE n'impose aucune restriction à la négociabilité des certificats.

Les certificats sont émis au-dessous du pair et remboursés à leur montant nominal à l'échéance. La différence entre le montant à l'émission et le montant du remboursement correspond aux intérêts dus sur le montant émis, au taux convenu, sur la durée à l'échéance du certificat. Le taux d'intérêt appliqué est un taux d'intérêt simple dont le calcul est conforme à la convention « nombre exact de jours/360 ».

Les caractéristiques opérationnelles des émissions de certificats de dette sont les suivantes :

- les certificats peuvent être émis de manière régulière ou irrégulière ;
- les certificats ont une durée à l'émission inférieure à douze mois ;
- l'émission des certificats s'effectue par voie d'appels d'offres normaux ;
- les certificats sont adjugés et réglés par les banques centrales nationales ;
- toutes les contreparties répondant aux critères généraux d'éligibilité visés à l'article 1.1. peuvent soumissionner pour souscrire à l'émission des certificats de dette.

Les conditions d'émission des certificats de dette de la BCE sont publiées au Journal officiel des Communautés européennes.

#### *4.4. Opérations d'échange de devises*

Les opérations d'échange de devises effectuées dans le cadre du réglage fin sont des opérations dans le cadre desquelles la Banque de France échange des paiements en euros contre des paiements en monnaie étrangère à une date déterminée avec l'engagement simultané d'inverser le sens de l'opération à l'échéance.

Les opérations d'échange de devises effectuées à des fins de politique monétaire sont régies par une convention type dont le modèle est annexé à un avis aux établissements de crédit.

Sauf exception, la Banque de France n'effectue d'opérations que dans des devises largement traitées et conformément aux pratiques courantes de marché. Dans le cadre de chaque opération, la Banque et les contreparties conviennent des points de report/déport pour la transaction. Les points de report/déport correspondent à la différence entre le taux de change de l'opération à terme et le taux de change de l'opération au comptant. Les points de report/déport de l'euro vis-à-vis de la monnaie étrangère sont cotés conformément aux usages de place.

Les caractéristiques des opérations d'échange de devises sont les suivantes :

- elles peuvent donner lieu à des apports ou des retraits de liquidités ;
- leur fréquence n'est pas normalisée ;
- leur échéance n'est pas normalisée ;
- elles sont effectuées par la voie d'appels d'offres rapides ou de procédures bilatérales ;
- en application de l'article 1.2., seul un éventail restreint de contreparties participe aux opérations d'échange de devises.

#### *4.5. Reprises de liquidité en blanc*

Dans le cadre des opérations de réglage fin du SEBC, les contreparties peuvent être invitées à placer des liquidités auprès de la Banque de France sous forme de dépôts à terme rémunérés. Aucune garantie n'est donnée en échange des fonds déposés.

L'intérêt payé est à taux fixe et calculé conformément à la convention « nombre exact de jours/360 ». Il est réglé à la contrepartie à l'échéance du dépôt.

Les caractéristiques opérationnelles des reprises de liquidités en blanc sont les suivantes :

- la fréquence des opérations n'est pas normalisée ;
- les dépôts ont une durée fixe ; cette durée n'est pas normalisée ;
- les opérations sont, sauf recours exceptionnel aux procédures bilatérales, effectuées par voie d'appels d'offres rapides ;
- la participation aux opérations est réservée à un nombre limité de contreparties sélectionnées conformément à l'article 1.2.

### **5. Procédures**

Pour l'exécution des opérations de politique monétaire du SEBC, la Banque de France procède, selon les cas, par voie d'appels d'offres ou par voie d'opérations bilatérales.

#### *5.1. Procédures d'appels d'offres*

La Banque de France peut procéder à deux sortes d'appels d'offres : les appels d'offres normaux et les appels d'offres rapides. Les procédures d'adjudication sont identiques, sauf en ce qui concerne la chronologie et l'éventail des contreparties. Les appels d'offres peuvent être effectués soit à taux fixe (adjudications de volumes) soit à taux variable (adjudications de taux d'intérêt). Dans le cadre d'un appel d'offres à taux fixe, la Banque centrale européenne indique à l'avance le taux d'intérêt et les contreparties participantes soumissionnent le montant pour lequel elles souhaitent effectuer la transaction au taux fixé. Dans le cadre d'un appel d'offres à taux variable, les soumissions des contreparties portent sur les montants et les taux d'intérêt pour lesquels elles souhaitent traiter.

##### **5.1.1. Appels d'offres normaux**

Les appels d'offres normaux sont exécutés dans un délai de 24 heures entre l'annonce de l'appel d'offres et la notification du résultat de la répartition selon une chronologie préétablie par la Banque centrale européenne. Celle-ci peut cependant décider de modifier la durée de certaines opérations si elle l'estime opportun.

L'ensemble des contreparties répondant aux critères généraux d'éligibilité spécifiés à l'article 1.1. peuvent participer à ces appels d'offres. Les opérations principales de refinancement, les opérations de refinancement à plus long terme et les opérations structurelles (à l'exception des opérations ferme) sont toujours effectuées par voie d'appels d'offres normaux.

### **5.1.2. Appels d'offres rapides**

Les appels d'offres rapides sont, sauf exception, exécutés dans un délai d'une heure entre l'annonce de l'appel d'offres et la notification du résultat de la répartition. La Banque centrale européenne peut décider de modifier la chronologie de certaines opérations si elle le juge approprié. Les appels d'offres rapides ne sont utilisés que pour exécuter des opérations de réglage fin. En application de l'article 1.2., la Banque de France sélectionne un nombre limité de contreparties pour participer aux appels d'offres rapides.

### **5.1.3. Calendrier des opérations**

#### *Opérations principales de refinancement et opérations de refinancement à plus long terme*

Les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme sont effectuées selon un calendrier indicatif publié par le SEBC au moins trois mois avant le début de son année de validité. Le jour de transaction normal est :

- le mardi de chaque semaine pour les opérations principales de refinancement ;
- le premier mercredi de chaque période de constitution de réserves obligatoires pour les opérations de refinancement à plus long terme.

#### *Opérations structurelles*

Les opérations structurelles menées par voie d'appels d'offres ne sont pas effectuées selon un calendrier préétabli. Sauf exception, elles sont mises en œuvre et réglées uniquement durant les jours où les banques centrales nationales sont ouvertes dans tous les États membres aux fins de mener des opérations de politique monétaire.

#### *Opérations de réglage fin*

Les opérations de réglage fin ne sont pas effectuées selon un calendrier préétabli. La Banque de France ne participe aux opérations de réglage fin du SEBC que lorsqu'elle est ouverte aux fins de mener des opérations de politique monétaire le jour de transaction, le jour de règlement et le jour de remboursement de ces opérations.

### **5.1.4. Déroulement des appels d'offres**

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

Dans le cadre de ces opérations, les contreparties de la Banque de France utilisent le système de télétransmission Telma, soit directement soit par l'intermédiaire d'un adhérent dudit système. L'adhésion directe au système Telma est régie par une convention type conclue entre la Banque de France et chaque adhérent.

#### *5.1.4.1. Annonce des appels d'offres*

Les appels d'offres normaux sont publiquement annoncés à 15 heures 30 le jour ouvrable précédent le jour de l'adjudication par le biais des réseaux d'information financière. La Banque de France peut également annoncer directement les opérations d'appels d'offres aux contreparties qui n'ont pas accès aux réseaux d'information financière. Les messages d'annonce des appels d'offres ont un contenu normalisé.

Sauf exception, les appels d'offres rapides sont annoncés à l'avance. L'annonce des appels d'offres rapides suit la même procédure que celle des appels d'offres normaux. Dans le cadre d'un appel d'offres rapide, qu'il y ait eu ou non une annonce publique, les contreparties sélectionnées sont prévenues directement par la Banque de France.

#### *5.1.4.2. Préparation et soumission des offres des contreparties*

Seules les contreparties disposant d'une implantation sur le territoire de la France métropolitaine (siège ou succursale) peuvent soumettre des offres à la Banque de France. De plus, les offres d'un établissement ne peuvent être soumises à la Banque que par une seule de ses implantations en France métropolitaine (le siège ou une succursale désignée).

Les offres de contreparties peuvent être présentées dans le système de télétransmission Telma à la suite de l'annonce de l'opération. Les offres présentées après l'heure limite indiquée dans le message d'annonce (normalement 9 heures 30) sont rejetées. La Banque de France peut également rejeter les offres incomplètes ou non conformes. En cas de rejet d'une offre, la Banque de France informe la contrepartie concernée de sa décision avant la répartition de l'appel d'offres.

Dans le cadre des appels d'offres à taux fixe, les contreparties font figurer dans leurs offres le montant qu'elles souhaitent obtenir de la Banque de France. Dans le cas des opérations d'échange de devises à taux fixe, le montant fixe de la devise que la contrepartie est disposée à traiter doit être indiqué.

Dans le cadre des appels d'offres à taux variable, les contreparties sont autorisées à soumettre au plus dix offres portant sur des niveaux différents de taux d'intérêt. Chaque offre doit comporter le montant qu'elles souhaitent traiter avec la Banque de France ainsi que le taux d'intérêt y afférent. Les offres de taux d'intérêt doivent être un multiple de 0,01 point de pourcentage. Dans le cas d'un appel d'offres pour des échanges de devises à taux variable, les points de report/déport doivent être cotés conformément aux conventions de place et les offres être un multiple de 0,01 point de report/déport.

Les soumissions sont d'un montant minimum de 1 million d'euros dans le cadre des opérations principales de refinancement. En outre, les soumissions supérieures à ce montant minimum doivent être exprimées par tranches de 100 000 euros. Le montant minimum de soumission s'applique à chaque niveau de taux d'intérêt.

Les mêmes règles, tant en ce qui concerne le montant minimum que pour les offres supérieures, sont applicables aux opérations de réglage fin et aux opérations structurelles. Le montant minimum de soumission s'applique à chaque niveau de taux d'intérêt/prix/point de report/déport.

Dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme, le montant minimum de soumission est également de 1 million d'euros. Les offres supérieures à ce montant minimum doivent être exprimées par tranches de 10 000 euros. Le montant minimum de soumission s'applique à chaque niveau de taux d'intérêt.

La Banque centrale européenne peut imposer une limite maximale au montant des soumissions afin d'écartier les offres d'un montant disproportionné.

Les contreparties doivent être à même de couvrir leurs offres par un montant suffisant d'actifs éligibles. Si une contrepartie n'est pas en mesure de livrer un montant suffisant d'actifs éligibles à l'appui du montant de liquidités qui lui a été adjugé dans une opération d'appel d'offres, la Banque de France peut décider, dans les conditions prévues à l'article 1.3.2., de suspendre ou d'interdire la participation de cette contrepartie à tout ou partie des opérations de politique monétaire d'*open market*.

La Banque de France est habilitée à vérifier, à tout moment, les disponibilités des contreparties en termes d'actifs éligibles afin de détecter d'éventuelles offres de montant excessif. L'existence d'une offre excessive est présumée dès lors qu'il apparaît que la contrepartie aurait pu être dans l'incapacité de livrer suffisamment d'actifs éligibles pour couvrir l'intégralité de son offre, compte tenu de ses avoirs et de ses possibilités d'emprunt d'actifs éligibles.

#### *5.1.4.3. Procédures de répartition des appels d'offres*

##### *Appels d'offres à taux fixe*

Dans le cadre d'appels d'offres à taux fixe, les montants des offres reçues des contreparties sont additionnés. Si l'offre globale dépasse le montant total de liquidités devant être réparti, les soumissions sont satisfaites au *prorata*, sur la base du rapport entre le montant à adjuger et celui de l'offre globale. Le montant attribué à chaque adjudicataire est arrondi à l'euro le plus proche. La Banque centrale européenne peut décider d'attribuer un montant minimum à chaque soumissionnaire dans le cadre des appels d'offres à taux fixe.

##### *Appels d'offres à taux variable*

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

Dans le cadre des appels d'offres à taux variable destinés à un retrait de liquidités (procédure utilisée pour l'émission de certificats de dette et les reprises de liquidités en blanc), la liste des soumissions est établie par ordre croissant des taux d'intérêt offerts (ou par ordre décroissant des prix offerts). Les offres de taux d'intérêt le plus bas (prix le plus élevé) sont satisfaites en priorité et les offres à taux d'intérêt plus élevé (offres de prix inférieurs) sont successivement acceptées jusqu'à épuisement du montant total des liquidités à reprendre. Si, au taux d'intérêt le plus élevé (prix le plus bas) accepté (c'est-à-dire le taux

d'intérêt/prix marginal), le montant global des offres excède le montant résiduel à répartir, ce dernier est réparti au *prorata* de ces offres en fonction du rapport entre le montant résiduel à répartir et le montant total des offres au taux d'intérêt/prix marginal. Le montant attribué à chaque adjudicataire est arrondi à l'euro le plus proche.

La Banque centrale européenne peut décider d'attribuer un montant minimum à chaque adjudicataire dans le cadre des appels d'offres à taux variable.

#### *Appels d'offres d'échange de devises à taux variable*

Dans le cadre d'appels d'offres pour des échanges de devises à taux variable destinés à un apport de liquidités, la liste des offres est établie par ordre croissant de cotation de points de report/déport en prenant en compte le signe de la cotation, qui dépend du signe de l'écart de taux d'intérêt entre la devise étrangère et l'euro. Les offres assorties de cotations de points de report/déport les plus basses sont satisfaites en priorité et les offres plus élevées sont acceptées jusqu'à épuisement du montant total d'euros à adjuger. Si, à la plus haute cotation de point de report/déport acceptée (c'est-à-dire la cotation de point de report/déport marginal), le montant global des offres dépasse le montant résiduel à répartir, ce dernier est réparti au *prorata* de ces offres en fonction du rapport entre le montant global des offres à la cotation de point de report/déport marginal et le montant résiduel à répartir. Le montant attribué à chaque adjudicataire est arrondi à l'euro le plus proche.

Dans le cadre d'appels d'offres d'échange de devises à taux variable destinés à un retrait de liquidités, la liste des offres est établie par ordre décroissant des cotations de points de report/déport offerts. Les offres assorties des cotations de points de report/déport les plus élevées sont satisfaites en priorité et les cotations plus basses sont acceptées jusqu'à épuisement du montant total d'euros à reprendre. Si, à la plus basse cotation de points de report/déport acceptée (c'est-à-dire la cotation de point de report/déport marginal), le montant global des offres excède le montant résiduel à répartir, ce dernier est réparti au *prorata* de ces offres en fonction du rapport entre le montant total des offres à la cotation de point de report/déport marginal et le montant résiduel à répartir. Le montant attribué à chaque adjudicataire est arrondi à l'euro le plus proche.

#### *Catégories d'adjudication à taux variable*

Les adjudications à taux variable peuvent être de deux types :

– adjudication à taux unique (« adjudication à la hollandaise ») dans le cadre de laquelle le taux d'intérêt/prix/point de report/déport appliqué pour toutes les offres satisfaites est égal au taux d'intérêt/prix/point de report/déport marginal (c'est-à-dire le taux d'intérêt/prix/point de report/déport auquel le montant global des offres a pu être réparti en totalité) ;

– adjudication à taux multiple (« adjudication à l'américaine ») dans le cadre de laquelle le taux d'intérêt/prix/point de report/déport appliqué est égal à celui offert dans chaque soumission individuelle.

#### *5.1.4.4. Annonce des résultats de l'appel d'offres*

Les résultats des appels d'offres normaux et des appels d'offres rapides sont publiquement annoncés par l'intermédiaire des réseaux d'information financière. En outre, la Banque de France peut annoncer le résultat de la répartition directement aux contreparties n'ayant pas accès aux réseaux d'information financière. Le message d'annonce des résultats de l'appel d'offres a un contenu normalisé. Les résultats individuels d'adjudication sont directement notifiés à toutes les contreparties soumissionnaires.

#### **5.1.5. Procédures relatives aux opérations bilatérales**

##### *5.1.5.1. Considérations d'ordre général*

Les procédures bilatérales peuvent être utilisées pour des opérations d'*open market* de réglage fin (opérations de cession temporaire, échanges de devises, reprises de liquidités en blanc, opérations ferme), et pour des opérations ferme à caractère structurel. Les procédures bilatérales recouvrent toute procédure dans laquelle la Banque de France effectue une opération avec une ou quelques contreparties sans recourir aux appels d'offres. Deux types d'opérations bilatérales peuvent être utilisées : celles pour lesquelles les contreparties sont contactées directement par la Banque de France et celles qui sont exécutées en bourse ou par l'intermédiaire d'entreprises d'investissement-courtiers.

#### *5.1.5.2. Contact direct avec les contreparties*

Dans cette procédure, la Banque de France contacte directement une ou quelques contreparties résidentes sélectionnées en application de l'article 1.2. En conformité avec les instructions précises données par la Banque centrale européenne, la Banque de France décide de conclure ou non une opération avec les contreparties.

Les opérations bilatérales effectuées par contact direct avec les contreparties peuvent être utilisées pour les opérations de cession temporaire, les opérations ferme, les opérations d'échange de devises et les reprises de liquidités en blanc.

#### *5.1.5.3. Opérations exécutées en bourse et par l'intermédiaire d'entreprises d'investissement-courtiers*

La Banque de France peut exécuter des opérations ferme en bourse et par l'intermédiaire d'entreprises d'investissement-courtiers. Pour ces opérations, l'éventail des contreparties n'est pas limité *a priori* et les procédures sont adaptées aux conventions de place applicables aux titres de créance traités.

#### *5.1.5.4. Annonce des opérations bilatérales*

Sauf exception, les opérations bilatérales ne sont pas annoncées publiquement à l'avance. De plus, la Banque centrale européenne peut décider de ne pas annoncer publiquement les résultats des opérations bilatérales.

#### *5.1.5.5. Jours de fonctionnement*

Les opérations bilatérales de réglage fin peuvent être exécutées et réglées n'importe quel jour durant lequel la Banque centrale européenne et au moins une banque centrale nationale sont ouvertes aux fins de mener des opérations de politique monétaire. Seules participent à ces opérations les banques centrales nationales qui sont ouvertes aux fins de mener des opérations de politique monétaire le jour de la transaction, le jour du règlement et le jour du remboursement.

Sauf exception, les opérations ferme bilatérales à caractère structurel ne sont exécutées et réglées que durant des jours où les banques centrales nationales sont ouvertes dans tous les États membres aux fins de mener des opérations de politique monétaire.

### *5.2. Procédures de règlement*

#### **5.2.1. Considérations d'ordre général**

Le règlement des mouvements de fonds liés à l'utilisation des facilités permanentes ou à la participation aux opérations d'*open market* se fait exclusivement en euros et par l'intermédiaire des comptes centraux de règlement des contreparties ouverts sur les livres de la Banque de France. Le règlement des mouvements de fonds n'intervient qu'à la suite du transfert irrévocable des actifs mis en garantie. Le transfert des actifs mis en garantie est effectué par l'intermédiaire des comptes de règlement de titres ouverts sur les livres du dépositaire central concerné.

#### **5.2.2. Règlement des opérations d'*open market***

Le règlement des opérations d'*open market* par voie d'appels d'offres normaux (opérations principales de refinancement, opérations de refinancement à plus long terme et opérations structurelles) intervient normalement le premier jour suivant le jour de transaction durant lequel tous les systèmes de paiement et de règlement de titres nationaux sont ouverts. En principe, le règlement des transactions afférentes à ces opérations s'effectue de manière simultanée dans tous les États membres avec toutes les contreparties ayant fourni les actifs de garantie requis. Le moment du règlement des opérations principales de refinancement et des opérations de refinancement à plus long terme coïncide normalement avec celui du remboursement d'une opération antérieure similaire. Si la date normale de règlement concernant les opérations principales de refinancement ou les opérations de refinancement à plus long terme coïncide avec un jour férié, la Banque centrale européenne peut décider une autre date de règlement, et notamment un règlement valeur jour. Les dates de règlement pour les opérations principales de refinancement et pour les opérations de refinancement à plus long terme sont précisées par avance dans le calendrier des opérations d'appels d'offres du SEBC.

Le règlement des opérations d'*open market* par voie d'appels d'offres rapides et de procédures bilatérales s'effectue en principe le jour même de l'opération. Pour des raisons d'ordre opérationnel, d'autres dates de règlement peuvent être appliquées occasionnellement pour ces opérations, en particulier dans le cas des transactions ferme (structurelles et de réglage fin) et des opérations d'échange de devises.

### **5.2.3. Procédures de fin de journée**

Les procédures de fin de journée sont précisées dans la documentation relative au système TBF et au système *Target*.

Tout solde débiteur enregistré sur les comptes centraux de règlement des contreparties éligibles au terme des procédures de contrôle de fin de journée est automatiquement considéré comme une demande de recours à la facilité de prêt marginal. La Banque de France se réserve la possibilité d'appliquer des sanctions pécuniaires à un établissement présentant un solde débiteur sur son compte de règlement en fin de journée si cet établissement n'est pas éligible aux opérations de politique monétaire ou, lorsqu'il s'agit d'une contrepartie éligible, si son accès à la facilité de prêt marginal a été restreint, suspendu ou interdit, ou bien si les actifs pris en garantie des crédits intrajournaliers dont il est débiteur ne sont pas éligibles aux opérations de politique monétaire.

## **6. Entrée en vigueur et dispositions transitoires**

6.1. La présente décision entre en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1999. À compter de cette date, la décision n° 97-2 du 27 mars 1997 est abrogée.

6.2. Les opérations de politique monétaire conclues par la Banque de France avec ses contreparties avant cette date demeurent soumises jusqu'à leur échéance aux conditions en vigueur lors de leur mise en place, sous réserve de leur dénouement qui s'effectuera obligatoirement sur la base de montants libellés en euros.

6.3. Les dates d'exécution, durant l'année civile 1999, des opérations principales de refinancement et des opérations de refinancement à plus long terme sont celles fixées par le calendrier publié par le SEBC. Dans le cadre des instructions de la Banque centrale européenne, la Banque de France est habilitée à exécuter des opérations structurelles et de réglage fin d'*open market* à partir du 4 janvier 1999.

6.4. Les facilités de prêt marginal et de dépôt seront opérationnelles à compter du 4 janvier 1999.

6.5. Les critères d'éligibilité des actifs de garantie et les mesures de contrôle des risques s'y rapportant, tels que décrits au titre 2, s'appliqueront aux opérations de politique monétaire engagées dans le cadre du SEBC à compter du 4 janvier 1999.

## **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 d'octobre 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)

- ♦ Comptoir financier des matières premières, SA, Paris 16<sup>e</sup>, 42 avenue Raymond Poincaré,  
*(prise d'effet immédiat)*
- ♦ Fidéi – Compagnie financière pour l'immobilier d'entreprise, SA, Paris 8<sup>e</sup>, 40 rue du Colisée,  
*(prise d'effet immédiat)*
- ♦ Fideicomi, SA, Paris 8<sup>e</sup>, 40 rue du Colisée, *(prise d'effet immédiat)*
- ♦ Fideimur, SA, Paris 8<sup>e</sup>, 56 rue du Faubourg Saint-Honoré, *(prise d'effet immédiat)*
- ♦ Finatrans, SA, Hangenbieten, Bas-Rhin, 29 rue du 14 Juillet, *(prise d'effet immédiat)*

### ***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 d'octobre 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)

- ♦ BIP et Cie société financière internationale de placement – Sofip, société en commandite simple, Paris 8<sup>e</sup>, 108 boulevard Haussmann, *(prise d'effet immédiat)*

## Commission Bancaire

### ***MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ÉTABLISSEMENTS RELEVANT DE LA LOI BANCAIRE***

(LOI DU 24 JANVIER 1984 MODIFIÉE TITRES I & IV BIS)

---

#### **Décision de radiation prise au cours du mois d'octobre 1998**

---

- ♦ Banque Gallière, SA, Paris 8<sup>e</sup>, 54 rue de Courcelles

---

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

du 1<sup>er</sup> au 30 novembre 1998

#### **Banque de France**

***Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 4 % avril 2009 en francs, de 4 % avril 2009 en écus et d'obligations assimilables du Trésor indexées sur l'inflation 3 % juillet 2009 en francs (Communiqué de la Banque de France)***

– en date du 3 novembre 1998<sup>1</sup>

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

- en date du 29 octobre 1998<sup>1</sup>
- en date du 5 novembre 1998<sup>1</sup>
- en date du 12 novembre 1998<sup>1</sup>
- en date du 19 novembre 1998<sup>1</sup>
- en date du 26 novembre 1998<sup>1</sup>

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

- en date du 17 novembre 1998<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Le détail de ces opérations peut être consulté sur Internet en composant : [www.banque-france.fr/actu/cle/m2-28.htm](http://www.banque-france.fr/actu/cle/m2-28.htm)



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

# BAISSE DU TAUX DIRECTEUR PRINCIPAL

Communiqué de presse publié par la Banque de France,  
en date du 3 décembre 1998

Les décisions du Conseil de la politique monétaire de la Banque de France ont été inspirées par trois considérations nouvelles au cours de ces derniers mois : assurer dans les meilleures conditions possibles la cohésion de la zone euro ; organiser la convergence des taux à court terme vers les taux les plus bas de la zone, c'est-à-dire, en particulier, les taux français ; choisir enfin le niveau de taux directeur le plus approprié au moment de l'entrée dans l'euro.

Le Conseil de la politique monétaire a constaté que la cohésion d'ensemble de la zone avait été bien préservée, malgré les perturbations des marchés internationaux, particulièrement depuis le mois d'août. Il a également noté que la convergence vers le niveau des taux les plus bas de la zone avait été menée dans des conditions très satisfaisantes. Le moment est donc venu pour le Conseil de se décider, en concertation avec les autres banques centrales nationales dans le cadre du Système européen des banques centrales, sur le niveau optimal des taux courts.

En effet, à quelques semaines de l'entrée en Union monétaire, la politique monétaire des banques centrales des pays participant à cette Union est déterminée de façon croissante par des considérations touchant à la zone euro dans son ensemble. Compte tenu des indicateurs disponibles sur la situation présente et future, la stabilité des prix paraît bien assurée dans la zone euro. La croissance actuelle des agrégats monétaires est compatible avec la poursuite d'une évolution très modérée des prix et l'ensemble des autres indicateurs suggèrent des perspectives favorables à la stabilité des prix pour la période à venir. L'environnement international reste marqué par des incertitudes et les perspectives d'activité de la zone euro dans son ensemble laissent entrevoir un certain ralentissement de la croissance en 1999 par rapport au niveau, il est vrai élevé, enregistré en 1998 (autour de 3 %).

Dans ce contexte, la Banque de France, en concertation étroite avec les autres membres du Système européen de banques centrales, a décidé de ramener son taux directeur principal de 3,30 % à 3,0 % à compter du prochain appel d'offres.

Cette décision du Conseil de la politique monétaire du 3 décembre est une étape supplémentaire dans le processus conduisant à la prise en charge de la politique monétaire unique par le Système européen de banques centrales à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1999.

Cet assouplissement coordonné de la politique monétaire implique le maintien d'une politique budgétaire respectant pleinement les engagements du Pacte de stabilité et de croissance par chacun des pays de la zone euro. Il suppose une évolution modérée des coûts unitaires de production en France et dans l'ensemble de la zone.

Depuis sa création, en janvier 1994, le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France s'est constamment attaché à assurer la stabilité de la monnaie. Les résultats obtenus et la crédibilité qui en est résultée ont permis à notre monnaie de disposer du plus bas niveau des taux d'intérêt de marché en Europe. La décision du Conseil, fondée sur la stabilité et la crédibilité du franc d'aujourd'hui et de l'euro de demain, contribuera à préserver en France, et à étendre en Europe, la confiance des ménages et des entreprises dans le développement sain et durable de l'économie.

# DÉCLARATION INTRODUCTIVE DU PRÉSIDENT DE LA BCE SUITE À LA RÉUNION DU CONSEIL DES GOUVERNEURS, LE 1ER DÉCEMBRE 1998

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,  
publié le 1<sup>er</sup> décembre 1998

Mesdames et Messieurs, le vice-président et moi-même sommes ici aujourd'hui pour vous faire part des résultats des réunions du Conseil des gouverneurs et du Conseil général de la Banque centrale européenne qui se sont tenues ce jour. Comme le mois dernier, le Conseil des gouverneurs avait un ordre du jour très chargé, et nombre des sujets qu'il devait examiner étaient de nature assez technique ou liés à la mise en œuvre, sur le plan juridique, de décisions déjà prises au cours de réunions précédentes.

Permettez-moi tout d'abord d'évoquer les discussions approfondies auxquelles a donné lieu l'examen des évolutions économiques, monétaires et financières récentes.

Aujourd'hui, le Conseil des gouverneurs s'est tout particulièrement attaché, entre autres sujets, aux diverses prévisions actuellement disponibles concernant l'économie mondiale et la zone euro. Ces données laissent indubitablement présager un certain ralentissement de la croissance du PIB réel de la zone euro en 1999 par rapport à la croissance légèrement inférieure à 3 % que l'on prévoit généralement pour 1998.

En outre, le Conseil des gouverneurs a pris note de l'apparent retour au calme de la situation sur les marchés internationaux de capitaux en novembre de cette année. Un élément clé, à cet égard, a été la diminution de la volatilité sur ces marchés.

Le Conseil des gouverneurs a néanmoins souligné que la prudence restait de mise dans l'interprétation des évolutions les plus récentes et des prévisions disponibles. En effet, les risques de révision à la baisse demeurent.

Selon le Conseil des gouverneurs, mises à part les évolutions mondiales, le principal risque affectant l'ensemble des prévisions concerne d'éventuelles répercussions négatives sur la confiance dans la zone euro et, dès lors, sur la demande intérieure. La confiance dans le secteur des entreprises a déjà diminué. À cet égard, le Conseil des gouverneurs a mis l'accent sur l'importance essentielle que revêt le maintien d'un cadre stable et équilibré pour la politique économique au sein de la zone euro, en particulier pour préserver la confiance. Ce cadre se caractérise par le maintien d'une politique monétaire axée sur la stabilité, une orientation des politiques budgétaires compatible avec le Pacte de stabilité et de croissance et la poursuite de réformes structurelles des marchés du travail et des produits dans un contexte de modération salariale. La préservation de ce cadre de politique jouera en faveur de la compétitivité et de la rentabilité des entreprises, encourageant ainsi

l'investissement. En outre, elle contribuera de cette façon à maintenir et à conforter la croissance de l'emploi que l'on a pu observer récemment, soutenant ainsi la consommation des ménages.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a discuté de manière approfondie des questions se rapportant à la conduite de la politique monétaire de la zone euro. Permettez-moi de m'appesantir un moment sur ces discussions qui ont continué de préparer le terrain pour la fixation des taux d'intérêt de la zone euro. Dans le cadre de la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité dont les principaux éléments ont été annoncés en octobre de cette année, le Conseil des gouverneurs est convenu de la valeur de référence quantifiée pour la croissance monétaire et de l'agrégat monétaire auquel elle s'applique. En outre, le Conseil des gouverneurs a analysé de façon approfondie les données sur les évolutions monétaires et a procédé à un examen minutieux des perspectives d'ensemble en matière de stabilité des prix.

La première valeur de référence pour la croissance monétaire décidée par le Conseil des gouverneurs, qui joue un rôle de premier plan dans le diagnostic de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, portera sur l'agrégat monétaire large M3 et a été fixée à un taux annuel de 4,5 % ; ce taux sera réexaminé en décembre 1999. Il est compatible avec le maintien de la stabilité des prix selon la définition publiée par le SEBC, tout en permettant une croissance soutenable de la production. Il a été calculé en supposant que le taux de croissance tendancielle du PIB réel de la zone euro est de l'ordre de 2,0 % -2,5 % par an et que la vitesse de circulation de M3 diminue selon un rythme tendanciel de 0,5 % à 1,0 % par an. De plus amples détails sur le calcul du taux de référence et sur la définition de l'agrégat monétaire large M3 sont fournis dans un communiqué de presse distinct publié ce jour. En ce qui concerne la valeur de référence, permettez-moi de souligner très clairement deux points.

Premièrement, la valeur de référence retenue pour la croissance de M3 a été calculée dans un contexte qui s'inscrit explicitement dans le moyen terme, conformément à la stratégie de politique monétaire du SEBC. L'analyse des évolutions monétaires par rapport à la valeur de référence constituera un point d'ancrage solide pour la conduite de la politique monétaire unique axée sur la stabilité.

Deuxièmement, la stratégie de politique monétaire du SEBC n'entraîne pas de réaction « mécanique » à des déviations de la croissance monétaire par rapport à la valeur de référence annoncée. En première approche, ces déviations feront l'objet d'une analyse approfondie, en parallèle à l'évaluation, fondée sur une large gamme d'indicateurs, des perspectives d'évolution des prix.

Des estimations préliminaires pour une partie de la zone euro indiquent que la moyenne des taux de croissance sur douze mois pour les trois derniers mois (y compris octobre) s'est établie à 4,5 % environ. Dans une perspective à moyen terme, le Conseil des gouverneurs a pris note du fait qu'au cours des deux dernières années le taux de croissance annuel de M3 a constamment fluctué dans une fourchette de 3,5 % à 5,5 %. Il en a été conclu que cette tendance monétaire semble globalement compatible avec le maintien de la stabilité des prix dans la zone euro. Conformément à la stratégie de politique monétaire du SEBC, le Conseil des gouverneurs suivra attentivement les évolutions de M3 par rapport à la valeur de référence.

En ce qui concerne les autres indicateurs financiers, la moyenne des taux d'intérêt à long terme dans la zone euro a légèrement fléchi en novembre, à 4,15 %. La baisse des taux d'intérêt à long terme, qui a été sensible depuis le mois de juin de cette année, est cohérente avec l'opinion que les marchés anticipent actuellement une faible inflation.

Le débat sur les taux d'intérêt appropriés pour le début de la phase III s'est de nouveau approfondi pendant les délibérations des membres du Conseil des gouverneurs sur les perspectives générales de stabilité des prix dans la zone euro. Les perspectives d'évolution des prix sont généralement considérées comme favorables ; il est en effet prévu que le taux de croissance de l'IPCH, qui s'établissait à 1,0 % en octobre, reste inférieur à 2,0 % dans un avenir prévisible, sous réserve toutefois que les prix des importations restent faibles et que les évolutions salariales continuent d'être modérées.

Dans le même contexte, le Conseil des gouverneurs a souligné une fois de plus que les soldes budgétaires sont encore loin d'approcher l'équilibre ou d'être en excédent, tandis que les ratios de dette sont toujours à un niveau très élevé. Tous les membres du Conseil des gouverneurs sont convenus que toute tendance à assouplir la politique budgétaire ou à modifier la stratégie définie dans le Pacte de stabilité et de croissance risquerait de compromettre la crédibilité de l'euro et l'objectif de stabilité des prix.

Dans l'ensemble, les perspectives de stabilité des prix ont été jugées favorables par le Conseil des gouverneurs. Dans un environnement marqué par des incertitudes considérables, la politique monétaire sera guidée par une convergence continue des taux d'intérêt des banques centrales vers le niveau considéré comme approprié à la situation monétaire, financière et économique qui prévaudra au début de la phase III.

Je souhaite maintenant donner la parole au vice-président, qui fera rapport sur les divers aspects relatifs aux travaux préparatoires de la phase III de l'Union économique et monétaire.

## **1. Révision de la clé de répartition pour la souscription du capital de la Banque centrale européenne (BCE)**

La Commission des Communautés européennes nous a transmis des données révisées pour le PIB utilisées pour le calcul de la clé du capital de la Banque centrale européenne (BCE). Ces révisions conduisent à modifier de plus de 0,01 % le calcul de la clé du capital. L'article 2 de la décision initiale du Conseil des gouverneurs de la BCE (décision BCE/1998/1 du 9 juin 1998) stipule que si des révisions reçues avant décembre 1998 conduisent à des variations de cette ampleur, la clé du capital de la BCE est susceptible d'être révisée. Le Conseil général et le Conseil des gouverneurs ont donc examiné et arrêté une modification de la clé du capital et le Conseil des gouverneurs a adopté une décision en conséquence.

Les détails des nouvelles parts des banques centrales nationales (BCN) font l'objet d'un communiqué de presse qui sera publié séparément ce soir.

En relation avec cette modification, le Conseil général a également adopté ce jour une décision BCE sur la contribution au capital de la BCE des banques centrales nationales des pays hors zone euro ; la modification de la clé a, en effet, une incidence sur cette contribution. La décision prévoit que les BCN hors zone euro devront libérer 5 % de leur part dans le capital de la BCE. En fait, les quatre BCN concernées n'effectueront pas de versement dans la mesure où les montants dus sont inférieurs à ce qu'elles devraient recevoir au titre de leur part dans le solde de liquidation de l'Institut monétaire européen. Ces dispositions avaient déjà été arrêtées par le Conseil général lors de sa réunion du 1<sup>er</sup> septembre 1998 ; elles sont désormais reprises dans un texte ayant valeur juridique.

## **2. Cadre juridique national pour les instruments et procédures de la politique monétaire en phase III de l'Union économique et monétaire**

Comme vous le savez déjà, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1999, la politique monétaire unique sera définie et mise en œuvre par les organes de décision de la BCE, le Conseil des gouverneurs et le Directoire. Les opérations de politique monétaire du SEBC seront effectuées d'une manière décentralisée par les BCN participantes. Les BCN ont donc préparé les textes réglementaires et/ou contractuels (la documentation juridique nationale) destinés à mettre en œuvre le cadre de la politique monétaire du SEBC qui a été adopté par le Conseil des gouverneurs le 11 septembre 1998 et qui a été publié dans le rapport intitulé : *La politique monétaire unique en phase III : Documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC*.

La documentation juridique nationale de chacune des banques centrales nationales a été vérifiée par les experts juridiques des BCN et de la BCE de manière à s'assurer qu'elle met en œuvre correctement et reflète bien le cadre de la politique monétaire du SEBC, qui vise à assurer l'égalité de traitement des contreparties dans l'ensemble de la zone euro. Tous les établissements éligibles qui souhaitent avoir accès aux opérations de politique monétaire et aux facilités permanentes en phase III doivent par conséquent contacter leur banque centrale nationale pour se préparer sans tarder à appliquer cette documentation juridique nationale dès le début de la phase III.

### **3. Règlement de la Banque centrale européenne sur l'application de réserves obligatoires**

Le Conseil des gouverneurs a adopté aujourd'hui le règlement de la Banque centrale européenne sur l'application de réserves obligatoires. Les spécifications finales du système de réserves obligatoires qui sera mis en œuvre par le SEBC en phase III ont fait l'objet d'un communiqué de presse à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs du 13 octobre dernier. À cette occasion, il avait été annoncé qu'un règlement de la Banque centrale européenne sur les réserves obligatoires serait publié peu après. Cet engagement a été tenu et les caractéristiques du système de réserves obligatoires du SEBC sont désormais reprises dans un texte de nature juridique.

### **4. Règlement de la Banque centrale européenne sur le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires**

Le Conseil des gouverneurs a également adopté aujourd'hui un règlement de la BCE sur le bilan consolidé des institutions financières monétaires (IFM). Ce règlement doit permettre à la BCE et aux BCN de collecter les données statistiques nécessaires à l'établissement du bilan consolidé du secteur des IFM. Ce bilan a pour objectif de pourvoir la BCE d'un tableau statistique exhaustif des évolutions monétaires couvrant les actifs et passifs financiers agrégés des IFM implantées dans la zone euro.

## **5. Systèmes de paiement**

### **5.1. Documentation juridique du modèle de la banque centrale correspondante (MBCC)**

Le modèle de la banque centrale correspondante (MBCC) est un système qui permettra l'usage transfrontière des actifs admis en garantie pour les opérations de politique monétaire du SEBC. C'est un système qui s'appuie sur des relations bilatérales établies entre les banques centrales nationales qui y participent et qui entraîne, entre autres, un régime de droits et de devoirs entre les banques centrales nationales.

Deux documents juridiques sont liés à ce système. Premièrement, ce qu'il est convenu d'appeler « l'accord principal sur le MBCC », qui concerne les États membres participant à la zone euro et la BCE et, deuxièmement, ce que nous appelons « l'accord sur le MBCC avec les *out* », qui traite des règles applicables aux opérations impliquant des États membres qui ne participent pas à la zone euro.

Aujourd'hui, les gouverneurs des banques centrales des quinze États membres de l'Union européenne et le président de la BCE ont signé « l'accord sur le MBCC avec les *out* » et les membres de l'Eurosystème ont signé « l'accord principal sur le MBCC », « l'Eurosystème » étant le terme que nous entendons désormais utiliser pour nous référer aux onze banques centrales de la zone euro et à la BCE. Des précisions complémentaires sur le MBCC et des informations sur la publication à venir d'une brochure sur le sujet sont fournies dans un communiqué de presse séparé qui vous sera diffusé ce soir.

### **5.2. Accord sur Target**

Pour faire suite à l'accord du Conseil des gouverneurs, intervenu au mois de novembre de cette année, sur les principales caractéristiques du cadre juridique de *Target*, je suis heureux de vous informer que l'accord sur *Target* a été signé aujourd'hui par les quinze gouverneurs de banques centrales et le président de la BCE, permettant ainsi aux banques centrales des pays ne participant pas à l'euro de se connecter à *Target*. En signant aujourd'hui cet accord sur *Target*, les Banques centrales du Danemark, de Grèce, de Suède et du Royaume-Uni ont par conséquent accepté les règles et les procédures définies dans le guide *Target*, qui régit les relations entre la BCE et toutes les banques centrales de la zone euro. Enfin, cet accord me donne le plaisir d'annoncer que les gouverneurs des banques centrales de ces quatre pays ont engagé leur banque centrale à adhérer aux principes définis dans la déclaration sur les systèmes de paiement et de règlement en euros installés hors de la zone euro, qui vous a été communiquée le 3 novembre 1998.

## **6. Comptabilité et états financiers**

Enfin, aujourd'hui, après avoir pris en compte les observations du Conseil général, le Conseil des gouverneurs a adopté une orientation de la Banque centrale européenne sur le cadre réglementaire relatif à la comptabilité et aux états financiers du Système européen de banques centrales. Cette orientation ne sera pas publiée, mais sera mise à disposition sur demande à la Banque centrale européenne.

Un certain nombre d'autres décisions ont été également prises concernant la situation hebdomadaire consolidée du SEBC. Les formats des états financiers publiés du SEBC ont été adoptés. Il a été décidé que la date d'arrêté de la situation hebdomadaire consolidée sera le vendredi et que sa publication aura lieu le mardi suivant. De plus amples détails vous seront fournis lors de la publication du premier bilan consolidé hebdomadaire.

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>

# CLÉ DE RÉPARTITION POUR LA SOUSCRIPTION DU CAPITAL DE LA BCE

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,  
publié le 1<sup>er</sup> décembre 1998

Faisant suite à la notification de la Commission des Communautés européennes sur la révision des données statistiques en matière de PIB, il a été décidé de modifier les parts des banques centrales nationales dans la clé de répartition pour la souscription du capital de la Banque centrale européenne (BCE) selon les pourcentages suivants :

Nationale Bank van België/Banque nationale de Belgique	2,8658 %
Danmarks Nationalbank	1,6709 %
Deutsche Bundesbank	24,4935 %
Bank of Greece	2,0564 %
Banco de España	8,8935 %
Banque de France	16,8337 %
Central Bank of Ireland	0,8496 %
Banca d'Italia	14,8950 %
Banque centrale du Luxembourg	0,1492 %
De Nederlandsche Bank	4,2780 %
Oesterreichische Nationalbank	2,3594 %
Banco de Portugal	1,9232 %
Suomen Pankki	1,3970 %
Sveriges Riksbank	2,6537 %
Bank of England	14,6811 %

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>

# LE MODÈLE DE LA BANQUE CENTRALE CORRESPONDANTE

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,  
publié le 1<sup>er</sup> décembre 1998

En complément de son rapport intitulé : *La politique monétaire unique en phase III : documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC* (septembre 1998), la Banque centrale européenne (BCE) publiera, avant le début de la phase III sur le réseau Internet, à l'adresse suivante : <http://www.ecb.int.itemccbm>, une brochure décrivant les principales caractéristiques du modèle de la banque centrale correspondante (MBCC). Des précisions complémentaires sur les procédures à utiliser pour l'usage transfrontière des actifs admis en garanties pourront être obtenues auprès des banques centrales nationales.

L'article 18.1 des statuts du SEBC requiert que toutes les opérations d'apport de liquidités du Système européen de banques centrales s'appuient sur des garanties appropriées. En outre, en application de l'un des principes directeurs de l'Union monétaire, les contreparties doivent être traitées sur un pied d'égalité. Pour assurer le respect de ces principes dans le cadre de l'utilisation des garanties et compte tenu des règles limitant l'utilisation transfrontière des actifs admis en garantie telles qu'elles sont indiquées dans *la Documentation générale*, le SEBC a examiné les différentes manières d'assurer que tout actif éligible, pour les opérations de politique monétaire ou pour obtenir de la liquidité intrajournalière dans *Target*, pourra être utilisé par l'ensemble des participants au marché, indépendamment du lieu où est situé dans l'Union européenne la garantie ou le participant à l'opération.

Les travaux menés par le SEBC ont clairement montré que, pour le moyen et long terme, les opérateurs de marché développent actuellement des solutions appropriées pour la mobilisation transfrontière des garanties. Cependant, à court et moyen terme, il est nécessaire de mettre en place un système de mobilisation transfrontière couvrant toute l'Union européenne et opérationnel dès le début de la phase III.

C'est pourquoi le SEBC a conçu le modèle de la banque centrale correspondante (MBCC) comme solution transitoire afin de faciliter l'usage transfrontière des actifs admis en garantie, en attendant que des dispositifs alternatifs développés par le marché soient mis en œuvre dans tous les États membres de l'Union européenne. Le MBCC permettra aux contreparties l'usage transfrontière d'actifs à la fois de niveau 1 et de niveau 2. La BCE a maintenant achevé les tests des procédures et adopté les textes juridiques régissant les relations entre banques centrales.

La liste des actifs admis en garantie dans le cadre des opérations de politique monétaire du SEBC est disponible sur le site Internet de la BCE. En outre, les banques centrales des États membres de l'Union européenne qui ne participent pas à la zone euro dès le début de la phase III préparent les listes d'actifs qu'elles admettront en garantie pour consentir des crédits intrajournaliers dans *Target*. Ces listes sont disponibles auprès des banques centrales nationales concernées.

Outre sa diffusion sur Internet, la brochure sera également remise par les banques centrales nationales de l'Union européenne aux contreparties intéressées dans leur pays respectif. Des exemplaires de ce document sont disponibles 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 VALEUR DE RÉFÉRENCE QUANTIFIÉE POUR LA CROISSANCE MONÉTAIRE

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,  
en date du 1<sup>er</sup> décembre 1998

Le 13 octobre 1998, le Conseil des gouverneurs de la BCE a présenté les éléments principaux de sa stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité des prix. Le Conseil des gouverneurs a rendu publique sa définition quantitative de l'objectif principal du SEBC, qui consiste à maintenir la stabilité des prix. Celle-ci a été définie comme étant une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % pour la zone euro. En outre, le Conseil des gouverneurs a exposé les deux éléments essentiels de la stratégie qu'il mettra en œuvre pour atteindre son objectif de maintien de la stabilité des prix. Premièrement, un rôle de premier plan sera assigné à la monnaie. Ce rôle sera souligné par l'annonce d'une valeur de référence quantifiée pour la croissance d'un agrégat monétaire large. Deuxièmement, en parallèle à l'analyse des évolutions monétaires relativement à la valeur de référence, il sera procédé à une évaluation des perspectives d'évolution des prix et des risques pour la stabilité des prix dans la zone euro. Cette évaluation reposera sur une large gamme d'indicateurs économiques et financiers.

L'annonce en date du 13 octobre avait laissé deux points en suspens : le calcul de la valeur de référence pour la croissance monétaire et la définition de l'agrégat monétaire large pour lequel cette valeur de référence sera publiée.

Lors de sa réunion du 1<sup>er</sup> décembre 1998, le Conseil des gouverneurs de la BCE s'est mis d'accord sur ces questions qui touchent à la stratégie de politique monétaire du SEBC en précisant les caractéristiques de la valeur de référence quantifiée pour la croissance monétaire.

**1.** La valeur de référence portera sur l'agrégat monétaire large M3. M3 sera constitué de la monnaie fiduciaire, de certaines exigibilités des institutions financières monétaires (IFM) résidentes de la zone euro ainsi que, dans le cas des dépôts, des exigibilités de certaines institutions ressortissant à l'administration centrale (comme La Poste et le Trésor). Ces exigibilités, incluses dans M3, sont les suivantes : dépôts à vue ; dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans ; dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois ; pensions ; titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans ; titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire (net).

**2.** La valeur de référence pour la croissance monétaire doit être compatible avec — et servir — l'objectif de stabilité des prix. Dans des circonstances normales, des écarts constatés entre la croissance monétaire effective et la valeur de référence signaleraient des risques pour la stabilité des prix. À cet effet, il convient, pour calculer cette valeur de référence, d'utiliser une méthode compatible avec la définition quantitative de la stabilité des prix du SEBC, c'est-à-dire une progression sur un an de l'IPCH inférieure à 2 % pour la zone euro. La stabilité des prix ainsi définie doit être maintenue sur le moyen terme.

**3.** En outre, la valeur de référence fixée pour la croissance monétaire doit prendre en compte la croissance de la production réelle et les changements de la vitesse de circulation de la monnaie. Au vu de l'orientation à moyen terme de la politique monétaire, il apparaît opportun de fonder le calcul de la valeur de référence sur des hypothèses relatives à la fois à la tendance à moyen terme du PIB réel et à celle de la vitesse de circulation de la monnaie.

**3.1.** S'agissant de la croissance tendancielle du PIB réel de la zone euro, un chiffre de l'ordre de 2,0 %-2,5 % par an constitue une estimation. Toutefois, la croissance non inflationniste de la zone euro pourrait, à l'avenir, être plus élevée si les réformes structurelles nécessaires des marchés du travail et des produits étaient réalisées.

**3.2.** En ce qui concerne la vitesse de circulation de la monnaie, les tendances à moyen terme doivent être appréciées à la lumière des changements de régime et des modifications institutionnelles et de comportement liés au processus de convergence et au passage à l'Union monétaire. Les incertitudes qui en résulteront pour la vitesse de circulation de la monnaie au sens large ont conduit à considérer qu'un ralentissement de l'ordre de 0,5 %-1,0 % par an constituait une hypothèse plausible pour l'évolution tendancielle à moyen terme de la vitesse de circulation monétaire. Cette hypothèse est compatible avec ce qu'il a été possible d'observer au cours des vingt dernières années.

**4.** Le calcul de la valeur de référence repose sur les contributions à la croissance monétaire résultant des hypothèses établies pour les prix (glissement annuel inférieur à 2 %), la croissance du PIB réel (croissance tendancielle de 2,0 %-2,5 % par an) et la vitesse de circulation de la monnaie (ralentissement tendanciel de l'ordre de 0,5 %-1,0 % par an).

**5.** Le Conseil des gouverneurs a décidé de publier un taux de référence pour la croissance monétaire plutôt qu'une fourchette. En effet, selon lui, le fait de publier une fourchette de croissance risquerait de susciter des interprétations erronées de la part du public en donnant l'impression que les taux d'intérêt seraient modifiés automatiquement au cas où la croissance monétaire s'écarterait des limites de ladite fourchette.

**6.** En fixant une valeur de référence pour la croissance monétaire, le Conseil des gouverneurs a mis en évidence le fait que la définition de la stabilité des prix publiée par le SEBC limite la progression de l'IPCH pour la zone euro à un niveau « inférieur à 2 % ». En outre, le ralentissement tendanciel effectif de la vitesse de circulation de la monnaie devrait se situer à un niveau légèrement inférieur à la limite basse précitée. Prenant en compte ces deux facteurs, le Conseil des gouverneurs a décidé de fixer la première valeur de référence à 4,5 %.

**7.** Le SEBC suivra les évolutions monétaires par rapport à la valeur de référence sur la base des moyennes mobiles sur trois mois du taux de croissance sur un an de M3, ce qui permettra d'éviter que des chiffres mensuels aberrants ne viennent fausser les informations contenues dans l'agrégat ; l'orientation à moyen terme de la valeur de référence s'en trouvera renforcée.

**8.** En décembre 1999, le Conseil des gouverneurs de la BCE réexaminera la valeur de référence pour la croissance monétaire.

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>

# PUBLICATION DU GUIDE DE COMPIRATION DES STATISTIQUES MONÉTAIRES ET BANCAIRES ADDITIF 1

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,  
en date du 2 décembre 1998

L’Institut monétaire européen (IME) a publié en avril 1998 un document intitulé : *Money and Banking Statistics Compilation Guide – Guidance provided to the NCBs for the compilation of money and banking statistics for submission to the ECB — Guide de compilation des statistiques monétaires et bancaires – Éléments d’orientation fournis aux banques centrales nationales (BCN) pour la compilation des statistiques monétaires et bancaires destinées à la Banque centrale européenne (BCE)* dit *Guide de compilation* —, afin d’aider les BCN à compiler les informations statistiques qu’elles doivent transmettre à la BCE conformément aux obligations en matière statistique prévues pour la phase III de l’Union monétaire et décrites intégralement dans le rapport intitulé : *Obligations statistiques pour l’Union monétaire (Dispositif de mise en œuvre)*, juillet 1996. La BCE a formellement approuvé le 1<sup>er</sup> septembre 1998 le *Guide de compilation*.

L’édition d’avril 1998 du *Guide de compilation* indiquait que ce document ferait l’objet de mises à jour régulières. Il est désormais devenu nécessaire de procéder, pour deux raisons, à la première de ces mises à jour. Premièrement, s’agissant des instruments du marché monétaire recensés pour l’élaboration du bilan des institutions financières monétaires (IFM), les éléments d’orientation actuellement contenus dans le *Guide de compilation* doivent être précisés afin de garantir un degré suffisant d’homogénéité, notamment en ce qui concerne le classement transfrontière dans l’ensemble de la zone euro ; il convient également de prendre en compte le fait que cette rubrique figure dans l’assiette des réserves obligatoires du Système européen de banques centrales (SEBC) (cf. communiqué de presse de la BCE en date du 8 juillet). Deuxièmement, alors que le *Guide de compilation* porte sur la phase III, un problème relatif au classement dans la phase II s’est fait jour dans certains États membres concernant les prêts garantis par des effets. L’importance potentielle du problème pour les séries historiques constitue un autre facteur justifiant cette mise à jour du *Guide de compilation*.

Le *Guide de compilation* sera diffusé par les soins des banques centrales nationales de l’Union européenne aux parties intéressées de leur pays respectif. Des exemplaires sont disponibles 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>

# TAUX D'INTÉRÊT DANS L'UNION EUROPÉENNE

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

L'ensemble des banques centrales nationales participant à la politique monétaire unique dès le début de la phase III ont procédé aujourd'hui à une baisse concertée de leur taux directeur. Ces décisions interviennent à l'issue d'une discussion approfondie au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE, ayant conduit à un consensus fondé sur une appréciation commune de la situation économique, monétaire et financière dans la zone euro.

Cette réduction concertée des taux d'intérêt doit être considérée *de facto* comme une décision portant sur le niveau des taux d'intérêt avec lequel le SEBC entamera la phase III de l'Union monétaire et qu'il compte maintenir dans l'avenir prévisible.

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>

# RÈGLEMENT DE LA BCE CONCERNANT LE BILAN CONSOLIDÉ DU SECTEUR DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,  
en date du 4 décembre 1998

Lors de sa réunion de mardi dernier, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a adopté le règlement BCE/1998/16 de la Banque centrale européenne relatif au bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires, qui met en œuvre le règlement du Conseil (CE) n° 2533/98 du 23 novembre 1998 relatif à la collecte d'informations statistiques par la Banque centrale européenne. Le règlement BCE/1998/16 entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1999, aura force exécutoire dans toutes ses parties et sera directement applicable. Il imposera directement aux agents déclarants de la zone euro des obligations de déclaration statistique.

Le règlement BCE/1998/16 est destiné à habiliter la BCE et les banques centrales nationales (BCN) — qui, conformément à l'article 5.2 des Statuts du Système européen de banques centrales (SEBC), effectueront le travail dans la mesure du possible — à collecter les informations statistiques nécessaires à l'accomplissement des missions du Système européen de banques centrales (SEBC) et, en particulier, celle consistant à définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la Communauté européenne. Les informations statistiques collectées conformément au règlement BCE/1998/16 permettront d'établir le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires (IFM), dont la vocation principale est de fournir un tableau statistique exhaustif des évolutions monétaires couvrant les actifs et les passifs financiers agrégés des IFM installées dans les États membres participants, ceux-ci étant considérés comme un seul territoire économique.

À cet effet, la BCE doit recevoir des informations statistiques comparables, fiables et à jour, collectées en utilisant des définitions et des classifications harmonisées dans l'ensemble de la zone euro. Même si ces données seront collectées de manière décentralisée par les BCN, un degré suffisant d'harmonisation et le respect des normes minimales de déclaration sont indispensables, afin d'établir une base statistique fiable pour la définition et la conduite de la politique monétaire unique. En outre, afin de réduire au minimum la charge de déclaration, le cadre statistique mis en œuvre en vertu du règlement BCE/1998/16 servira également au calcul de l'assiette des réserves, conformément au règlement BCE/1998/15 concernant l'application de réserves obligatoires.

Il convient de noter qu'une version pratiquement identique à la présente version des annexes du règlement BCE/1998/16 a été publiée à titre d'information dans la *Documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC*, en septembre 1998. Les principaux aspects du règlement BCE/1998/16 sont résumés ci-après.

### ***Population déclarante effective – Liste des IFM établie à des fins statistiques***

C'est la population des IFM résidentes dans la zone euro qui constituera la population déclarante effective. Les IFM comprennent les établissements de crédit résidents tels que 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 de dépôts de la part d'entités autres que des IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. La BCE établit et met à jour une liste des institutions répondant à cette définition, conformément aux principes de classification spécifiés à l'annexe 1 du règlement BCE/1998/16. Les OPCVM monétaires remplissent les conditions convenues et sont dès lors inclus dans le secteur des IFM. L'annexe 1 du règlement BCE/1998/16 contient une définition juridique permettant de recenser à cette fin les OPCVM monétaires.

Les banques centrales nationales sont habilitées à accorder des dérogations aux petites IFM si les IFM contribuant au bilan consolidé mensuel représentent au moins 95 % du total de bilan des IFM résidentes de chaque État participant. L'octroi d'une dérogation par une BCN aura pour conséquence que les petites IFM concernées seront soumises à des obligations de déclaration réduites, auxquelles les petits établissements ne pourront se soustraire puisqu'ils sont assujettis au système de réserves obligatoires. Toutefois, les IFM bénéficiant d'une dérogation peuvent choisir de remplir l'ensemble des obligations de déclaration.

### ***Obligations de déclaration statistique***

Afin d'établir le bilan consolidé, la population déclarante effective devra communiquer, sur une base mensuelle, des informations statistiques relatives à son bilan. D'autres informations seront demandées sur une base trimestrielle. Les informations statistiques soumises à déclaration sont exposées plus en détail à l'annexe 1 du règlement.

Les données statistiques pertinentes seront collectées par les BCN, qui définissent la procédure de déclaration à suivre. Le règlement BCE/1998/16 n'empêche pas les BCN de collecter auprès de la population déclarante effective les informations statistiques nécessaires à la BCE dans le cadre d'un dispositif de collecte plus large établi sous leur propre responsabilité, conformément à la législation communautaire ou nationale ou à la pratique et qui répondent à d'autres fins statistiques. Toutefois, cela ne doit pas nuire au respect des obligations statistiques prévues par le règlement BCE/1998/16. Dans certains cas, la BCE peut s'appuyer sur les informations statistiques collectées à de telles fins pour répondre à ses besoins.

### ***Vérification et collecte obligatoire***

La BCE elle-même et les BCN exerceront normalement le droit de vérifier et d'imposer la collecte d'informations statistiques lorsque les normes minimales prévues pour la transmission, l'exactitude, la validité conceptuelle et les révisions des données ne sont pas respectées. Ces normes minimales sont décrites à l'annexe 4 du règlement BCE/1998/16.

### ***États membres non participants***

Le règlement BCE/1998/16 ne s'applique que dans les États membres de la zone euro. Cependant, l'article 5 des Statuts du SEBC relatif à la compétence de la BCE et des BCN en matière de statistiques et le règlement du Conseil (CE) n° 2533/98 du 23 novembre 1998 relatif à la collecte d'informations statistiques par la BCE s'appliquent dans tous les États membres. Cela implique aussi, conjointement avec l'article 5 du Traité instituant la Communauté européenne, une obligation pour les États membres ne participant pas à la zone euro d'effectuer en temps utile les préparatifs requis dans le domaine statistique pour devenir des États membres participants. Pour des raisons de transparence, cette obligation est rappelée dans les considérants du règlement BCE/1998/16.

Ce règlement pourra être obtenu dans toutes les langues de la Communauté auprès des banques centrales nationales et de la BCE dans les prochains jours et sera publié peu après au Journal officiel des Communautés européennes.

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>

# RÈGLEMENT DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE SUR L'APPLICATION DE RÉSERVES OBLIGATOIRES

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,  
en date du 4 décembre 1998

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a adopté au cours de sa réunion de mardi le « Règlement de la Banque centrale européenne sur l'application de réserves obligatoires ».

Ce règlement fixe le régime juridique dans lequel s'inscrivent les modalités d'application du système de réserves obligatoires du Système européen de banques centrales (SEBC) présenté dans le rapport de la BCE intitulé : *La politique monétaire unique en phase III : documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC* (septembre 1998) et dans le communiqué de presse ultérieur de la BCE intitulé : « Utilisation d'un système de réserves obligatoires par le Système européen de banques centrales pendant la phase III : spécifications finales » (13 octobre 1998).

La base juridique du règlement de la BCE sur l'application de réserves obligatoires se trouve dans l'article 19 des statuts du SEBC et de la BCE ainsi que dans le règlement du Conseil (CE) n° 2531/98 concernant l'application de réserves obligatoires par la BCE, qui a été adopté par le Conseil Ecofin le 23 novembre 1998 et publié au Journal officiel des Communautés européennes le 27 novembre 1998.

L'article 19 des statuts du SEBC et de la BCE habilite la BCE à imposer aux établissements de crédit implantés dans les États membres de la zone euro la constitution de réserves obligatoires à des fins de politique monétaire. En outre, le règlement du Conseil précité spécifie trois aspects du système de réserves obligatoires du SEBC : assiette des réserves, niveau maximum autorisé des taux de réserves et sanctions susceptibles d'être appliquées en cas de manquement aux obligations des assujettis. Toutes les autres caractéristiques de ce système pourront être déterminées par la BCE dans le cadre fixé par les statuts du SEBC et de la BCE ainsi que par le règlement du Conseil.

Dans ce contexte, le règlement de la BCE sur l'application de réserves obligatoires adopté mardi définit, entre autres dispositions, les taux de réserves applicables, les institutions assujetties, le mode de calcul des réserves obligatoires et la rémunération des avoirs constitués à ce titre.

Le règlement de la BCE sur l'application de réserves obligatoires garantit l'uniformité des modalités de mise en œuvre du système de réserves obligatoires du SEBC dans l'ensemble de la zone euro tout en complétant la réglementation requise en la matière.

Ce règlement pourra être obtenu dans les prochains jours dans toutes les langues de la Communauté auprès des banques centrales nationales et de la BCE et sera publié peu après au Journal officiel des Communautés européennes.

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>

# PROCÉDURES DE SUIVI DU SEBC DURANT LE WEEK-END DE PASSAGE À L'EURO

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,  
en date du 11 décembre 1998

Le 3 novembre 1998, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé un certain nombre de décisions relatives au dispositif de suivi du « Week-end de passage à l'euro », mené en coopération avec les banques centrales nationales et certaines banques centrales n'appartenant pas à l'Union européenne. Le week-end de passage à l'euro est la période comprise entre l'annonce des taux de conversion de l'euro vis-à-vis des monnaies nationales des États membres participants, le 31 décembre 1998 en début d'après-midi, et l'ouverture des marchés en euros le 4 janvier 1999 tôt le matin. Les opérations finales de conversion pour le basculement du système bancaire et financier en euros seront, dans une large mesure, concentrées sur ces quelques jours.

La BCE continue aujourd'hui de rendre compte des dernières évolutions concernant cette tâche, qu'elle mène avec l'assistance du Comité « Week-end de passage à l'euro », constitué d'experts de la BCE et des banques centrales nationales des pays participants.

Le Système européen de banques centrales (SEBC) suivra tout particulièrement la migration des systèmes informatiques, logiciels, bases de données et autres enregistrements informatiques, notamment dans la mesure où ceux-ci sont susceptibles d'avoir une incidence sur le lancement sans heurt de la politique monétaire unique.

La procédure de suivi est destinée à déceler, le plus tôt possible, des difficultés éventuelles. Les organes de décision de la BCE se tiennent prêts à prendre, si nécessaire, les mesures qui s'imposent.

La procédure de suivi comportera deux éléments clés.

– Pour l'*Eurosystème* (la BCE et les 11 banques centrales nationales), les composantes essentielles de la transition vers la monnaie unique (appelées « jalons »), dont la réalisation en temps voulu contribuera à la mise en place de l'infrastructure complète du SEBC le 4 janvier 1999, ont été définies par le Comité « Week-end de passage à l'euro ». Le suivi de ces jalons sera assuré de manière collective. Des tests poussés de ces activités essentielles ont été effectués au cours des derniers mois.

– Pour le secteur bancaire et financier, le Comité « Week-end de passage à l'euro » a donné la priorité à un noyau d'institutions (systèmes de paiement et de règlement, conservateurs de titres et fournisseurs de données) pour lesquelles la transition sans heurt est une condition du bon fonctionnement des marchés en euros et de la politique monétaire. Dans chaque État membre de la zone euro, la définition précise de ce noyau d'institutions a été confiée aux banques centrales nationales respectives.

Le rôle des *banques centrales nationales* consistera à :

- assurer le suivi direct de l'ensemble des institutions financières appartenant aux infrastructures clés de leurs marchés de capitaux respectifs ;
- maintenir une vigilance particulière à l'égard des dépositaires centraux de titres, tant nationaux qu'internationaux, des conservateurs et des établissements de crédit agissant en qualité de banques correspondantes de premier plan au sein de la zone euro et localisées sur leur territoire respectif ;
- servir de point de contact à ces institutions en engageant au niveau national toute action qu'elles jugeront nécessaire et en proposant, le cas échéant, les mesures qui s'imposent au niveau européen.

Les banques centrales nationales ont mis en place des dispositifs *ad hoc* avec les autorités de contrôle bancaire nationales respectives et ont été invitées à étudier l'instauration de liens appropriés avec les autres organes de contrôle.

Le rôle spécifique de la *Banque centrale européenne* sera :

- d'organiser la procédure conjointe de suivi dans la zone euro ;
- de collecter les informations communiquées par les banques centrales nationales et de les diffuser ;
- d'assurer le suivi direct de la transition vers l'euro d'un nombre limité d'institutions financières d'importance capitale au niveau mondial et/ou européen : l'Association bancaire pour l'euro (Paris), Swift (Bruxelles), Echo (Londres) et les principales agences de presse fournissant des données au secteur financier ;
- d'informer ses propres organes de décision et de fournir toute assistance requise, afin de mettre en œuvre, si nécessaire, les mesures qui s'imposent.

En outre, la BCE a établi des contacts *ad hoc* avec les banques centrales nationales des quatre pays de l'Union européenne ne participant pas à la zone euro, les autres banques centrales des pays du G 10 et la Commission européenne.

À travers ce réseau de contacts, le Conseil des gouverneurs de la BCE entend « 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 » comme annoncé dans le communiqué de presse de la BCE du 3 novembre 1998.

Des « points de communication » pour la collecte et l'échange des informations pertinentes fonctionneront à la BCE et dans les banques centrales nationales de 9 heures à 20 heures tous les jours du week-end de passage à l'euro. Chaque institution financière impliquée dans le processus de passage à l'euro devra faire rapport à l'institution adéquate, conformément à la répartition des rôles mentionnée ci-dessus.

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>

# BILAN CONSOLIDÉ DU SECTEUR DES IFM (SEPTEMBRE 1997- OCTOBRE 1998) ET AGRÉGAT MONÉTAIRE LARGE M3 (DÉCEMBRE 1996- OCTOBRE 1998)

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne,  
en date du 14 décembre 1998

Les tableaux fournis en annexe à ce communiqué de presse présentent les premières statistiques élaborées par le Système européen de banques centrales relatives au bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro et à l'agrégat monétaire large M3 calculé à partir de ce bilan consolidé. Les données publiées ce jour concernent la situation au 1<sup>er</sup> décembre. Ces données feront dorénavant l'objet d'une mise à jour (comportant éventuellement des révisions des données historiques) et seront publiées selon une périodicité mensuelle. Le présent communiqué de presse couvre la période comprise entre septembre 1997 et octobre 1998 pour les chiffres de fin de mois relatifs, d'une part, aux créances et exigibilités figurant au bilan consolidé du secteur des IFM et, d'autre part, à l'encours de M3 et de ses composantes. En outre, les taux de croissance de M3 sur douze mois, calculés en se fondant en partie sur des estimations, sont présentés pour la période allant de décembre 1996 à octobre 1998. Bien que les taux de croissance annuels de M3 doivent être interprétés avec une certaine prudence, puisqu'il s'agit de données provisoires, ils représentent à l'heure actuelle la source d'information la plus fiable et la plus complète sur les données monétaires de la zone euro.

## ***Bilan consolidé du secteur des IFM***

Le bilan consolidé du secteur des IFM (cf. tableau 1) fournit un tableau complet et homogène des intermédiaires financiers considérés comme créateurs de monnaie dans la zone euro. L'objectif principal consiste à pourvoir la Banque centrale européenne (BCE) d'un état statistique exhaustif des évolutions monétaires et financières au sein de la zone euro et à lui fournir le cadre de définition et de présentation des agrégats monétaires et de leurs contreparties.

Le bilan consolidé du secteur des IFM s'articule donc autour des deux principaux éléments suivants :

– une liste des IFM élaborée à des fins statistiques. La BCE établit, actualise et publie sur Internet de manière régulière la liste des IFM à des fins statistiques conformément aux principes de classification harmonisés. Des procédures de suivi et de vérification permanente garantissent que la liste des IFM reste à jour, précise, aussi homogène que possible et suffisamment stable pour les besoins statistiques ;

– et une description des informations statistiques déclarées par ces IFM sur une base mensuelle et trimestrielle. La BCE exige que les informations statistiques soient classées en catégories harmonisées d'instruments, d'échéances, de devises et de contreparties. La BCE calculera ces agrégats pour la zone euro en termes d'encours (stocks) et de flux dérivés des encours.

Un aspect important à cet égard est l'innovation financière, elle-même affectée par le développement du Marché unique et la mise en place de l'Union monétaire, qui ont tous deux une influence sur les caractéristiques des instruments financiers et incitent les institutions financières à recentrer leurs activités.

Les données statistiques exigées pour le calcul du bilan consolidé du secteur des IFM ont été définies au départ dans le *Dispositif de mise en œuvre* (« Obligations statistiques pour la phase III de l'Union monétaire ») qui a été mis à la disposition des agents déclarants en juillet 1996 par l'Institut monétaire européen et les banques centrales nationales. À compter du 1<sup>er</sup> janvier 1999, la collecte et le calcul des informations statistiques requises s'effectueront en application du règlement BCE/1998/16 relatif au bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires (cf. communiqué de presse publié le 1<sup>er</sup> décembre 1998).

### **Composition de M3**

Comme mentionné dans le communiqué de presse intitulé « La valeur de référence quantifiée pour la croissance monétaire » publié le 1<sup>er</sup> décembre 1998, l'agrégat monétaire large M3 est constitué de la monnaie fiduciaire (net) plus certaines exigibilités des IFM résidentes de la zone euro ainsi que, dans le cas des dépôts, des exigibilités de certaines institutions qui font partie de l'administration centrale (comme La Poste et le Trésor). Les exigibilités incluses dans M3 sont les suivantes : dépôts à vue ; dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans ; dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois ; pensions ; titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans (net) ; titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire (net). Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale sont incluses dans M3 (cf. tableau 2).

En ce qui concerne les composantes de M3, ce sont les dépôts à vue qui en représentent la part la plus importante (31 % de l'encours de M3 en octobre 1998). La part des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans est ressortie à 20 % de M3 en octobre 1998 et celle des dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois à 27 %. Le poids cumulé de la monnaie fiduciaire (net), des titres d'OPCVM monétaires et des instruments du marché monétaire (net) a atteint 7 % environ. Parmi les plus petites composantes, figurent les pensions (5 % de M3 en octobre 1998) et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans (net), dont la part s'est établie à 2 %.

### **Évolutions de M3**

L'agrégat monétaire M3 pour la zone euro a progressé à un taux annuel de 4,8 % en octobre 1998, soit une hausse de 0,5 point par rapport au glissement annuel de septembre 1998 (4,3 %). La progression modérée du taux de croissance sur douze mois de M3 en octobre 1998 a reflété, essentiellement, une demande accrue d'instruments négociables inclus dans M3, en particulier de pensions, de titres d'OPCVM monétaires et d'instruments du marché monétaire. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels de M3 en août, septembre et octobre s'est établie à 4,5 % environ.

Dans une perspective à plus long terme, les estimations disponibles indiquent que M3 a progressé à un rythme annuel régulier compris entre 3,5 % et 5,5 % au cours des deux dernières années. Lors de sa réunion du 1<sup>er</sup> décembre 1998, le Conseil des gouverneurs de la BCE a conclu que cette tendance monétaire semble largement compatible avec le maintien de la stabilité des prix dans la zone euro.

De plus amples informations 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>

Tableau 1

**BILAN CONSOLIDÉ DU SECTEUR DES IFM DE LA ZONE EURO**

(encours en fin de mois brut – en milliards d'écus)

	1997				1998									
	Sept.	Octobre	Nov.	Déc.	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Octobre
<b>ACTIF</b>														
Credits aux résidents de la zone euro .....	5 396,6	5 426,9	5 464,6	5 520,0	5 517,6	5 539,0	5 571,2	5 605,9	5 612,2	5 671,7	5 718,6	5 710,3	5 758,4	5 787,2
Administrations publiques .....	830,0	834,4	846,6	836,8	822,9	822,0	821,2	824,2	815,6	821,9	818,1	820,1	822,6	829,0
Autres résidents de la zone euro .....	4 566,6	4 592,5	4 618,0	4 683,2	4 694,7	4 717,0	4 750,0	4 781,6	4 796,5	4 849,8	4 900,5	4 890,2	4 935,8	4 958,2
Avoirs en actions et autres participations de résidents de la zone euro .....	1 370,2	1 367,2	1 375,6	1 345,8	1 373,3	1 386,7	1 406,1	1 411,7	1 426,4	1 421,8	1 394,2	1 403,0	1 400,1	1 412,2
Administrations publiques .....	1 191,0	1 188,8	1 194,9	1 174,6	1 195,0	1 203,3	1 219,0	1 224,3	1 235,8	1 238,2	1 200,0	1 208,2	1 205,8	1 213,6
Autres résidents de la zone euro .....	179,2	178,4	180,7	171,2	178,3	183,4	187,1	187,4	190,6	183,6	194,2	194,8	194,4	198,6
Avoirs en actions et autres participations d'autres résidents de la zone euro .....	217,5	221,0	225,0	236,5	249,7	259,7	276,1	284,6	290,1	287,0	279,9	272,4	274,0	275,8
Avoirs de change .....	1 809,2	1 816,7	1 872,7	1 858,2	1 881,2	1 905,8	1 941,7	1 917,6	1 912,4	1 931,5	1 882,8	1 890,0	1 886,3	1 890,7
Actifs immobilisés .....	240,3	243,2	245,7	240,4	238,0	238,4	240,0	240,3	249,1	246,3	241,4	242,4	243,2	245,0
Autres créances .....	786,9	795,8	842,0	808,3	833,5	840,5	815,8	837,8	855,2	863,1	852,3	805,8	822,2	825,2
<b>Total</b> .....	<b>9 820,7</b>	<b>9 873,5</b>	<b>10 025,6</b>	<b>10 009,3</b>	<b>10 093,3</b>	<b>10 169,9</b>	<b>10 250,9</b>	<b>10 297,8</b>	<b>10 345,3</b>	<b>10 421,3</b>	<b>10 369,2</b>	<b>10 324,0</b>	<b>10 384,3</b>	<b>10 436,1</b>
<b>PASSIF</b>														
Monnaie fiduciaire .....	307,3	307,7	310,8	316,3	308,3	308,5	308,5	311,5	313,8	312,1	317,2	311,5	308,5	310,0
Dépôts de l'administration centrale .....	154,3	154,3	146,0	157,2	148,9	162,5	142,4	144,4	138,0	151,6	159,1	167,9	166,8	163,1
Dépôts d'autres administrations publiques et d'autres résidents de la zone euro .....	4 501,0	4 512,9	4 547,2	4 627,4	4 624,4	4 634,3	4 634,5	4 657,2	4 677,9	4 701,5	4 678,1	4 674,4	4 675,9	4 692,2
Dépôts à vue .....	1 132,8	1 135,1	1 162,3	1 219,2	1 172,4	1 176,0	1 203,6	1 217,3	1 235,8	1 283,7	1 241,3	1 234,0	1 259,5	1 263,9
Dépôts à terme .....	1 883,1	1 891,8	1 887,1	1 884,7	1 902,8	1 907,0	1 882,4	1 897,4	1 896,1	1 877,3	1 884,0	1 893,4	1 869,9	1 871,5
Dépôts remboursables avec préavis .....	1 279,0	1 280,1	1 283,4	1 319,7	1 333,1	1 336,4	1 337,7	1 337,2	1 339,2	1 338,3	1 338,0	1 339,8	1 338,1	1 341,5
Mises en pension .....	206,1	205,9	214,5	203,9	216,0	214,9	210,9	205,2	206,8	202,3	214,8	207,1	208,3	215,3
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire (net) .....	294,8	292,1	292,4	282,9	289,5	292,5	294,9	316,0	313,2	308,9	288,3	290,9	288,1	296,3
Titres de créance émis .....	1 288,5	1 290,3	1 295,8	1 302,3	1 309,2	1 326,7	1 339,7	1 331,1	1 328,1	1 340,5	1 373,3	1 372,2	1 372,0	1 368,9
Capital et réserves (net) .....	678,9	675,2	677,5	690,2	687,4	688,3	697,4	685,5	692,5	706,2	705,1	703,6	706,6	704,9
Exigibilités vis-à-vis de l'extérieur .....	1 336,9	1 350,3	1 398,9	1 397,8	1 440,7	1 473,1	1 524,8	1 497,5	1 489,7	1 499,7	1 477,1	1 476,3	1 493,6	1 534,0
Autres exigibilités .....	1 283,9	1 299,3	1 350,5	1 279,1	1 334,7	1 326,6	1 338,2	1 386,4	1 400,4	1 428,5	1 399,0	1 351,0	1 378,3	1 380,3
Excédent des exigibilités entre IFM .....	- 24,9	- 8,6	6,5	- 44,0	- 49,8	- 42,6	- 29,5	- 31,9	- 8,2	- 27,7	- 28,0	- 23,9	- 5,4	- 13,5
<b>Total</b> .....	<b>9 820,7</b>	<b>9 873,5</b>	<b>10 025,6</b>	<b>10 009,3</b>	<b>10 093,3</b>	<b>10 169,9</b>	<b>10 250,9</b>	<b>10 297,8</b>	<b>10 345,3</b>	<b>10 421,3</b>	<b>10 369,2</b>	<b>10 324,0</b>	<b>10 384,3</b>	<b>10 436,1</b>
NB : Une méthode de conversion à taux fixe a été appliquée pour approcher au mieux le cours de l'euro : elle consiste à convertir les monnaies nationales dans une même monnaie en utilisant les taux de change bilatéraux préannoncés le 3 mai 1998 et à convertir ensuite en écus les montants correspondants au taux officiel du 31 mai 1998. Les montants pourront changer légèrement lorsqu'ils seront recalculés au taux officiel le 31 décembre 1998.														
Source : Banque centrale européenne														

Tableau 2

<b>AGRÉGAT MONÉTAIRE LARGE M3</b>														
<b>septembre 1997 à octobre 1998</b>														
(encours en fin de mois brut – en milliards d'écus – variation annuelle en pourcentage)														
	Sept.	Octobre	Nov.	Déc.	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Octobre
Monnaie fiduciaire .....	307,3	307,7	310,8	316,3	308,3	308,5	308,5	311,5	313,8	312,1	317,2	311,5	308,5	310,0
Dépôts à vue .....	1 191,7	1 194,8	1 224,9	1 282,4	1 236,0	1 238,3	1 267,8	1 280,6	1 298,2	1 347,0	1 303,5	1 296,8	1 321,4	1 326,0
Dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans .....	893,0	899,2	893,7	884,6	896,6	892,7	866,9	880,5	876,9	858,2	863,1	868,2	855,1	860,1
Dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois .....	1 089,9	1 091,7	1 095,1	1 128,9	1 144,5	1 148,4	1 150,6	1 152,3	1 156,1	1 156,2	1 156,9	1 160,2	1 159,3	1 163,0
Pensions .....	206,1	205,9	214,5	203,9	216,0	214,9	210,9	205,2	206,8	202,3	214,8	207,1	208,3	215,3
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire (net) détenus par les résidents de la zone euro .....	294,8	292,1	292,4	282,9	289,5	292,5	294,9	316,0	313,2	308,9	288,3	290,9	288,1	296,3
Titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans émis par les résidents de la zone euro .....	65,9	70,0	67,6	71,6	72,9	77,6	81,1	81,3	84,8	86,2	111,0	95,4	83,6	84,9
<b>M3</b>														
Total .....	<b>4 048,7</b>	<b>4 061,4</b>	<b>4 098,9</b>	<b>4 170,6</b>	<b>4 163,7</b>	<b>4 173,0</b>	<b>4 180,7</b>	<b>4 227,4</b>	<b>4 249,8</b>	<b>4 270,9</b>	<b>4 254,9</b>	<b>4 230,2</b>	<b>4 224,3</b>	<b>4 255,6</b>
Variation annuelle (a) .....	3,7	4,0	4,5	4,2	4,5	4,5	4,6	5,4	5,2	5,3	5,0	4,5	4,3	4,8
Moyenne mobile sur 3 mois (centrée) .....	3,9	4,1	4,2	4,4	4,4	4,5	4,8	5,1	5,3	5,2	4,9	4,6	4,5	–

NB : Les variations d'encours seront corrigées des reclassifications, variations de taux de change, autres revalorisations ainsi que de tout autre changement non imputable à des transactions.

Une méthode de conversion à taux fixe a été appliquée pour approcher au mieux le cours de l'euro : elle consiste à convertir les monnaies nationales dans une même monnaie en utilisant les taux de change bilatéraux préannoncés le 3 mai 1998 et à convertir ensuite en écus les montants correspondants au taux officiel du 31 mai 1998. Les montants pourront changer légèrement lorsqu'ils seront recalculés au taux officiel le 31 décembre 1998.

L'agrégat monétaire large M3 comprend les exigibilités monétaires des IFM et de l'administration centrale (La Poste, Trésor) vis-à-vis des résidents de la zone euro qui ne sont ni des IFM ni des institutions ressortissant à l'administration centrale.

(a) En raison de l'absence de données historiques permettant de calculer les contributions de l'Irlande et du Luxembourg pour la période de référence décembre 1996-novembre 1997 et du Luxembourg pour la période de référence décembre 1997-août 1998, ces contributions ont dû être estimées.

Source : Banque centrale européenne

<b>M3</b>										
<b>décembre 1996 à août 1997</b>										
(variation annuelle en pourcentage)										
		1996								
		Décembre	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août
Variation annuelle (a) .....		3,7	3,8	3,8	3,7	3,4	4,0	4,1	4,4	3,9
Moyenne mobile sur 3 mois (centrée) .....		–	3,8	3,8	3,6	3,7	3,8	4,2	4,1	4,0
(a) En raison de l'absence de données historiques permettant de calculer les contributions de l'Irlande et du Luxembourg pour la période de référence décembre 1996-novembre 1997 et du Luxembourg pour la période de référence décembre 1997-août 1998, ces contributions ont dû être estimées.										

# ADOPTION DES TAUX DE CONVERSION ENTRE L'EURO ET LES MONNAIES NATIONALES LE 31 DÉCEMBRE 1998

Communiqué conjoint du Conseil et de la Commission de Bruxelles,  
en date du 1<sup>er</sup> décembre 1998

Conformément à l'article 109 L, paragraphe 4, du Traité, les taux de conversion irrévocables pour l'euro, applicables à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1999, seront adoptés par le Conseil, statuant à l'unanimité des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation, sur proposition de la Commission et après consultation de la Banque centrale européenne.

Dans deux communiqués conjoints, en date du 3 mai 1998 et du 26 septembre 1998, les ministres des États membres adoptant l'euro, les gouverneurs des banques centrales de ces États membres, la Commission et l'Institut monétaire européen/la Banque centrale européenne ont annoncé comment les taux de conversion seraient déterminés le 31 décembre 1998.

Depuis, les acteurs participant à la procédure législative ont arrêté un programme détaillé pour l'adoption des taux au cours de cette journée. Les principales étapes sont les suivantes.

– À l'issue de la procédure normale de concertation au niveau des banques centrales (11 h 30 – HEC), la Commission calculera pour la dernière fois les taux de change officiels de l'écu pour les monnaies participantes, conformément à la procédure établie. À 12 h 30, lors d'une session du Conseil, qui sera retransmise à la télévision, la Commission proposera ces taux au Conseil pour qu'il les adopte comme taux de conversion irrévocables pour l'euro. En même temps, la Commission rendra publics, par Internet<sup>1</sup> et les sources d'informations financières, les taux qu'elle propose.

– Le Conseil adoptera le règlement et informera le public de l'adoption de ce règlement vers 13 h 30. En outre, la Commission rendra cette adoption publique par les mêmes moyens que ceux qu'elle a utilisés pour rendre publics les taux proposés.

– Le règlement sera publié au *Journal officiel des Communautés européennes*, qui sera disponible dans les langues officielles à l'Office des publications officielles à Luxembourg aux environs de 18 h 00.

– Le règlement sera applicable à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1999 à 00 h 00, heure locale.

<sup>1</sup> <http://europa.eu.int/eurobirth>

# RAPPORT SUR LA COMMUNICATION FINANCIÈRE DES BANQUES ET ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT POUR LEURS ACTIVITÉS DE NÉGOCIATION ET SUR DÉRIVÉS

Communiqué de presse de la Banque des règlements internationaux, en date du 30 novembre 1998

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) publient, ce jour, les résultats de leur étude annuelle auprès de grandes banques et entreprises d'investissement des pays du G 10 sur la communication financière en matière d'activités de négociation et sur dérivés. La diffusion de ce rapport s'inscrit dans le cadre des efforts mis en œuvre par ces deux instances pour encourager les institutions financières à accroître la transparence dans ces domaines.

L'étude révèle que, depuis le premier rapport de 1995, de nombreuses grandes banques et entreprises d'investissement n'ont cessé de développer et d'améliorer les informations qu'elles diffusent à cet égard. Durant ces quatre années, les rapports annuels des établissements sont devenus sensiblement plus étoffés, précis et clairs. Les progrès les plus marquants, cette année, concernent les domaines suivants : risques opérationnel et juridique, valeurs de marché et leur méthode d'estimation, qualité du crédit et concentration des contreparties, risques de marché.

Les deux Comités notent, cependant, qu'il est nécessaire d'améliorer sans cesse la communication financière. Certains établissements restent encore trop discrets sur des aspects essentiels de leurs activités de négociation et sur dérivés, notamment leur profil de risque et leurs pratiques de gestion des risques. M. Michel Prada, président du Comité technique de l'OICV et président de la Commission des opérations de bourse de Paris, a déclaré : « Nous invitons instamment les banques et entreprises d'investissement à rendre leurs opérations transparentes pour le public. Les investisseurs et analystes doivent disposer d'une information adéquate au sujet des activités de négociation et sur dérivés pour saisir le profil de risque de chaque établissement. » M. William J. McDonough, président du Comité de Bâle et président de la Banque de réserve fédérale de New York, a ajouté que « la direction des établissements devrait fournir des données quantitatives sur leur exposition aux risques ainsi qu'une information qualitative sur les pratiques de gestion des risques. Le public pourra alors comprendre non seulement les risques encourus à un moment donné, mais aussi la capacité future d'un établissement à résister à la volatilité du marché ».

Les deux Comités ont publié des recommandations sur la communication financière en matière d'activités de négociation et sur dérivés dès leur première étude annuelle de 1995. Ils se proposent de les réexaminer et de les actualiser, afin de prendre en compte de nombreux développements intervenus depuis : augmentation significative du volume et des catégories d'instruments dérivés (avec notamment l'apparition des dérivés de crédit), évolution des pratiques de communication financière, avancées dans les techniques de gestion des risques et orientations formulées par diverses instances de normalisation.

Les Comités ont donc l'intention de publier dans un avenir proche un document conjoint présentant les recommandations révisées. Ils reconnaissent qu'il est essentiel de savoir ce qui est utile pour les opérateurs — qui sont les utilisateurs de l'information — et solliciteront les avis de toutes les parties intéressées avant de parachever ces recommandations.

Le rapport a été préparé conjointement par le groupe de travail du Comité de Bâle sur la transparence et le groupe de travail de l'OICV sur la réglementation des intermédiaires de marché. Le premier est présidé par M<sup>me</sup> Susan Krause (Office of the Comptroller of the Currency des États-Unis et membre du Comité de Bâle), le second par M. Richard Britton (Financial Services Authority du Royaume-Uni).

## 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, rassemble les autorités de contrôle 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. William 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 Comité technique de l'OICV***

Le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) regroupe les responsables de la surveillance des entreprises d'investissement des grands pays industrialisés. Ses membres sont de hauts représentants des autorités prudentielles d'Allemagne, d'Australie, d'Espagne, des États-Unis, de France, de Hong-Kong, d'Italie, du Japon, du Mexique, de l'Ontario, des Pays-Bas, du Québec, du Royaume-Uni, de Suède et de Suisse. Il est actuellement présidé par M. Michel Prada, président de la Commission des opérations de bourse (France).

Le rapport a été préparé conjointement par le groupe de travail du Comité de Bâle sur la transparence et le groupe de travail de l'OICV sur la réglementation des intermédiaires de marché. Le *Groupe sur la transparence* est présidé par M<sup>me</sup> Susan Krause, Senior Deputy Comptroller for International Affairs auprès de l'Office of the Comptroller of the Currency (États-Unis) et membre du Comité de Bâle. Il a pour mission de renforcer la discipline de marché, promouvoir la stabilité et l'efficience des marchés et améliorer l'efficacité ainsi que la couverture du contrôle des établissements bancaires. Il s'y emploie en cernant les problèmes et en élaborant des recommandations sur les informations nécessaires aux autorités de contrôle et aux intervenants pour évaluer les risques. Il est composé d'experts prudentiels en matière de communication financière et de notification aux autorités de contrôle, issus des institutions membres du Comité de Bâle. Le *Groupe de travail sur la réglementation des intermédiaires de marché* est présidé par M. Richard Britton, de la Financial Services Authority (Royaume-Uni). Ce groupe a mené à bien d'importants travaux, ces dernières années, en particulier dans les domaines du contrôle prudentiel et de la protection de la clientèle. Sous l'égide du Comité technique, il est principalement chargé de la coordination et de la collaboration avec le Comité de Bâle. Il est composé de responsables de la surveillance des entreprises d'investissement issus des institutions membres du Comité technique de l'OICV.

### ***Le contenu du document***

Le rapport, qui présente les résultats de l'étude de 1997 sur les pratiques suivies en matière de communication financière par de grandes banques et entreprises d'investissement internationales pour les activités de négociation et sur dérivés, examine brièvement, en outre, les récentes initiatives dans ce domaine des autorités prudentielles, instances de normalisation et associations professionnelles.

### ***Comment se procurer le rapport complet ?***

Le texte de ce rapport, *Trading and Derivatives Disclosures of Banks and Securities Firms – Results of the Survey of 1997 Disclosures*, est disponible sur les sites Internet de la BRI (<http://www.bis.org>) et de l'OICV (<http://www.iosco.org>) à compter du 30 novembre 1998.

# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

*Le site Internet de la Banque de France ([www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr))  
est actualisé quotidiennement, notamment pour ses rubriques  
« changes » et « marchés de capitaux ».*

## 1. Publications diffusées par la Banque de France en novembre 1998

### ***Enquête mensuelle de conjoncture – n° 173 – novembre 1998***

Direction de la Conjoncture  
(Tél. : 01 42 92 29 18 – Télécopie : 01 42 92 49 10)

### ***Cahier des titres de créances négociables – octobre 1998***

Direction des Marchés de capitaux  
(Tél. : 01 42 92 41 71 – Télécopie : 01 42 92 41 92)

### ***La monnaie en 1997***

Direction des Études et Statistiques monétaires  
(Tél. : 01 42 92 28 08 – Télécopie : 01 42 92 27 09)

### ***Les délais de paiement – 1998***

Direction des Entreprises – Observatoire des entreprises  
(Tél. : 01 42 92 29 68 – Télécopie : 01 42 92 49 39)  
Prix du numéro : FRF 150 TTC

### ***Étude financière sur le mariage – Année 1997***

Banque de France Lorient  
(Tél. : 02 97 84 14 44 – Télécopie : 02 97 84 14 49)  
Prix du numéro : FRF 150 TTC

## 2. Contributions à des publications extérieures

### ***C'est la naissance emblématique de l'euro !***

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,  
(*Le Monde* – 5 décembre 1998)

### **3. Communications des responsables de la Banque de France**

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,  
sur France 3, le 4 décembre 1998

#### ***Émission « Q and A » (questions and answers)***

entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,  
sur CNN International, le 10 décembre 1998

# LISTE DES ÉTUDES PARUES DANS LE BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE DEPUIS L'ORIGINE

## Bulletin de la Banque de France n° 1 – janvier 1994

### **Dossiers**

- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin septembre 1993  
*(Monique Chocron, Lydie Marchand – DESM)*
- L'évolution récente des résultats des établissements de crédit  
*(Olivier Jaudoin – SGCB)*

### **Enquêtes**

- L'analyse des flux d'opérations sur le marché monétaire français  
*(Laurent Paul – Direction des Marchés de capitaux)*
- Le coût du crédit aux entreprises – 3<sup>e</sup> trimestre 1993  
*(Corinne Godin – Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 2 – février 1994

### **Dossiers**

- L'endettement intérieur total  
*(Jean-Pierre Barillas – DESM)*
- Les marchés des produits dérivés en France  
*(DGE – DGC – DGSE – SGCB)*
- L'activité des commissions de surendettement en 1993  
*(Christiane Artaud – Direction du Réseau)*

### **Enquêtes**

- Situation financière des agents économiques  
*(Corinne Godin – Direction de la Conjoncture)*
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres à fin juin 1993  
*(DESM)*

## Bulletin de la Banque de France n° 3 – mars 1994

### Dossiers

- Situation financière des entreprises et évolution des crédits  
(*Sylvie Carat – Direction de la Conjoncture*  
*Jean-Pierre Barillas – DESM*)
- Les rapports publiés par les banques centrales concernant les systèmes de règlement  
(*Yvon Lucas – DMPE*)

### Enquêtes

- La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 1993  
(*Yves Lecoupeur – Direction des Entreprises*  
*Corinne Godin – Direction de la Conjoncture*)
- Poursuite de la baisse du coût du crédit début 1994  
(*Corinne Godin – Direction de la Conjoncture*)

## Supplément « Études » – 1<sup>er</sup> trimestre 1994

### Études par thème

- Les banques centrales et l'information des marchés (*Robert Raymond – Direction générale du Crédit*)
- Bilan monétaire et financier de l'année 1993  
(*Jean-Pierre Barillas et Luc Jacolin – DESM*)
- Rapport du groupe de travail « Sensibilité des bilans bancaires aux modifications des taux de référence »  
(*Ivon Odonnat et Jean-Pierre Barillas – DESM*)
- Évolution des taux d'intérêt et collecte de l'épargne  
(*Bernard Enfrun – DESM*)
- Émissions d'obligations et d'actions au 4<sup>e</sup> trimestre 1993  
(*Claude Meiller – DESM*)
- Le poids des frais financiers dans les résultats des sociétés  
(*Mireille Bardos et Dominique Lefilliatre – Direction des Entreprises*)
- Délais de paiement et détection précoce des défaillances d'entreprises  
(*Mireille Bardos – Direction des Entreprises*)
- Les investissements industriels suisses en France  
(*Jérôme Lévy – Banque de France Lyon*)

### Études par pays

- États-Unis (*Isabelle Vaillant-Lieb – DEER*)
- Japon (*Isabelle Vaillant-Lieb – DEER*)
- Allemagne (*Nathalie Domeau – DEER*)
- Italie (*Gilles Noblet – DEER*)
- Royaume-Uni (*Élisabeth Cospérec – DEER*)

## Bulletin de la Banque de France n° 4 – avril 1994

### Dossiers

- Compensation des opérations de change : l'expérience de la place de Paris  
*(Nathalie Aufauvre – Direction des Changes)*
- La structure de la dette obligataire au 31 décembre 1993  
*(Claude Meiller – DESM)*
- Localisation et performances : la situation des entreprises industrielles régionales en 1992  
*(Bernard Paranque – Direction des Entreprises)*
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres à fin septembre 1993  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*
- La composition des PEA à fin décembre 1993  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

### Enquêtes

- Enquête sur le comportement des entreprises en 1993  
*(Sylvie Carat – Direction de la Conjoncture)*
- Le coût du crédit aux entreprises – 4<sup>e</sup> trimestre 1993  
*(Corinne Godin – Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 5 – mai 1994

### Dossiers

- L'Institut monétaire européen  
*(Philippe Bonzom – Direction des Relations avec l'étranger)*

### Enquêtes

- Enquête financière – 1<sup>er</sup> trimestre 1994  
*(Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 6 – juin 1994

### Dossiers

- Développement des marchés de titres et financement de l'économie française  
*(André Icard et Françoise Drumetz – Direction générale des Études)*
- Les relations entre la Banque et les entreprises dans le cadre des travaux de conjoncture  
*(Direction de la Conjoncture)*

### Enquêtes

- Les crédits au logement consentis aux ménages en 1993  
*(Pascal Dubacq – Direction de la Conjoncture)*
- L'analyse des flux d'opérations sur le marché monétaire français  
*(Laurent Paul – Direction des Marchés de capitaux)*

## Supplément « Études » – 2<sup>e</sup> trimestre 1994

### Études générales

- La situation monétaire en 1993  
*(Jean-Pierre Barillas, Jean-Yves Greuet et Luc Jacolin – DESM)*
- Épargne stable et financement de l'investissement  
*(Conseil national du crédit)*
- Évolution récente de la position en écus des banques françaises  
*(Jean Desfretière – Direction de la Balance des paiements)*
- Les paiements transfrontaliers de gros et de petits montants : appréciation d'une Banque centrale  
*(Michel Perdrix – DMPE)*
- La problématique des paiements par cartes prépayées  
*(Michel Perdrix – DMPE)*
- Analyse de l'évolution du tissu économique parisien  
*(François-Xavier Mestelan – Banque de France Paris-Raspail)*
- Fonds propres et rentabilité : les PMI sont-elles handicapées par leur dynamisme ?  
*(Bernard Paranque – Direction des Entreprises)*
- Adjudications de valeurs du Trésor – Bilan de l'année 1993  
*(Direction des Services de titres)*
- La durée d'utilisation des équipements (DUE) dans l'industrie – Résultats de l'enquête de septembre 1993  
*(Yves Lecoupeur – Direction des Entreprises  
Corinne Godin – Direction de la Conjoncture)*
- Émissions d'obligations et d'actions au 1<sup>er</sup> trimestre 1994  
*(Claude Meiller – DESM)*
- Les comptes financiers de la Nation – Présentation des comptes 1990 à 1993  
*(Campagne 1993-1994)  
(Véronique Eyssautier – DESM)*

### Études par pays

- Les enjeux de l'élargissement de l'Union européenne (*Antoine Pozzo di Borgo – DEER*)
- Autriche (*Thierry Boucher – DEER*)
- Finlande (*Nathalie Domeau – DEER*)
- Norvège (*Sylvie Verlhac – DEER*)
- Suède (*Gilles Moëc – DEER*)
- Russie : Évolution du système financier (*Emmanuel Kurtz – DEER*)

## Bulletin de la Banque de France n° 7 – juillet 1994

### Dossiers

- Le nouveau régime juridique des opérations de pension  
*(Patrice de Lapasse – Direction des Services juridiques)*
- La composition des PEA à fin mars 1994  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

### **Enquêtes**

- Le coût du crédit aux entreprises – 1<sup>er</sup> trimestre 1994  
*(Corinne Godin – Direction de la Conjoncture)*
- Baisse du coût du crédit  
*(Corinne Godin – Direction de la Conjoncture)*

## **Bulletin de la Banque de France n° 8 – août 1994**

### **Dossiers**

- L'activité des établissements de crédit en 1993  
*(Hervé Gonsard et Didier Pénny – SGCB)*
- Les comptes financiers du logement en 1993  
*(Bernadette Gaillot – Direction de la Conjoncture)*
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au 4<sup>e</sup> trimestre 1993 et sur l'ensemble de l'année 1993  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

### **Enquêtes**

- Enquête financière – 2<sup>e</sup> trimestre 1994  
*(Direction de la Conjoncture)*

## **Bulletin de la Banque de France n° 9 – septembre 1994**

### **Études**

- Situation de l'économie française à la rentrée – septembre 1994  
*(Sylvie Carat – Direction de la Conjoncture)*
- Investissement direct et exportations : existe-t-il un lien ?  
*(Jérôme Henry – DEER)*
- Le bilan du Fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers  
*(Secrétariat général)*
- Les grands traits de la balance des paiements et de la position extérieure de la France en 1993  
*(Direction de la Balance des paiements)*

### **Enquêtes**

- La situation du système productif en 1993  
*(Yves Lecoupeur, Dominique Lefilliatre et Loeiz Rapinel – Direction des Entreprises)*
- Enquête sur le taux des crédits au logement – Année 1993  
*(Pascal Dubacq – Direction de la Conjoncture)*

## **Supplément « Études » – 3<sup>e</sup> trimestre 1994**

### **Études générales**

- L'endettement intérieur total, instrument d'analyse global de la monnaie et des financements  
*(Bernard Enfrun – DESM)*
- Le « netting » et la protection légale des systèmes de règlement interbancaires  
*(Hervé Le Guen – Direction des Services juridiques)*
- Caractéristiques financières des PMI ayant bénéficié d'un plan de redressement judiciaire  
*(Loeiz Rapinel – Direction des Entreprises)*
- Deux ans d'application de la loi relative à la sécurité des chèques et des cartes de paiement appréciés à travers l'activité des fichiers de la Banque de France (FCC et FNCL)  
*(Secrétariat général)*
- Le retournement conjoncturel de 1992 et 1993 en France : une modélisation VAR des postes de la demande  
*(Ghislaine Salmat – Direction générale des Études)*
- Émission d'obligations et d'actions au 2<sup>e</sup> trimestre 1994  
*(Claude Meiller – DESM)*

### **Études par pays**

- L'entrée du Mexique dans l'OCDE (*Jean-Paul Dorche – DEER*)
- États-Unis (*Nathalie Domeau – DEER*)
- Japon (*Nathalie Domeau – DEER*)
- Allemagne (*Thierry Boucher – DEER*)
- Italie (*Gilles Moëc – DEER*)
- Royaume-Uni (*Élisabeth Cospérec – DEER*)
- La situation économique des États de la CEI (*Emmanuel Kurtz – DEER*)

## **Bulletin de la Banque de France n° 10 – octobre 1994**

### **Dossiers**

- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin juin 1994  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

### **Enquêtes**

- Les portefeuilles de titres des personnes physiques à fin 1993  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*
- Le coût du crédit aux entreprises – 2<sup>e</sup> trimestre 1994  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 11 – novembre 1994

### Dossiers

- Deux réformes sur les statistiques de monnaie et de crédit  
*(Pierre Papadacci – DESM)*
- « Dix ans de balance des paiements » 1984-1993  
*(Philippe-Georges Dedryver – Direction de la Balance des paiements)*
- Évolution de la population d'entreprises participant au commerce extérieur français (1988-1993)  
*(Christian Petit – Direction de la Balance des paiements)*

### Enquêtes

- Les crédits au logement consentis aux ménages au 1<sup>er</sup> semestre 1994  
*(Pascal Dubacq – Direction de la Conjoncture)*
- Enquête financière – 3<sup>e</sup> trimestre 1994  
*(Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 12 – décembre 1994

### Dossiers

- Les transactions sur valeurs mobilières en 1993 selon l'enquête en flux de la Banque de France  
*(Monique Chocron et Nadine Franc – DESM)*
- Estimation des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises en 1993  
*(Élisabeth Kremp et Claude Truy – Direction des Entreprises)*
- Évolution des opérations de change à terme des banques résidentes en 1993 et au 1<sup>er</sup> semestre 1994  
*(Corinne Gourrichon – Direction de la Balance des paiements)*

## Supplément « Études » – 4<sup>e</sup> trimestre 1994

### Études générales

- Le rôle des banques centrales dans le processus d'Union monétaire  
*(Jean-Pierre Patat – Direction générale des Services étrangers)*
- L'Allemagne et la France sur le chemin de l'UEM  
*(Jean-Pierre Patat – Direction générale des Services étrangers)*
- Le point de vue des banques centrales sur les problèmes relatifs aux systèmes de paiement  
*(Didier Bruneel – Secrétariat général)*
- Dix ans de balance des paiements de la France 1984-1993  
*(Philippe-Georges Dedryver – Direction de la Balance des paiements)*
- Encours des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 1992  
*(Direction de la Balance des paiements)*
- Le risque PME  
*(Dominique Labourex et Alain Lauren – SGCB)*
- L'organisation des séances d'adjudications des valeurs du Trésor par la Banque de France : le système Telsat  
*(Direction des Services de titres)*
- Émissions d'obligations et d'actions au 3<sup>e</sup> trimestre 1994  
*(Claude Meiller – DESM)*

## **Études par pays**

- Danemark (*Thierry Boucher – DEER*)
- Espagne (*Élisabeth Cospérec – DEER*)
- Irlande (*Gilles Moëc – DEER*)
- Pays-Bas (*Thierry Boucher – DEER*)
- Nouvelle-Zélande (*Nathalie Domeau – DEER*)

## **Bulletin de la Banque de France n° 13 – janvier 1995**

### **Dossiers**

- La convention-cadre relative aux opérations de pension  
(*Patrice de Lapasse – Direction des Services juridiques*)
- Les résultats des établissements de crédit en 1993 et au 1<sup>er</sup> semestre 1994  
(*Olivier Jaudoin – SGCB*)

### **Enquêtes**

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> trimestres de 1994  
(*Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM*)
- Le coût du crédit aux entreprises – 3<sup>e</sup> trimestre 1994  
(*Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture*)

## **Bulletin de la Banque de France n° 14 – février 1995**

### **Dossiers**

- Implications macro-économiques et de politique monétaire du développement des marchés dérivés  
(*Groupe de travail présidé par M. Hannoun, à la demande du G 10*)
- Le 5<sup>e</sup> Manuel du FMI : une nouvelle présentation de la balance des paiements et de la position extérieure  
(*Fabienne Bogard – Direction de la Balance des paiements*)
- L'Allemagne et la France sur le chemin de l'Union économique et monétaire  
(*Jacques Bozzi – DEER*)
- Évolution de l'activité bancaire et financière internationale au 1<sup>er</sup> semestre 1994  
(*David Karmouni – Direction de la Balance des paiements*)
- L'activité des commissions de surendettement en 1994  
(*Béatrice Raoult-Texier – Direction du Réseau*)
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin septembre 1994  
(*Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM*)

### **Enquêtes**

- La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 1994  
(*Yves Lecoupeur – Direction des Entreprises*)
- Enquête financière – 4<sup>e</sup> trimestre 1994  
(*Direction de la Conjoncture*)

## Bulletin de la Banque de France n° 15 – mars 1995

### Dossiers

- Pierre et Marie Curie illustrent le nouveau billet de 500 francs  
*(Caisse générale)*
- Évolution de l'activité des fichiers d'incidents gérés par la Banque de France  
(FCC – FNCL – FICP) au cours de l'année 1994  
*(Jean-Marc Destresse – DMPE)*
- Accord de place sur le nouveau système français de règlement de gros montant  
*(DMPE)*

## Supplément « Études » – 1<sup>er</sup> trimestre 1995

### Études par thème

- Encours des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1992  
*(Direction de la Balance des paiements)*
- Position-titres de la France au 31 décembre 1993  
*(Marc Schweitzer – Direction de la Balance des Paiements)*
- Adjudications de valeurs du Trésor – Bilan de l'année 1994  
*(Direction des Titres)*
- Les restructurations en France entre 1985 et 1993 :  
un aperçu à partir des données de la Centrale de bilans  
*(Élisabeth Kremp – Direction des Entreprises)*
- L'influence de la sphère financière sur la sphère réelle : les canaux du crédit  
*(Fabienne Rosenwald – DEER)*
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres à fin décembre 1993  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*
- Émissions d'obligations et d'actions au 4<sup>e</sup> trimestre 1994  
*(Claude Meiller – DESM)*

### Études par pays

- La balance allemande des paiements depuis la réunification  
*(Thierry Boucher – DEER)*
- Commerce extérieur et compétitivité de l'Allemagne depuis la réunification  
*(Thierry Boucher – DEER)*
- États-Unis  
*(Nathalie Domeau – DEER)*
- Japon  
*(Geneviève Amouriaux – DEER)*
- Allemagne  
*(Violaine Clerc – DEER)*
- Italie  
*(Gilles Moëc – DEER)*
- Royaume-Uni  
*(Élisabeth Cospérec – DEER)*

## Bulletin de la Banque de France n° 16 – avril 1995

### Dossiers

- Banques centrales et porte-monnaie électroniques  
*(Didier Bruneel – Secrétariat général)*
- Agrégats et objectifs monétaires dans les principaux pays développés  
*(Sylvie Verlhac – DEER)*
- La place des opérations de marché dans l'activité des établissements de crédit  
*(Hervé Gonsard – SGCB)*
- Les crédits au logement consentis aux ménages en 1994  
*(Pascal Dubacq – Direction de la Conjoncture)*

### Enquêtes

- Enquête sur le comportement des entreprises en 1994  
*(Philippe de Rougemont – Direction de la Conjoncture)*
- Les transactions sur valeurs mobilières au 1<sup>er</sup> semestre 1994
  - selon l'enquête de la Banque de France sur les flux  
*(Monique Chocron et Nadine Franc – DESM)*
- Le coût du crédit aux entreprises – 4<sup>e</sup> trimestre 1994  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 17 – mai 1995

### Dossiers

- Les soldes utilisés dans l'analyse de la balance des paiements et de la position extérieure d'un pays  
*(Jacques Pécha – Direction de la Balance des paiements)*
- Les flux d'investissements directs de la France avec l'étranger en 1994  
*(Sylvie Bénéch-Chaulet – Direction de la Balance des paiements)*
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin décembre 1994  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

### Enquêtes

- Enquête financière – 1<sup>er</sup> trimestre 1995  
*(Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 18 – juin 1995

### Dossiers

- Participation de la Banque de France au programme d'assistance technique du FMI à la Banque centrale de Russie sur les systèmes de paiement  
*(Jean-Marc Destresse – DMPE)*
- Le système Target  
*(Jérôme Lachand – DMPE)*
- Intégration économique et union monétaire en Europe  
*(André Icard – Direction générale des Études)*

## **Enquêtes**

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> trimestres de 1994 et sur l'ensemble de l'année 1994  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*
- Enquête annuelle sur le logement en 1994  
*(Direction de la Conjoncture)*

## **Supplément « Études » – 2<sup>e</sup> trimestre 1995**

### **Études générales**

- Les services dans la balance des paiements 1985-1994  
*(Thierry Daan – Direction de la Balance des paiements)*
- Encours des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 1993  
*(Sylvie Bénech-Chaulet – Direction de la Balance des paiements)*
- La situation monétaire en 1994  
*(Jean-Pierre Barillas et Jean-Yves Greuet – DESM)*
- Rapport du groupe de travail sur la réactivité des bilans bancaires aux modifications des taux de référence sur la base des données de 1992 et de 1993  
*(Jean-Pierre Barillas – DESM)*
- Compétitivité des entreprises et forces concurrentielles  
*(Bernard Paranque – Direction des Entreprises)*
- Émissions d'obligations et d'actions au 1<sup>er</sup> trimestre 1995  
*(Claude Meiller – DESM)*

### **Études par pays**

- Les pays d'Europe centrale et orientale  
*(Jean-Paul Tisserand – DEER)*
- Australie  
*(Geneviève Amouriaux – DEER)*
- Belgique  
*(Nathalie Domeau – DEER)*
- Canada  
*(Isabelle Vaillant-Lieb – DEER)*
- Portugal  
*(Gilles Moëc – DEER)*

### **Dossier**

- Programme du colloque Banque de France – Banque de Russie (première partie)
- Allocution introductory du colloque  
*(T. V. Paramonova)*
- Allocution introductory à la première session  
*(A. A. Khandrouev)*
- Réformes et progrès structurels de l'économie russe  
*(M. A. Tatiantchenko)*
- Spécificité des mécanismes de l'inflation dans l'économie russe  
*(I. V. Stepanov)*
- Nature de l'inflation dans le contexte de déséquilibre structurel et technologique de l'économie russe  
*(V. V. Ivanter)*
- Stratégie et politique anti-inflationnistes en Russie  
*(L. N. Krassavina)*
- La nature de l'inflation dans la transition en Russie et les politiques pour y faire face  
*(Michel Aglietta – Université de Paris X  
Jacques Sapir – EHESS)*
- Problèmes de la stabilisation financière en Russie  
*(V. N. Smenkovski et A. M. Tchoumatchenko)*
- Politique de taux de change dans une économie de transition  
*(A. I. Potemkine)*
- Principales orientations de la réglementation et du contrôle des changes en Russie  
*(V. I. Melnikov)*
- L'environnement juridique de la politique de change  
*(A. I. Kazmine)*

## **Bulletin de la Banque de France n° 19 – juillet 1995**

### **Dossiers**

- L'activité des établissements de crédit en 1994  
*(Hervé Gonsard, Olivier Jaudoïn et Didier Pény – SGCB)*
- Évolution de l'activité bancaire et financière internationale au 2<sup>e</sup> semestre 1994  
*(David Karmouni – Direction de la Balance des paiements)*
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin mars 1995  
*(Hervé Grandjean et Lydie Marchand – DESM)*

### **Enquêtes**

- Le coût du crédit aux entreprises – 1<sup>er</sup> trimestre 1995  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*
- Enquête sur les taux des crédits au logement – Année 1994  
*(Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 20 – août 1995

### Dossiers

- Mission exploratoire sur les modalités de passage à la monnaie unique  
*(Benoît Jolivet – Conseil national du crédit)*
- Le rôle respectif des taux à court terme et des taux à long terme dans le financement de l'économie  
*(Thierry Grunspan – DESM)*
- Présentation des bases de données sur les entreprises gérées par la direction des Entreprises de la Banque de France  
*(Mireille Ferhani – Direction des Entreprises)*
- L'analyse des flux d'opérations sur le marché monétaire français  
*(Laurent Paul et Frédéric Wilhelm – Direction des Marchés de capitaux)*
- Les comptes financiers du logement en 1994  
*(Christine Gourvenec – Direction de la Conjoncture)*

### Enquêtes

- Les transactions sur valeurs mobilières au 2<sup>e</sup> semestre 1994  
*(Hervé Grandjean et Nadine Franc – DESM)*
- Enquête financière – 2<sup>e</sup> trimestre 1995  
*(Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 21 – septembre 1995

### Dossiers

- Synthèse du Rapport « Risque de crédit »  
*(Conseil national du crédit)*
- La situation du système productif en 1994  
*(Bernard Bardes, Yves Lecoupeur et Annie Sauvé – Direction des Entreprises)*
- Principales tendances régionales de la production industrielle lors du dernier cycle conjoncturel (1986-1994)  
*(Marie-Pierre Leclair – Direction de la Conjoncture)*
- L'évolution de l'intermédiation bancaire (1950-1993)  
*(Dominique Plihon – Consultant à la direction générale des Études)*

### Enquêtes

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres à fin décembre 1994  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

## Supplément « Études » – 3<sup>e</sup> trimestre 1995

### **Études générales**

- Déréglementation dans le domaine de la monnaie et du crédit ?  
*(Christian Pfister – DESM)*
- Essai de modélisation de l'effet de stabilisation des taux d'intérêt  
à très court terme des réserves obligatoires  
*(Manuel Vazquez – DESM)*
- Détection précoce des défaillances d'entreprises  
à partir des documents comptables  
*(Mireille Bardos – Direction des Entreprises)*
- Émission d'obligations et d'actions au 2<sup>e</sup> trimestre 1995  
*(Claude Meiller – DESM)*

### **Études par pays**

- États-Unis  
*(Isabelle Vaillant-Lieb – DEER)*
- Japon  
*(Geneviève Amouriaux – DEER)*
- Allemagne  
*(Nathalie Domeau – DEER)*
- Italie  
*(Gilles Moëc – DEER)*
- Royaume-Uni  
*(Élisabeth Cospérec – DEER)*

### **Dossier**

- Programme du colloque Banque de France – Banque de Russie (seconde partie)
- Allocution introductory du colloque  
*(André Icard – Direction générale des Études)*
- Le comportement des entreprises russes dans un environnement inflationniste  
*(Christian de Boissieu et Daniel Cohen – Université de Paris I)*
- L'expérience française de lutte contre l'inflation  
*(Jacques Bozzi, Pierre Jaillet et Jean-Victor Ruault – Direction générale des Études)*
- Les facteurs extérieurs de l'inflation et le statut de la politique de change  
*(Marie Lavigne – Université de Pau)*
- Théorie et pratique d'un système de contrôle des changes  
*(Hervé Ferhani – Direction des Changes)*
- Synthèse du colloque  
*(André Icard – Direction générale des Études)*

## Bulletin de la Banque de France n° 22 – octobre 1995

### Dossiers

- Les contreparties de la masse monétaire M3 et leur évolution en 1994 et au 1<sup>er</sup> trimestre 1995  
*(Luc Jacolin – DESM)*
- Estimation d'une structure par terme des taux d'intérêt sur données françaises  
*(Roland Ricart et Pierre Sicsic – DEER)*
- La réglementation bancaire européenne  
*(Pierre-Henri Cassou – Secrétariat général du Comité de la réglementation bancaire)*
- L'activité du marché des changes de Paris – Résultats de l'enquête d'avril 1995  
*(Bruno Estecahandy et Emmanuelle Touroude – Direction des Changes  
Patrick Haas – Direction de la Balance des paiements)*
- Délais de paiement et solde du crédit interentreprises en 1994  
*(Élisabeth Kremp – Direction des Entreprises)*
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin juin 1995  
*(Hervé Grandjean et Lydie Marchand – DESM)*
- Les crédits au logement consentis aux ménages au 1<sup>er</sup> semestre 1995  
*(Christine Gourvenec – Direction de la Conjoncture)*

### Enquêtes

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au 1<sup>er</sup> trimestre 1995  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*
- Le coût du crédit aux entreprises – 2<sup>e</sup> trimestre 1995  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 23 – novembre 1995

### Enquêtes

- Les transactions sur valeurs mobilières au 1<sup>er</sup> trimestre 1995  
*(Hervé Grandjean et Nadine Franc – DESM)*
- Enquête financière – 3<sup>e</sup> trimestre 1995  
*(Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 24 – décembre 1995

### Enquêtes

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au 2<sup>e</sup> trimestre 1995  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

## Supplément « Études » – 4<sup>e</sup> trimestre 1995

### Études générales

- Effets-revenu d'une variation des taux d'intérêt  
*(Bruno Longet – DEER)*
- Tensions dans l'appareil productif, degrés d'utilisation des équipements et comportement d'investissement  
*(Eric Heyer – DEER)*
- Des taux à terme, pourquoi faire ? Trois illustrations simples  
*(Roland Ricart et Pierre Sicsic – DEER)*
- Efficacité du capital, tensions et croissance dans l'industrie manufacturière française  
*(Gilbert Cette – DEER)*
- Les indicateurs conjoncturels de la Banque de France et les tensions inflationnistes  
*(Laurent Clerc – Direction de la Conjoncture)*
- Émissions d'obligations et d'actions au 3<sup>e</sup> trimestre 1995  
*(Claude Meiller – DESM)*

### Études par pays

- La nouvelle loi sur la Banque centrale de Russie  
*(Emmanuel Kurtz – DEER)*
- Russie : la situation économique et les perspectives pour 1996  
*(Emmanuel Kurtz – DEER)*
- Les pays d'Europe centrale et orientale (PECO)  
*(Jean-Paul Tisserand – DEER)*
- L'Amérique latine  
*(Thierry Cusson – DEER)*
- Les pays d'Asie orientale  
*(Jean-Paul Tisserand – DEER)*
- Espagne  
*(Gilles Moëc – DEER)*
- Grèce  
*(Élisabeth Cospérec – DEER)*

## Bulletin de la Banque de France n° 25 – janvier 1996

### Dossiers

- Les résultats des établissements de crédit en 1994 et au 1<sup>er</sup> semestre 1995  
*(Olivier Jaudoin – SGCB)*
- Les problématiques de la monnaie électronique  
*(Marc Morau – DMPE)*
- La réforme des textes régissant les opérations de la Banque de France sur le marché monétaire  
*(Direction des Marchés de capitaux)*
- Les voyages en balance des paiements : repères méthodologiques et regard sur l'orientation des échanges  
*(Denis Besnard – Direction de la Balance des paiements)*
- Évolution de l'activité bancaire et financière internationale au 1<sup>er</sup> semestre 1995  
*(David Karmouni – Direction de la Balance des paiements)*
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin septembre 1995  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

### Enquêtes

- Les transactions sur valeurs mobilières au 2<sup>e</sup> trimestre 1995  
*(Hervé Grandjean et Nadine Franc – DESM)*
- Le coût du crédit aux entreprises – 3<sup>e</sup> trimestre 1995  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 26 – février 1996

### Dossiers

- Les marchés sont-ils devenus trop puissants ?  
*(Alain Vienney – Direction générale des Études)*
- La voie française vers la croissance non inflationniste  
*(Alain Vienney – Direction générale des Études)*
- Encours des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1993  
*(Sylvie Bénech-Calvet – Direction de la Balance des paiements)*
- La position-titres de la France au 31 décembre 1994  
*(Corinne Godin – Direction de la Balance des paiements)*

### Enquêtes

- La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 1995  
*(Yves Lecoupeur – Direction des Entreprises)*
- Enquête financière – 4<sup>e</sup> trimestre 1995  
*(Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 27 – mars 1996

### Dossiers

- Les canaux de transmission monétaire : leçons pour la politique monétaire  
(*Frederic S. Mishkin – Banque fédérale de réserve de New York – Graduate School of Business, University Columbia – National Bureau of Economic Research*)
- L'activité des commissions de surendettement en 1995  
(*Béatrice Raoult-Texier – Direction du Réseau*)

## Supplément « Études » – 1<sup>er</sup> trimestre 1996

### Études générales

- Résultats de l'enquête sur les marchés de produits dérivés en France  
(*Patrick Haas – Direction de la Balance des paiements*)
- Adjudications de valeurs du Trésor – Bilan de l'année 1995  
(*Direction des Titres*)
- Émissions d'obligations et d'actions au 4<sup>e</sup> trimestre 1995  
(*Claude Meiller – DESM*)

### Études par pays

- États-Unis  
(*Isabelle Vaillant-Lieb – DEER*)
- Japon  
(*Geneviève Amouriaux – DEER*)
- Allemagne  
(*Nathalie Domeau – DEER*)
- Italie  
(*Gilles Moëc – DEER*)
- Royaume-Uni  
(*Élisabeth Cospérec – DEER*)

## Bulletin de la Banque de France n° 28 – avril 1996

### Dossiers

- Le marché de la pension livrée  
(*Frédéric Hervé – Direction des Marchés de capitaux*)
- Les crédits au logement consentis aux ménages en 1995  
(*Christine Gourvenec – Direction de la Conjoncture*)

### **Enquêtes**

- La composition des plans d'épargne en actions (PEA)  
à fin décembre 1995  
(*Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM*)
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres  
au 3<sup>e</sup> trimestre 1995  
(*Hervé Grandjean et Lydie Marchand – DESM*)
- Les transactions sur valeurs mobilières au 3<sup>e</sup> trimestre 1995  
(*Monique Chocron et Nadine Franc – DESM*)
- Enquête sur le comportement des entreprises en 1995  
(*Philippe de Rougemont – Direction de la Conjoncture*)
- Le coût du crédit aux entreprises – 4<sup>e</sup> trimestre 1995  
(*Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture*)

## **Bulletin de la Banque de France n° 29 – mai 1996**

### **Dossiers**

- Les flux d'investissements directs de la France avec l'étranger en 1995  
(*Sylvie Bénech-Calvet – Direction de la Balance des paiements*)

### **Enquêtes**

- Enquête financière – 1<sup>er</sup> trimestre 1996  
(*Direction de la Conjoncture*)
- Enquête sur les taux des crédits au logement – Année 1995  
(*Christine Gourvenec – Direction de la Conjoncture*)

## **Bulletin de la Banque de France n° 30 – juin 1996**

### **Dossiers**

- Les indicateurs des conditions monétaires  
(*Patrick Frochen – DESM*)
- Les marchés de matières premières au 1<sup>er</sup> trimestre 1996  
(*Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture*)

### **Enquêtes**

- Enquête annuelle sur le logement en 1995  
(*Direction de la Conjoncture*)
- L'analyse des flux d'opérations sur le marché monétaire français  
(*Laurent Paul et Frédéric Wilhelm – Direction des Marchés de capitaux*)

## Supplément « Études » – 2<sup>e</sup> trimestre 1996

### **Études par thème**

- État des lieux de la réglementation en matière de réserves obligatoires dans dix-sept pays  
*(Monique Alleron – DEER)*
- La situation monétaire en 1995  
*(Xavier Denis, Manuel Vasquez, Emmanuel Gervais et Luc Jacolin – DESM)*
- Résultats 1994 et estimations 1995 de l'enquête sur la structure par taux de référence des bilans bancaires  
*(Emmanuel Gervais et Luc Jacolin – DESM)*
- Le marché des certificats de dépôt : influence de la relation émetteurs-souscripteurs initiaux  
*(Corinne Martin – Direction des Marchés de capitaux  
Fabienne Rosenwald – DEER)*
- Traitement du surendettement : nouvelles perspectives  
*(Jean-Luc Vatin – Direction du Réseau)*
- Encours des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1994  
*(Sylvie Bénech-Calvet – Direction de la Balance des paiements)*
- Économie d'entreprise et stratégie  
*(Régis Coeurderoy et François Mouriaux – Direction des Entreprises)*
- Émissions d'obligations et d'actions au 1<sup>er</sup> trimestre 1996  
*(Claude Meiller – DESM)*

### **Études par pays**

- Danemark  
*(Nathalie Domeau – DEER)*
- Nouvelle-Zélande  
*(Sébastien Clanet – DEER)*
- La situation économique des pays de la Communauté des États indépendants (CEI)  
*(Emmanuel Kurtz – DEER)*
- La conjoncture dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO)  
*(Jean-Paul Tisserand – DEER)*
- Les pays d'Asie orientale  
*(Jean-Paul Tisserand – DEER)*

## Bulletin de la Banque de France n° 31 – juillet 1996

### **Dossiers**

- Les grands traits de la balance des paiements et de la position extérieure de la France en 1995  
*(Direction de la Balance des paiements)*
- Scénario de passage à l'euro : la concertation de la Banque de France avec la place  
*(Direction générale des Services étrangers)*
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin mars 1996  
*(Hervé Grandjean et Lydie Marchand – DESM)*

### **Enquêtes**

- Les transactions sur valeurs mobilières au 4<sup>e</sup> trimestre 1995  
*(Hervé Grandjean et Nadine Franc – DESM)*
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au 4<sup>e</sup> trimestre de 1995 et sur l'ensemble de l'année 1995  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*
- Le coût du crédit aux entreprises – 1<sup>er</sup> trimestre 1996  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## **Bulletin de la Banque de France n° 32 – août 1996**

### **Dossiers**

- L'évolution du système bancaire français en 1995  
*(Hervé Gonsard et Didier Pény – SGCB)*
- Scénario de passage à l'euro : thèmes abordés dans le cadre de la concertation de place avec la Banque de France  
*(Direction générale des Services étrangers)*
- Les marchés de matières premières au 2<sup>e</sup> trimestre 1996  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

### **Enquêtes**

- Enquête financière – 2<sup>e</sup> trimestre 1996  
*(Direction de la Conjoncture)*
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au 1<sup>er</sup> trimestre 1996  
*(Hervé Grandjean et Lydie Marchand – DESM)*

## **Bulletin de la Banque de France n° 33 – septembre 1996**

### **Dossiers**

- Le risque de règlement dans les opérations de change  
*(Nicolas de Sèze – Direction des Changes)*
- Les nouveaux indicateurs statistiques du FMI  
*(Direction de la Balance des paiements et DESM)*
- Texte de la loi bancaire mis à jour par les services de la Banque de France après publication de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières  
*(Direction des Établissements de crédit)*
- Les comptes financiers du logement en 1995  
*(Christine Gourvenec – Direction de la Conjoncture)*
- La situation financière du système productif en 1995  
*(Bernard Bardes, Yves Lecoupeur et Annie Sauvé – Direction des Entreprises)*

## **Enquêtes**

- Les transactions sur valeurs mobilières au 1<sup>er</sup> trimestre 1996  
*(Hervé Grandjean et Nadine Franc – DESM)*
- Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 1995  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

## **Supplément « Études » – 3<sup>e</sup> trimestre 1996**

### **Études générales**

- Notice méthodologique sur les options de change  
*(Emmanuelle Touroude – Direction des Changes)*
- Les options de change de seconde génération : un aperçu  
*(Bruno Estecahandy et Emmanuelle Touroude – Direction des Changes)*
- La multibancarisation de 1992 à 1995  
*(Yves Proust et Denis Cadillat – Direction des Entreprises)*
- Encours des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 1994  
*(Sylvie Bénech-Calvet – Direction de la Balance des paiements)*
- Émissions d'obligations et d'actions au 2<sup>e</sup> trimestre 1996  
*(Claude Meiller – DESM)*

### **Études par pays**

- États-Unis  
*(Geneviève Amouriaux – DEER)*
- Japon  
*(Sébastien Clanet – DEER)*
- Allemagne  
*(Nathalie Domeau – DEER)*
- Royaume-Uni  
*Monique Alleron – DEER)*

## Bulletin de la Banque de France n° 34 – octobre 1996

### Dossiers

- Gustave Eiffel et sa tour illustrent le nouveau billet de 200 francs  
*(Direction générale de la Fabrication des billets)*
- Un essai de modélisation à court terme de l'évolution mensuelle des prix de détail  
*(Xavier Ducreux – Direction de la Conjoncture  
Fabien Tripier – Université Paris X)*
- Analyse de l'évolution divergente des Sicav et des FCP  
*(Georges Tournemire – DESM)*
- Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1988 à 1995  
*(Élisabeth Kremp – Direction des Entreprises)*
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin juin 1996  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

### Enquêtes

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au 2<sup>e</sup> trimestre 1996  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*
- Le coût du crédit aux entreprises – 2<sup>e</sup> trimestre 1996  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 35 – novembre 1996

### Dossiers

- Le système Target  
*(Yvon Lucas – DMPE)*
- Les marchés de matières premières au 3<sup>e</sup> trimestre 1996  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*
- Les crédits au logement consentis aux ménages au 1<sup>er</sup> semestre 1996  
*(Christine Gourvenec – Direction de la Conjoncture)*

### Enquêtes

- Les transactions sur valeurs mobilières au 2<sup>e</sup> trimestre 1996  
*(Monique Chocron et Nadine Franc – DESM)*
- Enquête financière – 3<sup>e</sup> trimestre 1996  
*(Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 36 – décembre 1996

### Dossiers

- Obligations statistiques pour l'Union monétaire  
*(Direction générale des Services étranger  
Direction générale des Études)*
- L'ouverture de l'actionnariat de la Banque des règlements internationaux  
*(Bruno-Philippe Jeudy – Direction des Relations avec l'étranger)*
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin septembre 1996  
*(Monique Chocron et Nadine Franc – DESM)*

### Supplément « Études » – 4<sup>e</sup> trimestre 1996

#### Études générales

- Comportement adopté par le système bancaire pour la constitution des réserves obligatoires  
*(Laurent Paul et Frédéric Wilhelm – Direction des Marchés de capitaux)*
- L'endettement des entreprises : une étude sur longue période  
*(Dominique Boissonade et Alain Tournier – Direction des Entreprises)*
- Les stratégies d'exportation des entreprises françaises  
*(Régis Cœurderoy – Direction des Entreprises)*
- Émissions d'obligations et d'actions au 3<sup>e</sup> trimestre 1996  
*(Thierry Niquet – DESM)*

#### Études par pays

- Situation économique dans les pays baltes en 1996 et perspectives pour 1997  
*(Emmanuel Kurtz – DEER)*
- Situation économique de la Russie en 1996 et perspectives pour 1997  
*(Emmanuel Kurtz – DEER)*
- La conjoncture dans les pays d'Europe centrale et orientale  
*(Jean-Paul Tisserand – DEER)*
- La conjoncture dans les pays émergents d'Asie orientale  
*(Jean-Paul Tisserand – DEER)*
- Finlande  
*(Sébastien Clanet – DEER)*
- Amérique latine  
*(Françoise Lachaud – DEER)*

## Bulletin de la Banque de France n° 37 – janvier 1997

### **Études**

- Les métiers des titres en France  
(*Patrick Guerchonovitch – SGCB*)
- Comportement d'endettement et risques : apports et limites d'une approche en termes de taille  
(*Bernard Paranque – Direction des Entreprises*  
*Sylvie Cieply – Université Lumière Lyon II*)

### **Analyses**

- Les résultats des établissements de crédit en 1995 et au 1<sup>er</sup> semestre 1996  
(*Hervé Gonsard – SGCB*)

### **Enquêtes**

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au 3<sup>e</sup> trimestre 1996  
(*Hervé Grandjean et Lydie Marchand – DESM*)
- Le coût du crédit aux entreprises – 3<sup>e</sup> trimestre 1996  
(*Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture*)

## Bulletin de la Banque de France n° 38 – février 1997

### **Études**

- Écart de PIB et positionnement dans le cycle économique : quelques évaluations pour l'économie française  
(*Gilbert Cette – DEER*)

### **Analyses**

- L'activité des commissions de surendettement en 1996  
(*Béatrice Raoult-Texier – Direction du Réseau*)
- Les marchés de matières premières au 4<sup>e</sup> trimestre 1996  
(*Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture*)

### **Enquêtes**

- La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 1996  
(*Yves Lecouper – Direction des Entreprises*)
- Les transactions sur valeurs mobilières au 3<sup>e</sup> trimestre 1996  
(*Monique Chocron et Nadine Franc – DESM*)
- Enquête financière – 4<sup>e</sup> trimestre 1996  
(*Direction de la Conjoncture*)

## Bulletin de la Banque de France n° 39 – mars 1997

### Études

- Les marchés financiers face à l'Union monétaire  
*(Hervé Hannoun – Sous-gouverneur)*
- Le système TBF  
*(Jérôme Lachand – DMPE)*
- Stratégie et formation de la rentabilité des PMI : une étude empirique  
*(Jacques-Bernard Sauner-Leroy – Direction des Entreprises)*
- Évaluation des performances des entreprises industrielles  
*(Bernard Paranque – Direction des Entreprises  
Dorothée Rivaud-Danset et Robert Salais – Université de Paris XIII)*

### Analyses

- Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1995  
*(Sylvie Bénech-Calvet – Direction de la Balance des paiements)*
- La position-titres de la France au 31 décembre 1995  
*(Dominique Rougès – Direction de la Balance des paiements)*
- Adjudications de valeurs du Trésor – Bilan de l'année 1996  
*(Direction des Titres)*
- Émissions d'obligations et d'actions au 4<sup>e</sup> trimestre 1996  
*(Thierry Niquet – DESM)*

### Enquêtes

- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin décembre 1996  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

## Bulletin de la Banque de France n° 40 – avril 1997

### Études

- Le passage à l'euro : schéma de place bancaire et financier  
*(Groupe de concertation de place sur le passage à l'euro)*
- Les crédits nouveaux mis en place par les banques AFB de 1978 à 1992 :  
une évaluation des montants et des durées initiales  
*(Laurent Baumel – DEER)*
- Éligibilité des opérations de crédit-bail au refinancement de la Banque de France  
*(Direction des Marchés de capitaux)*
- L'investissement immatériel  
*(Bernard Bardes – Direction des Entreprises)*
- Intégration des bénéfices réinvestis dans les flux de balance des paiements  
*(Corinne Godin – Direction de la Balance des paiements)*

## **Analyses**

- Stock des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 1995  
*(Sylvie Bénech-Calvet – Direction de la Balance des paiements)*
- La construction neuve de logements – Bilan 1996 et prévisions pour 1997  
*(Bruno Rizzato – Direction de la Conjoncture)*
- La construction neuve de bâtiments non résidentiels – Bilan 1996 et prévisions pour 1997  
*(Bruno Rizzato – Direction de la Conjoncture)*
- Les crédits au logement consentis aux ménages en 1996  
*(Bruno Rizzato – Direction de la Conjoncture)*

## **Enquêtes**

- Enquête sur le comportement des entreprises en 1996  
*(Bénédicte Fouger – Direction de la Conjoncture)*
- Enquête sur les taux des crédits au logement – Année 1996  
*(Bruno Rizzato – Direction de la Conjoncture)*
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres en France  
au 4<sup>e</sup> trimestre 1996 et sur l'ensemble de l'année 1996  
*(Monique Chocron, Hervé Grandjean et Lydie Marchand – DESM)*
- Le coût du crédit aux entreprises – 4<sup>e</sup> trimestre 1996  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## **Bulletin de la Banque de France n° 41 – mai 1997**

## **Études**

- Une évaluation du seuil de rentabilité de la production de crédit  
*(Emmanuel Gervais – DESM)*
- Fonds propres des entreprises industrielles en Europe sur la période 1991-1993  
*(Michel Delbreil et Bernard Paranque – Direction des Entreprises  
Jose Ramon Cano – Banque d'Espagne  
Hans Friderichs – Banque fédérale d'Allemagne  
Benoît Gress – Commission européenne  
Franz Partsch – Banque nationale d'Autriche  
Franco Varetto – Centrale des bilans italienne)*

## **Analyses**

- Les flux d'investissements directs de la France avec l'étranger en 1996  
*(Sylvie Bénech-Calvet – Direction de la Balance des paiements)*
- Les marchés de matières premières au 1<sup>er</sup> trimestre 1997  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## **Enquêtes**

- Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 1996  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*
- Les transactions sur valeurs mobilières en France au 4<sup>e</sup> trimestre 1996  
*(Hervé Grandjean et Nadine Franc – DESM)*
- Enquête financière – 1<sup>er</sup> trimestre 1997  
*(Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 42 – juin 1997

### **Études**

- Les perspectives économiques françaises et la marche vers l'UEM  
*(Alain Vienney – Direction générale des Études)*
- Les rapports récents du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement du G 10  
*(Jérôme Lachand – DMPE)*

### **Analyses**

- Marché obligataire de l'eurofranc au 1<sup>er</sup> trimestre 1997  
*(Pierre Sola et Sylvie Renoton-Marillia – Direction de la Balance des paiements)*
- Les crédits au logement consentis aux ménages en 1996 –  
Évaluation du mouvement de renégociation et correction des statistiques  
*(Bruno Rizzato – Direction de la Conjoncture)*

### **Enquêtes**

- Évolution du marché des options de change en 1996  
*(Sylvie Renoton-Marillia – Direction de la Balance des paiements)*
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin mars 1997  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

## Bulletin de la Banque de France n° 43 – juillet 1997

### **Études**

- Politique monétaire et aspects prudentiels  
*(Christian Pfister – DESM)*

### **Analyses**

- L'amélioration-entretien du logement – Bilan 1996 et 1<sup>er</sup> trimestre 1997  
*(Bruno Rizzato – Direction de la Conjoncture)*

### **Enquêtes**

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres en France au 1<sup>er</sup> trimestre 1997  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*
- Le coût du crédit aux entreprises – 1<sup>er</sup> trimestre 1997  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 44 – août 1997

### **Études**

- Répercussion de la baisse des taux de marché sur le coût du crédit  
*(Emmanuel Gervais – DESM)*
- Synthèse du colloque Banque de France – Banque de Russie  
*(Dominique Plihon – Consultant au SGCB)*

## **Analyses**

- L'évolution du système bancaire français en 1996  
*(Jean-Luc Cayssials – SGCB)*
- Évolution des créances et engagements internationaux des banques résidentes en 1996  
*(Françoise Savajol – Direction de la Balance des paiements)*
- Les marchés de matières premières au 2<sup>e</sup> trimestre 1997  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## **Enquêtes**

- L'analyse des flux d'opérations sur le marché monétaire français  
*(Jean-Marc Serrot et Frédéric Wilhelm – Direction des Marchés de capitaux)*
- Les transactions sur valeurs mobilières en France au 1<sup>er</sup> trimestre 1997  
*(Hervé Grandjean et Nadine Franc – DESM)*
- Enquête financière – 2<sup>e</sup> trimestre 1997  
*(Direction de la Conjoncture)*

# **Bulletin de la Banque de France n° 45 – septembre 1997**

## **Études**

- Règle de Taylor : présentation, application, limites  
*(Françoise Drumetz et Adrien Verdelhan – DESM)*

## **Analyses**

- La situation financière du système productif en 1996  
*(Dominique Boissonade, Yves Lecoupeur, Annie Sauvé et Alain Tournier – Direction des Entreprises)*
- Marché obligataire de l'eurofranc au 2<sup>e</sup> trimestre 1997  
*(Pierre Sola – Direction de la Balance des paiements)*

## **Enquêtes**

- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin juin 1997  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

## Bulletin de la Banque de France n° 46 – octobre 1997

### **Études**

- Les futurs billets en euros  
(*Yves Barroux – Caisse générale*)
- L'évolution des systèmes de règlement de titres  
dans le contexte de la préparation de l'Union économique et monétaire  
(*Jean-Paul Redouin – Direction générale du Crédit*)
- La politique monétaire unique en phase III : documentation générale  
sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC –  
Présentation résumée et conséquences pour la Banque de France  
(*Christian Pfister – DESM*  
*Olivier Cousseran – Direction des Marchés de capitaux*)
- Les liens entre demande de crédit et croissance économique –  
Le cas des crédits aux sociétés en France sur la période récente  
(*Ivan Odonnat, Thierry Grunspan et Adrien Verdelhan – DESM*)
- Le portefeuille-titres des établissements de crédit et les risques liés à son évolution  
(*SGCB*)
- Les statistiques bancaires internationales  
(*Laurent Paul – Direction de la Balance des paiements*)

### **Analyses**

- Évolution de la situation des entreprises industrielles de 1992 à 1996  
(*Yves Lecoupeur – Direction des Entreprises*)
- Les crédits au logement consentis aux ménages au 1<sup>er</sup> semestre 1997  
(*Bruno Rizzato – Direction de la Conjoncture*)

### **Enquêtes**

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres en France  
au 2<sup>e</sup> trimestre 1997  
(*Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM*)
- Le coût du crédit aux entreprises – 2<sup>e</sup> trimestre 1997  
(*Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture*)

## Bulletin de la Banque de France n° 47 – novembre 1997

### **Études**

- L'écart d'inflation entre la France et l'Allemagne  
(*Xavier Ducreux – Direction de la Conjoncture*)

### **Analyses**

- Les comptes financiers du logement en 1996  
(*Isabelle Desan – Direction de la Conjoncture*)
- Marché obligataire de l'eurofranc au 3<sup>e</sup> trimestre 1997  
(*Pierre Sola – Direction de la Balance des paiements*)
- Les marchés de matières premières au 3<sup>e</sup> trimestre 1997  
(*Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture*)

### **Enquêtes**

- Enquête financière – 3<sup>e</sup> trimestre 1997  
*(Direction de la Conjoncture)*

## **Bulletin de la Banque de France n° 48 – décembre 1997**

### **Études**

- L'utilisation transfrontière des titres dans le cadre de l'Union économique et monétaire  
*(Yvon Lucas – DMPE)*
- La titrisation en 1996  
*(Laure Béal – Direction des Marchés de capitaux)*
- Inflation et cycle d'activité en France  
*(John Baude – DEER)*
- Le démarrage de TBF, une étape importante de la transition à l'euro  
*(Michel Spiri – DMPE)*
- Paul Cézanne illustre le nouveau billet de 100 francs  
*(Caisse générale – Direction générale de la Fabrication des billets)*

### **Analyses**

- Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1988 à 1996  
*(Élisabeth Kremp et Bernard Bardes – Direction des Entreprises)*

### **Enquêtes**

- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin septembre 1997  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

## **Bulletin de la Banque de France n° 49 – janvier 1998**

### **Analyses**

- Les résultats des établissements de crédit en 1996 et au 1<sup>er</sup> semestre 1997  
*(Jean-Luc Cayssials – SGCB)*

### **Enquêtes**

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres en France au 3<sup>e</sup> trimestre 1997  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*
- Le coût du crédit aux entreprises (3<sup>e</sup> trimestre 1997)  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 50 – février 1998

### **Analyses**

- La position-titres de la France au 31 décembre 1996 (hors titres d'investissements directs)  
*(Corinne Godin – Direction de la Balance des paiements)*
- Marché obligataire de l'eurofranc au 4<sup>e</sup> trimestre 1997  
*(Pierre Sola – Direction de la Balance des paiements)*
- Les marchés de matières premières au 4<sup>e</sup> trimestre 1997  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

### **Enquêtes**

- La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 1997  
*(Yves Lecoupeur – Direction des Entreprises)*
- Enquête financière – 4<sup>e</sup> trimestre 1997  
*(Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 51 – mars 1998

### **Analyses**

- L'activité des commissions de surendettement en 1997  
*(Frédéric Ferrière – Direction du Réseau)*
- Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1996  
*(Alain Dreyfus – Direction de la Balance des paiements)*

### **Enquêtes**

- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin décembre 1997  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

## Bulletin de la Banque de France n° 52 – avril 1998

### **Études**

- La situation économique des régions : une analyse comparative  
*(Direction de la Conjoncture)*

### **Analyses**

- Adjudications de valeurs du Trésor – Bilan de l'année 1997  
*(Direction des titres)*
- Stock des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 1996  
*(Alain Dreyfus – Direction de la Balance des paiements)*
- La construction neuve de logements – Bilan 1997 et prévisions pour 1998  
*(Bruno Rizzato – Direction de la Conjoncture)*

## **Enquêtes**

- Enquête sur le comportement des entreprises en 1997  
*(Bénédicte Fougier – Direction de la Conjoncture)*
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres en France au 4<sup>e</sup> trimestre 1997 et sur l'ensemble de l'année 1997  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*
- Le coût du crédit aux entreprises (4<sup>e</sup> trimestre 1997)  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## **Bulletin de la Banque de France n° 53 – mai 1998**

### **Études**

- Les réunions européennes de Bruxelles  
*(Direction des Relations avec l'étranger)*
- Bilan et perspectives de la convergence en Europe : la France  
*(Conseil de la politique monétaire)*
- Prix d'actifs, relations avec les facteurs de la demande et le crédit : quelques implications pour la politique monétaire  
*(Pierre Jaiillet – DESM  
Pierre Sicsic – DEER)*
- Bilan succinct de l'élaboration du message Edifact « Gesmes-CB »  
*(Jean-Marc Israël et Fabrice Gaudiffe – Direction de la Balance des paiements)*
- Accès aux marchés financiers et performances des entreprises industrielles  
*(Bernard Belletante – École de Management de Lyon  
Bernard Paranque – Direction des Entreprises)*

### **Analyses**

- Les flux d'investissements directs de la France avec l'étranger en 1997  
*(Alain Dreyfus – Direction de la Balance des paiements)*
- Marché obligataire de l'eurofranc au 1<sup>er</sup> trimestre 1998  
*(Pierre Sola – Direction de la Balance des paiements)*
- Les marchés de matières premières au 1<sup>er</sup> trimestre 1998  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## **Enquêtes**

- Enquête sur les taux des crédits au logement – Année 1997  
*(Isabelle Desan – Direction de la Conjoncture)*
- Enquête financière – 1<sup>er</sup> trimestre 1998  
*(Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 54 – juin 1998

### **Études**

- La situation économique à l'étranger  
*(Direction des Études économiques et de la Recherche)*
- Le contenu en information de la pente des taux concernant l'évolution future des taux d'intérêt et de l'inflation en France  
*(Éric Jondeau et Roland Ricart – DEER)*

### **Analyses**

- Les flux de portefeuille dans la balance des paiements de 1997  
*(David Karmouni – Direction de la Balance des paiements)*
- Les crédits au logement consentis aux ménages en 1997  
*(Isabelle Desan – Direction de la Conjoncture)*

### **Enquêtes**

- Évolutions du marché des produits dérivés de change en 1997  
*(Sylvie Renoton-Marillia – Direction de la Balance des paiements)*
- Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 1997  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin mars 1998  
*(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)*

## Bulletin de la Banque de France n° 55 – juillet 1998

### **Études**

- Les balances des paiements nationales en Union monétaire  
*(Jacques Pécha et François Renard – Direction de la Balance des paiements)*
- Structure du capital des entreprises françaises en 1996  
*(Élizabeth Kremp – Direction des Entreprises)*

### **Analyses**

- L'amélioration-entretien du logement – Bilan 1997 et 1<sup>er</sup> trimestre 1998  
*(Isabelle Desan et Alain Chatelus – Direction de la Conjoncture)*

### **Enquêtes**

- Le coût du crédit aux entreprises (1<sup>er</sup> trimestre 1998)  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 56 – août 1998

### **Études**

- Les propriétés du contrat « notionnel » du Matif sur la décennie 1986-1996  
*(Bernard Bensaïd, Université Paris I – Michel Boutillier, Université d'Évry)*
- Le système TRICP : nouvelles modalités d'utilisation des créances privées en garantie des opérations de politique monétaire et des systèmes de paiement  
*(Corinne Dauchy – Direction des Marchés de capitaux)*

### **Analyses**

- L'évolution du système bancaire français en 1997  
*(Jean-Luc Cayssials – SGCB)*
- Marché obligataire de l'eurofranc au 2<sup>e</sup> trimestre 1998  
*(Laurent Paul – Direction de la Balance des paiements)*
- Les marchés de matières premières au 2<sup>e</sup> trimestre 1998  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

### **Enquêtes**

- Enquête financière – 2<sup>e</sup> trimestre 1998  
*(Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 57 – septembre 1998

### **Études**

- Structure financière des entreprises industrielles françaises : une approche en termes de convention de financement  
*(Bernard Paranque – Direction des Entreprises  
Dorothée Rivaud-Danset – CREI Paris XIII)*

### **Analyses**

- La situation des entreprises industrielles – Bilan 1997  
*(Bernard Bardes, Yves Lecoupeur et Alain Tournier – Direction des Entreprises)*

### **Enquêtes**

- Comportements des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au 1<sup>er</sup> trimestre 1998  
*(Monique Chocron, Hervé Grandjean, Caroline Kéribin et Lydie Marchand – DESM)*
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin juin 1998  
*(Hervé Grandjean et Lydie Marchand – DESM)*

## Bulletin de la Banque de France n° 58 – octobre 1998

### **Études**

- Construction d'un indicateur des conditions monétaires pour la zone euro  
*(Adrien Verdelhan – DESM)*

### **Analyses**

- Les comptes financiers du logement en 1997  
*(Isabelle Desan – Direction de la Conjoncture)*
- L'évolution des créances et engagements « internationaux » des banques résidentes au 1<sup>er</sup> trimestre 1998  
*(Direction de la Balance des paiements)*

### **Enquêtes**

- Le coût du crédit aux entreprises (2<sup>e</sup> trimestre 1998)  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*

## Bulletin de la Banque de France n° 59 – novembre 1998

### **Études**

- La situation de l'économie française à l'automne 1998  
*(DEER)*
- La Banque de France et les statistiques sur la monnaie et le crédit en Union monétaire  
*(Pierre Jaiillet et Ivan Odonnat – DESM)*
- Les mécanismes de la crise financière internationale : présentation schématique  
*(Direction des Changes)*
- Le rôle de la Banque de France dans le système de paiement français  
*(Marc Morau – DMPE)*

### **Analyses**

- L'activité des marchés de change et de produits dérivés de change de gré à gré sur la place de Paris  
*(Direction des Changes – Direction de la Balance des paiements)*
- Marché obligataire de l'eurofranc au 3<sup>e</sup> trimestre 1998  
*(Jean-Stéphane Mésonnier – Direction de la Balance des paiements)*

## **Enquêtes**

- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin septembre 1998  
*(Hervé Grandjean et Lydie Marchand – DESM)*
- Les marchés de matières premières au 3<sup>e</sup> trimestre 1998  
*(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)*
- Enquête financière – 3<sup>e</sup> trimestre 1998  
*(Direction de la Conjoncture)*

## **Bulletin de la Banque de France n° 60 – décembre 1998**

### **Études**

- La situation économique à l'étranger  
*(DEER)*
- Une approche de la compétitivité de la zone euro : le taux de change effectif de l'euro  
*(Françoise Marchand-Blanchet – Direction des Changes)*
- Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1988 à 1997  
*(Élizabeth Kremp et Bernard Bardes – Direction des Entreprises)*
- Activité internationale des banques résidentes au 2<sup>e</sup> trimestre 1998  
*(Françoise Savajol – Direction de la Balance des paiements)*
- Activité sur les marchés de produits dérivés de taux d'intérêt sur la place de Paris  
*(Direction de la Balance des paiements)*