

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 61

JANVIER 1999

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

La situation économique de la France

La conjoncture économique en décembre

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a continué de progresser modérément dans tous les secteurs, à l'exception des biens intermédiaires où elle s'est stabilisée.

La demande globale, soutenue par la progression des ordres sur le marché intérieur, a faiblement augmenté. La demande interindustrielle continue de bénéficier du dynamisme de l'industrie automobile ; la demande étrangère n'a, globalement, guère varié.

Les carnets de commandes se sont réduits dans tous les secteurs ; ils apparaissent correctement garnis dans les biens d'équipement et les biens de consommation, mais sont désormais jugés insuffisants dans les biens intermédiaires. Les stocks se sont un peu alourdis et se situent à un niveau légèrement supérieur à la normale, sauf dans l'automobile où ils sont considérés comme insuffisants.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait progresser dans tous les secteurs, à un rythme modéré.

Les prix des matières premières ont poursuivi leur repli. Cette baisse a été répercutee sur les prix de vente, qui se sont de nouveau repliés ce mois ; les reculs les plus importants sont toujours observés dans les biens intermédiaires.

Les projets d'investissements pour 1998 ont été menés à leur terme. Pour 1999, d'importantes dépenses en informatique, justifiées par le passage à l'euro et à l'an 2000, sont envisagées ; en outre, des plans portant sur la modernisation des équipements, et même l'extension des capacités de production, sont souvent signalés.

L'activité commerciale, soutenue en décembre, a nettement augmenté sur douze mois.

L'activité du BTP a poursuivi sa progression au cours du dernier trimestre, grâce au dynamisme du secteur du bâtiment, qui s'est fortement redressé à un an d'intervalle.

Les effectifs n'ont guère varié dans l'industrie et le commerce. Les recrutements permanents sont peu nombreux ; certains chefs d'entreprise font preuve, actuellement, d'un comportement attentiste avant la signature, ultérieure, d'accords sur la réduction du temps de travail. Les variations de la demande sont satisfaites essentiellement par les modulations d'horaires, les contrats à durée déterminée et les personnels intérimaires. Dans les services marchands et, plus encore, dans le bâtiment, les effectifs se sont étoffés.

La balance des paiements en octobre

En données FAB-FAB cvs, le commerce extérieur, après un solde positif record en septembre (+ 20,6 milliards de francs), a dégagé en octobre son plus faible excédent depuis août 1997 (9,8 milliards). Ce résultat fait passer le solde cumulé des dix premiers mois de l'année (132,1 milliards de francs) en dessous de son niveau de 1997 (139,5 milliards).

L'excédent du compte des transactions courantes, dans un contexte de réduction progressive des rythmes de croissance des échanges de biens et services, s'est établi en octobre à 21,1 milliards de francs en données

brutes, après 24,1 milliards en septembre (24,3 milliards cvs, après 19,6 milliards). En cumul sur dix mois, il atteint 193 milliards de francs, contre 195,1 milliards à fin octobre 1997.

Après des sorties nettes importantes en septembre, le *compte financier*, hors avoirs de réserve, a été à l'origine d'entrées nettes à hauteur de 3,4 milliards de francs en octobre. En hausse de 16,2 milliards de francs d'un mois à l'autre, les sorties nettes d'*investissements directs* ont atteint 32 milliards en octobre, sous l'effet d'une forte progression des opérations des résidents à l'étranger. À l'inverse, les *investissements de portefeuille* (produits financiers dérivés inclus), après un important déficit en septembre (38,9 milliards de francs), ont donné lieu à des entrées nettes à hauteur de 7,1 milliards, de même que les *autres investissements* (28,3 milliards en octobre, après 17,6 milliards). Les *avoirs de réserve* se sont accrus de 7,1 milliards de francs, portant à 79,2 milliards la progression enregistrée depuis le début de l'année.

Les agrégats monétaires en novembre

Les moyens de paiement (*M1*) ont diminué de 2,3 % en novembre 1998. Leur glissement annuel s'est établi à + 5,1 %, poursuivant le ralentissement observé depuis juin, mais il reste toutefois au-dessus de sa valeur moyenne de longue période (+ 4,8 % sur les cinq dernières années). Cette décélération peut s'expliquer par une réorientation des placements vers l'épargne contractuelle, mais aussi vers les actions, à la faveur de la forte reprise des marchés boursiers observée depuis octobre.

Les placements à vue (*M2 – M1*) ont baissé de 0,5 %, ce recul affectant l'ensemble des livrets, à l'exception des livrets d'épargne populaire. Ainsi, *M2* a diminué de 1,4 % en novembre, après + 0,4 % le mois précédent, et son glissement annuel a atteint + 5,7 %. Les placements à terme indexés sur les taux du marché monétaire (*M3 – M2*), qui avaient marqué une reprise en octobre (1,1 %), ont diminué de 2,0 % en novembre. En conséquence, *M3* a baissé de 1,6 % en novembre et son glissement annuel est revenu de + 5,2 % à fin octobre à + 3,3 %. Cette inflexion des placements monétaires a bénéficié en partie aux produits d'épargne contractuelle (*P1*) qui offrent une garantie de rendement. Au total, *M3 + P1* a progressé de 4,6 % sur un an.

L'*endettement intérieur total* a progressé de 3,8 % sur un an en novembre (+ 4,6 % à fin octobre). Le glissement annuel des crédits à l'économie a été à peu près stable (+ 2,8 %, après + 2,9 % à fin octobre), en dépit d'une moindre progression des crédits aux sociétés non financières (+ 3,7 % sur un an en novembre, après + 4,5 % le mois précédent), surtout liée aux crédits de trésorerie. On note une baisse sensible de la dette non négociable de l'État (- 9,5 % sur un an, après + 12,1 % à fin octobre). La croissance annuelle des financements levés sur les marchés internes demeure vigoureuse, passant de + 6,0 % à + 6,2 % d'un mois à l'autre.

Les marchés de change et de l'or en décembre

La fin de l'année a été marquée par l'annonce des cours de conversion irrévocables contre l'euro et par l'introduction de ce dernier sur les marchés de change. Celle-ci avait été précédée, dans les derniers jours de l'année, par une convergence à peu près totale des taux d'intérêt et des cours de change vers leur cours pivot. Par ailleurs, dans un marché peu actif avant les fêtes de fin d'année, le yen s'est sensiblement renforcé face au dollar et aux monnaies européennes.

Les marchés de capitaux en décembre

Au cours du mois, les taux d'intérêt français se sont détendus sur l'ensemble des échéances. Ce mouvement a été essentiellement suscité par la baisse du taux d'appel d'offres de la Banque de France, qui a été ramené par le Conseil de la politique monétaire, le 3 décembre, de 3,3 % à 3,0 %, dans le cadre d'une décision concertée au niveau européen. C'est ainsi que les onze banques centrales de la zone euro ont abaissé ce jour-là leurs taux directeurs à 3,0 % (à l'exception de la Banque d'Italie qui a ramené son taux à 3,5 % le 3 décembre, puis à 3,0 % le 23 décembre).

Dans le sillage de cette décision, les taux interbancaires à court terme se sont nettement détendus le 3 décembre, avant de se stabiliser sur des niveaux inférieurs d'une trentaine de points de base à ceux relevés en début de mois. De même, sur les marchés à terme, le taux implicite du contrat échéance mars 1999 s'est détendu d'une douzaine de points de base, le 3 décembre, et a ensuite fait preuve d'une grande stabilité.

Les taux se sont également détendus sur le marché obligataire, qui a toutefois évolué de manière plus irrégulière. Durant la première quinzaine du mois de décembre, le rendement de l'emprunt d'État français a baissé de 21 points de base, passant de 4,03 % le 30 novembre à 3,82 % le 11 décembre. Cette détente s'est opérée dans un contexte marqué par un regain d'incertitudes sur la croissance européenne, par la confirmation du processus de désinflation dans les pays du cœur de la zone euro, ainsi que par les craintes d'aggravation des difficultés financières du Brésil, de la Russie et de l'Asie. Après être remonté autour de 4 %, le taux de l'emprunt d'État à 10 ans s'est à nouveau détendu, à 3,88 %, le 30 décembre. Les écarts de taux sur les emprunts d'État des pays de la zone euro se sont également sensiblement réduits.

L'encours global des titres de créances négociables s'est élevé à 1 301,8 milliards de francs fin décembre, contre 1 377,8 milliards fin novembre. Cette baisse très sensible recouvre une diminution des encours des certificats de dépôt (de 44,6 milliards de francs), des billets de trésorerie (de 26,5 milliards) et des bons des institutions et sociétés financières (de 6,5 milliards). Seul l'encours des bons à moyen terme négociables s'inscrit à l'inverse de cette tendance, en regagnant 1,6 milliard de francs.

L'observation des taux de rendement à l'émission des certificats de dépôt et des billets de trésorerie fait apparaître une détente très significative sur l'ensemble des échéances, suite à la baisse concertée des taux directeurs des banques centrales de la zone euro, le 3 décembre.

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 décembre a fortement progressé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte essentiellement d'une augmentation des capitaux levés par les sociétés non financières.

La Bourse de Paris a de nouveau progressé en décembre, l'indice CAC 40 gagnant 2,5 %. Cette évolution, conforme à celle de toutes les grandes places boursières, s'est opérée en deux phases. Durant la première quinzaine, les cours ont stagné, sous l'effet de révisions à la baisse des anticipations de croissance. Durant la seconde, ils ont, au contraire, fortement progressé, en dépit de volumes échangés toujours faibles et d'évolutions contrastées d'un secteur à l'autre. Sur l'année 1998, indépendamment de l'amplitude des fluctuations observées, la progression de l'indice est sensible (+ 31,5 %, après + 29,5 % en 1997 et + 23,7 % en 1996).

2. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

2.1. La conjoncture économique en décembre 1998

Les indicateurs

En décembre, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), la hausse des prix de détail a été comprise entre +0,1 % et 0 %, après une stabilité le mois précédent. Sur un an, l'indice des prix à la consommation s'est accru de 0,3 %, comme en novembre ; en moyenne annuelle, il progresse de 0,7 %, contre +1,2 % en 1997.

D'après les résultats détaillés 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 +2,9 % 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 (septembre à novembre), le nombre de logements mis en chantier a progressé de 13,7 % par rapport à la période correspondante de 1997, après 12,1 % pour la période couvrant août à octobre. La tendance est demeurée plus favorable pour les logements individuels (+15,7 %) que pour l'habitat collectif (+10,4 %).

En novembre, la consommation des ménages en produits manufacturés a progressé de 0,1 %, après un repli de 0,9 % en octobre (chiffre révisé à la baisse de 0,2 point) ; sur un an, elle progresse de 5,0 %. Limités au champ du commerce, les achats des ménages ont diminué de 1,4 %, après une hausse de 2,5 % en octobre (+3,1 % sur douze mois).

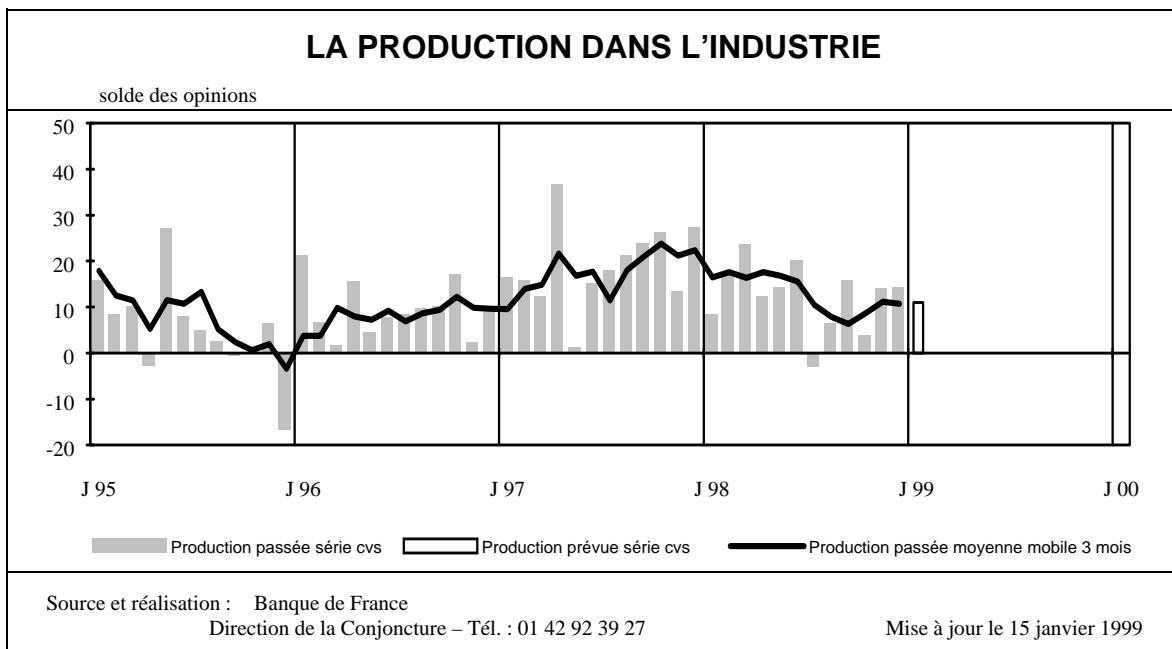
L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 0,5 % au cours du troisième trimestre 1998 (résultats définitifs) et s'est établi à 13 758 200 emplois, ce qui correspond à une création nette de 64 600 emplois, après +67 100 le trimestre précédent. Sur un an, 303 000 emplois ont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

En novembre, le nombre des demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1) a légèrement diminué (-4 700 personnes), à 2 940 800, contre 2 945 500 en octobre ; sur un an, il a reculé de 4,9 %. Le nombre des demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1 + 6) a reculé de 0,3 % en novembre, s'établissant à 3 423 000.

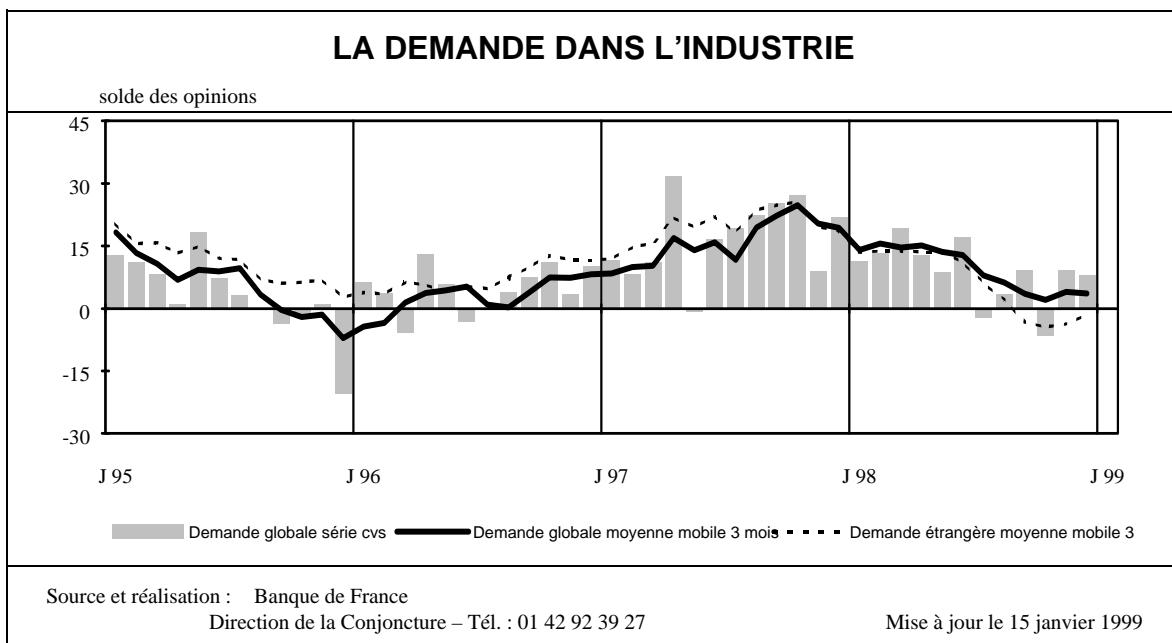
Le taux de chômage (au sens du BIT) s'est établi à 11,5 % de la population active (-0,9 point sur un an).

En décembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a continué de progresser modérément dans tous les secteurs, à l'exception des biens intermédiaires où elle s'est stabilisée.

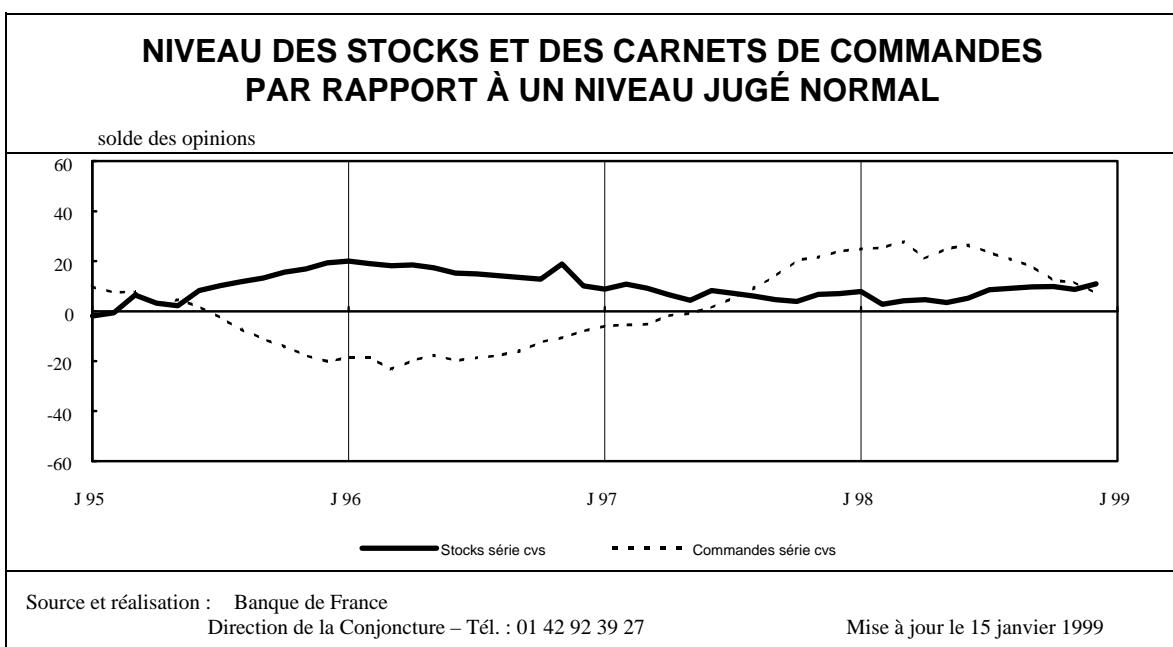
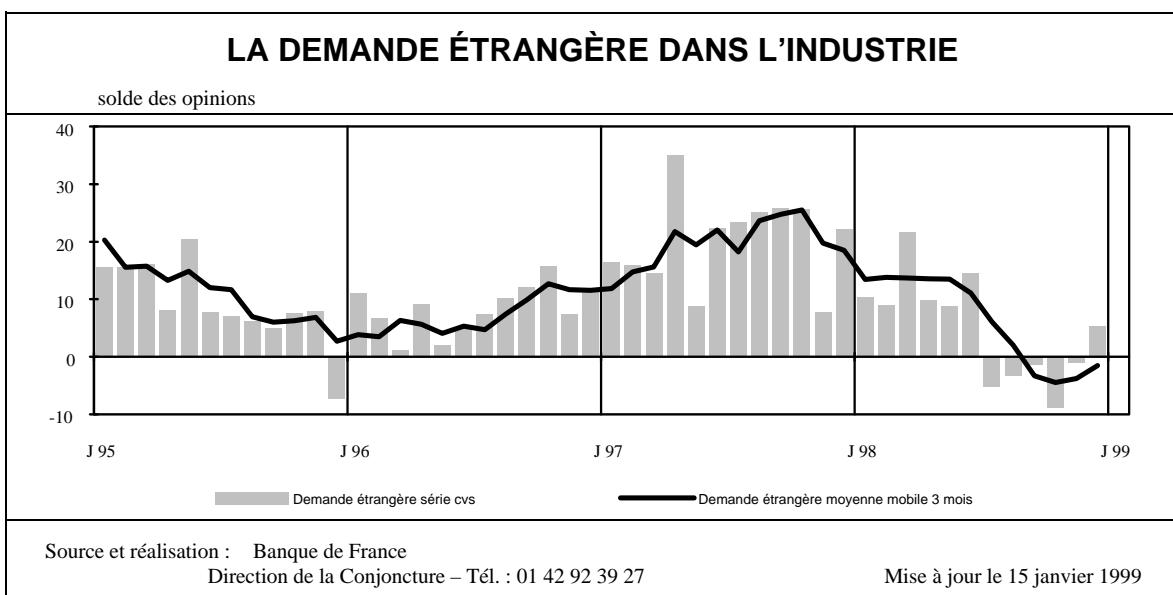
Synthèse de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France



En décembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'*activité industrielle* a continué de progresser modérément dans tous les secteurs, à l'exception des biens intermédiaires où elle s'est stabilisée.



La *demande globale*, soutenue par la progression des ordres sur le marché intérieur, a faiblement augmenté ; la demande interindustrielle, notamment, continue de bénéficier du dynamisme de l'industrie automobile. La demande étrangère n'a, globalement, guère varié ; un début de reprise des affaires avec certains pays d'Asie est parfois mentionné.

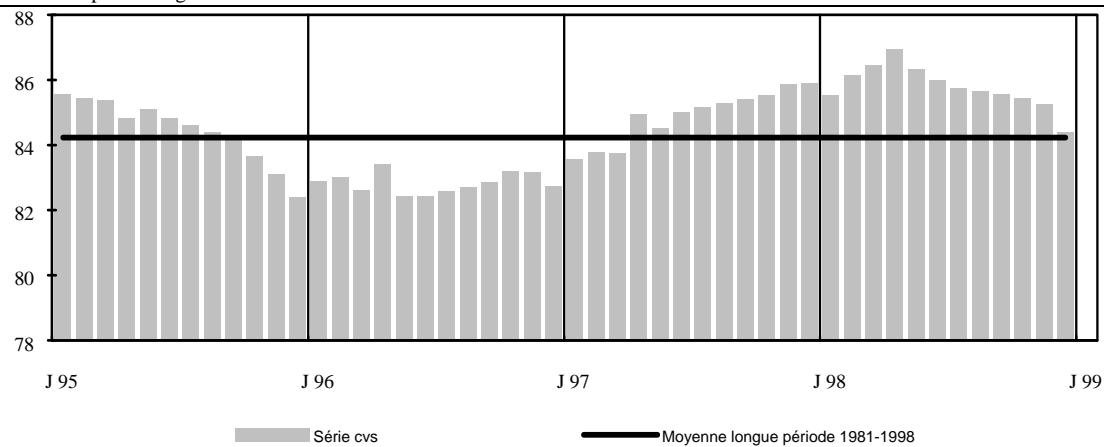


Les carnets de commandes se sont réduits dans tous les secteurs ; ils apparaissent correctement garnis dans les biens d'équipement et les biens de consommation, mais sont désormais jugés insuffisants dans les biens intermédiaires. Les stocks se sont un peu alourdis et se situent à un niveau légèrement supérieur à la normale, sauf dans l'automobile où ils sont considérés comme insuffisants.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait progresser dans tous les secteurs, à un rythme modéré.

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

en pourcentage



Source et réalisation : Banque de France

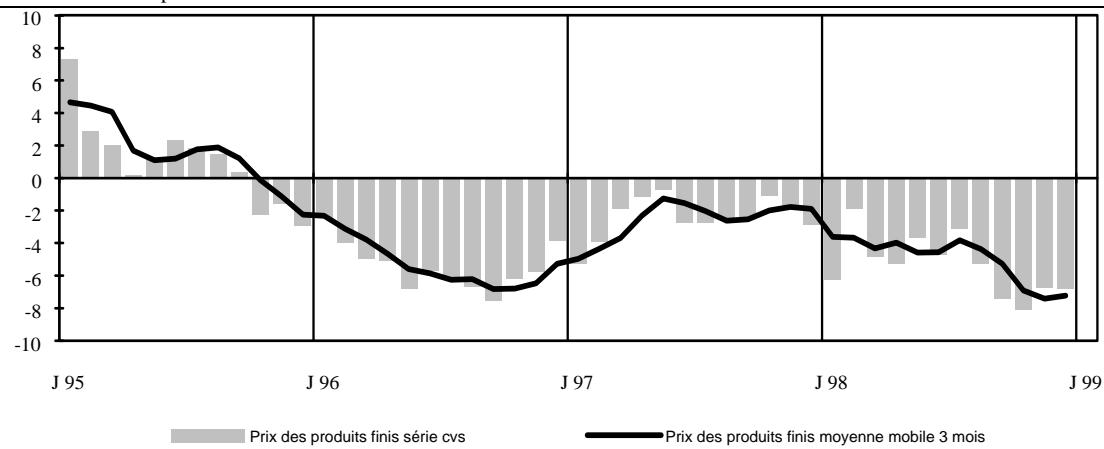
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 15 janvier 1999

Le taux d'utilisation des capacités de production a fléchi et rejoint sa moyenne de longue période.

LES PRIX DES PRODUITS FINIS (cvs)

solde des opinions



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 15 janvier 1999

Les prix des matières premières ont poursuivi leur repli. Cette baisse a été répercutee sur les prix de vente, qui se sont de nouveau repliés ce mois ; les reculs les plus importants sont toujours observés dans les biens intermédiaires.

Les projets d'*investissements* pour 1998 ont été menés à leur terme. Pour 1999, d'importantes dépenses en informatique, justifiées par le passage à l'euro et à l'an 2000, sont envisagées ; en outre, des plans portant sur la modernisation des équipements, et même l'extension des capacités de production, sont souvent signalés.

L'*activité commerciale*, soutenue en décembre, a nettement augmenté sur douze mois.

L'*activité du BTP*¹ a poursuivi sa progression au cours du dernier trimestre, grâce au dynamisme du secteur du bâtiment, qui s'est fortement redressé à un an d'intervalle.

Les *effectifs* n'ont guère varié dans l'industrie et le commerce. Les recrutements permanents sont peu nombreux ; certains chefs d'entreprise font preuve, actuellement, d'un comportement attentiste avant la signature, ultérieure, d'accords sur la réduction du temps de travail. Les variations de la demande sont satisfaites essentiellement par les modulations d'horaires, les contrats à durée déterminée et les personnels intérimaires. Dans les services marchands et, plus encore, dans le bâtiment, les effectifs se sont étoffés.

2.2. La balance des paiements en octobre 1998

L'excédent du compte de transactions courantes s'est établi en octobre à 21,1 milliards de francs en données brutes (+ 24,3 milliards cvs, après + 19,6 milliards en septembre). Le repli de l'excédent des échanges de biens a, en effet, été en partie compensé par l'accroissement de celui des services, tandis que le solde des revenus est devenu légèrement négatif. Au total, sur dix mois, les transactions courantes dégagent un surplus de 193 milliards de francs, contre 195,7 milliards sur la période correspondante de 1997, dans un contexte de réduction progressive des rythmes de croissance des échanges de biens et services qui s'élèvent à 5,6 % et 6,5 %, respectivement, en recettes et dépenses (au lieu de 7,2 % et 7,8 % sur les neuf premiers mois).

Des placements nets à l'étranger ont été observés en octobre au titre, d'une part, des investissements directs, à hauteur de 32 milliards de francs, en raison d'importantes opérations réalisées à l'étranger par des entreprises françaises et, d'autre part, des avoirs de réserve, qui ont augmenté de 7 milliards. En revanche, les investissements de portefeuille ont été globalement à l'origine d'entrées nettes de capitaux pour 7 milliards, les achats de titres étrangers par les résidents (24 milliards de francs) ayant été inférieurs aux acquisitions nettes des non-résidents en titres français (31 milliards). Il faut principalement remarquer, après d'importants achats au cours des mois précédents, les désinvestissements nets en instruments du marché monétaire des résidents (42,7 milliards de francs). Les « autres investissements » ont également été à l'origine d'entrées de capitaux pour 28,3 milliards de francs, y compris au titre du secteur bancaire.

Sur dix mois, les investissements de portefeuille enregistrent des sorties nettes de 265 milliards de francs (achats par les résidents pour 603 milliards et par les non-résidents pour 338 milliards), les flux monétaires du secteur bancaire s'élevant à + 279 milliards.

Les avoirs de réserve ont progressé à nouveau de 7,1 milliards de francs, portant leur renforcement à 79,2 milliards sur dix mois.

¹ En données brutes

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE								
	(données brutes – en millions de francs)							
	Année	Année	Juillet	Août	Septembre	Octobre	10 mois	10 mois
	1997	1996	1998	1998	1998	1998	1997	1998
	(a)	(a)	(b)	(b)	(b)	(b)	(a)	(b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	230 117	104 984	22 734	9 472	24 071	21 142	195 699	192 982
<i>Biens</i>	164 298	76 515	18 737	3 949	17 160	16 077	138 175	134 202
<i>Services</i>	102 623	77 281	10 938	8 604	8 742	11 918	87 524	90 420
<i>Autres biens et services</i>	0	5 965	0	0	0	0	0	0
Total « Biens et services »	266 921	159 761	29 675	12 553	25 902	27 995	225 699	224 622
<i>Revenus</i>	19 161	- 10 019	- 3 779	4 439	4 247	- 504	14 478	10 116
<i>Transferts courants</i>	- 55 965	- 44 758	- 3 162	- 7 520	- 6 078	- 6 349	- 44 478	- 41 756
COMPTE DE CAPITAL.....	8 564	6 295	518	436	759	1 660	7 740	6 396
COMPTE FINANCIER.....	- 264 400	- 115 872	- 3 708	- 1 799	- 44 301	- 3 703	- 207 035	- 180 060
<i>Investissements directs</i>	- 72 436	- 43 275	- 3 958	2 566	- 15 810	- 32 039	- 42 476	- 67 391
– Français à l'étranger	- 207 688	- 155 615	- 14 548	- 4 285	- 28 513	- 44 292	- 147 448	- 202 974
– Étrangers en France	135 252	112 340	10 590	6 851	12 703	12 253	104 972	135 583
<i>Investissements de portefeuille</i>	- 149 078	- 308 995	47 660	- 20 325	- 38 959	7 057	- 119 342	- 265 040
– Avoirs	- 415 255	- 271 414	5 686	- 63 588	- 47 747	- 23 964	- 324 471	- 603 357
– Engagements	266 177	- 37 581	41 974	43 263	8 788	31 021	205 129	338 317
<i>Autres investissements</i>	- 8 607	237 627	- 40 575	23 181	17 617	28 332	- 20 914	231 546
– Avoirs	- 304 794	136 858	34 557	- 59 275	- 83 899	7 441	- 240 558	- 91 768
– Engagements	296 187	100 769	- 75 132	82 456	101 516	20 891	219 644	323 314
<i>Avoirs de réserve</i>	- 34 279	- 1 229	- 6 835	- 7 221	- 7 149	- 7 053	- 24 303	- 79 175
ERREURS ET OMISSIONS NETTES...	25 719	4 593	- 19 544	- 8 109	19 471	- 19 099	3 596	- 19 318
(a) Chiffres définitifs								
(b) Chiffres provisoires								
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85							Mise à jour le 7 janvier 1999	

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE						
Compte de transactions courantes et compte de capital						
	(données brutes – en millions de francs)					
	Année	Année	Septembre	Octobre	10 mois	10 mois
	1997	1996	1998	1998	1997	1998
	(a)	(a)	(b)	(b)	(a)	(b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES...	230 117	104 984	24 071	21 142	195 699	192 982
Biens.....	164 298	76 515	17 160	16 077	138 175	134 202
Marchandises générales.....	154 741	65 853	16 480	15 273	130 037	127 432
Services.....	102 623	77 281	8 742	11 918	87 524	90 420
Transports	- 2 158	- 2 306	430	1 375	- 1 544	1 807
– Transports maritimes.....	- 7 852	- 6 082	- 591	- 576	- 6 512	- 6 409
– Transports aériens	- 285	- 1 811	223	464	4	- 351
– Autres	5 979	5 587	798	1 487	4 964	8 567
Voyages.....	66 732	54 287	6 673	6 034	58 081	61 558
Autres services aux entreprises.....	32 742	21 216	1 822	4 042	27 333	24 362
Services personnels, culturels et récréatifs	- 2 379	- 2 139	- 257	- 199	- 1 781	- 2 089
Autres biens et services	0	5 965	0	0	0	0
Total « Biens et services ».....	266 921	159 761	25 902	27 995	225 699	224 622
Revenus.....	19 161	- 10 019	4 247	- 504	14 478	10 116
Transferts courants.....	- 55 965	- 44 758	- 6 078	- 6 349	- 44 478	- 41 756
dont : Secteur des administrations publiques	- 46 836	- 40 301	- 5 561	- 6 467	- 36 666	- 35 329
COMPTE DE CAPITAL.....	8 564	6 295	759	1 660	7 740	6 396
dont : Acquisitions d'actifs non financiers.....	- 128	- 94	- 13	- 13	- 10	- 302
(données cvs-cjo – en millions de francs)						
	Année	Année	Septembre	Octobre	10 mois	10 mois
	1997	1996	1998	1998	1997	1998
	(a)	(a)	(b)	(b)	(a)	(b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES...	228 525	105 033	19 642	24 324	195 131	193 085
Biens.....	163 795	78 048	21 794	10 320	137 966	134 964
Marchandises générales.....	154 023	67 513	20 926	9 965	130 497	129 180
Services	101 261	77 004	7 667	12 227	85 923	89 062
Transports	- 2 174	- 2 388	239	1 385	- 1 698	1 763
– Transports maritimes.....	- 7 802	- 6 027	- 578	- 547	- 6 614	- 6 501
– Transports aériens	- 417	- 1 838	- 221	205	18	- 82
– Autres	6 095	5 599	1 147	1 444	5 070	8 600
Voyages.....	66 189	54 187	6 585	5 482	54 259	57 746
Autres services aux entreprises	32 511	21 021	1 820	3 976	28 611	25 691
Revenus.....	21 326	- 9 250	2 150	2 587	20 061	18 413
Rémunération des salariés.....	10 853	10 652	784	807	8 909	8 617
Revenus des investissements	10 623	- 19 913	1 494	1 610	11 349	10 147
– Revenus des investissements directs.....	41 896	31 400	4 601	2 555	38 397	35 162
– Revenus des investissements de portefeuille.....	- 48 067	- 65 117	- 1 414	- 2 478	- 40 252	- 29 908
– Autres revenus des investissements	23 193	20 559	687	585	21 403	18 055
Transferts courants	- 55 326	- 45 532	- 7 535	- 4 718	- 45 539	- 40 957
dont : Secteur des administrations publiques	- 45 005	- 40 677	- 7 114	- 4 221	- 37 437	- 32 997

(a) Chiffres définitifs
(b) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85

Mise à jour le 7 janvier 1999

2.2.1. Les transactions courantes

Avec 24,3 milliards de francs d'excédent, le solde des transactions courantes s'est sensiblement renforcé par rapport à celui de septembre (19,6 milliards). En données brutes, il se contracte légèrement, à 21,1 milliards de francs, contre 24,1 milliards en septembre.

Si l'excédent des biens a fortement baissé par rapport aux résultats très élevés enregistrés en septembre, le solde des services, en amélioration de 4,6 milliards de francs en données cvs, explique la progression d'ensemble.

Alors que les excédents cumulés des transactions courantes enregistrés chaque mois entre janvier et septembre avaient toujours été supérieurs à ceux de l'année précédente, les chiffres du mois d'octobre, faibles comparativement au niveau exceptionnel atteint en octobre 1997, font repasser le solde cumulé sur les dix premiers mois (193,1 milliards de francs) en dessous de celui de la période correspondante de 1997 (195,1 milliards).

2.2.1.1. Évolutions du commerce extérieur de marchandises

(source Douanes)

Évolution globale

(évolutions mensuelles en données FAB-FAB cvs)

Après le record enregistré en septembre (20,6 milliards de francs), l'excédent commercial s'établit à son niveau le plus faible depuis août 1997 : 9,8 milliards en données cvs. Ce résultat provient d'une chute des exportations (143,1 milliards de francs, soit - 7,9 %) non compensée par le tassement des importations (- 1,1 %), dont l'effritement est perceptible depuis juin. Ce mouvement fait passer le solde cumulé sur les dix premiers mois de l'année (132,1 milliards de francs) en dessous de son niveau de 1997 (139,5 milliards).

Affecté par la chute des ventes de biens d'équipement professionnels, l'excédent industriel (5,6 milliards de francs, contre 16,2 milliards en septembre) connaît son montant le plus faible depuis plus d'un an. Vis-à-vis de l'Union européenne, il fléchit légèrement (5,9 milliards de francs, contre 7,9 milliards en septembre), tandis que le solde des échanges avec les pays d'Asie en développement rapide recule nettement (- 2,2 milliards de francs, après + 0,1 milliard le mois précédent).

Orientation géographique

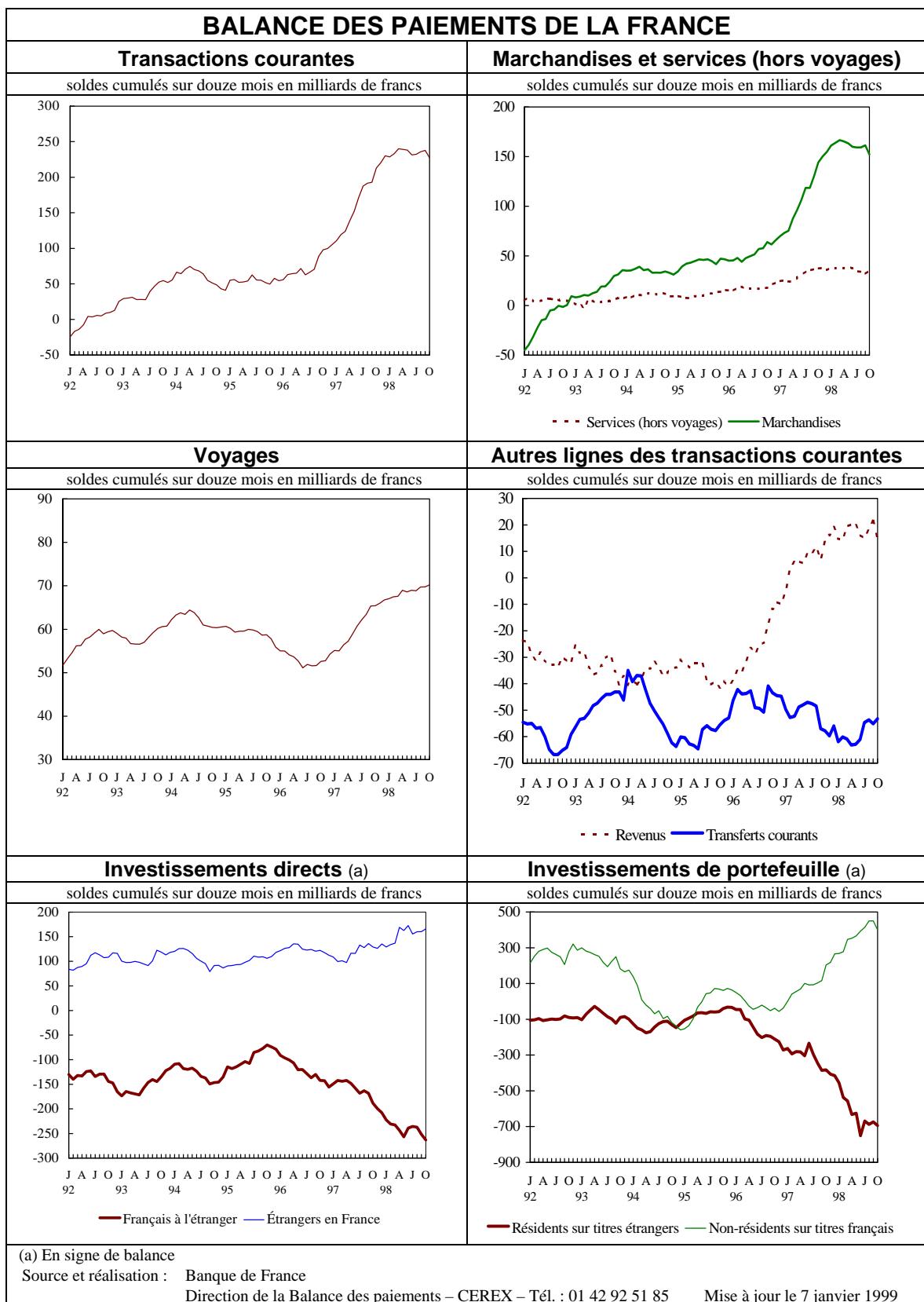
(évolutions mensuelles en données CAF-FAB cvs)

– La plupart des soldes bilatéraux diminuent, entraînant un repli de 2 milliards de francs de l'excédent des échanges avec l'Union européenne, sans que cette évolution soit le produit d'une poussée significative des importations ni d'un recul prononcé des exportations.

La baisse de 1,6 milliard de francs du solde commercial avec l'Allemagne est cependant déterminante, en raison du poids prépondérant de ce pays dans nos échanges. La branche automobile contribue fortement à la poussée des importations en provenance de ce pays (+ 6,6 %).

– Après l'amélioration enregistrée en septembre, qui était largement imputable à un niveau temporairement élevé d'exportations vers la Suisse, le déficit avec l'OCDE hors Union européenne se creuse à nouveau.

La quasi-stabilisation du déficit avec les États-Unis par rapport au mois de septembre masque une baisse simultanée des exportations (- 11,4 %), liée au repli des livraisons d'Airbus, et des importations (- 10,0 %), celle-ci étant due à une érosion touchant les branches aéronautique et électronique professionnelle.



– Le solde des échanges avec les pays d'Asie en développement rapide redevient déficitaire en raison de la chute des exportations (– 31,6 %), due notamment à la baisse des livraisons aéronautiques et à l'absence de grands contrats.

Le déficit avec les pays de l'Est reste proche de celui du mois de septembre (– 0,1 milliard de francs).

Évolution par produits

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

Dans un contexte économique mondial caractérisé par un ralentissement de la croissance, le solde excédentaire des échanges industriels chute après un mois de septembre exceptionnel, en raison d'un fort recul des exportations (– 8,7 %), alors que les importations fléchissent à nouveau.

Ce retrait touche principalement les biens d'équipement professionnels (– 18 %) et le matériel militaire (– 45 %) et, dans une moindre mesure, les biens de consommation.

– L'équipement professionnel dégage un excédent de 2,7 milliards de francs, après le niveau record de septembre (10,7 milliards), en raison de la chute des exportations : après 50,7 milliards en septembre, montant record de 1998, les ventes s'établissent en octobre à 41,5 milliards, montant le plus faible depuis le début de l'année. Cependant, les ventes aéronautiques et spatiales se situent à un niveau tout à fait normal en octobre. Les livraisons de matériel militaire baissent de manière importante (1,8 milliard de francs, contre 3,2 milliards en septembre).

– Les transports terrestres dégagent un excédent de 4,8 milliards de francs, en légère baisse (– 0,1 milliard), la progression des ventes d'équipement automobile des ménages (+ 6,3 %) à destination de l'Allemagne et de l'Espagne n'ayant pas totalement compensé celle des achats de pièces détachées et de matériel utilitaire (+ 8,8 %).

– Les exportations de produits bruts du secteur de l'agro-alimentaire se contractent de 11 %, en raison d'une baisse des ventes de céréales très marquée à destination de l'Espagne et du Portugal, tandis que les importations diminuent.

Le solde des échanges de produits transformés s'améliore, essentiellement en raison de la baisse des importations. À l'exportation, la chute des livraisons de viande (marché russe) est compensée par une poussée des ventes de sucre (Belgique).

– Le déficit énergétique baisse en raison du redressement des exportations d'énergie électrique et de la poursuite de la contraction de la facture pétrolière.

2.2.1.2. Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes

Les biens

(évolutions mensuelles en données cvs)

Le net repli du solde du commerce extérieur provoque une forte baisse de celui des biens, qui passe de 21,8 milliards de francs en septembre à 10,3 milliards en octobre. Ainsi, l'excédent cumulé passe en dessous du solde cumulé de la période correspondante de 1997 (135 milliards de francs, contre 138 milliards sur dix mois), alors que l'écart était positif jusqu'en septembre.

Les services

(évolutions mensuelles en données cvs)

L'excédent des services progresse fortement au mois d'octobre, à 12,2 milliards de francs, contre 7,7 milliards en septembre. Cette évolution, principalement due à la bonne orientation des lignes transports, redevances et droits de licence, et de certains services aux entreprises, porte le solde cumulé sur les dix premiers mois de l'année à 89,1 milliards de francs, contre 85,9 milliards un an plus tôt, l'écart redevenant positif.

– Après un retour à l'équilibre au mois de septembre, les *services de transports* enregistrent un excédent de 1,4 milliard de francs, grâce à l'amélioration des services de transports aériens, imputable à la baisse des dépenses des compagnies aériennes françaises, et de la ligne autres transports (rail, route, transports spatiaux...). Sur les dix premiers mois de l'année, l'excédent de l'ensemble des transports se renforce donc à 1,8 milliard de francs, contre un solde déficitaire de 1,7 milliard pour la période correspondante de 1997.

– L'excédent des *voyages* baisse au mois d'octobre et s'établit à 5,5 milliards de francs, contre 6,6 milliards en septembre. Cependant, en cumul sur les dix premiers mois de l'année (57,7 milliards de francs), il demeure supérieur à celui de la période correspondante de 1997 (54,3 milliards), confirmant la place des voyages comme principal excédent de l'ensemble des services.

– Les *autres postes des services* enregistrent des évolutions divergentes. Il convient de noter la bonne tenue de l'excédent des services de construction sur dix mois, ainsi qu'une amélioration du déficit cumulé des redevances et droits de licence, due à la hausse des recettes du secteur automobile. Les autres services aux entreprises, dont l'excédent au mois d'octobre est plus du double du mois précédent, en raison du solde très élevé des activités de négoce international, tout particulièrement dans les secteurs automobile et aéronautique, dégagent cependant en cumul sur les dix premiers mois de l'année un excédent en baisse de 2,9 milliards de francs par rapport à la période correspondante de 1997.

Les revenus
(évolutions mensuelles en données cvs)

En net recul en données brutes, le solde des revenus, après s'être sensiblement réduit en septembre, à + 2,2 milliards de francs, a légèrement progressé, à près de + 2,6 milliards.

– L'excédent des *revenus des investissements directs* s'est de nouveau contracté, à 2,6 milliards de francs, contre 4,6 milliards en septembre, subissant une augmentation des bénéfices versés aux non-résidents.

En cumul sur les dix premiers mois de l'année, l'excédent des revenus des investissements directs est de 35,2 milliards de francs, contre 38,4 milliards sur la période correspondante de 1997.

– Après s'être stabilisé en septembre, le déficit des *revenus des investissements de portefeuille* s'est creusé (2,5 milliards de francs, au lieu de 1,4 milliard), en raison notamment de la hausse marquée des versements de coupons sur les titres publics détenus par les non-résidents. Cependant, sur les dix premiers mois de l'année, le solde cumulé ressort à – 29,9 milliards de francs, en nette amélioration par rapport à la période correspondante de 1997 (– 40,3 milliards), du fait de la forte croissance des recettes, principalement concentrées sur les intérêts et coupons perçus par les banques.

– Enfin, l'excédent des *autres revenus des investissements* s'inscrit en légère baisse (0,6 milliard de francs, après + 0,8 milliard). Sur la période de janvier à octobre, le solde cumulé atteint + 18,1 milliards de francs, contre + 21,4 milliards sur la période correspondante de 1997.

Les transferts courants
(en données brutes)

À 6,3 milliards de francs, le déficit se creuse sensiblement par rapport à septembre (6,1 milliards).

Le déficit cumulé sur dix mois s'établit à 41,8 milliards de francs, contre 44,5 milliards un an plus tôt, bénéficiant en grande partie de la hausse des recettes en provenance de l'Union européenne, Fonds social en particulier.

2.2.2. Le compte de capital

(en données brutes)

L'excédent des transferts en capital au mois d'octobre est plus du double de celui de septembre (1,7 milliard de francs, après 0,8 milliard), grâce à une forte hausse des versements européens effectués au titre du Feoga-orientation. Cependant, sur les dix premiers mois de l'année, il demeure en retrait par rapport à la période comparable de 1997 (6,4 milliards de francs, contre 7,7 milliards).

2.2.3. Le compte financier

Après des sorties nettes importantes enregistrées en septembre, les flux financiers, hors avoirs de réserve, ont été à l'origine d'entrées nettes limitées en octobre (3,4 milliards de francs). Cette évolution s'explique par la conjonction des soldes positifs des investissements de portefeuille (7,1 milliards de francs) et des autres investissements (28,3 milliards), qui ont compensé les sorties liées aux investissements directs (- 32 milliards).

Investissements directs

En hausse de 16,2 milliards de francs par rapport au mois de septembre, les sorties nettes d'investissements directs ont atteint 32 milliards en octobre, sous l'effet d'une forte progression des opérations des résidents à l'étranger.

Avec 44,3 milliards de francs, les *investissements français à l'étranger* ont enregistré les flux nets les plus importants depuis le début de l'année. Ce résultat s'explique avant tout par l'accroissement, en octobre, des opérations en capital social, qui se sont élevées à 22,1 milliards de francs, contre 7,9 milliards le mois précédent. Les autres opérations n'ont que peu varié (21,1 milliards de francs, contre 19,5 milliards en septembre 1998).

Les flux nets d'*investissements étrangers en France* sont demeurés quasiment stables, en octobre, avec 12,3 milliards de francs. La hausse des opérations en capital social (3,6 milliards de francs, contre 2,5 milliards en septembre) a été compensée par la baisse des autres opérations.

Investissements de portefeuille

Après un important déficit en septembre (38,9 milliards de francs), les investissements de portefeuille (produits financiers dérivés inclus) ont donné lieu à des entrées nettes en octobre, à hauteur de 7,1 milliards de francs.

Les résidents ont poursuivi leurs *achats de titres étrangers*, mais à un niveau moindre que les mois précédents (24 milliards de francs, contre 47,7 milliards en septembre comme en août).

Ce résultat est lié à des acquisitions nettes, par les résidents, d'obligations et assimilés (31,6 milliards de francs), notamment de titres espagnols (9,7 milliards) et néerlandais (6 milliards), de bons du Trésor (21,5 milliards) et, dans une moindre mesure, d'actions (8,3 milliards), partiellement compensées par des dégagements élevés sur les autres instruments du marché monétaire (42,7 milliards), portant pour une part substantielle sur les marchés américains (13,9 milliards) et britanniques (10,5 milliards).

Les *achats des non-résidents en titres français* ont largement progressé, pour s'établir à 31 milliards de francs, après 8,8 milliards en septembre. Les non-résidents se sont essentiellement portés sur les obligations d'État (26,6 milliards de francs), les autres instruments du marché monétaire (10,2 milliards) et les actions (3 milliards), tandis qu'ils ont procédé à des dégagements sur les bons du Trésor (10,6 milliards) et sur les obligations, hors titres d'État (3 milliards).

Autres investissements

En octobre, les « autres investissements » ont été à l'origine d'entrées nettes de 28,3 milliards de francs, après 17,6 milliards en septembre.

Les opérations du secteur bancaire se sont traduites par des entrées nettes de 11,5 milliards de francs. Les mouvements en créances qui ont été quasiment équilibrés (0,1 milliard de francs) résultent d'une forte diminution des prêts de francs aux non-résidents (85,2 milliards), compensée par une augmentation à due concurrence (- 85,1 milliards) des opérations en devises, dont environ les deux tiers ont été libellés en monnaie des pays membres de l'Union monétaire. Les engagements ont progressé légèrement (11,4 milliards de francs). Comme pour les créances, on observe une diminution des encours en francs (- 35,7 milliards), neutralisée, et même au-delà, par un accroissement de ceux en devises (47,1 milliards).

Les flux financiers des autres secteurs ont donné lieu à des entrées de 16,8 milliards de francs, du fait notamment de la diminution des avoirs à l'étranger des résidents.

Avoirs de réserve

En octobre, les avoirs de réserve bruts ont progressé de 7,1 milliards de francs.

3. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Les moyens de paiement ($M1$) ont diminué de 2,3 % en novembre 1998. Leur glissement annuel s'est établi à + 5,1 %, poursuivant le ralentissement observé depuis juin. Il reste toutefois au-dessus de sa valeur de longue période (+ 4,8 % en moyenne sur les cinq dernières années). Cette décélération peut s'expliquer par une réorientation des placements vers l'épargne contractuelle, mais aussi vers les actions, à la faveur de la forte reprise des marchés boursiers observée depuis octobre. Les placements à vue ($M2 - M1$) ont baissé de 0,5 %, ce recul affectant l'ensemble des livrets, à l'exception des livrets d'épargne populaire. Ainsi $M2$ a diminué de 1,4 % en novembre, après + 0,4 % le mois précédent, et son glissement annuel a atteint + 5,7 %. Les placements à terme indexés sur les taux du marché monétaire ($M3 - M2$), qui avaient marqué une reprise en octobre (+ 1,1 %), ont diminué de 2,0 % en novembre. En conséquence, $M3$ a baissé de 1,6 % en novembre, et son glissement annuel est revenu de + 5,2 % à fin octobre à + 3,3 %. Cette inflexion des placements monétaires a bénéficié en partie aux produits d'épargne contractuelle ($P1$), qui offrent une garantie de rendement. Au total, $M3 + P1$ a progressé de 4,6 % sur un an.

L'*endettement intérieur total* a progressé de 3,8 % sur un an en novembre (+ 4,6 % à fin octobre). Le glissement annuel des crédits à l'économie a été à peu près stable (+ 2,8 %, après + 2,9 % à fin octobre), en dépit d'une moindre progression des crédits aux sociétés non financières (+ 3,7 % sur un an en novembre, après + 4,5 % le mois précédent), qui est surtout liée aux crédits de trésorerie. On note une baisse sensible de la dette non négociable de l'État (- 9,5 % sur un an, après + 12,1 % à fin octobre). La croissance annuelle des financements levés sur les marchés internes demeure, quant à elle, vigoureuse, passant de + 6,0 % à + 6,2 % d'un mois à l'autre.

AVERTISSEMENT

Compte tenu des délais habituels de disponibilité de l'information, les statistiques commentées ci-après concernent la politique monétaire française en vigueur jusqu'à la fin de 1998. À partir du mois prochain, la Banque de France, en complément des agrégats monétaires pour la zone euro diffusés par le Système européen de banques centrales dans le cadre de la politique monétaire unique, publiera une gamme d'indicateurs nationaux relative aux principales évolutions monétaires et financières.

AGRÉGATS			
<i>(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>			
	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle (a)	Variation sur 12 mois (b)
AGRÉGATS DE MONNAIE À FIN NOVEMBRE 1998			
M1	1 874,3	- 2,3	5,1
M2	3 624,0	- 1,4	5,7
M3	5 476,5	- 1,6	3,3
AGRÉGATS DE PLACEMENT À FIN NOVEMBRE 1998			
P1	2 269,6	0,7	7,8
M3 + P1	7 746,1	- 0,9	4,6
AGRÉGATS DE FINANCEMENT À FIN NOVEMBRE 1998			
Endettement intérieur total.....	11 753,5	- 0,3	3,8
dont : État.....	4 053,8		5,2
Crédits à l'économie (c)	6 597,4	- 0,2	2,8
ESTIMATION DES PRÉTS NOUVEAUX À FIN NOVEMBRE 1998 (d)	-	-	5,6
(a) Calculée à partir des encours fin de mois cvs			
(b) Calculée à partir des encours fin de mois bruts			
(c) Distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents			
(d) Flux cumulés depuis le 1 ^{er} janvier			
Données portant sur un échantillon d'établissements de crédit			
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14			Mise à jour le 29 décembre 1998

3.1. Les agrégats de monnaie et de placement

(à fin novembre 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		
		Novembre 1998	Octobre 1998	Novembre 1998	Décembre 1997	
AGRÉGATS DE MONNAIE						
<i>Billets et monnaies</i>						
<i>Dépôts à vue</i>	255,7	0,2	0,4	1,1	0,3	
Total M1	1 618,6	0,6	- 2,7	7,4	5,9	
M2 – M1	1 874,3	0,5	- 2,3	6,5	5,1	
<i>Livrets A</i>	1 749,7	0,4	- 0,5	9,2	6,4	
<i>Livrets bleus</i>	690,3	- 0,6	- 0,4	3,0	1,7	
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	96,8	- 0,5	- 0,4	4,2	3,9	
<i>Codevi</i>	167,4	0,4	- 0,3	5,5	5,3	
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	226,0	- 0,4	- 0,6	8,1	6,7	
<i>Livrets jeunes</i>	228,5	2,2	2,2	20,1	16,7	
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	31,1			17,6	7,7	
Total M2	3 624,0	0,4	- 1,4	7,8	5,7	
<i>M3 – M2</i>	1 852,5	1,1	- 2,0	- 8,2	- 1,0	
<i>Dépôts et TCN en devises</i>	129,7			4,3	7,4	
<i>Dépôts à terme (a)</i>	327,2	2,6	- 0,4	- 12,8	- 0,9	
<i>Bons de caisse et d'épargne</i>	142,7	- 1,9	- 0,4	- 3,8	- 14,2	
<i>Titres de créances négociables (b)</i>	298,1	- 3,0	- 0,5	2,8	- 6,1	
– Certificats de dépôt et BMTN	283,4			5,6	- 7,3	
– Bons et BMTN des ISF	14,7			- 39,0	25,3	
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	947,3	0,6	- 0,9	- 11,3	2,4	
<i>Parts de fonds communs de créances</i>	7,5					
Total M3	5 476,5	0,6	- 1,6	2,0	3,3	
<i>M4 – M3</i>	95,5	2,6	- 7,2	52,0	- 18,4	
<i>Bons du Trésor négociables</i>	78,2			80,6	- 19,8	
<i>Billets de trésorerie et BMTN (b)</i>	17,3			- 20,3	- 11,3	
Total M4	5 572,1	0,7	- 1,7	2,8	2,9	
AGRÉGATS DE PLACEMENT						
<i>Plans d'épargne-logement</i>	1 105,4	1,2	0,6	13,8	8,6	
<i>Autres comptes d'épargne (c)</i>	29,0					
<i>Plans d'épargne populaire</i>	659,4	0,9	0,5	12,6	6,1	
dont : Entreprises d'assurance	172,1					
<i>Titres d'OPCVM garantis</i>	170,3			39,3	18,4	
<i>Bons de capitalisation</i>	305,4	0,2	0,2	- 1,2	2,3	
Total P1	2 269,6	1,1	0,7	12,8	7,8	
Total M3 + P1	7 746,1	0,8	- 0,9	4,9	4,6	

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

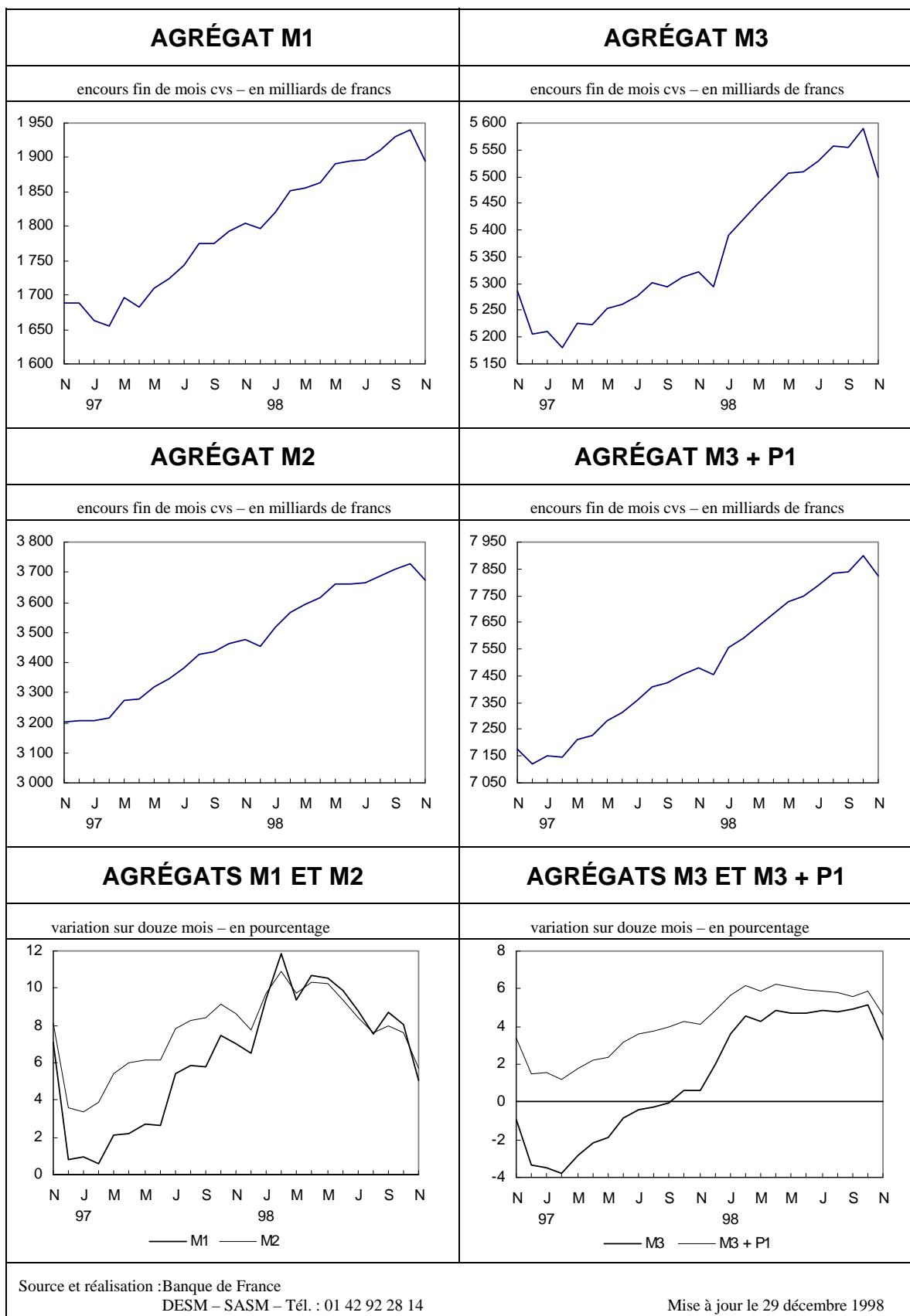
(b) Les titres de créances négociables en francs détenus par les agents non financiers résidents sont classés dans M3 – M2
s'ils sont émis par des établissements de crédit (et assimilés), ou dans M4 – M3 s'ils sont émis par
des agents non financiers résidents.

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

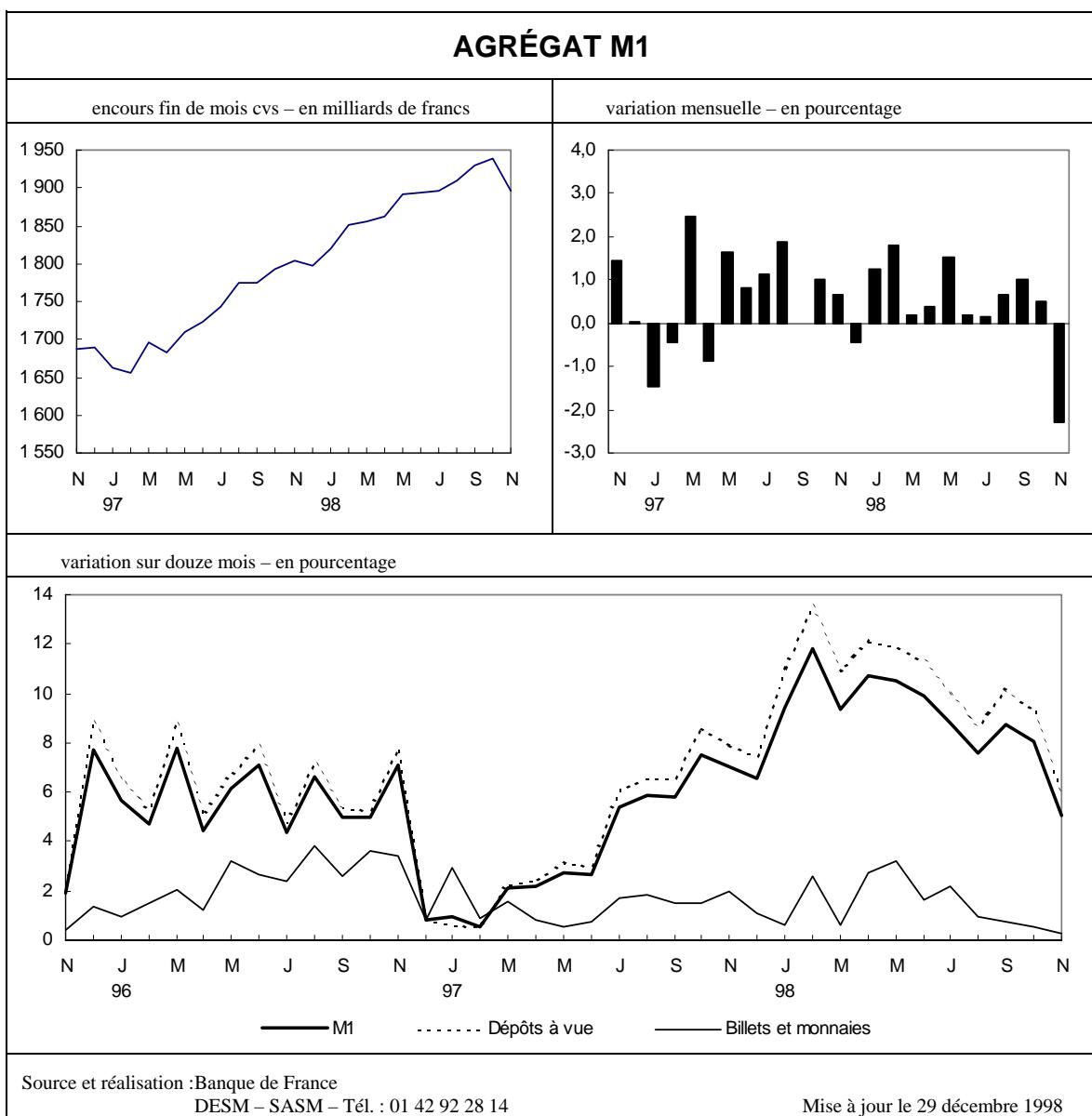
Source et réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14

Mise à jour le 29 décembre 1998



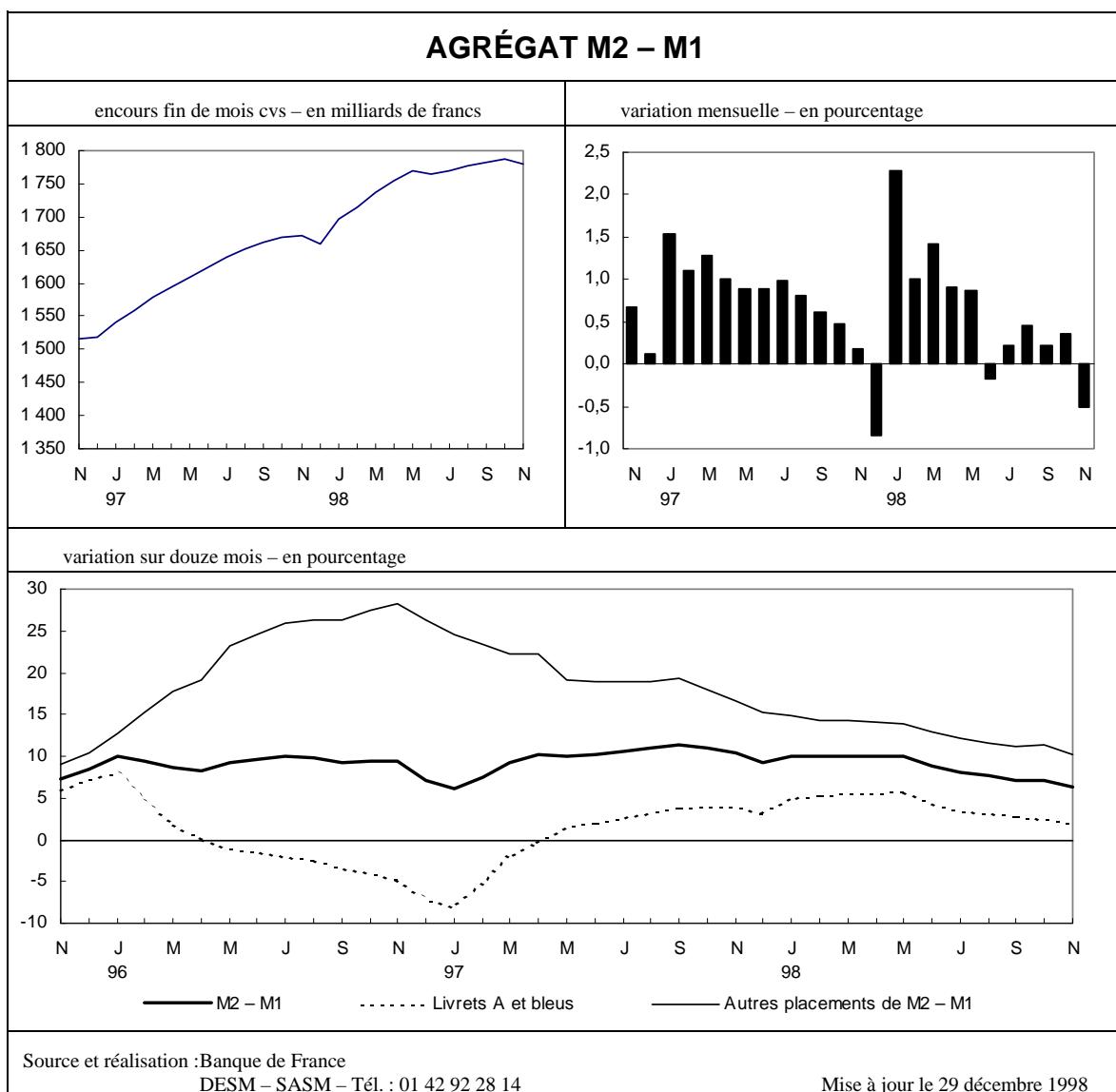
3.1.1. Les moyens de paiement (M1)



En novembre, l'agrégat M1 a diminué de 2,3 %, après avoir progressé de 0,5 % le mois précédent. Son encours brut s'est élevé à 1 874,3 milliards de francs.

Le glissement annuel de M1 a atteint + 5,1 % en novembre, après + 8,0 % le mois précédent. Ce ralentissement reflète essentiellement une moindre progression des dépôts à vue. Après l'effacement des facteurs exceptionnels ayant contribué à leur accélération au premier semestre (effet de base, gonflement temporaire des dépôts d'organismes publics) et dans un contexte de légère incertitude quant à l'évolution de la courbe des rendements, les dépôts à vue n'ont progressé que de 5,9 % en rythme annuel, après + 9,3 % à fin octobre. Néanmoins, on observe que leur croissance annuelle est demeurée supérieure à sa valeur de longue période (+ 5,4 % en moyenne sur les cinq dernières années).

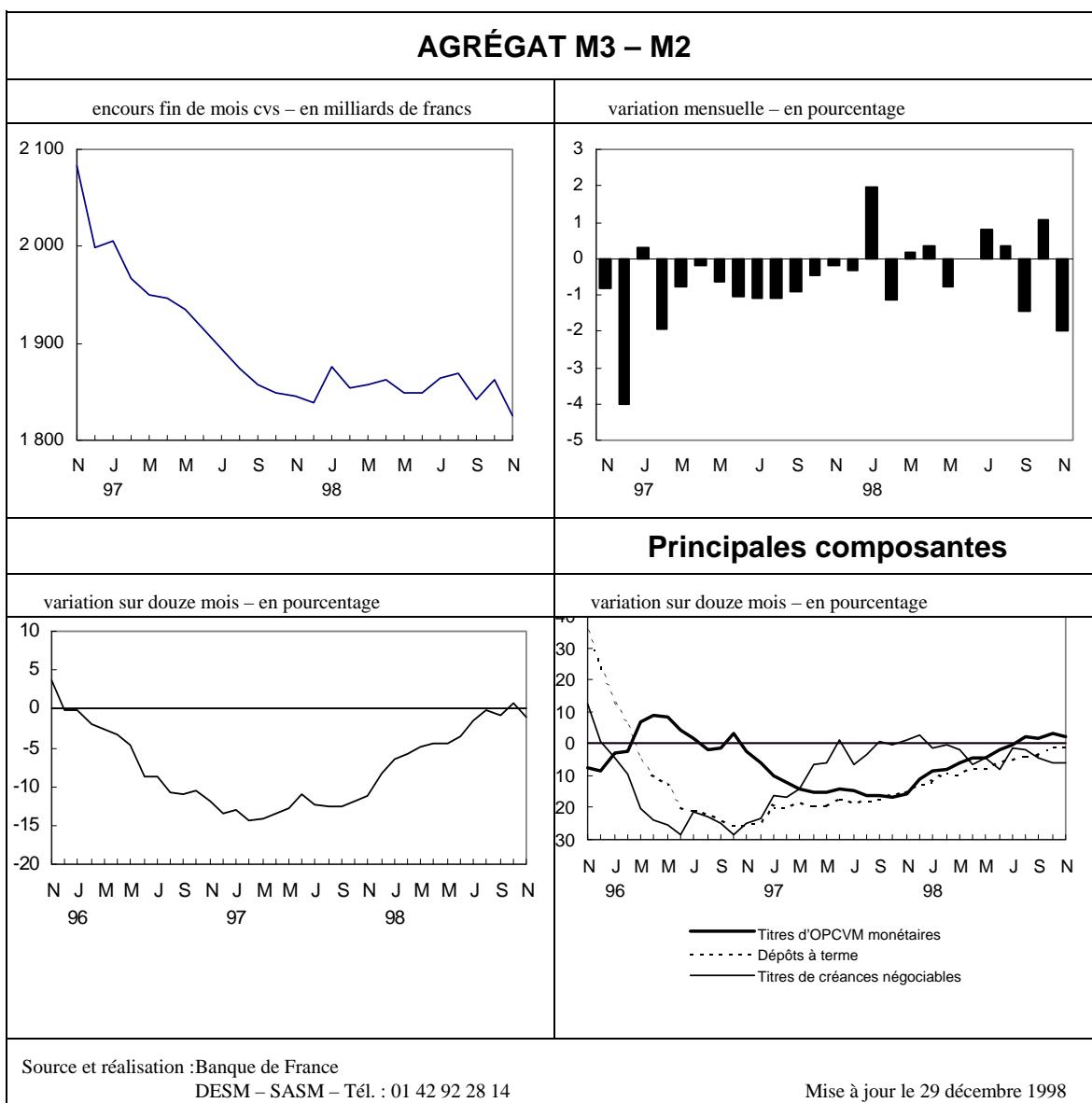
3.1.2. Les placements à vue (M2 – M1)



En novembre, M2 – M1 s'est replié de 0,5 % (après + 0,4 % en octobre), cette baisse affectant tous les placements à vue à l'exception des livrets d'épargne populaire. Son encours brut s'est établi à 1 749,7 milliards de francs.

Le glissement annuel de M2 – M1 a de nouveau ralenti (+ 7,2 % en septembre, + 7,1 % en octobre et + 6,4 % en novembre). La décollecte touchant les premiers livrets depuis la baisse de leur rémunération en juin dernier (de 3,5 % à 3,0 %) s'est poursuivie, la croissance annuelle des livrets A et bleus s'établissant à 2,0 % seulement (contre + 5,7 % à fin mai 1998). La progression annuelle des Codevi et des comptes d'épargne-logement a atteint, respectivement, 6,7 % et 5,3 %, après + 7,3 % et + 5,6 % en octobre. Le glissement annuel des livrets soumis à l'impôt a également ralenti (+ 11,4 %, après + 13,9 % en octobre), mais est demeuré soutenu.

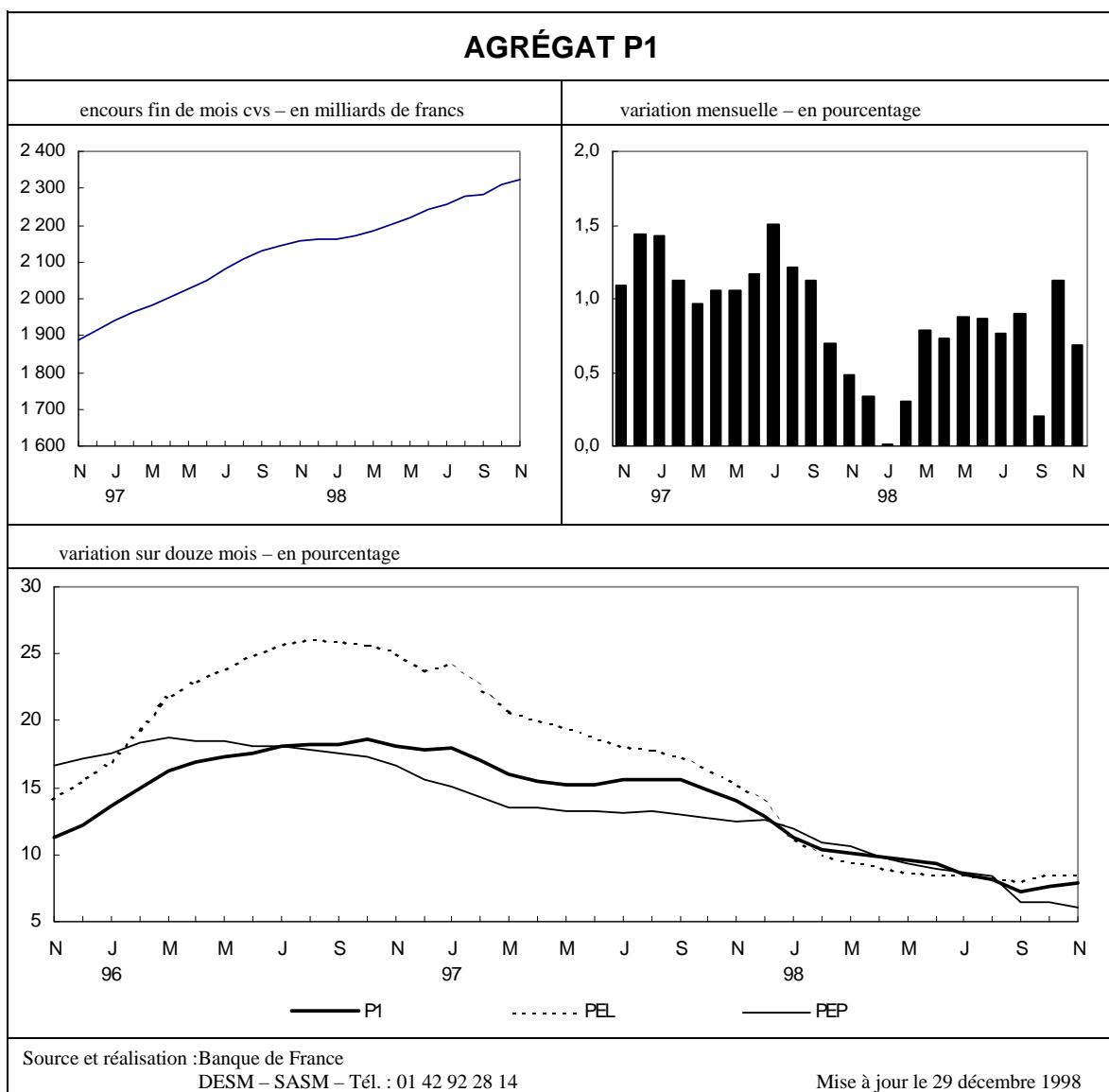
3.1.3. Les placements à terme indexés sur les taux monétaires (M3 – M2)



L'agrégat M3 – M2 s'est réduit de 2,0 % en novembre, après avoir progressé de 1,1 % en octobre. Son encours brut a atteint 1 852,5 milliards de francs.

Le glissement annuel de M3 – M2 s'est établi à – 1,0 %, après + 0,8 % le mois précédent. En effet, la progression des titres d'OPCVM monétaires et des dépôts en devises, à l'origine du rebond d'octobre, s'est ralenti en novembre, alors que les autres placements monétaires à terme ont continué de diminuer en rythme annuel. Ainsi, d'un mois à l'autre, le glissement annuel des titres d'OPCVM monétaires est passé de + 3,2 % à + 2,4 % et celui des dépôts en devises de + 26,7 % à + 7,4 %. La baisse des TCN, des dépôts à terme et des bons de caisse a été stable, atteignant, respectivement, 6,1 %, 0,9 % et 14,2 %.

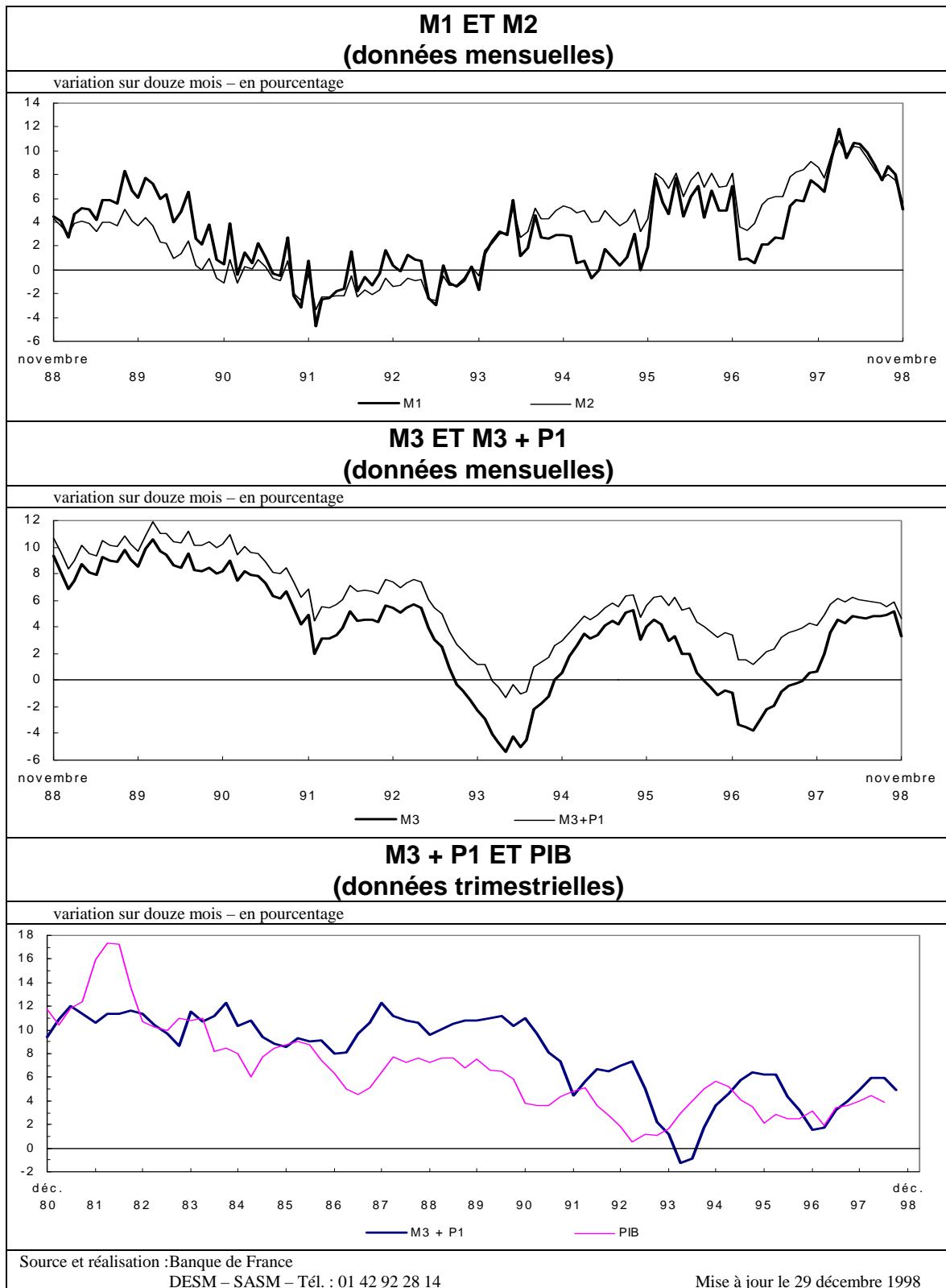
3.1.4. L'épargne contractuelle (P1)



L'agrégat P1 a progressé de 0,7 % en novembre, après + 1,1 % en octobre ; son encours brut a atteint 2 269,6 milliards de francs.

Le glissement annuel de P1 a poursuivi l'infexion amorcée en octobre. Il s'est ralenti depuis la fin 1997, pour se situer à 7,2 % en septembre, puis est passé à + 7,6 % en octobre et + 7,8 % en novembre. L'accélération récente a touché l'ensemble des composantes de P1, à l'exception des plans d'épargne populaire. Les plans d'épargne-logement, notamment, ont drainé une épargne en progression de 8,6 % sur un an, les plans les plus anciens ouverts jusqu'en janvier 1994 comptant parmi les placements les mieux rémunérés (au taux de 6,0 %). Les titres d'OPCVM garantis sont restés attractifs, avec un glissement annuel de 18,4 %, après + 16,8 % en octobre. En revanche, les plans d'épargne populaire n'ont progressé que de 6,1 % sur un an, après + 6,5 % à fin octobre et + 12,6 % à fin 1997.

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



3.2.Le financement de l'économie

(à fin novembre 1998, sauf indications contraires)

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)

(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs (a)		Variation sur 12 mois des encours fin de mois bruts (a)	
		Novembre 1998	Octobre 1998	Novembre 1998	Décembre 1997
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL	11 753,5	1,0	- 0,3	3,8	3,8
– État	4 053,8			7,1	5,2
– Sociétés	3 932,1			- 0,0	4,9
– Ménages	2 761,3			3,8	3,8
– Autres (b)	1 006,4			5,7	- 5,7
CRÉDITS À L'ÉCONOMIE	6 597,4	0,8	- 0,2	2,3	2,8
– Sociétés	2 981,9	1,4	- 0,7	0,2	3,7
– Ménages	2 761,3	0,4	0,4	3,8	3,8
– Autres (b)	854,2	0,5	- 0,6	4,7	- 3,4
DETTE NON NÉGOCIABLE					
NETTE DE L'ÉTAT (c)	361,1	11,5	- 16,5	6,2	- 9,5
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)	4 513,3	0,6	0,8	6,9	6,2
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>1 562,3</i>	<i>0,8</i>	<i>2,8</i>	<i>8,9</i>	<i>6,5</i>
– État	1 301,2			10,8	8,1
– Sociétés	253,2			- 0,2	9,0
– Autres (b)	7,9			–	–
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>2 951,0</i>	<i>0,5</i>	<i>- 0,1</i>	<i>5,9</i>	<i>6,0</i>
– État	2 368,5			6,3	6,7
– Sociétés	475,9			2,3	3,3
– Autres (b)	106,6			–	–
CRÉDITS OBTENUS AUPRÈS DES NON-RÉSIDENTS	116,4	- 4,5	1,5	- 18,4	- 4,2
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	165,3	3,2	1,9	0,4	19,1

(a) Pour le calcul des glissements, le cumul des opérations de défaisance de la période considérée est réintégré dans l'encours de fin de période.

(b) Ce poste regroupe les administrations publiques hors État, les administrations privées et les entreprises d'assurance.

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

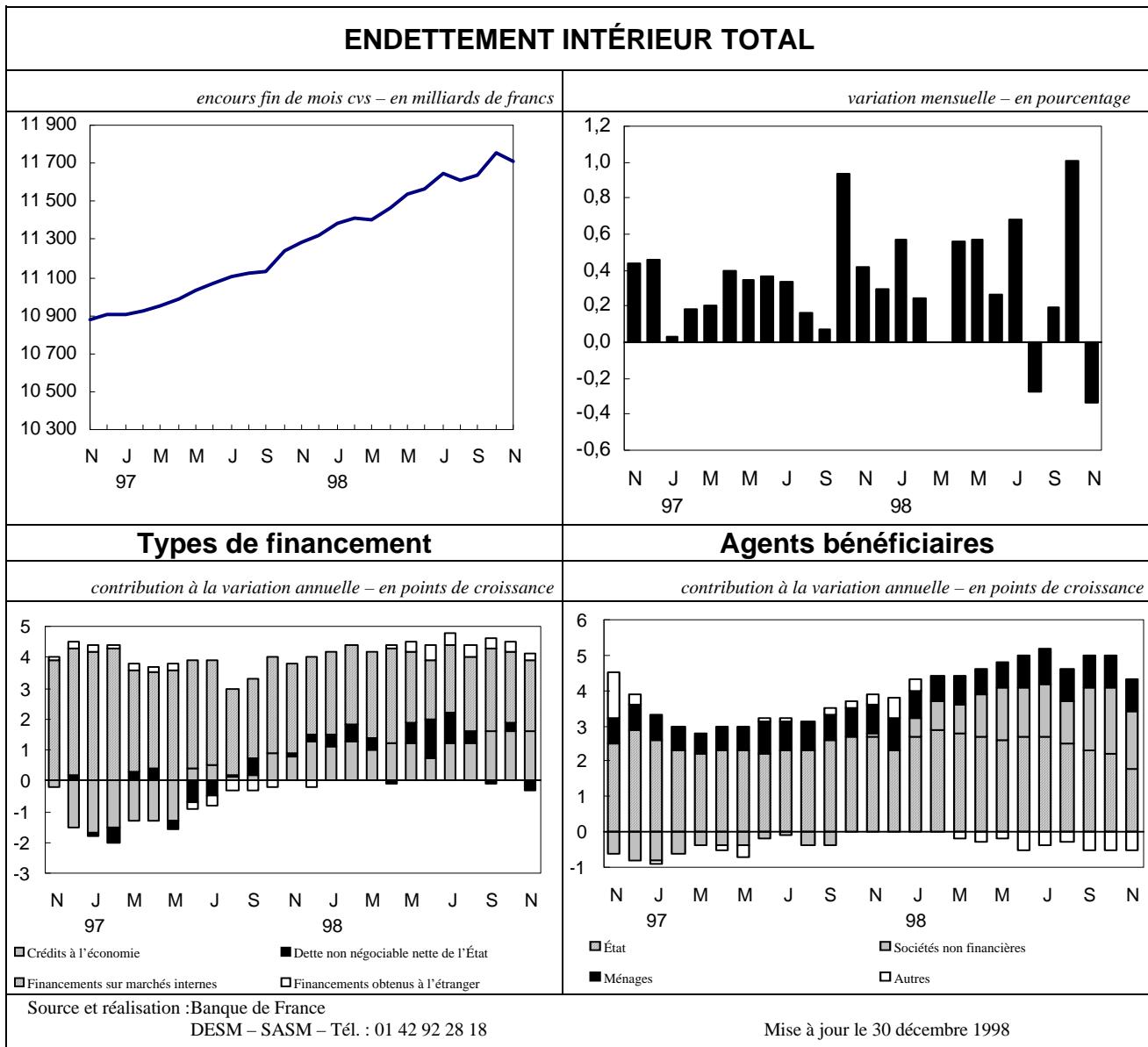
(d) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents

Source et réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 18

Mise à jour le 30 décembre 1998

3.2.1. L'endettement intérieur total (EIT)

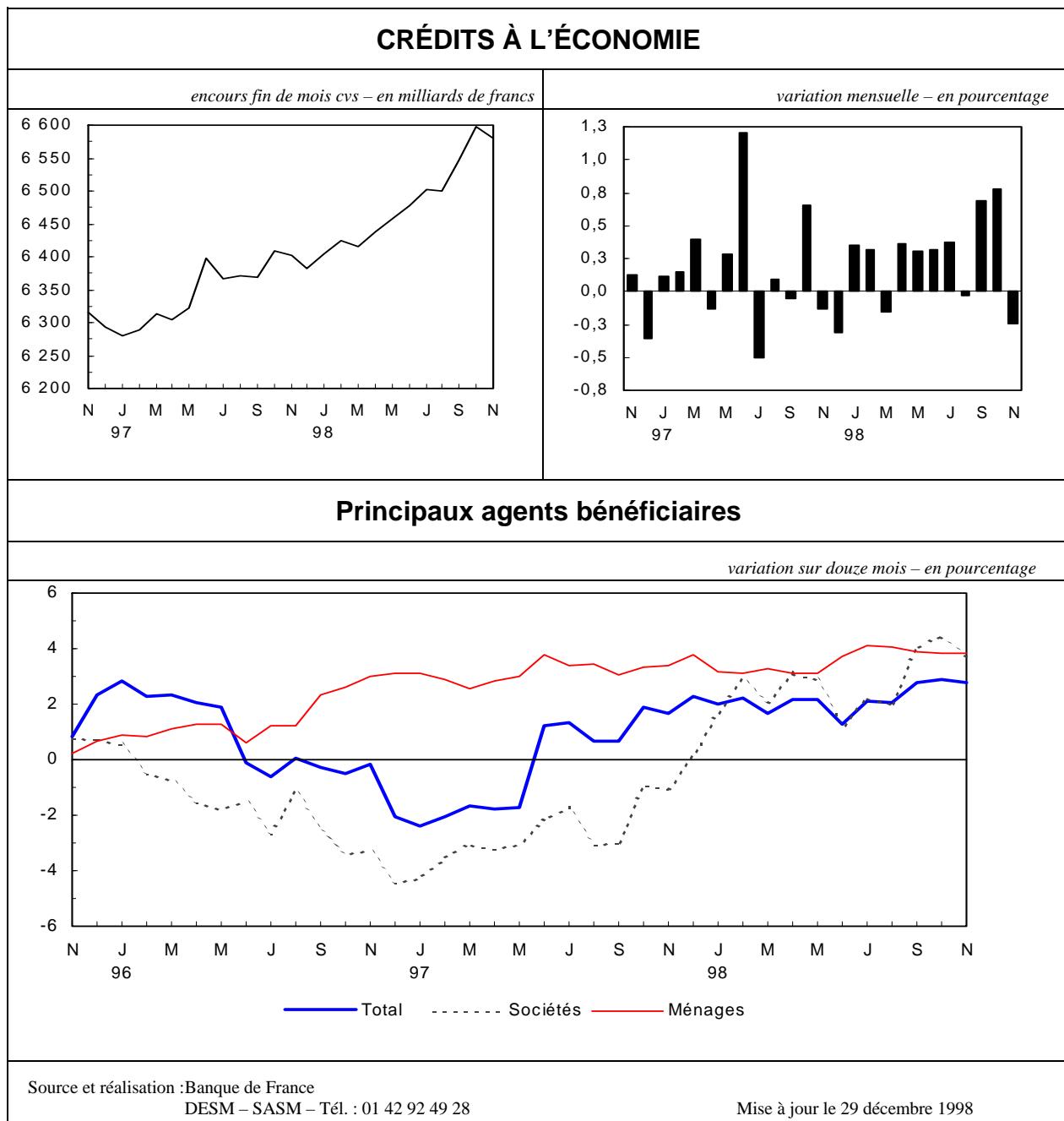


L'endettement intérieur total a enregistré une baisse de 0,3 % en novembre 1998, après + 1,0 % en octobre. Son encours brut s'est établi à 11 753,5 milliards de francs.

Le glissement annuel de l'EIT a atteint + 3,8 % en novembre, après + 4,6 % en octobre. La progression annuelle de la dette de l'État s'est ralenti (+ 5,2 % en novembre, après + 6,6 % en octobre), ainsi que celle de la dette des sociétés (+ 4,9 %, après + 5,8 % en octobre). L'endettement des ménages a progressé de 3,8 % sur un an en novembre comme en octobre.

Le glissement annuel des crédits à l'économie a été à peu près stable (+ 2,8 % en novembre, après + 2,9 % en octobre). Celui des financements obtenus sur les marchés internes s'est légèrement accru (+ 6,2 % en novembre, après + 6,0 % en octobre), en raison notamment d'un sensible accroissement des financements obtenus par les agents non financiers sur le marché monétaire (+ 6,5 % sur un an, après + 3,9 % en octobre), à peine compensé par une décélération de ceux obtenus sur le marché obligataire (+ 6,0 %, après + 7,1 % en octobre). En revanche, les financements extérieurs ont marqué un net recul, avec une baisse des crédits obtenus auprès des non-résidents (- 4,2 % sur un an) et une décélération de la progression annuelle des obligations émises à l'étranger (+ 19,1 % en novembre, après + 27,6 % en octobre).

3.2.2. Les crédits²

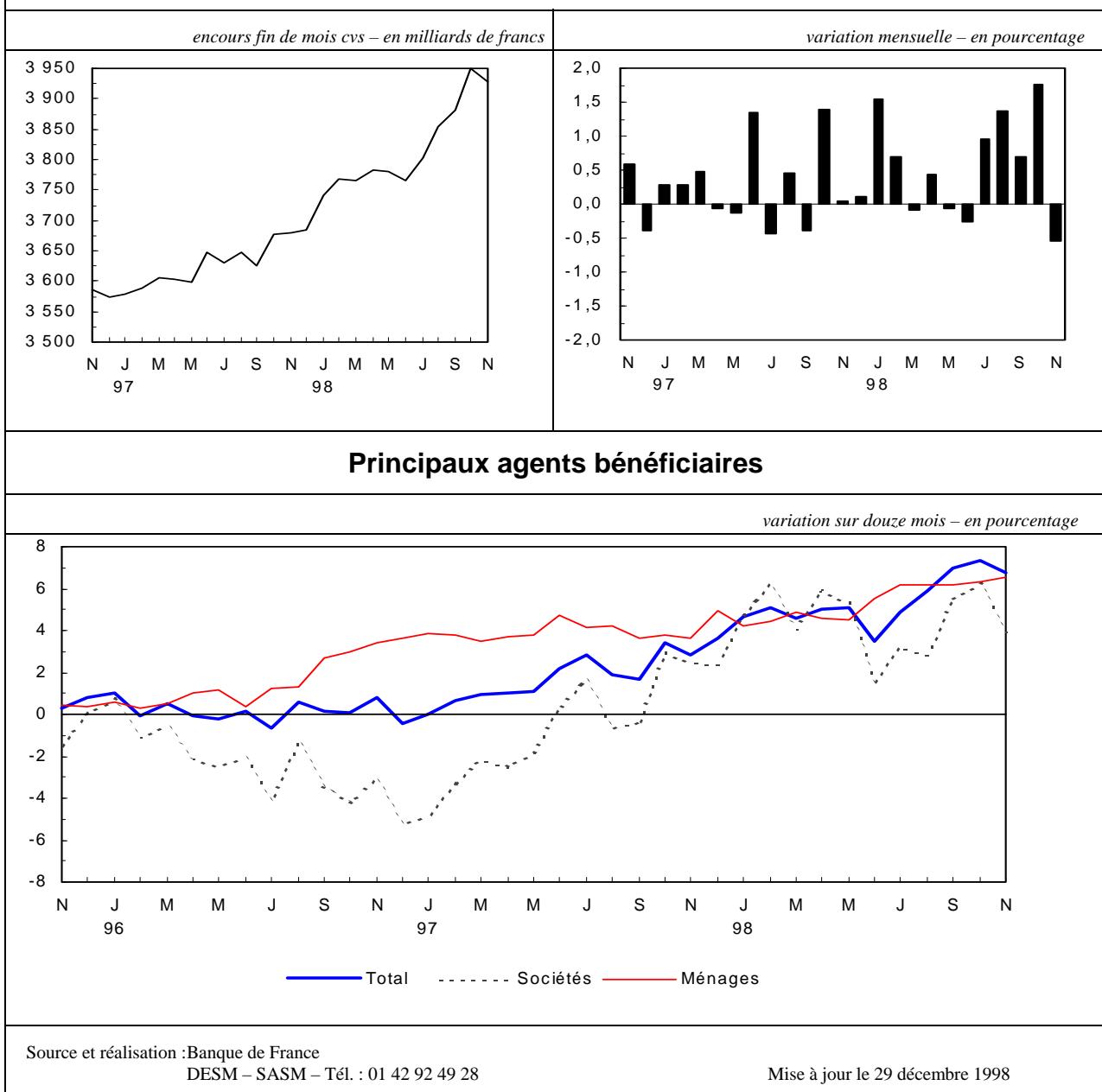


En novembre 1998, les crédits à l'économie ont atteint 6 597,4 milliards de francs (encours brut). En variation mensuelle cvs, ils se sont légèrement contractés (- 0,2 %, après + 0,8 % en octobre).

Sur un an, leur progression a été à peu près stable (+ 2,8 %, après + 2,9 % en octobre). Le glissement annuel des crédits aux sociétés s'est ralenti (+ 3,7 %, contre + 4,5 % en octobre), tandis que celui des crédits aux ménages est demeuré inchangé (+ 3,8 %). Le recul des crédits aux autres agents, parmi lesquels les collectivités locales, s'est atténué (- 3,4 %, après - 5,2 % en octobre).

² 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

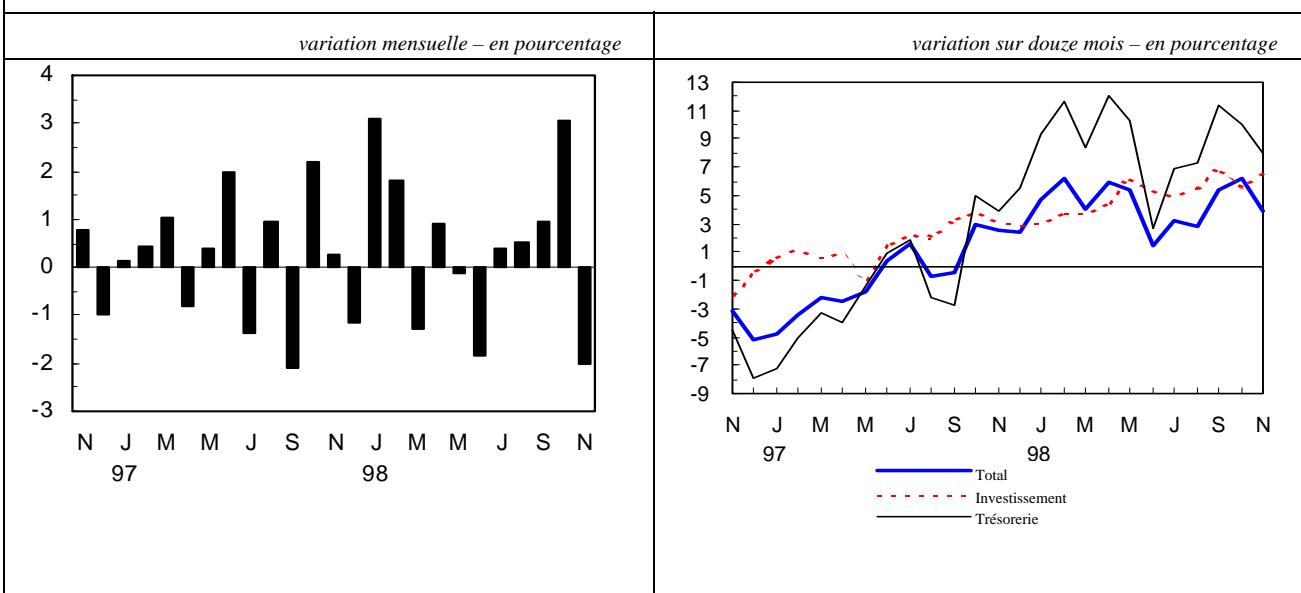


En novembre, les crédits bancaires se sont élevés à 3 938,3 milliards de francs (encours brut), diminuant de 0,5 %, après une hausse de 1,8 % en octobre.

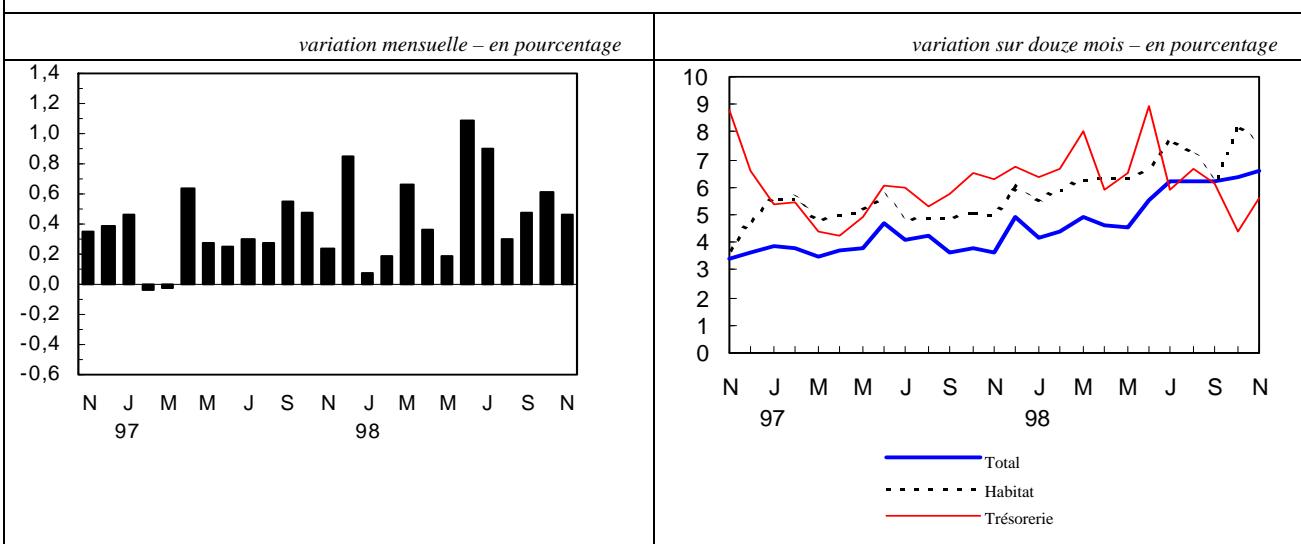
Sur un an, leur progression s'est infléchie, tout en demeurant vive (+ 6,7 %, après + 7,3 % en octobre). Ce mouvement reflète essentiellement le tassement de la croissance des crédits bancaires aux sociétés (+ 3,9 %, contre + 6,2 % en octobre), tandis que ceux destinés aux ménages ont continué de progresser à un rythme soutenu (+ 6,6 %, après + 6,4 % en octobre).

CRÉDITS BANCAIRES PAR AGENTS ET PAR OBJETS

Sociétés



Ménages



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

Mise à jour le 29 décembre 1998

Les crédits bancaires aux sociétés se sont contractés en novembre (- 2,0 %, après + 3,1 % en octobre). Le ralentissement de leur glissement annuel concerne essentiellement les crédits de trésorerie (+ 8,0 %, contre + 10,1 % en octobre). En revanche, le glissement annuel des crédits à l'investissement s'est renforcé (+ 6,6 %, après + 5,5 % en octobre).

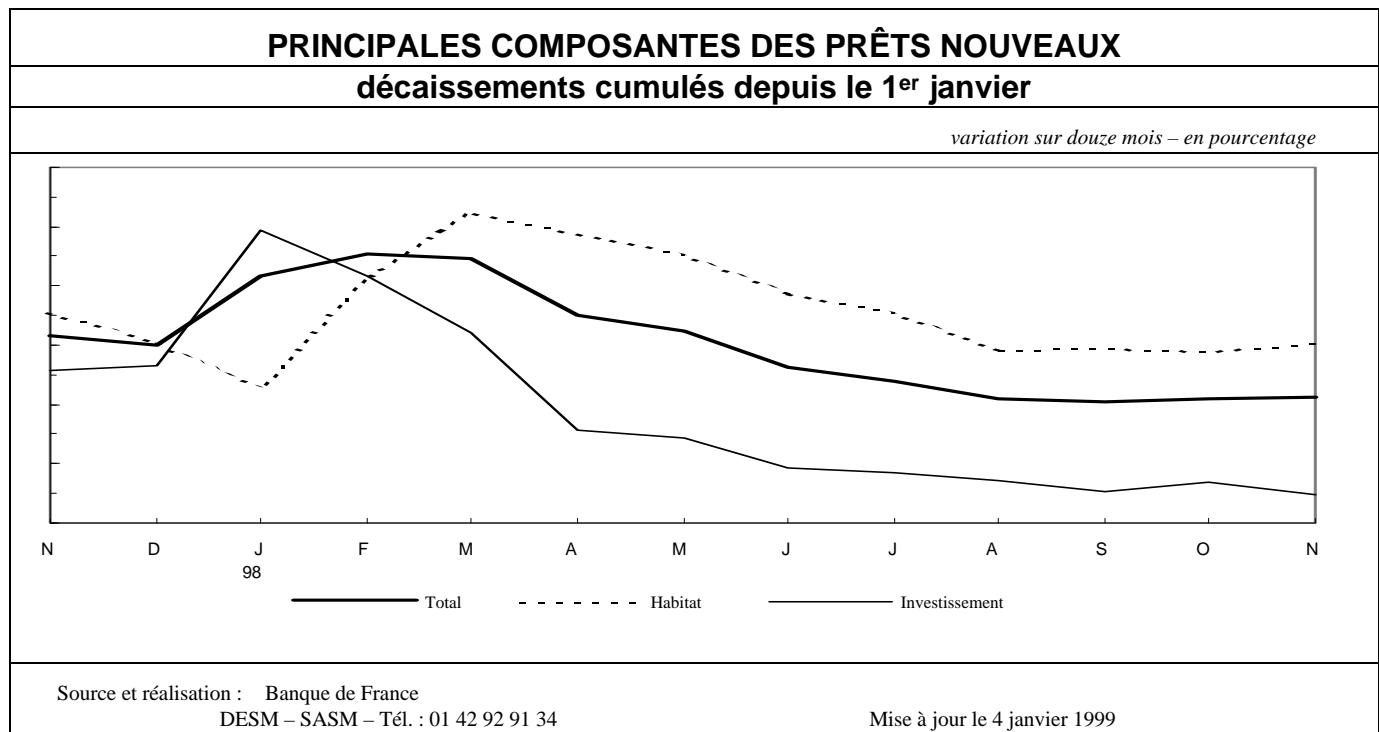
Les crédits bancaires aux ménages ont progressé de 0,5 % en novembre, après + 0,6 % le mois précédent. Sur un an, ceux destinés aux seuls particuliers ont enregistré une progression toujours soutenue (+ 7,8 %, après + 8,1 % en octobre). La croissance annuelle des prêts bancaires aux entrepreneurs individuels a accéléré (+ 4,2 %, après + 2,6 %). En termes de type de financement, on observe que le glissement annuel des crédits à l'habitat a légèrement ralenti (+ 7,6 %, après + 8,3 % en octobre), alors que celui des crédits de trésorerie s'est renforcé (+ 5,6 %, après + 4,4 % en octobre).

3.2.3. Estimation des prêts nouveaux¹

PRÊTS NOUVEAUX décaissements cumulés depuis le 1 ^{er} janvier				
(variation sur douze mois en pourcentage)				
	Total	Habitat	Investissement	Autres prêts
1997				
Novembre	10,9	12,8	7,9	12,7
Décembre	10,1	10,2	8,3	14,3
1998				
Janvier.....	15,9	6,3	19,6	39,5
Février	17,7	15,7	15,9	28,7
Mars	17,3	21,1	11,1	21,7
Avril.....	12,5	19,5	2,9	18,0
Mai.....	11,2	17,7	2,2	15,5
Juin	8,2	14,4	- 0,4	11,8
Juillet	6,9	12,8	- 0,7	8,7
Août	5,4	9,6	- 1,4	9,7
Septembre	5,2	9,8	- 2,3	10,0
Octobre.....	5,5	9,5	- 1,5	10,5
Novembre	5,6	10,1	- 2,6	12,5

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

Mise à jour le 4 janvier 1999



Les prêts nouveaux décaissés au cours des onze premiers mois de l'année 1998 se sont accrûs de 5,6 % 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 (+ 10,0 % sur un an pour le flux des onze premiers mois de l'année) et la légère baisse des prêts à l'investissement (- 2,5 % sur un an pour le flux de janvier à novembre), notamment imputable au mouvement de désendettement des administrations publiques locales.

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

4. LES MARCHÉS DE CHANGE ET DE L'OR

4.1. L'évolution des principales devises

La fin d'année a été marquée par l'annonce des cours de conversion irrévocables contre euro et par l'introduction de ce dernier sur les marchés de change.

Celle-ci avait été précédée dans les derniers jours de l'année par une convergence à peu près totale des taux d'intérêt et des cours de change vers leur cours pivot.

Par ailleurs, dans un marché peu actif avant les fêtes de fin d'année, le yen s'est sensiblement renforcé face au dollar et aux monnaies européennes.

Après avoir sensiblement progressé en début de mois, en liaison notamment avec la baisse concertée des taux européens le 3 décembre et l'annonce de chiffres du chômage américain meilleurs que prévu en novembre, le **dollar** s'est globalement replié face au franc français (-0,99 %), au deutschemark (-1,1 %) et au franc suisse (-1,18 %). Il s'est, dans le même temps, fortement déprécié face au yen (-7,31 %).

Divers éléments ont été à l'origine du recul de la monnaie américaine :

- les inquiétudes sur de nouveaux développements défavorables en Amérique latine, avec la crainte d'un vote négatif du Congrès brésilien sur les réductions de dépenses nécessaires au déblocage de l'aide internationale. La baisse de la Bourse brésilienne a eu, à plusieurs reprises, un effet sur celle de New York ;

- la poursuite de la procédure de destitution à l'égard du président Clinton ;

- les craintes de démission de M. Rubin.

En fin de période cependant, le dollar a rebondi, à la suite notamment du regain de tensions entre les États-Unis et l'Irak et des bombardements américains et britanniques.

Les devises d'Amérique latine sont demeurées relativement stables. Au Venezuela, le **bolivar** a sensiblement progressé, en réaction aux propos de M. Chavez, vainqueur des élections présidentielles,

qui a lancé des signaux rassurants aux marchés (respect des engagements vis-à-vis de l'OPEP et sur la dette extérieure, maintien du régime de change).

Le **real brésilien** a toutefois souffert des incertitudes concernant l'adoption par le Congrès de mesures destinées à réduire le déficit public. En fin de mois, ces inquiétudes se sont quelque peu dissipées, après que le Congrès a accepté les mesures de rigueur proposées par le gouvernement.

Bien que les fondamentaux japonais n'aient montré aucun signe d'amélioration (baisse de la production industrielle et taux de chômage record en novembre), le **yen** s'est fortement apprécié face au dollar (+7,30 %) et aux monnaies européennes (+6,35 %). Il a notamment bénéficié des propos de M. Miyazawa, laissant entendre que les États-Unis pourraient se satisfaire d'un dollar/yen compris entre 110 et 120. En outre, la résurgence des craintes sur la question des déséquilibres commerciaux États-Unis/Japon, pouvant susciter de nouvelles tensions entre les deux pays, ont apporté un soutien à la monnaie japonaise, les opérateurs s'inquiétant d'une possible remise en cause de la politique du dollar fort. Enfin, des rumeurs de dénouements de positions de « *carry-trade* » en yens et des rapatriements de fonds par des institutions financières japonaises sont aussi à l'origine du fort mouvement d'appréciation du yen.

La monnaie japonaise n'a pas véritablement pâti de la dégradation du marché obligataire en fin

d'année (au contraire, la remontée des rendements semble avoir suscité un retour des investisseurs institutionnels nippons sur leur marché domestique), ni de la baisse par Standard & Poor's de la notation de sept grandes banques japonaises.

Le **deutschmark** et le **franc français** n'ont enregistré que de très faibles variations face aux principales devises du mécanisme de change européen. Jusqu'au 31 décembre, le franc français s'est peu à peu rapproché de son cours pivot, en liaison avec des ventes de la part de banques françaises anticipant la remontée du DEM/FRF à son cours pivot de 3,353860. Divers indicateurs ont confirmé la bonne orientation de l'économie française. Le nombre des demandeurs d'emploi a baissé de 0,2 % en novembre, le taux de chômage s'établissant à 11,5 %, contre 11,6 % le mois précédent. L'indice des prix à la consommation en novembre est demeuré stable. La balance des comptes courants a enregistré un excédent de 19,6 milliards de francs en septembre. La balance commerciale a affiché un excédent de 9,8 milliards de francs en octobre. La production industrielle a progressé en octobre de 0,8 %, soit une hausse de 2,0 % sur un an.

À la suite de l'assouplissement monétaire décidé le 3 décembre par l'ensemble des banques centrales nationales membres du SEBC, divers officiels européens (MM. Duisenberg, Noyer, Tietmeyer et M^{me} Hämäläinen) ont indiqué qu'un *statu quo* de la politique monétaire européenne était prévisible à court terme.

Dans le cadre de la convergence des taux courts européens, la Banque d'Italie a baissé le 23 décembre ses taux directeurs, à 3 %.

La **livre sterling** a enregistré une évolution heurtée. Elle a tout d'abord fortement reculé, en raison des anticipations de baisse des taux, confirmées le 10 décembre par le Comité de politique monétaire britannique qui a réduit ses taux d'intérêt de 50 points de base, à 6,75 %. Les spéculations sur d'autres détentes monétaires sont demeurées persistantes, après la parution de plusieurs indicateurs soulignant le net ralentissement économique outre-Manche (baisse de la production manufacturière et repli des ventes de détail en novembre).

En fin de période, la livre sterling a rebondi dans le sillage du dollar et en liaison, notamment, avec l'acquisition de la société britannique New England Electric par l'entreprise américaine National Grid pour environ 4 milliards de dollars. L'excédent non anticipé de la balance courante au troisième trimestre a aussi contribué au soutien de la monnaie britannique.

Les deux derniers jours de l'année, la monnaie britannique renouait toutefois avec son orientation baissière, à la suite de liquidations de positions longues en livres sterling liées à des arbitrages sur l'écu.

Les devises scandinaves ont enregistré des variations importantes pendant le mois de décembre.

La **couronne norvégienne** s'est particulièrement affaiblie. L'origine de ce mouvement est à rechercher dans la nouvelle baisse des cours du pétrole (le cours du baril passant sous la barre des 10 dollars). La dépréciation de la couronne norvégienne a, en outre, été alimentée par des rumeurs de baisse des taux et d'abandon de l'actuel régime monétaire (stabilité de la couronne vis-à-vis d'un indice écu). En fin de période, les assurances données par le gouvernement sur le maintien de ce régime, ainsi que la remontée des cours du pétrole (tensions dans le Golfe) ont permis à la couronne de se renforcer légèrement.

La défiance vis-à-vis de la devise norvégienne s'est diffusée à la **couronne suédoise**, qui a également reculé à ses plus bas niveaux depuis deux mois face aux autres devises européennes. Elle a, en outre, pâti de la chute de la Bourse de Stockholm, après les résultats décevants d'Ericsson et les opinions divergentes exprimées par le Premier ministre et le gouverneur de la Banque centrale sur les perspectives de taux d'intérêt en Suède. En fin de période, la Banque centrale a abaissé son taux de prise en pension de 20 points de base, à 3,4 %. Les mesures de rigueur budgétaire pour 1999 prises par le gouvernement ont, néanmoins, favorablement impressionné les opérateurs.

Le **franc suisse** a progressé face aux monnaies européennes. L'annonce de la reprise de Danzas par la Deutsche Post pour 1,5 milliard de francs suisses a, en effet, soutenu le cours de la monnaie helvétique, qui a continué de se renforcer en dépit des tentatives des autorités suisses pour ralentir

cette appréciation. Ainsi, le président de la Banque nationale s'est prononcé pour la poursuite d'une politique monétaire accommodante, afin de lutter contre la progression de la devise suisse.

Les pays dépendant fortement des matières premières ont vu leurs monnaies se déprécier. L'indice CRB, qui suit l'évolution des cours d'une quinzaine de produits, a atteint des plus bas niveaux historiques le 4 décembre et a pesé sur le cours des **dollars canadien, australien et néo-zélandais**, ainsi que sur celui du **rand sud-africain**.

Les devises d'Europe centrale (**zloty polonais** et **couronne tchèque**) ont été affectées par des mouvements de taux significatifs. En effet, au regard du net ralentissement de la hausse des prix, les Banques centrales tchèque et polonaise ont procédé à d'importantes détentes monétaires (respectivement – 100 points de base et – 250 points de base).

Le **rouble russe** s'est également déprécié, renouant avec son plus bas niveau depuis quatre mois, en liaison avec un regain d'instabilité (M. Eltsine s'est séparé de plusieurs collaborateurs) et avec une politique délibérée de création monétaire.

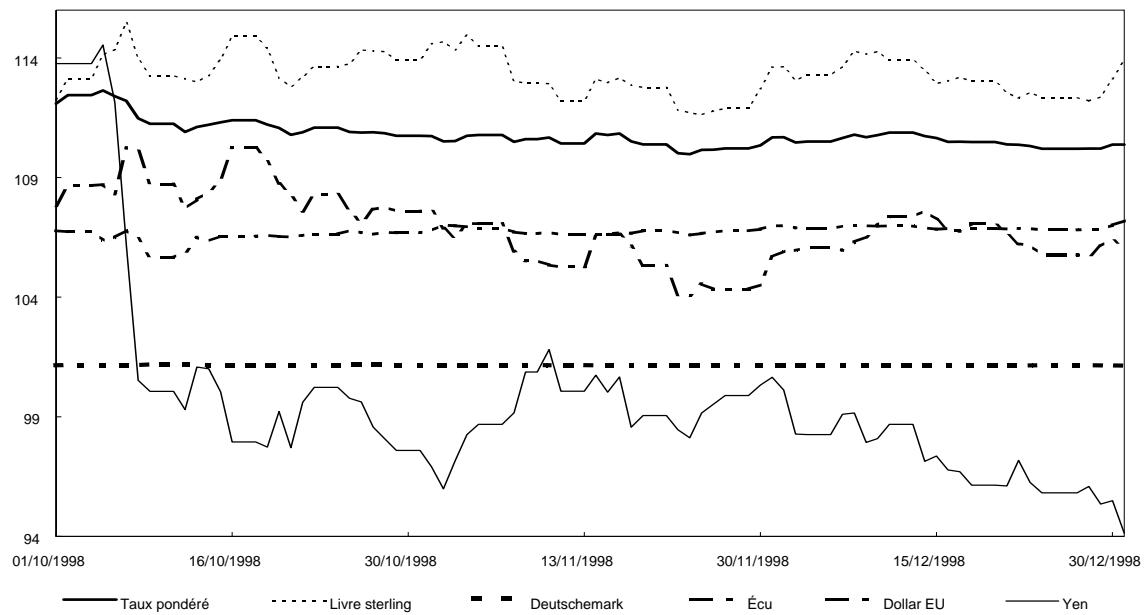
COURS DE CHANGE À PARIS

(en francs)

Principales monnaies étrangères à Paris		30 novembre 1998	31 décembre 1998	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,7023	5,6221	- 1,41
Écu privé.....	1 XEU	6,5855	6,564	- 0,33
Allemagne.....	100 DEM	335,33	335,386	0,02
Belgique.....	100 BEF	16,2565	16,2608	0,03
Pays-Bas	100 NLG	297,43	297,661	0,08
Danemark.....	100 DKK	88,2	88,06	- 0,16
Espagne.....	100 ESP	3,941	3,94237	0,03
Portugal.....	100 PTE	3,27	3,27189	0,06
Irlande	1 IEP	8,3305	8,32893	- 0,02
Royaume-Uni.....	1 GBP	9,396	9,2984	- 1,04
Italie	1 000 ITL	3,387	3,38773	0,02
Grèce.....	100 GRD	1,9985	1,9896	- 0,45
Suède.....	100 SEK	70,39	69,135	- 1,78
Finlande	100 FIM	110,29	110,324	0,03
Autriche	100 ATS	47,662	47,6704	0,02
Norvège	100 NOK	76,19	73,94	- 2,95
Suisse	100 CHF	406,87	407,99	0,28
Japon	100 JPY	4,6353	4,9394	6,56

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.

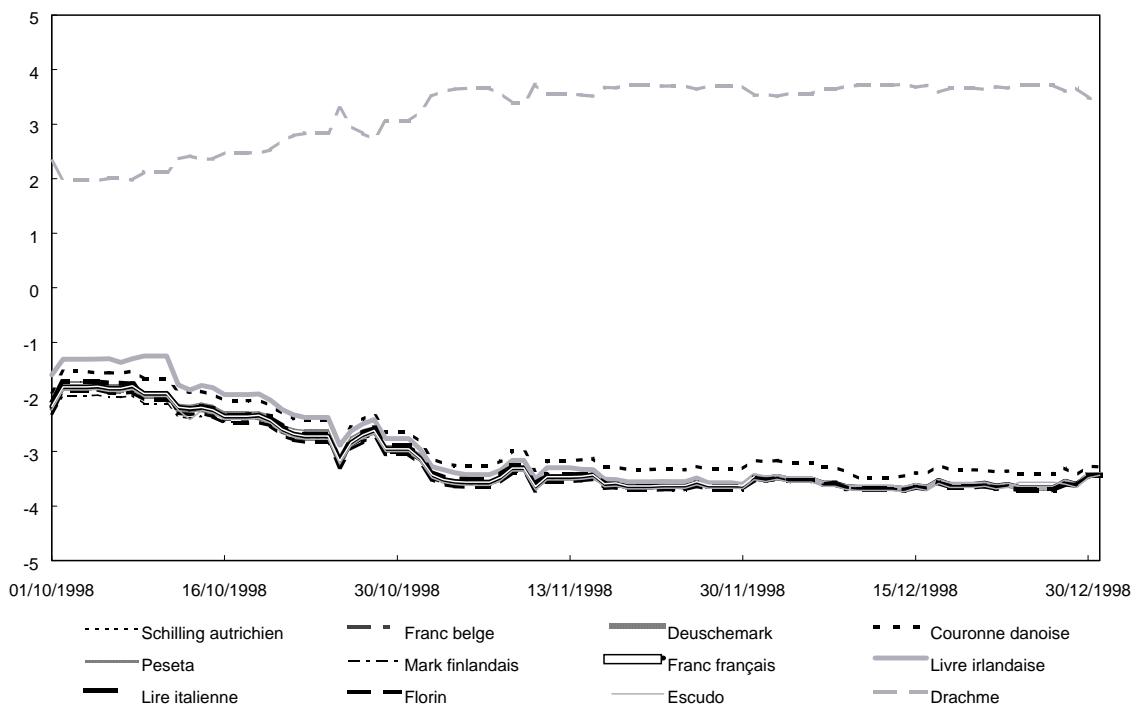
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

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

Mise à jour le 31 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

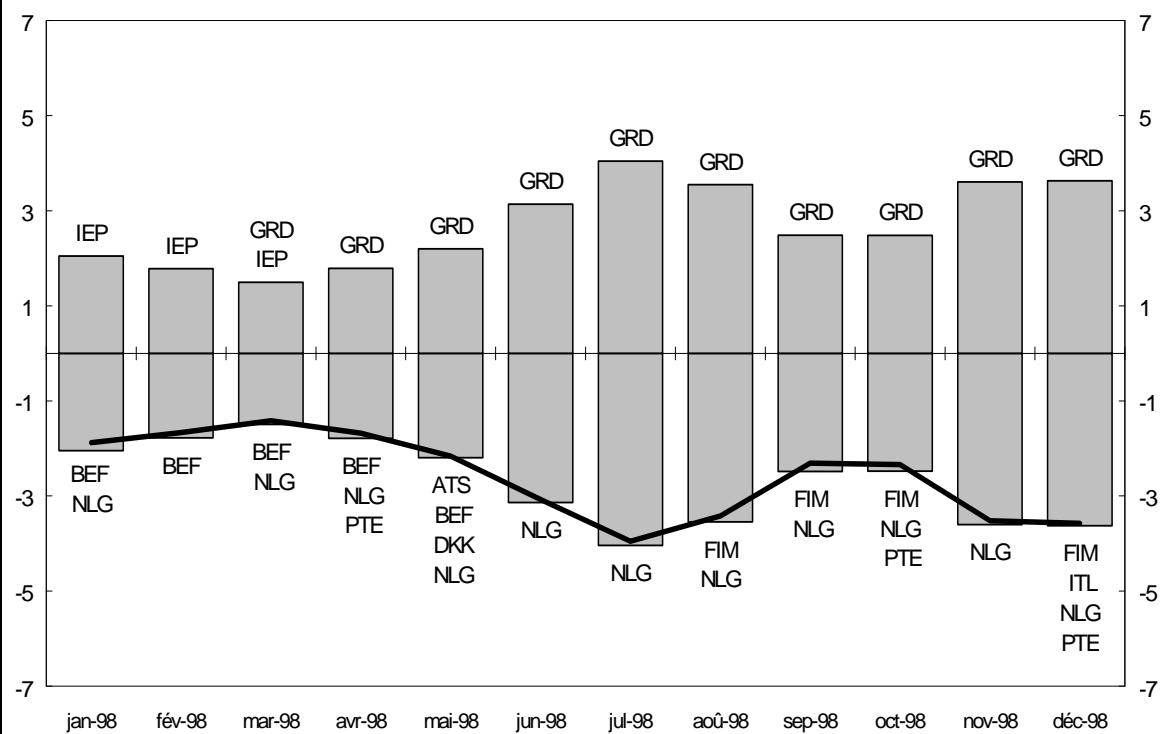
Direction des Changes – SAMI – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 31 décembre 1998

Au sein du mécanisme de change européen, la drachme s'est stabilisée en tête du Système, la couronne danoise se situant toujours à la deuxième place. 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, deutschemark ; DKK, couronne danoise ; ESP, peseta ;
 FIM, mark finlandais ; FRF, franc français ; GRD, drachme ; IEP, livre irlandaise ; ITL, lire italienne ;
 NLG, florin ; PTE, escudo.

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

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 31 décembre 1998

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

TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

(en pourcentage)

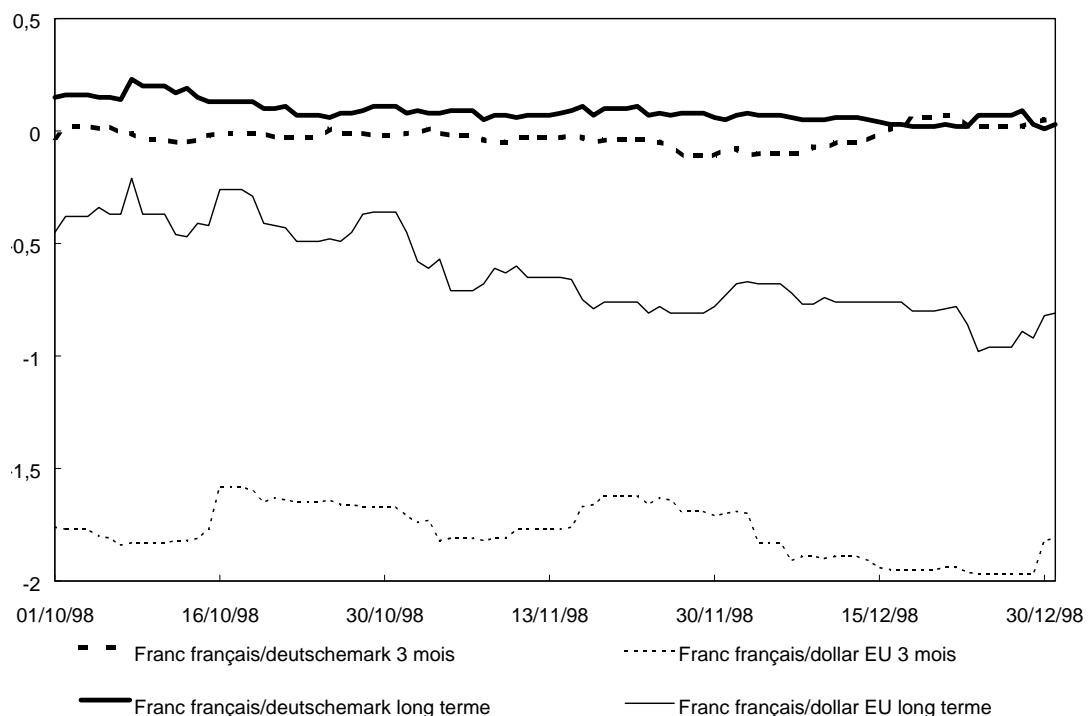
	1 mois		3 mois	
	30 novembre 1998	31 décembre 1998	30 novembre 1998	31 décembre 1998
Dollar.....	5,52	5,03	5,2	5,04
Livre sterling	6,94	6,25	6,75	6,13
Deutschmark.....	3,66	3,18	3,6	3,18
Franc suisse	1,75	1,19	1,63	1,38
Franc français.....	3,55	3,22	3,49	3,23

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

Mise à jour le 31 décembre 1998

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERMES

données quotidiennes



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

Mise à jour le 31 décembre 1998

L'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne a continué d'osciller autour de zéro pendant le mois de décembre. De son côté, l'écart négatif entre taux français et américains a cessé de diminuer en fin de période, sous l'effet de la baisse des taux aux États-Unis.

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 a peu varié d'une fin de période à l'autre, au terme d'une évolution irrégulière.

4.2. Le marché de l'or

Le cours au comptant de l'**or** a évolué en décembre entre 295,75 dollars et 288 dollars l'once. La dépréciation du métal précieux est essentiellement intervenue à partir du milieu du mois, après un vote du Parlement suisse approuvant l'abolition de la convertibilité du franc suisse en or. Ce vote était, en effet, une condition préalable à l'organisation d'un référendum — en avril 1999 — qui devrait permettre

à la Suisse de procéder à la vente d'une partie de ses réserves en or.

Les taux de dépôts se sont légèrement tendus en fin d'année. Toutefois, cette tension, traditionnelle au mois de décembre, a été moins forte et moins durable que les années précédentes. En effet, les dépôts à 1 mois, qui s'étaient provisoirement traités jusqu'à 1,30 %, ont retrouvé dès la fin décembre le niveau de 0,95 %.

COURS DE L'OR			
	30 novembre 1998	31 décembre 1998	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg)	54 500,00	51 900,00	- 4,77
Lingot (le kg)	55 550,00	52 550,00	- 5,40
<i>Pièces</i>			
Napoléon	314,00	306,00	- 2,55
Vreneli	318,00	303,00	- 4,72
Union latine	320,00	305,00	- 4,69
Souverain	437,00	419,00	- 4,12
20 dollars	2 870,00	3 005,00	4,70
Peso mexicain	2 030,00	1 965,00	- 3,20
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	294,70	287,45	- 2,46
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31	Mise à jour le 31 décembre 1998		

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

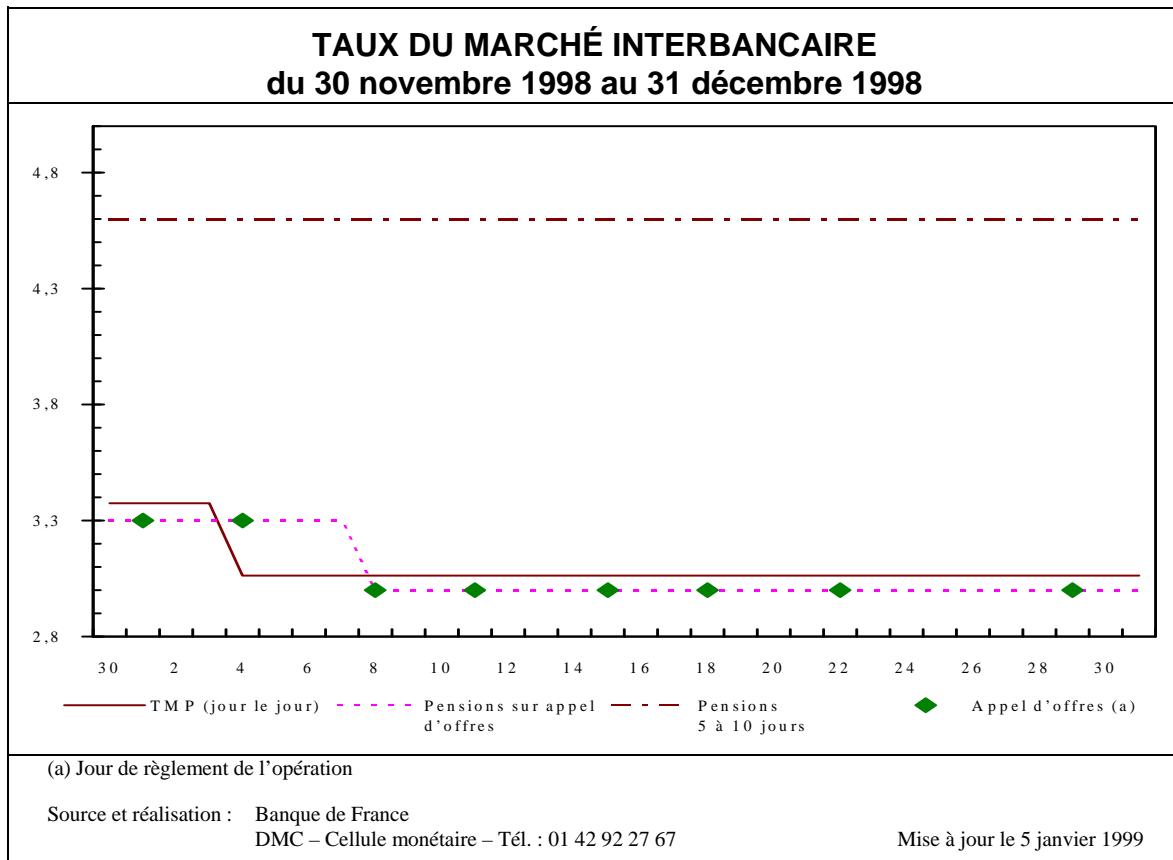
Au cours du mois de décembre, les taux d'intérêt français se sont détendus sur l'ensemble des échéances. Ce mouvement a été essentiellement suscité par la baisse du taux d'appel d'offres de la Banque de France, qui a été ramené par le Conseil de la politique monétaire, le 3 décembre, de 3,3 % à 3,0 % dans le cadre d'une décision concertée au niveau européen. C'est ainsi que les onze banques centrales de la zone euro ont abaissé ce jour-là leurs taux directeurs à 3,0 % (à l'exception de la Banque d'Italie qui a ramené son taux à 3,5 % le 3 décembre, puis à 3,0 % le 23 décembre).

Dans le sillage de cette décision, les taux interbancaires à court terme se sont nettement détendus le 3 décembre, avant de se stabiliser sur des niveaux inférieurs d'une trentaine de points de base à ceux relevés en début de mois. De même, sur les marchés à terme, le taux implicite du contrat échéance mars 1999 s'est détendu d'une douzaine de points de base le 3 décembre et a ensuite fait preuve d'une grande stabilité.

Les taux se sont également détendus sur le marché obligataire, qui a toutefois évolué de manière plus irrégulière. Durant la première quinzaine du mois de décembre, le rendement de l'emprunt d'État français a baissé de 21 points de base, passant de 4,03 % le 30 novembre à 3,82 % le 11 décembre. Cette détente s'est opérée dans un contexte marqué par un regain d'incertitudes sur la croissance européenne, par la confirmation du processus de désinflation dans les pays du cœur de la zone euro, ainsi que par les craintes d'aggravation des difficultés financières du Brésil, de la Russie et de l'Asie. Après être remonté autour de 4 %, le taux de l'emprunt d'État à 10 ans s'est à nouveau détendu, à 3,88 % le 30 décembre. Les écarts de taux sur les emprunts d'État des pays de la zone euro se sont également sensiblement réduits.

Les grandes places boursières occidentales se sont toutes inscrites en hausse, principalement au cours de la seconde quinzaine du mois. L'indice CAC 40 a ainsi clôturé à 3 943 points le 30 décembre, contre 3 843 points le 30 novembre. Sur l'année 1998, en dépit de l'amplitude des fluctuations observées, la progression de l'indice est sensible (+ 31,5 %, après + 29,5 % en 1997 et + 23,7 % en 1996).

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



Le loyer au jour le jour a évolué entre 3 5/16 % et 3 7/16 % jusqu'au 3 décembre, puis entre 3 % et 3 1/16 % après que le taux d'appel d'offres a été ramené à 3 %.

Les réserves obligatoires constituées au cours de la période allant du 16 novembre au 31 décembre se sont établies à 90,1 milliards de francs pour une moyenne requise de 88,8 milliards.

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

(en milliards de francs)

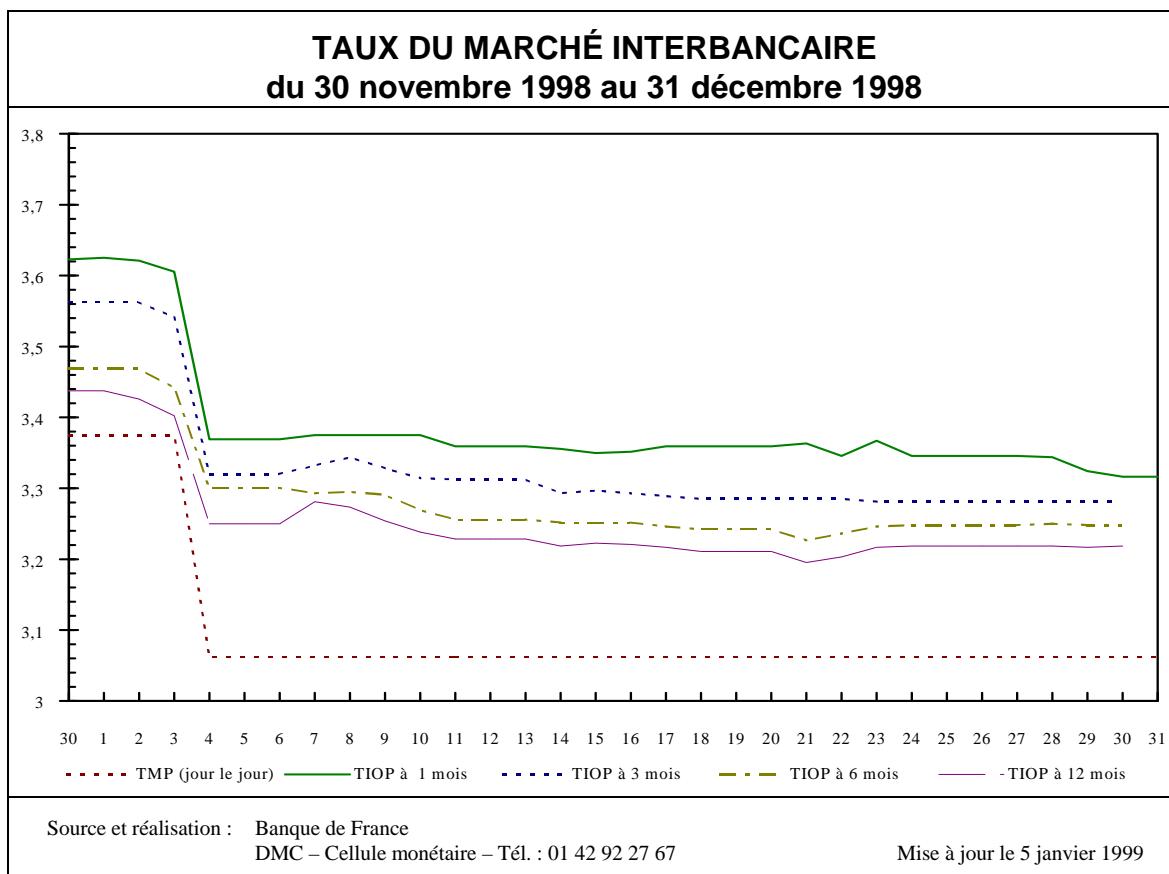
	Novembre 1998	Décembre 1998	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	- 258,4	- 263,4	- 5,0
RÉSERVES OBLIGATOIRES	- 87,5	- 88,9	- 1,4
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	229,7	250,3	20,6
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	4,2	- 22,6	- 26,7
DIVERS	4,6	5,3	0,7
TOTAL	- 107,4	- 119,2	- 11,8
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres	83,2	90,4	7,2
– Autres pensions	10,9	14,2	3,3
– Bons du Trésor achetés ferme	17,2	17,5	0,3
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	- 3,9	- 2,9	1,0
TOTAL	107,4	119,2	11,8

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

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

Mise à jour le 5 janvier 1999

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



Les taux du marché interbancaire se sont fortement détendus après l'annonce de la baisse du taux d'appel d'offres de la Banque de France et des taux directeurs des autres banques centrales de la zone euro. Ils sont ensuite demeurés très stables.

À l'issue du Conseil de la politique monétaire du 3 décembre, la Banque de France a, en effet, ramené son taux d'appel d'offres de 3,3 % à 3,0 %. Cette baisse s'est inscrite dans le cadre d'une décision coordonnée, qui a amené toutes les banques centrales nationales appelées à participer à la politique monétaire unique à abaisser leurs taux d'intérêt directeurs centraux à 3,0 % (à l'exception de la Banque d'Italie qui a ramené son taux d'escompte de 4,5 % à 3,5 %).

À l'annonce de cette décision, les taux du marché interbancaire se sont détendus de 25 points de base à 30 points de base, le mouvement étant d'autant plus marqué que l'échéance était proche. Par la suite, en dépit de divers indicateurs statistiques européens soulignant la faiblesse de l'inflation et des perspectives de croissance en baisse, les rendements au comptant n'ont pratiquement pas varié.

De même, l'annonce par la Banque centrale européenne du taux de 3,0 % pour le premier appel d'offres du 4 au 21 janvier et celle du corridor de taux directeurs (taux de la facilité de prêt marginal à 3,25 % jusqu'au 21 janvier, puis 4,5 % ; taux de la facilité de dépôt à 2,75 % jusqu'au 21 janvier, puis 2,0 %, soit un corridor de 50 points de base jusqu'au 21 janvier et de 250 points de base ensuite) n'ont pas eu de répercussion notable sur le marché.

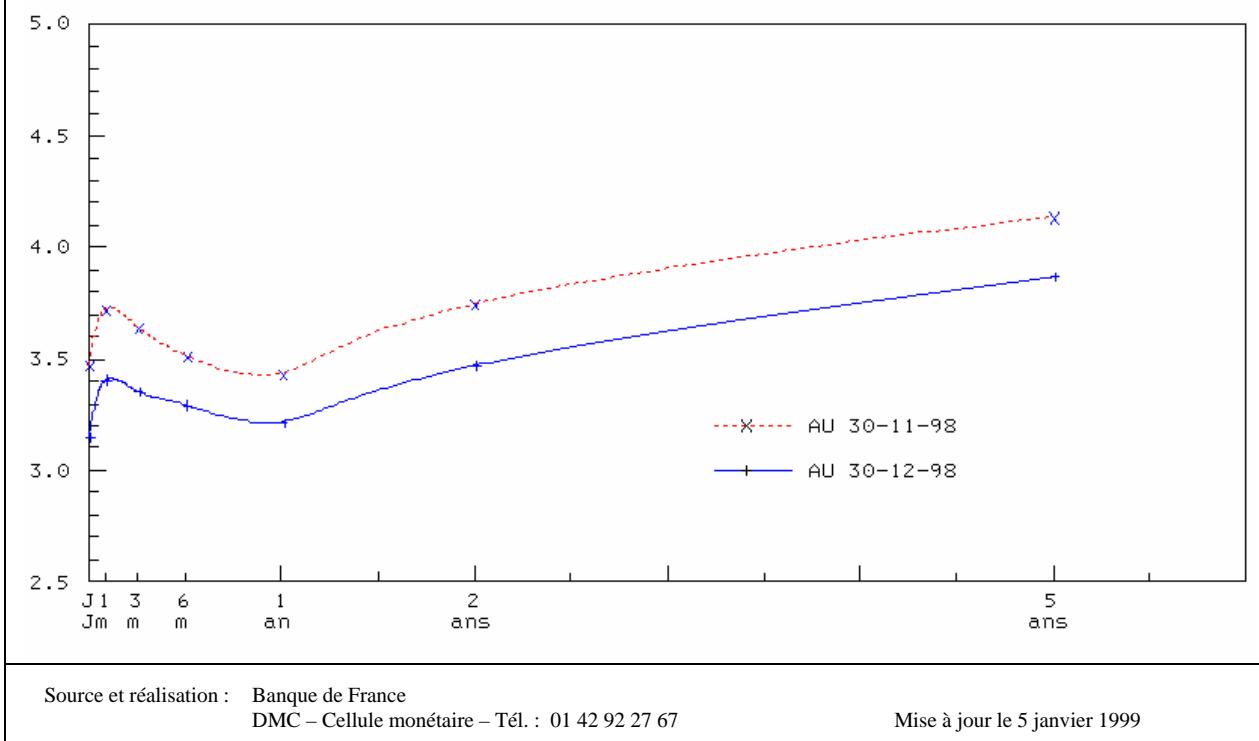
À l'extérieur de la zone euro, la Banque d'Angleterre a ramené, le 10 décembre, son taux directeur de 6,75 % à 6,25 %.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	30 novembre 1998	31 décembre 1998	Variation
TIOP à 1 mois.....	3,62304	3,31640	- 0,30664
TIOP à 3 mois.....	3,56250	3,28125	- 0,28125
TIOP à 6 mois.....	3,46875	3,24804	- 0,22071
TIOP à 1 an.....	3,43750	3,21875	- 0,21875
Taux à 2 ans.....	3,75000	3,47000	- 0,28000
Taux à 5 ans.....	4,14000	3,87000	- 0,27000

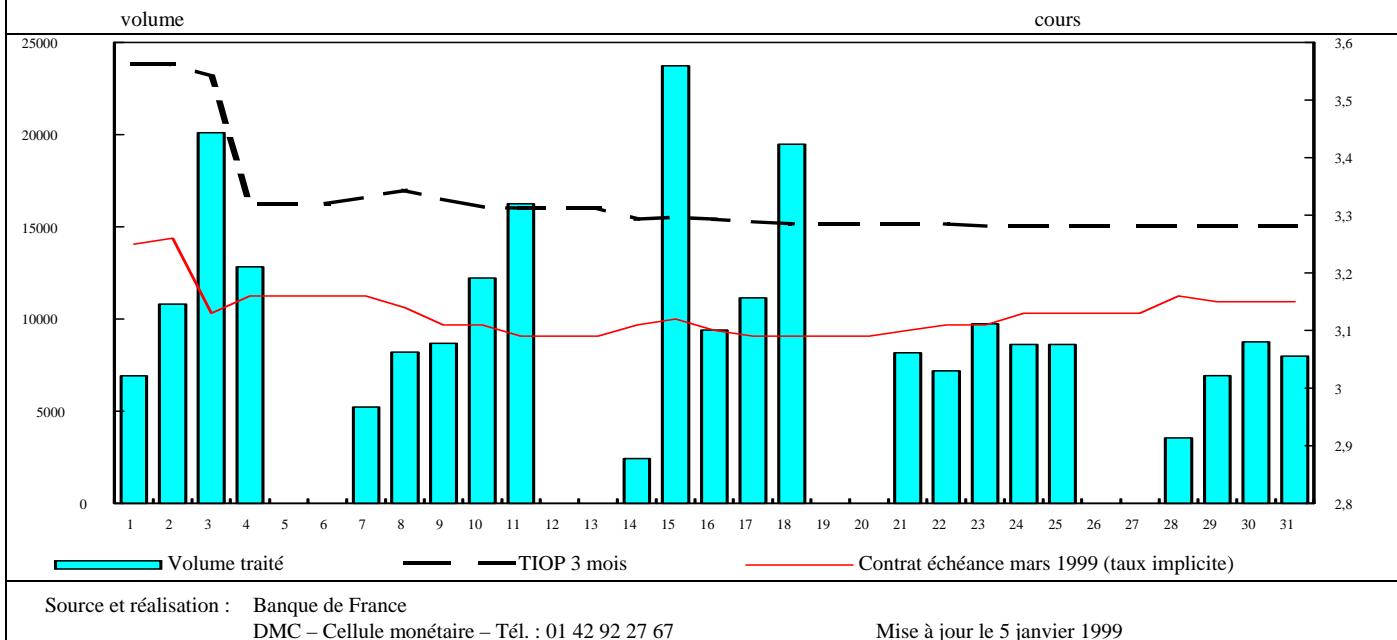
Les taux implicites des contrats Pibor ont suivi une évolution quelque peu différente de celle des taux interbancaires. La baisse des taux directeurs en décembre ayant déjà été anticipée par les opérateurs, les taux implicites des contrats Pibor échéances mars, juin et septembre 1999 n'ont cédé que 13 points de base entre le 2 et le 3 décembre, contre 23 points de base pour le taux à 3 mois au comptant. Par la suite, du 4 au 31 décembre, ils sont restés remarquablement stables, à l'instar des taux au comptant, ressortant le 31 décembre dans une fourchette comprise entre 3,05 % et 3,15 % selon les échéances (mars, juin et septembre 1999).

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels



Sur le Matif, les volumes enregistrés ont été plus faibles qu'à l'accoutumée, en particulier au cours de la seconde quinzaine où l'activité a été réduite en raison des fêtes de fin d'année, mais aussi des préparatifs du basculement vers la monnaie unique.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ
SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS
du 30 novembre 1998 au 31 décembre 1998**



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

Mise à jour le 5 janvier 1999

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de décembre, le Trésor a procédé à l'adjudication de 68,6 milliards de francs de bons (56,2 milliards de francs de BTF et 12,4 milliards de francs de BTAN).

L'encours total de bons du Trésor en circulation s'élevait au 31 décembre à 1 292 milliards de francs, contre 1 301,2 milliards le mois précédent.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXE								
Date	Catégorie	Durée	Soumis-sions	Montants émis (c)	Taux ou prix extrêmes appliqués	Taux actuel annuel	Taux inter-bancaire	
(a)	(b)		(c)	(d)	(e)	moyen	(f)	
7 déc. 1998	BTF	13 sem.	34 286	4 495	484	3,06	3,10	3,14
7 déc. 1998	BTF	29 sem.	27 464	11 084	1 083	3,09	3,18	3,16
14 déc. 1998	BTF	13 sem.	26 601	6 550	548	3,01	3,08	3,09
14 déc. 1998	BTF	49 sem.	37 004	10 641	637	3,04	3,13	3,10
17 déc. 1998	BTAN 4,00 %	2 ans	21 700	4 157	407	101,33	101,20	3,12
17 déc. 1998	BTAN 4,50 %	5 ans	17 148	5 746	862	104,64	104,40	3,39
12 déc. 1998	BTAN ÉCUS	2 ans	1 931	644	40	101,34	101,10	3,11
17 déc. 1998	BTAN ÉCUS	5 ans	1 290	418	81	104,61	104,40	3,39
21 déc. 1998	BTF	13 sem.	19 350	5 073	70	2,92	2,94	3,07
21 déc. 1998	BTF	27 sem.	17 899	5 005	0	3,00	3,02	3,07
28 déc. 1998	BTF	13 sem.	14 900	5 000	0	2,96	3,05	3,05
28 déc. 1998	BTF	47 sem.	13 550	5 286	284	3,04	3,12	3,11
28 déc. 1998	BTF	47 sem.	13 550	5 286	284	3,04	3,12	3,22

(a) Date d'adjudication
(b) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés ; BTAN : Bons du Trésor à intérêts annuels
(c) En millions de francs ou en millions d'écus pour les bons émis en écus
(d) Montants additionnels au taux moyen réservé aux spécialistes en valeurs du Trésor (adjudications non compétitives)
(e) Pour les BTF, les soumissions sont exprimées en taux de rendement postcompté.
(f) Taux interbancaire calculé en termes actuariels pour des opérations de durée équivalente

Source : Banque de France
DT – SAGTI – Tél. : 01 42 92 55 99

Réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 5 janvier 1999

Entre les dernières adjudications des mois de novembre et de décembre, les taux à l'émission se sont détendus de 34 points de base sur les BTF 13 semaines (de 3,39 % à 3,05 %) et de 28 points de base sur les BTF 28 semaines (de 3,44 % à 3,16 %). Ces mouvements reflètent, pour l'essentiel, l'incidence de la baisse du taux d'appel d'offres de la Banque de France. De même, les rendements à l'émission se sont nettement détendus sur les BTAN 2 ans (de 3,44 % à 3,12 %) et sur les BTAN 5 ans (de 3,67 % à 3,39 %).

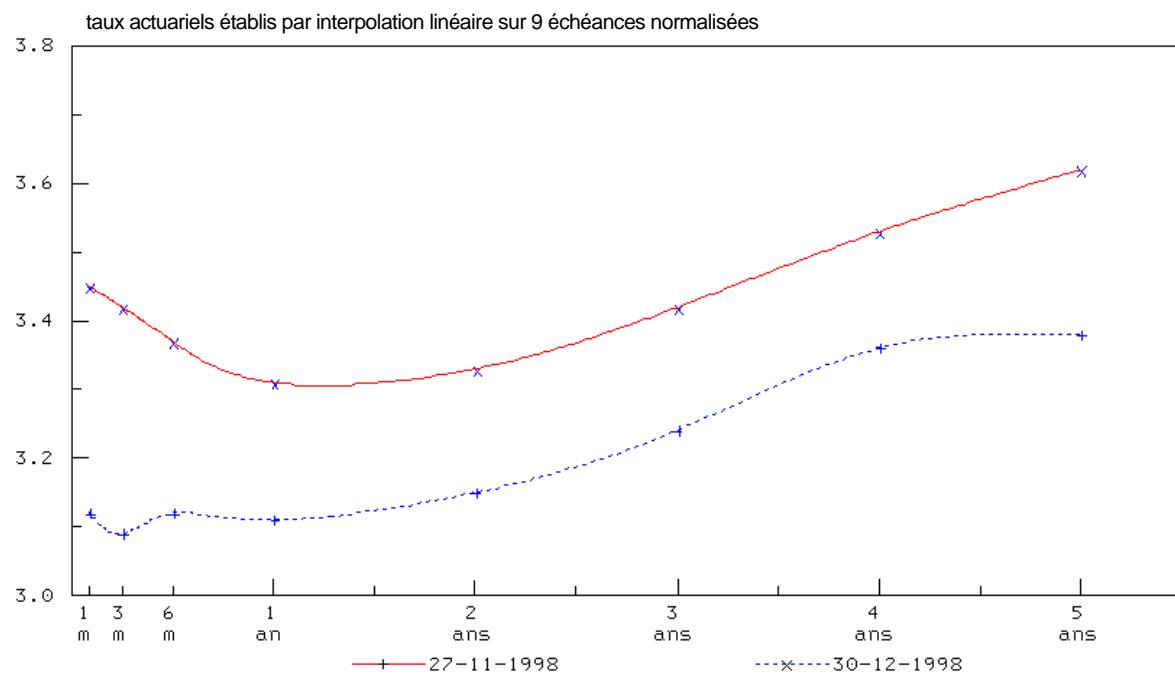
Marché secondaire

Au cours du mois de décembre, les rendements des bons du Trésor se sont sensiblement détendus dans le sillage de la baisse concertée des taux directeurs des banques centrales de la zone euro.

Le taux du 3 mois a ainsi perdu 30 points de base, alors que les échéances 2 ans à 5 ans, dont les rendements s'étaient davantage détendus que les autres le mois précédent, cédaient 17 points de base et 14 points de base respectivement.

Il en est résulté une courbe des rendements quasiment plate jusqu'au 2 ans et conservant une pente positive sur le secteur 2 ans-5 ans.

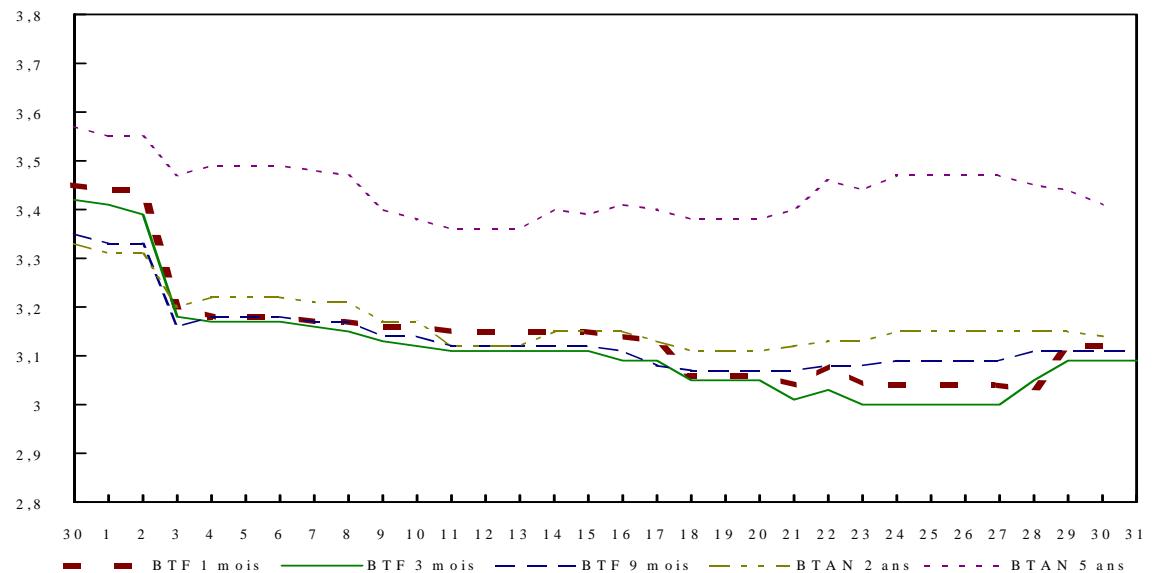
BONS DU TRÉSOR
TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE
au 31 décembre 1998



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

Mise à jour le 5 janvier 1999

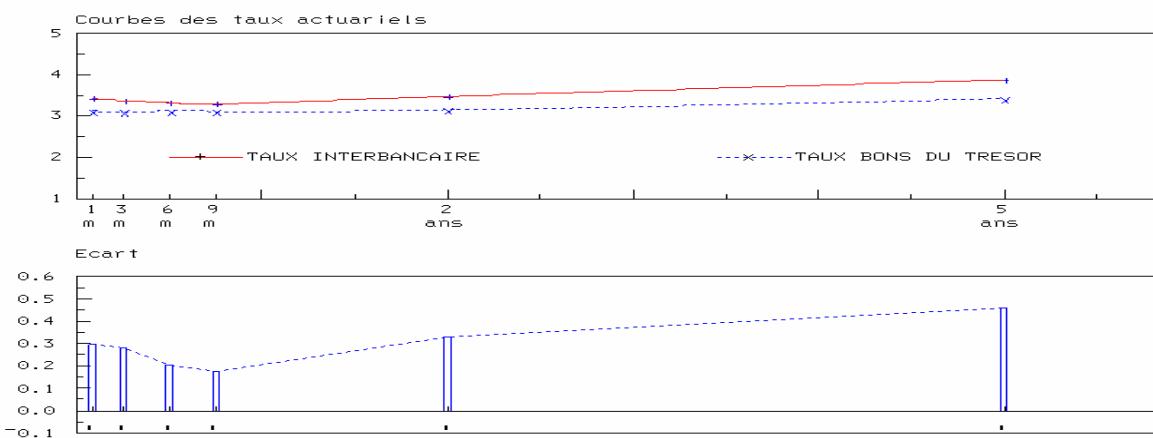
TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 30 novembre 1998 au 31 décembre 1998



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

Mise à jour le 5 janvier 1999

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



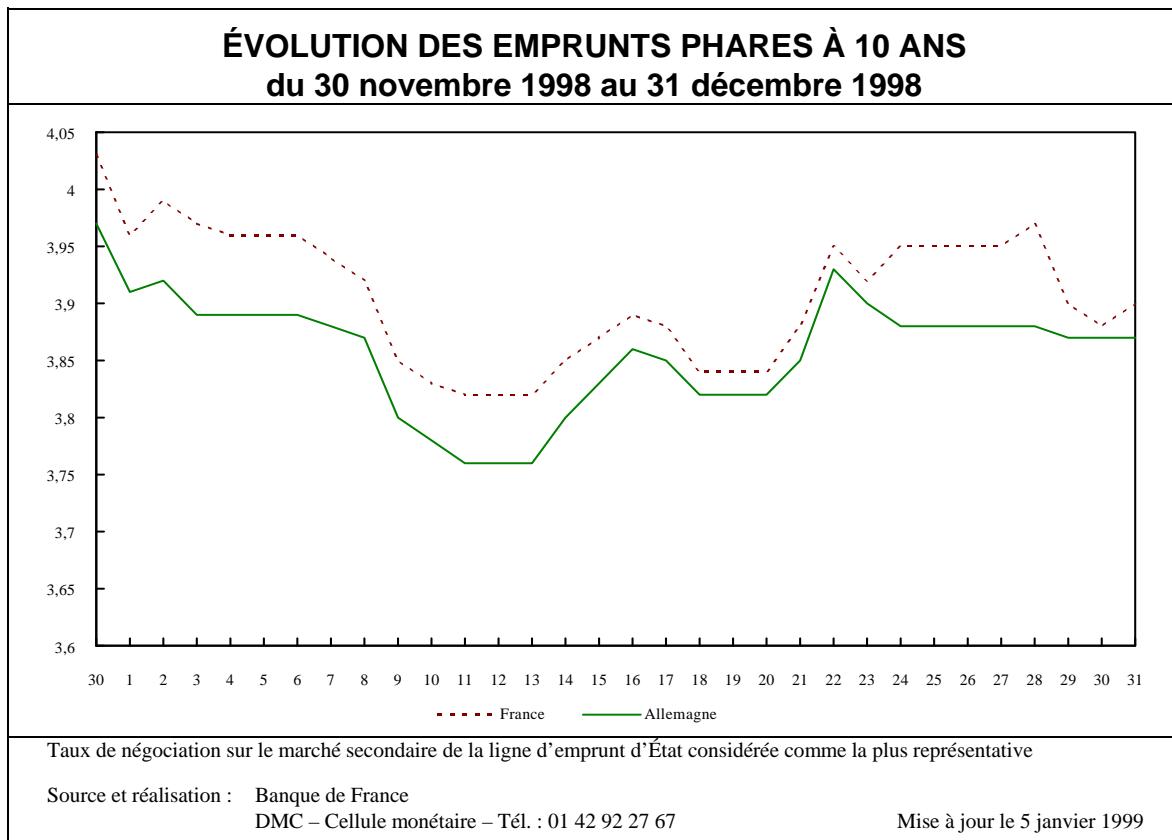
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 5 janvier 1999

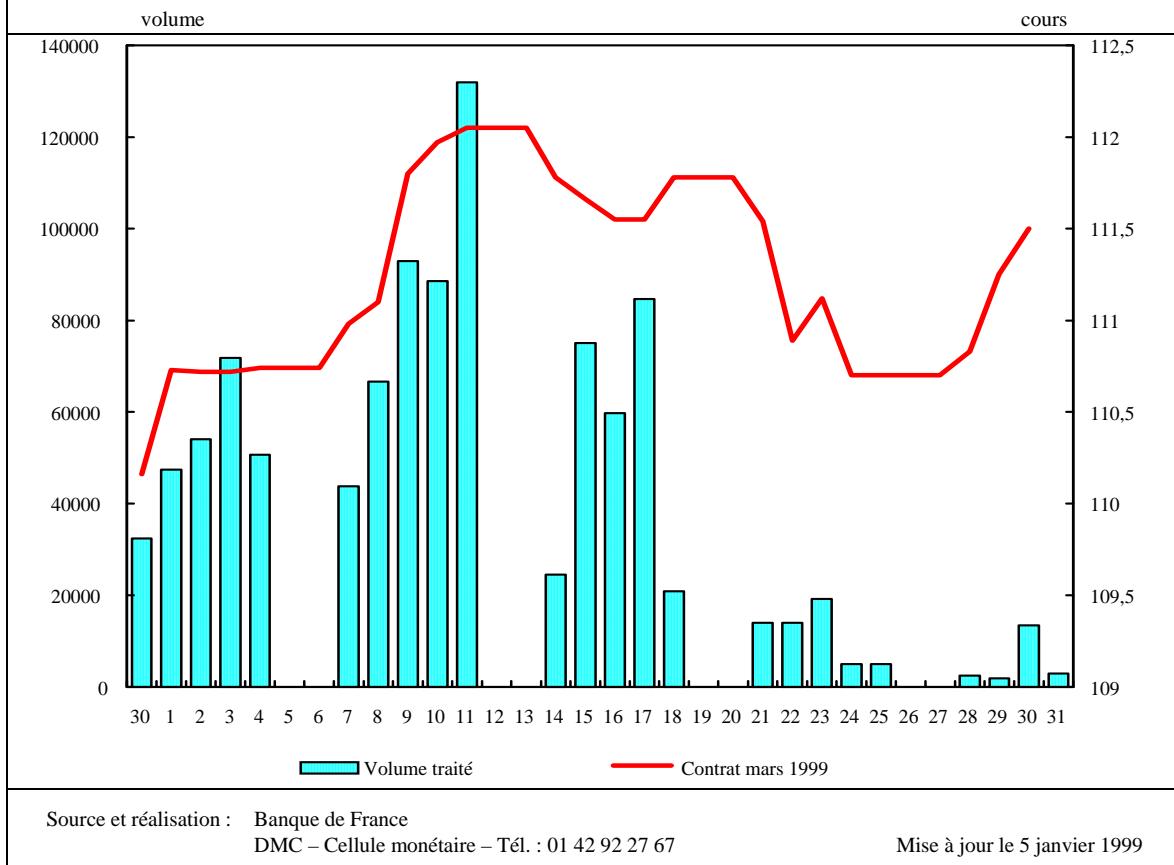
Les taux interbancaires et ceux des bons du Trésor ayant évolué dans des proportions similaires, les écarts de rendements observés sur ces deux compartiments sont demeurés quasiment inchangés entre le début et la fin de période.

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

Les marchés obligataires ont enregistré une évolution contrastée au cours du mois de décembre. Bénéficiant de la baisse coordonnée des taux directeurs des banques centrales européennes et des perspectives de décélération de l'activité dans un contexte marqué par une inflation ramenée à un faible niveau dans la plupart des États membres, les taux à 10 ans des émetteurs souverains de la zone euro ont touché des plus bas niveaux historiques, à l'instar de l'OAT qui a atteint 3,82 % le 11 décembre. Par la suite, les déclarations soulignant le caractère approprié du niveau des taux directeurs pour un avenir prévisible ont suscité des prises de bénéfices, l'OAT 10 ans remontant à 3,88 % le 30 décembre.



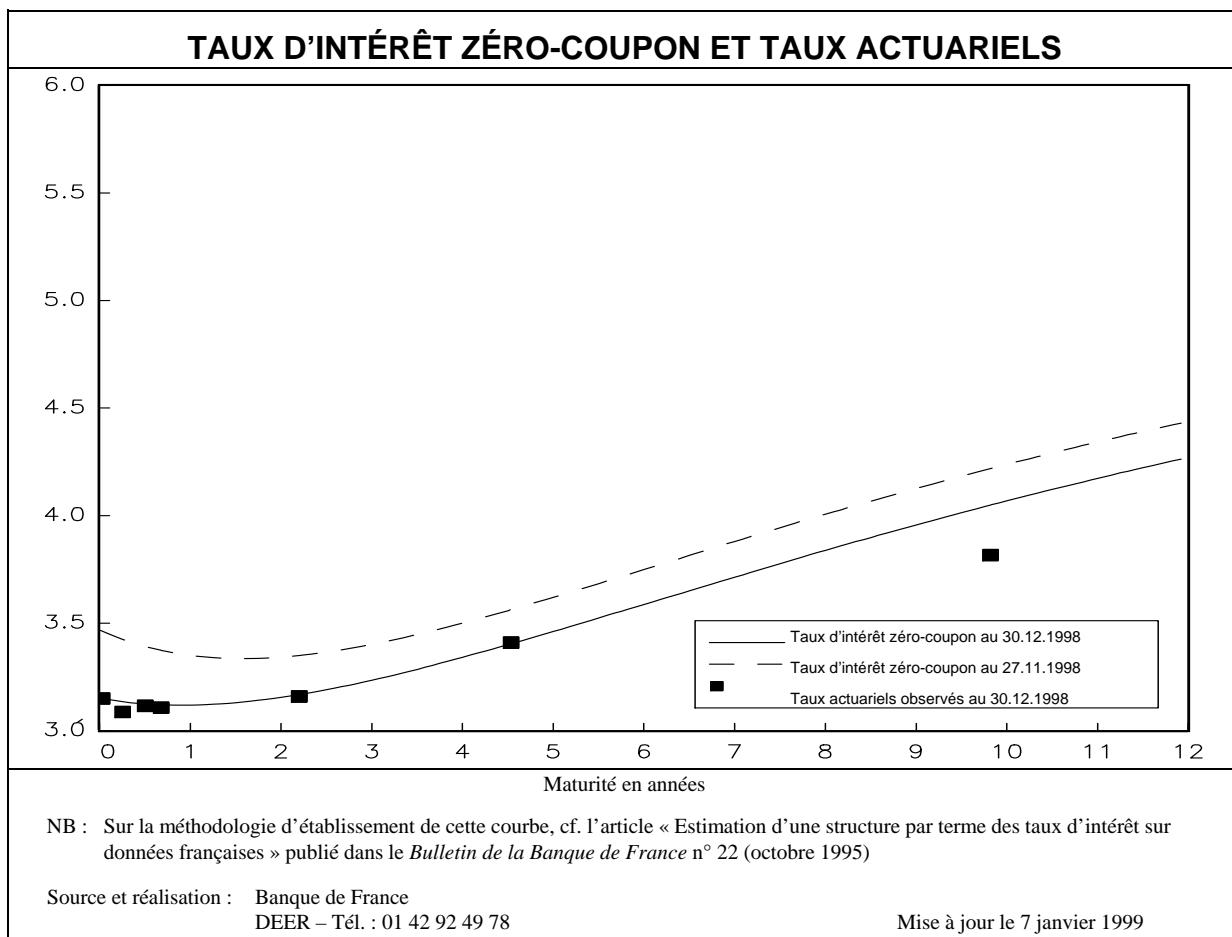
**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ
SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF
du 30 novembre 1998 au 31 décembre 1998**



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

Mise à jour le 5 janvier 1999

En décembre, les volumes traités sur le contrat notionnel sont restés pratiquement stables avec 40 000 contrats traités quotidiennement, contre 46 000 lots en novembre. Ils ont enregistré un repli marqué au cours de la seconde partie du mois, en raison de l'arrivée à échéance du contrat décembre, d'une moindre activité à l'approche de la fin d'année, et du basculement des marchés vers l'euro.



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

(arrêtée au 8 janvier)

La première semaine du mois de janvier 1999 a été marquée par l'avènement du marché monétaire unifié. Dès le 4 janvier, d'importants échanges transfrontières ont été observés au sein de la zone euro, qui sont allés de pair avec une forte activité du marché interbancaire. Le taux de l'Eonia ressortait à 3,20 % environ sur l'ensemble de la semaine, proche du taux de la facilité de prêt marginal fixé, à titre provisoire (jusqu'au 21 janvier 1999), à 3,25 % par la Banque centrale européenne.

Lors de son premier appel d'offres lancé le 4 janvier en date de règlement du 7 janvier, la Banque centrale européenne a adjugé 75 milliards d'euros au taux de 3,0 %, soit 15,57 % du montant global des soumissions.

En dehors de la zone euro, le Danemark et le Royaume-Uni ont abaissé leurs taux directeurs le 7 janvier, la Banque centrale du Danemark ramenant son taux des prises en pension à 3,75 % (- 20 points de base) et la Banque d'Angleterre son taux d'intervention à 6,0 % (- 25 points de base).

Sur le marché obligataire, les taux d'intérêt se sont à nouveau détendus, sous l'effet de révisions à la baisse des prévisions de croissance en Europe, et d'un renforcement des anticipations d'un assouplissement de la politique monétaire du Système européen de banques centrales. Cette détente a également tenu au succès du passage à l'euro qui a été jugé de nature à encourager une diversification rapide des portefeuilles des investisseurs en faveur de titres d'émetteurs de la zone. Ces facteurs ont contribué à soutenir la demande de papier face à des programmes d'émission conséquents.

Dans le même temps, l'écart de taux entre les emprunts phares à 10 ans français et américain s'est élargi de 31 points de base (à 110 points de base). Le rendement de l'emprunt d'État outre-Atlantique est, en effet, passé de 4,71 % le 31 décembre 1998 à 4,91 % le 8 janvier 1999, sous l'effet d'un revirement des investisseurs en faveur du marché boursier, de la faiblesse du dollar contre yen, et de l'importance de l'offre de titres de signature publique et privée.

5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est élevé à 1 301,8 milliards de francs à la fin du mois de décembre, contre 1 377,8 milliards à fin novembre. Cette baisse recouvre une diminution commune à l'ensemble des titres émis à court terme. L'encours des certificats de dépôt recule de 44,6 milliards de francs, celui des billets de trésorerie de 26,5 milliards et celui des bons des institutions et sociétés financières de 6,5 milliards. Seul l'encours des bons à moyen terme négociables s'inscrit à l'inverse de cette tendance et regagne 1,6 milliard de francs, pour atteindre 411,5 milliards en fin de période.

L'observation des taux de rendement à l'émission des certificats de dépôt et des billets de trésorerie fait apparaître une détente très significative sur l'ensemble des échéances, suite à la baisse concertée des taux directeurs des banques centrales de la zone euro le 3 décembre.

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 décembre a fortement progressé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte essentiellement d'une augmentation des capitaux levés par les sociétés non financières.

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 621,3 milliards de francs le 31 décembre, contre 665,9 milliards le 27 novembre et 634,9 milliards le 30 octobre.

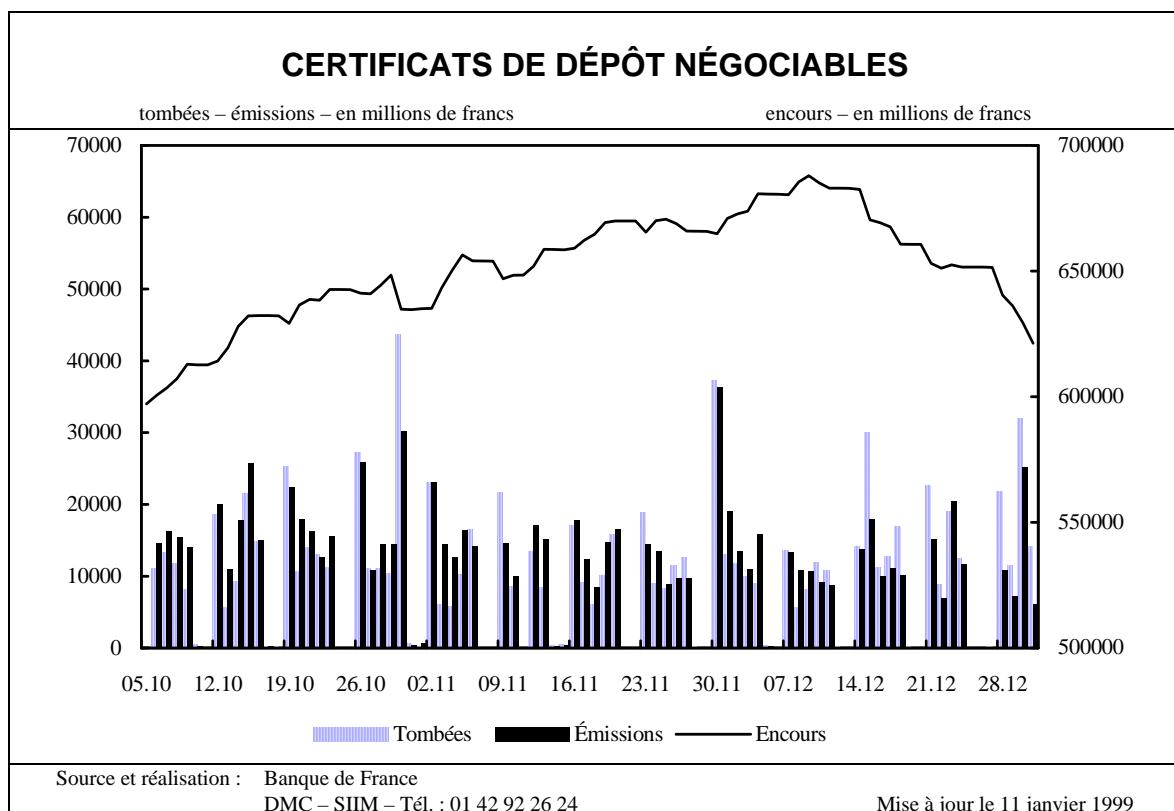
Les émissions réalisées au cours du mois de décembre ont atteint 315,3 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 265,1 milliards en novembre et 453,8 milliards en octobre (respectivement 359,9 milliards, contre 234 milliards et 462,5 milliards, pour les tombées).

Quatre émetteurs ont accru leur encours de plus de 3 milliards de francs au cours du mois sous revue : la Banque fédérative du crédit mutuel (8,5 milliards), le Crédit Lyonnais (8,2 milliards), la Caisse centrale des banques populaires (3,5 milliards) et la Bayerische Landesbank Girozentrale (3,3 milliards). À l'opposé, cinq autres établissements ont réduit leur encours de 5 milliards de francs ou plus : Paribas (10,6 milliards), la Société générale (7,8 milliards), la Banque nationale de Paris (7,5 milliards), le Crédit commercial de France (5,9 milliards) et le Crédit industriel et commercial (5,5 milliards).

La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteurs* révèle une légère baisse de la part des établissements de crédit, des OPCVM et des assurances, caisses de retraite et mutuelles, avec respectivement 28,8 %, 19,3 % et 10,3 % du montant total des émissions, contre 34,3 %, 21,0 % et 12,9 % pour le mois précédent. Cette diminution est compensée par l'accroissement du montant souscrit par les sociétés et entreprises individuelles (33,4 % du total, contre 25,2 % en novembre).

La ventilation des émissions selon les *durées initiales* traduit une légère augmentation de la part des émissions réalisées entre dix jours et un mois (28,5 %, contre 25,7 % en novembre), ainsi que de celle des émissions sur une durée supérieure à six mois (4,1 %, contre 1,4 % le mois précédent). Cette progression s'est effectuée au détriment des titres émis entre un mois et six mois, dont la part a reculé globalement de 5,5 points de base (67,4 %, contre 72,9 % le mois précédent).

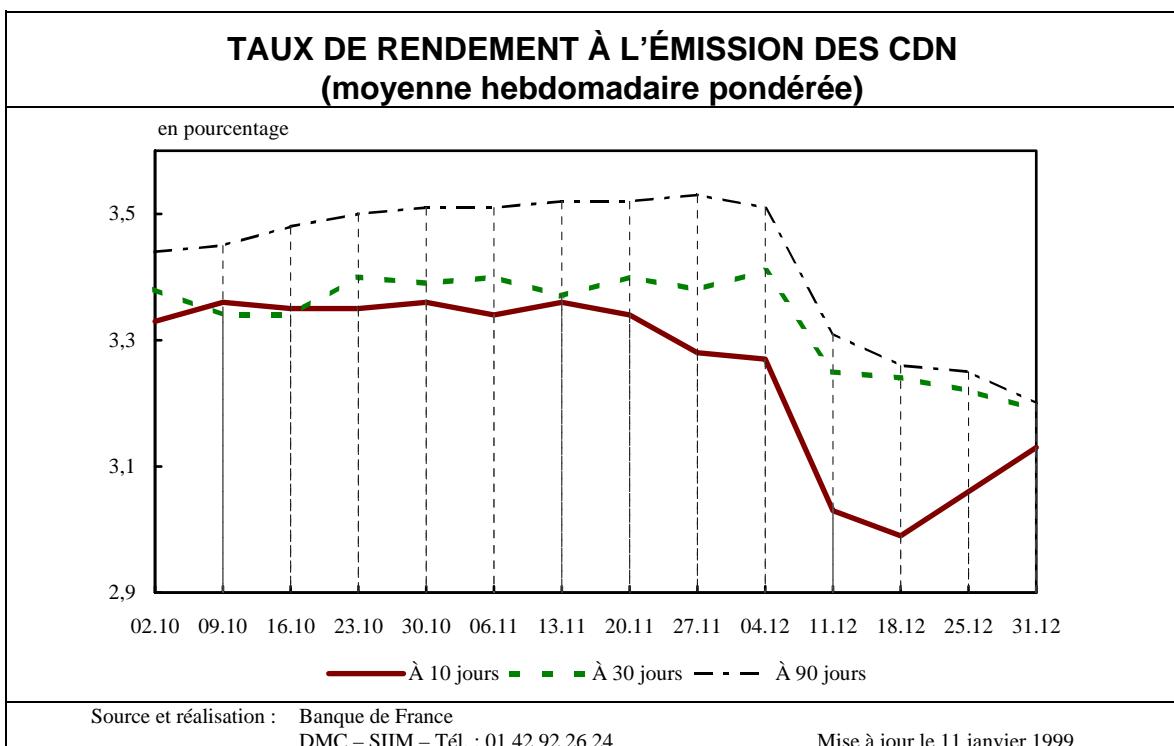
Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	89,9	28,5
De 1 mois à moins de 3 mois.....	141,3	44,8
De 3 mois à moins de 6 mois.....	71,2	22,6
De 6 mois à 1 an.....	12,9	4,1
Total.....	315,3	100,0



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 292 le 31 décembre, contre 300 en novembre et 299 en octobre.

L'examen des *taux à l'émission* au cours de la semaine du 7 au 11 décembre fait apparaître une baisse significative, comprise entre 16 points de base et 24 points de base selon les échéances, qui s'inscrit dans le prolongement de la baisse du taux d'appel d'offres de la Banque de France intervenue le 3 décembre. Cette détente s'est poursuivie au cours du mois sous revue sur toutes les échéances, à l'exception des titres émis sur la durée de dix jours, qui ont connu au cours des deux dernières semaines une légère tension (+ 7 points de base) liée à des facteurs techniques (« passage de fin d'année »).

	TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN				
	(en pourcentage)				
	30 novembre au 4 décembre	7 au 11 décembre	14 au 18 décembre	21 au 25 décembre	27 au 31 décembre
Certificats à 10 jours (moyenne).....	3,27	3,03	2,99	3,06	3,13
Certificats à 30 jours (moyenne).....	3,41	3,25	3,24	3,22	3,19
Certificats à 90 jours (moyenne).....	3,51	3,30	3,26	3,25	3,20
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas).....	3,00	2,94	2,60	2,80	2,92
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,54	3,34	3,35	3,32	3,27
TIOP à 1 mois (plus bas).....	3,37	3,36	3,35	3,35	3,32
TIOP à 1 mois (plus haut)	3,63	3,38	3,36	3,37	3,34



Bons des institutions et sociétés financières (BISF)

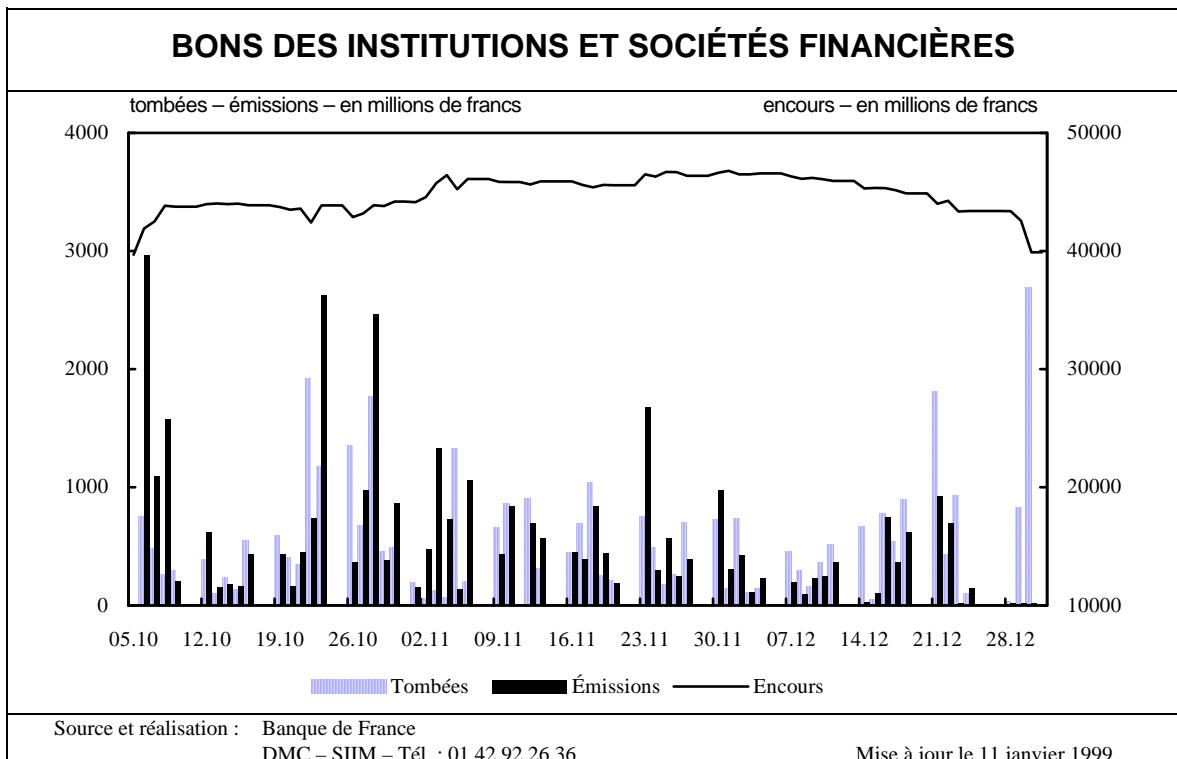
L'encours de ces bons s'élevait à 39,9 milliards de francs le 31 décembre, contre 46,4 milliards le 27 novembre et 44,2 milliards le 30 octobre. Au 31 décembre, 88,3 % de l'encours global correspondait aux opérations de quatre établissements disposant d'un encours supérieur à 1 milliard de francs, le premier d'entre eux, le Crédit local de France, représentant 63,5 % du total, avec un encours de 25,3 milliards, devant Cofidis (4,3 milliards), la Diac (4,2 milliards) et Factofrance Heller (1,4 milliard).

Les émissions réalisées au cours du mois de décembre ont atteint 6,9 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 11,9 milliards en novembre et 22,4 milliards en octobre (respectivement 13,4 milliards, contre 9,8 milliards et 19,9 milliards, pour les tombées).

Les établissements de crédit ont concentré 51,8 % de la souscription des BISF, contre 48,9 % et 37,8 % pour les deux mois précédents. Les OPCVM ont recueilli 43,0 % du montant des émissions (45,9 % en novembre et 55,2 % en octobre).

L'examen des durées à l'émission, sans grande inflexion, fait toutefois ressortir une légère augmentation de la part des titres émis à moins de 1 mois (7,1 %, contre 4,7 % en novembre), ainsi que de ceux d'échéance supérieure à 6 mois (8,2 %, contre 3,3 % le mois précédent). La part des tranches comprises entre 1 mois et 6 mois a reculé globalement de 7 %.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	0,5	7,1
De 1 mois à moins de 3 mois.....	1,0	15,1
De 3 mois à moins de 6 mois.....	4,8	69,6
De 6 mois à 1 an.....	0,6	8,2
Total.....	6,9	100,0



Billets de trésorerie (BT)

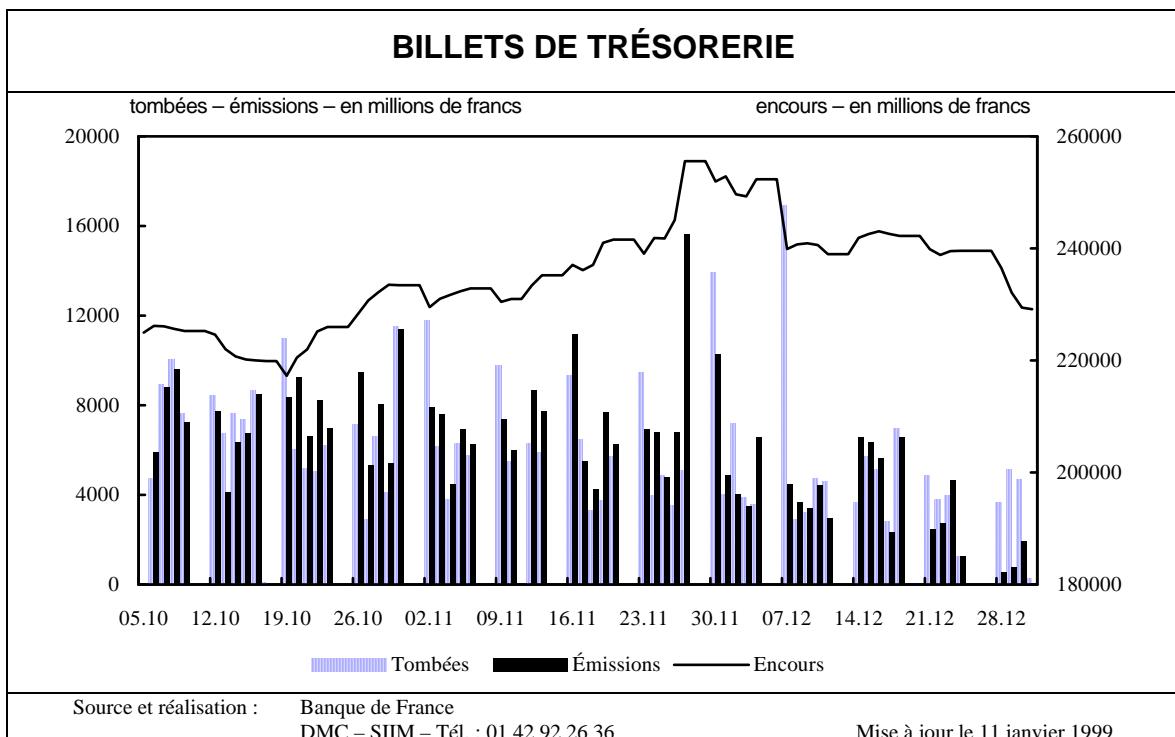
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 229,2 milliards de francs le 31 décembre, contre 255,6 milliards le 27 novembre et 233,4 milliards le 30 octobre. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 90,4 milliards de francs, contre 138,9 milliards en novembre et 194,5 milliards en octobre (respectivement 116,8 milliards, contre 116,7 milliards et 195,2 milliards, pour les tombées).

Le 31 décembre, le nombre d'émetteurs s'est établi à 99, contre 95 à fin novembre et 93 à fin octobre. Six émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs entre fin novembre et fin décembre : Antalis (3,8 milliards), EDF (2,3 milliards), Pechiney (1,7 milliard), General Electric Capital (1,4 milliard), Gaz de France et la Cades (1,1 milliard chacun). À l'opposé, quatorze émetteurs ont réduit leur encours au-delà de 1 milliard de francs, soit pour les plus importants : France Télécom, qui a programmé une extinction provisoire de son encours, suite au placement d'une deuxième tranche de son capital (12,5 milliards), PPR Finance (2,8 milliards), Promodès, Total CFP et le Réseau ferré de France (2,6 milliards chacun) chacun, ainsi que Hoechst Marion Roussel (2,5 milliards). Par ailleurs, deux nouveaux émetteurs, General Funding Limited et Eliopée Limited, entités enregistrées à Jersey et dont l'activité est liée à des opérations de titrisation de créances commerciales, ont lancé leurs premières opérations. Au 31 octobre, le principal émetteur sur le marché des billets de trésorerie était Vivendi, avec un encours de 13 milliards de francs, suivi de LVMH (12,1 milliards) et EDF (11,6 milliards).

La ventilation selon les catégories de souscripteurs est restée conforme à celles des mois précédents. La part des établissements de crédit reste prépondérante avec 73,4 % du total, précédant de loin celles des OPCVM (15,6 %), des sociétés et entreprises individuelles (4,9 %) et des assurances, caisses de retraite et mutuelles (3,7 %).

La répartition selon les durées initiales ne révèle pas de modifications sensibles par rapport au mois précédent. La tranche de durée de un mois à trois mois demeure la plus sollicitée, avec 56,5 % du montant total, contre 57,0 % en novembre, et l'emporte largement sur les émissions allant de dix jours à un mois (24,6 %, contre 20,8 %) et les émissions de trois mois à six mois (18,3 %, contre 21,2 %).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	22,3	24,6
De 1 mois à moins de 3 mois.....	51,0	56,5
De 3 mois à moins de 6 mois.....	16,6	18,3
De 6 mois à 1 an.....	0,5	0,6
Total	90,4	100,0



Les taux de rendement à l'émission hebdomadaires se sont nettement repliés au cours de la semaine du 7 au 11 décembre, à la suite de la baisse du taux d'appel d'offres de la Banque de France. Le taux des billets à 10 jours a ainsi décrue de 30 points de base, celui des titres d'une durée initiale de 30 jours a baissé de 11 points de base et le taux des billets à 90 jours s'est replié de 23 points de base. Cette décrue s'est poursuivie un temps sur les échéances les plus longues, avant de laisser place à une stabilisation, voire une très légère remontée, du niveau des rémunérations.

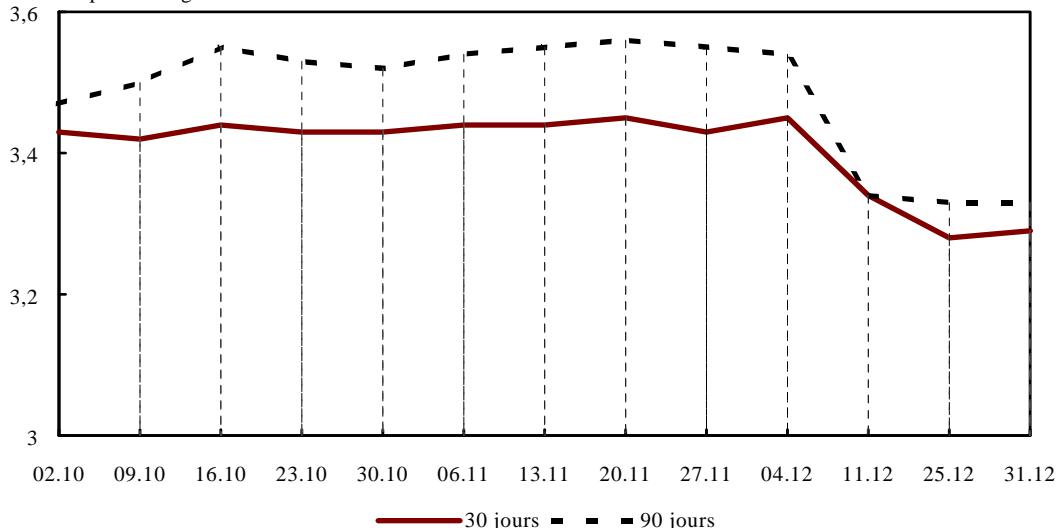
TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BILLETS DE TRÉSORERIE

(en pourcentage)

	30 novembre au 4 décembre	7 au 11 décembre	14 au 18 décembre	21 au 25 décembre	28 au 31 décembre
Billets à 10 jours (moyenne).....	3,41	3,11	3,16	—	—
Billets à 30 jours (moyenne).....	3,45	3,34	3,33	3,28	3,29
Billets à 90 jours (moyenne).....	3,54	—	3,31	3,29	3,33
Billets de 20 à 40 jours (plus bas)	3,12	3,19	3,06	3,01	3,18
Billets de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,60	3,42	3,42	3,40	3,40
TIOP à 1 mois (plus bas)	3,37	3,36	3,35	3,35	3,32
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,63	3,38	3,36	3,37	3,34

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

en pourcentage



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

Mise à jour le 11 janvier 1999

Bons à moyen terme négociables (BMTN)

L'encours des BMTN a atteint 411,5 milliards de francs le 31 décembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 409,9 milliards au 27 novembre et 414,8 milliards au 30 octobre.

Les émissions réalisées au cours du mois de décembre se sont élevées à 16,2 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 5,3 milliards en novembre et 6,6 milliards en octobre (respectivement 14,5 milliards, contre 10,1 milliards et 9,2 milliards, pour les tombées).

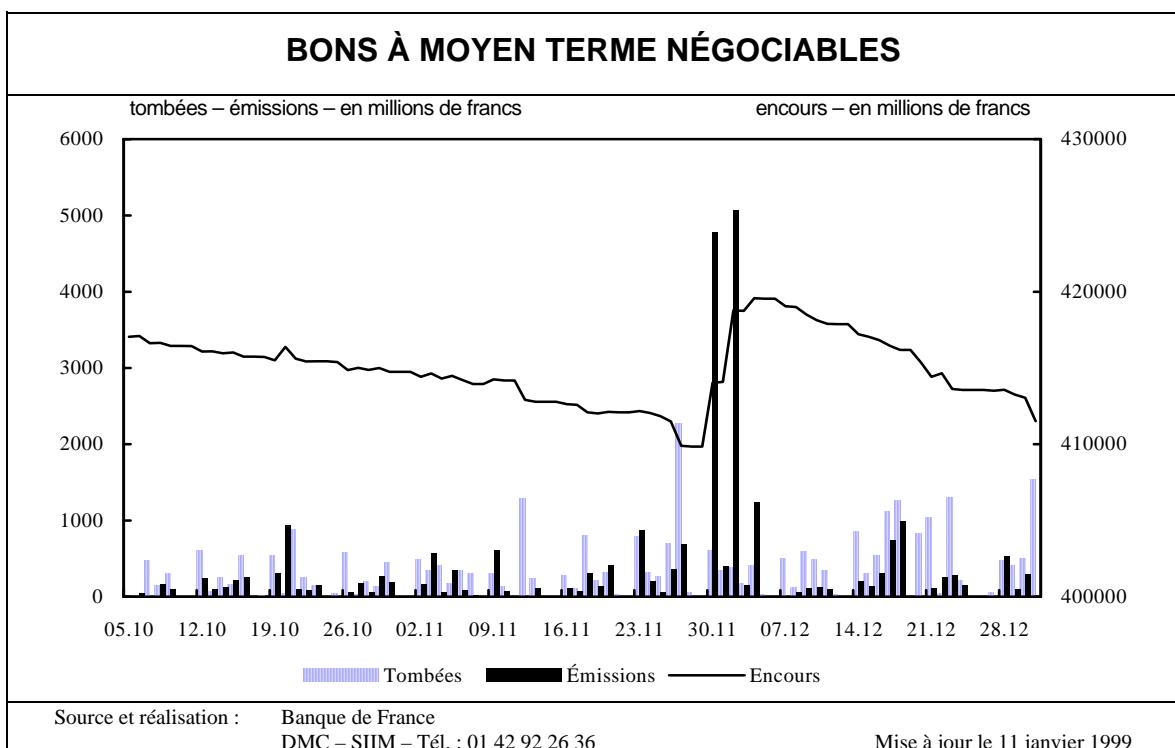
Le nombre d'émetteurs présents sur le marché au 31 décembre s'est établi à 227, contre 224 en novembre et 225 en décembre. Les hausses d'encours les plus significatives relevées pendant le mois concernent la Société générale (4,9 milliards de francs) et le Comptoir des entrepreneurs (4,6 milliards). À l'opposé, les baisses les plus conséquentes proviennent du Crédit Lyonnais (1,6 milliard de francs), de Paribas (954 millions) et de Crédit Suisse (825 millions).

Au 31 décembre, la Société générale demeurait le principal émetteur sur le marché des BMTN, avec un encours de 31,1 milliards de francs, devant le Crédit Lyonnais (22,9 milliards) et la Caisse des dépôts et consignations (22,8 milliards).

La répartition mensuelle par catégories de *souscripteurs* fait apparaître une augmentation sensible de la contribution des établissements de crédit par rapport à la période précédente, avec 88,5 % du montant émis, contre 72,5 % en novembre. À l'opposé, la part des OPCVM (3,0 % du total, contre 9,4 % pour le mois précédent) et celle des sociétés et entreprises individuelles (4,7 %, contre 14,9 %) se sont nettement réduites.

La ventilation du montant global des émissions selon leur *durée initiale* fait apparaître un allongement sensible des échéances des bons. La part des opérations d'une échéance supérieure à trois ans a représenté 58,5 % du montant de la production, contre 22,6 % pour le mois de novembre ; la part des bons de durée initiale supérieure à 7 ans s'est sensiblement accrue, pour atteindre 14,3 % du montant total des émissions, contre 1,2 % pour la période précédente.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	3,3	20,7
De 2 ans à moins de 3 ans.....	3,4	20,8
De 3 ans à moins de 5 ans.....	6,8	42,2
De 5 ans à moins de 7 ans.....	0,3	2,0
De 7 ans et plus.....	2,3	14,3
Total	16,1	100,0



Dans un marché où le volume des émissions s'est inscrit en reprise sensible par rapport aux deux mois précédents, notamment pendant la première semaine de la période sous revue, la Société générale émettant un montant de 5 milliards de francs et le Comptoir des entrepreneurs 4,7 milliards, les taux offerts se sont globalement caractérisés par une nette détente sur la plupart des échéances (cette tendance générale est cependant parfois ponctuellement infirmée, du fait de l'hétérogénéité des signatures).

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BMTN					
	(en pourcentage)				
	30 novembre au 4 décembre	7 au 11 décembre	14 au 18 décembre	21 au 25 décembre	28 au 31 décembre
Bons à 1 an 1 jour (moyenne).....	3,36	–	3,23	–	3,04
Bons à 2 ans (moyenne).....	3,50	3,46	3,44	3,25	3,42
Bons à 3 ans (moyenne).....	3,72	3,45	3,45	3,43	3,41
Bons à 5 ans (moyenne).....	3,97	–	3,78	3,90	3,67
Bons à 7 ans (moyenne).....	4,34	–	4,08	4,12	–
Bons à 10 ans (moyenne)	–	4,20	–	4,32	–

5.2.2. Les OPCVM

ENCOURS DE TITRES D'OPCVM (SICAV ET FCP)					
	(données brutes en milliards de francs)				
	1997		1998		
	Novembre	Décembre	Octobre	Novembre	Décembre
SICAV	1 660,6	1 618,1	1 782,1	1 841,7	1 822,3
– monétaires	793,6	744,4	794,8	801,3	772,1
– obligations et autres titres de créance	454,8	446,6	471,6	474,4	477,5
– actions	252,2	265,0	325,4	351,2	355,5
– diversifiées	157,1	159,2	187,3	211,7	213,8
– garanties	2,9	2,9	3,0	3,1	3,3
FCP	1 385,0	1 363,1	1 646,8	1 713,0	1 740,9
– monétaires	288,3	274,8	304,6	303,4	291,2
– obligations et autres titres de créance	375,4	363,2	385,4	393,4	395,5
– actions	147,2	153,2	202,1	229,1	242,0
– diversifiés	406,9	406,8	555,7	582,7	606,1
– garantis	167,2	165,1	199,0	204,4	206,0
OPCVM	3 045,6	2 981,2	3 428,9	3 554,7	3 563,2
– monétaires	1 081,9	1 019,2	1 099,4	1 104,7	1 063,3
– obligations et autres titres de créance	830,2	809,8	857,0	867,8	873,1
– actions	399,4	418,2	527,5	580,3	597,6
– diversifiés	564,0	566,0	743,0	794,4	819,9
– garantis	170,1	168,0	202,0	207,5	209,3

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

Mise à jour le 7 janvier 1999

En décembre, l'encours de titres d'OPCVM « monétaires » s'est élevé à 1 063,3 milliards de francs. La progression annuelle de 4,3 % en décembre (contre – 10,0 % un an auparavant) traduit la nette reprise observée au cours de l'année 1998.

L'encours de titres d'OPCVM « obligations » s'est situé à 873,1 milliards de francs. Leur progression annuelle, ininterrompue depuis le mois d'août, a atteint 7,8 % à fin décembre.

L'encours des titres d'OPCVM « actions » s'est élevé à 597,6 milliards de francs. Sous l'effet de la reprise des marchés boursiers observée au cours du dernier trimestre et d'un mouvement régulier de souscriptions depuis janvier, sa progression annuelle a atteint 42,9 %, après + 37,4 % en décembre 1997 et + 55,7 % en juin 1998.

L'encours de titres d'OPCVM « diversifiés » s'est situé à 819,9 milliards de francs (+ 44,9 % sur un an) et celui des OPCVM « garantis » à 209,3 milliards (+ 24,6 % en glissement annuel).

Au total, à fin décembre, l'encours des titres d'OPCVM s'est élevé à 3 563,2 milliards de francs, son glissement annuel passant, de décembre 1997 à décembre 1998, de + 7,5 % à + 19,5 %.

5.2.3. Le marché primaire obligataire en décembre

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 décembre a fortement progressé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte essentiellement d'une augmentation des capitaux levés par les sociétés non financières.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 62,7 milliards de francs, après 41,1 milliards en novembre et 38,6 milliards en octobre. Plus de 76 % des titres réglés en décembre ont été émis en francs sur le marché intérieur, et plus de 11 % l'ont été en écus. Le compartiment international a, pour sa part, enregistré plus de 12 % des émissions.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES							
ventilation par marchés							
				(en milliards de francs)			
Brutes				Nettes			
Novembre 1998	Décembre 1998	Année 1998	Année 1997	En date de règlement	Novembre 1998	Décembre 1998	Année 1998
MARCHÉ INTÉRIEUR							
24,0	23,1	343,5	336,0	État	19,5	23,1	198,7
–	11,2	63,2	75,6	Établissements de crédit et assimilés	- 7,0	- 4,2	- 142,8
1,4	20,7	70,3	46,2	Sociétés non financières	- 1,0	19,6	39,0
–	–	8,5	16,6	Autres émetteurs résidents	–	- 0,3	6,8
25,3	55,0	485,6	474,3	Ensemble des résidents	11,5	38,3	101,7
–	–	2,6	0,2	Non-résidents	- 1,5	- 1,0	- 0,9
25,3	55,0	488,1	474,5	TOTAL	9,9	37,3	100,8
4,5	7,1	48,6	34,5	dont émissions en écus	4,5	7,1	- 13,0
MARCHÉ INTERNATIONAL							
–	–	–	–	État	–	–	–
4,5	4,6	39,1	25,6	Établissements de crédit et assimilés	–	3,6	19,8
–	0,5	23,4	6,8	Sociétés non financières	- 2,0	0,1	15,1
0,6	–	16,3	–	Autres émetteurs résidents	0,6	–	16,3
5,1	5,1	78,8	32,4	Ensemble des résidents	- 1,4	3,7	51,2
10,7	2,6	153,8	169,1	Non-résidents	7,1	- 11,1	99,8
15,8	7,7	232,6	201,5	TOTAL	5,7	- 7,4	151,0
5,6	0,8	39,1	4,7	dont émissions en écus	5,6	0,8	37,2
–	0,5	33,2	3,4	dont émissions en écus des résidents	–	0,5	33,2
–	–	8,2	8,8	dont émissions en devises	–	–	8,8
–	–	1,0	1,4	dont émissions en devises des résidents	–	–	1,0

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

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

Mise à jour le 5 janvier 1999

La **collecte des résidents** est ressortie à 60,1 milliards de francs (30,4 milliards en novembre), soit près de 96 % des émissions réglées en décembre.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES

ventilation par devises

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Novembre 1998	Décembre 1998	Année 1998	Année 1997		Novembre 1998	Décembre 1998	Année 1998	Année 1997
ÉMISSIONS en FRANCS								
19,5	16,0	295,2	301,7	État	15,0	16,0	212,0	112,1
4,5	15,8	87,8	96,1	Établissements de crédit et assimilés	- 7,0	- 0,6	- 137,6	- 76,8
1,4	20,7	75,1	53,0	Sociétés non financières	- 3,0	19,2	35,5	5,3
0,6	-	23,4	16,6	Autres émetteurs résidents	0,6	- 0,3	21,8	13,6
25,9	52,4	481,5	467,4	Ensemble des résidents	5,6	34,3	131,7	54,2
5,1	2,3	143,2	160,6	Non-résidents	-	- 12,3	87,8	119,0
31,0	54,7	624,7	628,0	TOTAL	5,5	22,0	219,5	173,2
20,9	47,9	439,5	440,0	dont émissions intérieures	5,4	30,2	113,8	51,0
20,9	47,9	437,0	439,8	dont émissions intérieures des résidents	7,0	31,1	114,7	56,2
ÉMISSIONS en ÉCUS								
4,5	7,1	48,3	34,3	État	4,5	7,1	- 13,2	27,9
-	-	13,6	3,7	Établissements de crédit et assimilés	-	-	13,6	- 3,6
-	0,5	18,6	-	Sociétés non financières	-	0,5	18,6	-
-	-	1,3	-	Autres émetteurs résidents	-	-	1,3	-
4,5	7,7	81,8	38,0	Ensemble des résidents	4,5	7,7	20,3	24,3
5,6	0,3	5,9	1,3	Non-résidents	5,6	0,3	3,9	-
10,1	7,9	87,7	39,3	TOTAL	10,1	7,9	24,2	24,3
4,5	7,1	48,6	34,5	dont émissions intérieures	4,5	7,1	- 13,0	28,2
4,5	7,1	48,6	34,5	dont émissions intérieures des résidents	4,5	7,1	- 13,0	28,2
ÉMISSIONS en DEVISES								
-	-	1,0	1,4	Établissements de crédit et assimilés	-	-	1,0	1,4
-	-	7,2	7,4	Non-résidents	-	-	7,2	7,4
-	-	8,2	8,8	TOTAL	-	-	8,2	8,8
-	-	-	-	dont émissions intérieures	-	-	-	-

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

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

Mise à jour le 31 décembre 1998

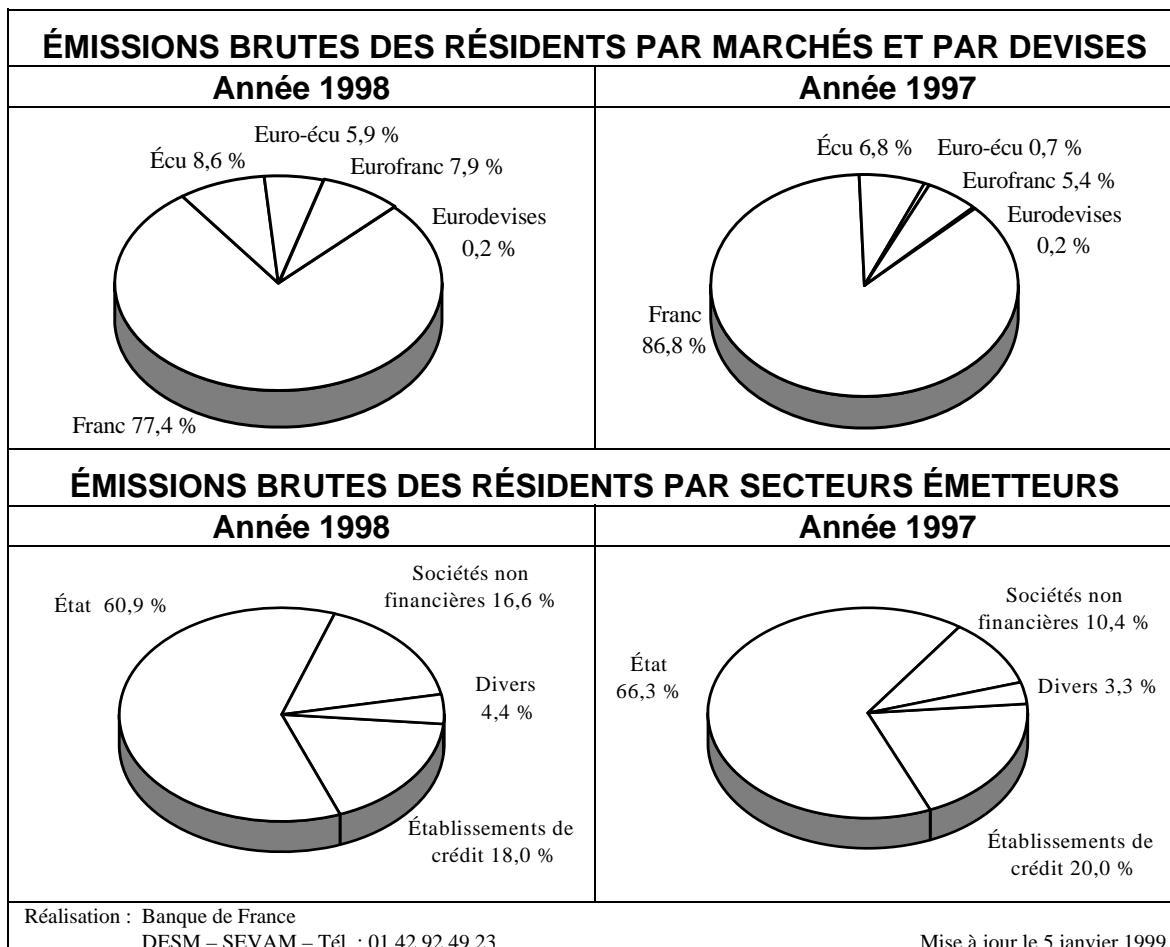
Les émissions brutes de l'**État** se sont élevées à 23,1 milliards de francs (24 milliards en novembre). Les fonds en francs ont été levés sur l'OAT 4 % avril 2009¹ et sur l'OAT 5,50 % avril 2029. Lors de l'adjudication du 3 décembre 1998, qui portait sur les deux lignes d'OAT, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 13,4 milliards de francs, auxquels il faut ajouter 1,6 milliard au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 4,02 %, en baisse de 29 points de base par rapport à l'adjudication du 5 novembre. Celui de l'OAT à 30 ans s'est établi à 4,85 %, en baisse de 40 points de base par rapport à l'adjudication du 6 août 1998.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée également le 3 décembre et qui portait sur l'OAT 4 % avril 2009. Le montant nominal émis s'est élevé à près de 1,1 milliard d'écus, soit environ 7,1 milliards de francs. Le taux de rendement de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 4,03 %, en baisse de plus de 29 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 3 au 24 décembre) ont atteint 661 millions de francs.
Son taux de rendement actuariel a été fixé à 3,78 %.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée principalement sur le marché national, est passée de 6,4 milliards de francs à 37 milliards d'un mois à l'autre. Les **sociétés non financières** ont levé 21,2 milliards de francs représentant la grande majorité des émissions.

La collecte des **émetteurs non résidents**, réalisée entièrement sur le marché international, est revenue à 2,6 milliards de francs en décembre, après 10,7 milliards en novembre.



Au terme de l'année 1998, la collecte brute cumulée en francs et en devises des résidents s'est élevée à 564,3 milliards de francs, contre 506,8 milliards durant l'année 1997. Globalement, la proportion des émissions en francs a diminué au profit des émissions libellées en écus. La part de l'État³ a représenté près de 61 % de la collecte brute globale en francs et en devises effectuée en 1998 par les résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 66 % pour l'ensemble de l'année 1997.

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

Le Conseil des marchés financiers (CMF) a communiqué le calendrier des opérations de conversion en euros des titres de créances pour le deuxième trimestre 1999. S'agissant des opérations de conversion du second semestre 1999, les émetteurs devront déposer leur demande courant mars 1999 auprès du CMF, qui publiera le calendrier au mois de mai.

Un projet de loi concernant la création d'un marché d'obligations foncières a été présenté en Conseil des ministres le 2 décembre 1998. Il s'agit de doter la place de Paris d'une classe d'actifs obligataires totalement sécurisés.

³ En 1998, l'État a réalisé plus de 107 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 320 milliards de francs, soit 343,5 milliards.

Par ailleurs, la Commission des opérations de bourse (COB) a annoncé, début décembre, l'actualisation des principes généraux relatifs aux émissions d'obligations complexes, afin de s'adapter au passage à la monnaie unique.

Enfin, les émissions d'obligations convertibles en actions du mois de décembre, qui ont atteint plus de 20 milliards de francs, sont en forte croissance. L'émission de plus de 17 milliards de francs de France Télécom en fait actuellement l'opération de ce type la plus importante en France. Par ailleurs, Usinor a innové en émettant un emprunt d'un montant de 2,5 milliards de francs, convertible en actions nouvelles ou déjà existantes.

5.2.4. Le marché primaire des actions en novembre

ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT					
	<i>(en milliards de francs)</i>				
	Octobre 1998	Novembre 1998	11 mois 1998	11 mois 1997	Année 1997
TOTAL ÉMIS (a)	10,2	3,4	281,2	278,8	292,9
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES	10,2	0,4	271,0	254,1	267,5
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT	–	3,0	8,8	7,1	7,2
COMPAGNIES D'ASSURANCE	–	–	1,3	17,5	18,1
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES	–	–	0,1	0,1	0,1
dont :					
– Émissions de titres cotés (b).....	0,7	3,5	59,0	49,4	52,2
– Émissions avec appel public à l'épargne (c).....	0,1	3,7	37,0	44,2	46,0

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 3,4 milliards de francs en novembre, après 10,2 milliards en octobre. Au terme des onze premiers mois de 1998, leur montant (281,2 milliards de francs) apparaît en très légère progression, d'environ 1 %, d'une année à l'autre¹.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont passées de 49,4 milliards de francs à 59 milliards. À fin novembre 1998, elles représentaient 21 % du montant total des émissions d'actions, contre près de 18 % pour les onze premiers mois de l'année 1997. En novembre, la principale émission d'actions en numéraire a été effectuée par le CIC (3 milliards de francs).

Pour leur part, les émissions réalisées avec appel public à l'épargne sont en baisse de plus de 19 % d'une année à l'autre.

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

5.3. Le marché secondaire des actions

La Bourse de Paris a de nouveau progressé en décembre, l'indice CAC 40 gagnant 2,5 % sur l'ensemble du mois. Cette évolution recouvre deux phases distinctes : repli pendant la première quinzaine, suivi d'une forte progression durant la seconde quinzaine avec, toutefois, des évolutions contrastées d'un secteur à l'autre.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

Au cours de la première quinzaine du mois, la Bourse de Paris s'est inscrite en repli. À l'occasion de la baisse concertée des taux directeurs, la prise de conscience par les opérateurs des risques de ralentissement de la croissance en Europe a suscité un courant vendeur. En outre, l'instabilité financière de plusieurs pays d'Amérique du Sud et d'Asie a pesé sur les cours, aux États-Unis comme en Europe.

Au cours de la seconde quinzaine de décembre, les grandes places boursières occidentales — dont Paris — se sont, toutefois, nettement redressées. Des rumeurs de fusions dans les secteurs de l'assurance et de l'automobile ont soutenu les cours aux États-Unis comme en Europe, tandis que les valeurs bancaires bénéficiaient d'un regain d'optimisme des investisseurs quant aux perspectives offertes par le passage à la monnaie unique.

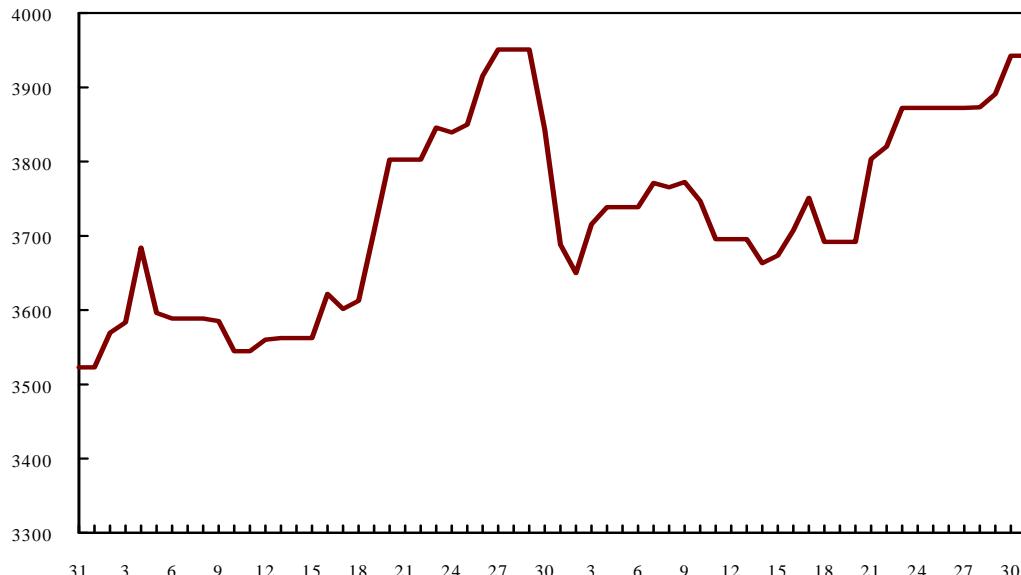
Les volumes de transactions sont cependant restés faibles, en raison notamment des fêtes de fin d'année et des préparatifs du basculement des marchés à l'euro.

INDICES BOURSIERS				
	30 novembre 1998	31 décembre 1998	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1998
New York (Dow Jones)	9 116,55	9 274,64	1,70	17,28
Londres (FT 100)	5 743,90	5 882,60	2,40	14,55
Tokyo (Nikkei)	14 883,70	13 842,17	- 7,00	- 9,28
Paris (CAC 40).....	3 843,38	3 942,66	2,50	31,47
Francfort (DAX)	5 022,70	5 002,39	- 0,40	17,71

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

Mise à jour le 5 janvier 1999

ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40 du 31 octobre au 30 décembre 1998



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

Mise à jour le 5 janvier 1999

5.3.2. La tendance au début du mois de janvier

(arrêtée au 8 janvier 1999)

La Bourse de Paris a très fortement progressé au cours de la première semaine du mois de janvier, l'indice CAC 40 passant de 3 943 points le 30 décembre 1998 à 4 243 points le 8 janvier 1999, soit une hausse de 7,7 %. Les actions ont bénéficié de l'engouement des investisseurs, alimenté par le succès du passage à la monnaie unique, les perspectives de fusions-acquisitions, la progression de la Bourse de New York et la fermeté du dollar vis-à-vis de l'euro.

Deux secteurs ont particulièrement profité de cette hausse, avec des progressions des cours supérieures à 10 % : les valeurs bancaires (lancement réussi de l'euro) et les valeurs pétrolières (remontée du prix du baril).

CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

Les principales décisions de politique économique

La révision constitutionnelle

- 1^{er} décembre** L'Assemblée nationale adopte le projet de révision constitutionnelle préalable à la ratification du traité d'Amsterdam.
- 17 décembre** Le Sénat adopte le projet de révision de la Constitution dans les mêmes termes que l'Assemblée nationale.

Le système financier

- 2 décembre** Le Conseil des ministres adopte le projet de loi sur « l'épargne et la sécurité financière », qui aborde la refonte des mécanismes de sécurité de place, la réforme des caisses d'épargne et la création d'un marché des obligations foncières.

Les taux réglementés

- 2 décembre** Mise en place du Comité consultatif des taux réglementés, composé de neuf membres et présidé par André Babeau.

La protection sociale

- 3 décembre** L'Assemblée nationale adopte définitivement le projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 1999.
- 4 décembre** La ministre de l'Emploi et de la Solidarité approuve la convention passée entre l'assurance maladie et les médecins généralistes, qui entérine notamment le principe de sanctions financières collectives pour les praticiens en cas de dérapage des dépenses.
- 15 décembre** Le Premier ministre annonce une revalorisation de 3 % des minima sociaux (RMI, allocation de solidarité spécifique et allocation d'insertion) au 1^{er} janvier 1999 avec effet rétroactif au 1^{er} janvier 1998.
- 18 décembre** Le Conseil constitutionnel annule deux articles du projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 1999, relatifs aux sanctions collectives et à une mesure fiscale rétroactive touchant les laboratoires pharmaceutiques.
- 29 décembre** Revalorisation des allocations familiales de 0,71 % au 1^{er} janvier 1999.
- 30 décembre** Publication au *Journal officiel* d'une série de mesures sociales parmi lesquelles le versement des allocations familiales pour les enfants à charge jusqu'à 20 ans, contre 19 ans précédemment.

L'épargne

7 décembre Le ministère des Finances prolonge jusqu'à fin juin 1999 la période pendant laquelle les transferts d'épargne vers un contrat DSK seront possibles sans incidence fiscale.

Les entreprises publiques

9 décembre Le Conseil des ministres adopte le projet de loi relatif à la modernisation et au développement du service public de l'électricité, qui met fin au monopole d'EDF et tente de concilier service public et ouverture progressive à la concurrence.

22 décembre Un décret publié au *Journal officiel* du 22 décembre 1998 autorise l'État à prendre une participation de 45,76 % au capital de la société en cours de constitution Dassault Participation.

28 décembre Étape indispensable avant la privatisation, l'assemblée générale du Crédit Lyonnais approuve le rachat de la clause de retour à meilleure fortune, qui obéirait les résultats jusqu'en 2014. La participation directe et indirecte de l'État passe ainsi de 78,0 % à 87,7 %.

Le logement

10 décembre L'Assemblée nationale adopte le projet de loi élargissant le champ d'action du 1 % logement, tout en restituant aux organismes collecteurs certaines recettes aujourd'hui prélevées par l'État.

Les finances publiques

15 décembre Fin octobre, le déficit budgétaire s'est établi à FRF 256,2 milliards, en amélioration de 23,2 milliards par rapport à celui enregistré un an auparavant.

18 décembre Le Parlement adopte définitivement le projet de loi de finances pour 1999, qui fait apparaître un déficit de FRF 236,56 milliards (2,68 % du PIB).

23 décembre Le Conseil des ministres adopte le programme de stabilité, qui vise à ramener le déficit public dans une fourchette comprise entre 0,8 % et 1,2 % en 2002.

29 décembre Le ministère de l'Économie annonce la cessation des émissions de bons du Trésor sur formules au 1^{er} janvier 1999.

Les services publics

15 décembre Le Comité interministériel d'aménagement et de développement du territoire confirme l'abandon du moratoire sur la fermeture des services publics ruraux.

L'emploi

28 décembre Publication d'un décret durcissant les conditions de licenciement des salariés de plus de 50 ans.

Les marchés de capitaux

31 décembre Le ministère de l'Économie modernise le marché des TCN en assouplissant les conditions de rémunération, avec l'autorisation d'émettre à taux variable, en supprimant la catégorie des BISF et en accordant à tous les établissements de crédit la possibilité d'émettre directement des certificats de dépôt en euros ou en devises.

É

T

U

D

E

S

LE SYSTEME EUROPEEN DE BANQUES CENTRALES ET LA BANQUE CENTRALE EUROPEENNE

Le Traité sur l'Union européenne, signé à Maastricht en 1992, prévoyait trois phases pour la réalisation de l'Union économique et monétaire (UEM). L'entrée dans la phase III, c'est-à-dire la création de l'Union monétaire et la mise en place de la monnaie unique, l'euro, est intervenue le 1^{er} janvier 1999.

En Union monétaire, la politique monétaire est unique pour l'ensemble des pays qualifiés pour adopter l'euro. Le Système européen de banques centrales (SEBC) est chargé de définir et de mettre en œuvre la politique monétaire dans l'Union monétaire. Il se compose de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales (BCN) des pays de l'Union européenne, dont la Banque de France.

La nomination des premiers dirigeants de la BCE par les onze chefs d'État ou de gouvernement des pays participant à l'Union monétaire a permis la création, le 1^{er} juin 1998, du SEBC et de la BCE. La cérémonie officielle d'inauguration s'est déroulée le 30 juin 1998, à Francfort, siège de la BCE.

La mise en place du SEBC et de la BCE a été préparée, à partir de janvier 1994, par l’Institut monétaire européen (IME), en liaison avec les banques centrales nationales de l’Union européenne (UE).

Conformément au Traité, l’IME a été mis en liquidation à la suite de la création de la BCE.

Le SEBC et la BCE n’exercent pleinement leurs compétences, notamment en matière de détermination de la politique monétaire (par exemple, pour la fixation des taux d’intérêt directeurs) que depuis l’entrée en Union monétaire, le 1^{er} janvier 1999.

Les objectifs, les missions et les grandes lignes de l’organisation du SEBC sont fixés par le Traité sur l’Union européenne et par le protocole sur les Statuts du SEBC et de la BCE qui lui est annexé. La BCE a adopté, le 7 juillet 1998, les règles de procédure prévoyant les modalités détaillées de son fonctionnement.

Les billets et les pièces en euros seront mis en circulation à partir du 1^{er} janvier 2002.

La présente étude décrit les objectifs et missions du SEBC et de la BCE, puis examine le cadre institutionnel de la politique monétaire unique. Elle passe ensuite en revue les principes d’organisation du Système et les moyens dont il dispose.

EMMANUELLE
POLITRONACCI
PATRICK GITTON

*Direction des Relations avec l’étranger
Service des Relations européennes*

1. Objectifs et missions

1.1. Objectifs

L’objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix¹, condition nécessaire à la croissance durable de l’économie.

Sans préjudice du maintien de la stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté². Dans la

¹ Cf. article 105 du Traité

² La Communauté a pour objectifs « de promouvoir un développement harmonieux et équilibré des activités économiques [...], une croissance durable et non inflationniste respectant l’environnement, un haut degré de convergence des performances économiques, un niveau d’emploi et de protection sociale élevé, le relèvement du niveau et de la qualité de vie, la cohésion économique et sociale et la solidarité entre les États membres » (article 2 du Traité).

poursuite de ses objectifs, le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre.

1.2. Missions fondamentales

Le Traité énumère les missions fondamentales du SEBC¹.

1.2.1. Définition et mise en œuvre de la politique monétaire unique

La politique monétaire unique est définie par le Conseil des gouverneurs de la BCE et mise en œuvre de manière décentralisée et harmonisée par les BCN. Le cadre opérationnel de la politique monétaire unique répond aux principes suivants : conformité aux principes de marché, égalité de traitement, simplicité, recherche du meilleur rapport coût/efficacité, décentralisation, continuité, harmonisation et conformité avec le processus de décision du SEBC.

Pour l'essentiel, les procédures et les instruments de politique monétaire s'inscrivent dans la continuité de celles et ceux utilisés par la plupart des BCN avant l'entrée en Union monétaire.

1.2.2. Conduite des opérations de change

et détention et gestion des réserves officielles de change des États membres

Le SEBC détient et gère les ressources officielles (devises, or) des États membres participant à l'Union monétaire. Les BCN transfèrent à la BCE une partie de ces réserves.

Un échange de vues et d'informations interviendra, entre le Conseil de l'Union européenne et la BCE, sur le taux de change de l'euro à l'égard des devises non communautaires. Le Conseil de l'Union européenne peut, dans des circonstances exceptionnelles, par exemple en cas de désalignement manifeste, formuler des orientations générales de politique de change vis-à-vis des monnaies non communautaires. Ces orientations doivent respecter l'indépendance du SEBC et l'objectif de stabilité des prix.

S'agissant des relations de change avec les monnaies des États membres de l'Union européenne n'ayant pas adopté l'euro, un mécanisme de change européen (MCE II) lie certaines de ces monnaies à l'euro. Dans le cadre de la gestion de ce mécanisme, la BCE peut suspendre les interventions illimitées si celles-ci entrent en conflit avec l'objectif de stabilité des prix. Elle peut initier une procédure confidentielle visant à reconstruire le taux central d'une monnaie vis-à-vis de l'euro.

1.2.3. Promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement

À cet égard, on notera, en particulier, la mise en place, par le SEBC, du système de paiement *Target* qui permet la mise en œuvre de la politique monétaire unique. Obligatoirement utilisé pour tous les règlements pour lesquels une BCN ou la BCE est contrepartie, il assure l'irrévocabilité des transferts de fonds de montant élevé, notamment pour les opérations de politique monétaire. Le Système repose sur les systèmes nationaux à règlement brut en temps réel et sur leur interconnexion. Les banques centrales des pays de l'Union européenne hors zone euro ont accès à la liquidité intrajournalière du Système, mais dans des conditions limitatives.

1.3. Autres missions

1.3.1. Émission des billets et des pièces

La BCE est seule habilitée à autoriser l'émission de billets. Le SEBC émet ces billets, qui sont les seuls à avoir cours légal dans les pays de l'Union monétaire.

¹ Cf. article 105.2 du Traité

Les pièces sont émises par les États membres, sous réserve de l'approbation, par la BCE, du volume de l'émission.

1.3.2. Coopération dans le domaine du contrôle bancaire

Le SEBC contribue à la bonne conduite des opérations menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier.

1.3.3. Fonctions consultatives

La BCE est consultée, par le Conseil de l'Union européenne ou par les autorités des États membres, sur tout projet de réglementation relevant de son domaine de compétence (notamment en ce qui concerne les questions monétaires, les moyens de paiement, les banques centrales nationales, les données statistiques, les systèmes de paiement et de règlement, la stabilité des établissements et marchés financiers...).

La BCE est notamment consultée sur la législation communautaire relative au contrôle bancaire et à la stabilité du système financier.

La BCE peut également soumettre des avis aux institutions communautaires et aux autorités nationales dans les domaines relevant de sa compétence.

1.3.4. Collecte d'informations statistiques

Afin d'assurer les missions du SEBC, la BCE, assistée par les BCN, collecte les informations statistiques nécessaires, soit auprès des autorités compétentes, soit directement auprès des agents économiques.

2. Cadre institutionnel

2.1. Organes dirigeants

Les organes dirigeants du SEBC et de la BCE sont les suivants (cf. schéma organes dirigeants de la BCE).

– Le *Conseil des gouverneurs*, organe de décision suprême du SEBC, réunit les membres du directoire de la BCE (cf. *infra*) et les gouverneurs des BCN des pays participant à l'Union monétaire.

Il arrête les orientations et prend les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées au SEBC par le Traité et les Statuts. En premier lieu, il définit la politique monétaire de l'Union et arrête les orientations nécessaires à sa mise en œuvre. Ainsi, le Conseil des gouverneurs fixe les taux d'intérêt directeurs dans l'Union monétaire.

Le Conseil des gouverneurs adopte, par ailleurs, le règlement intérieur sur l'organisation interne de la BCE et de ses organes de décision, exerce les fonctions consultatives de la BCE et décide de la manière dont le SEBC est représenté en matière de coopération internationale.

Pour toutes les décisions relatives à la définition et à la conduite de la politique monétaire unique, le Conseil des gouverneurs vote selon le principe « un membre, une voix ». Pour les décisions d'ordre patrimonial (par exemple, augmentation du capital de la BCE), les suffrages sont pondérés conformément à la répartition entre les BCN du capital souscrit de la BCE (cf. annexe 1)¹. Lorsqu'une décision d'ordre patrimonial doit être prise à la majorité qualifiée, elle est adoptée si les suffrages favorables représentent au moins deux tiers du capital souscrit de la BCE et au moins la moitié des actionnaires.

¹ La pondération des membres du directoire est alors égale à zéro.

– Le *directoire* comprend le président, le vice-président et quatre autres membres.

Le directoire est chargé de la mise en œuvre au jour le jour de la politique monétaire, conformément aux décisions et aux orientations du Conseil des gouverneurs. C'est dans ce cadre que le directoire donne les instructions nécessaires aux BCN.

Le président du directoire préside le Conseil des gouverneurs et le directoire de la BCE, ainsi que le Conseil général (cf. *infra*). Il dispose dans les deux premiers cas d'une voix prépondérante en cas de partage des votes. Par ailleurs, le président représente la BCE à l'extérieur ou désigne une personne à cet effet. Il engage juridiquement la BCE vis-à-vis des tiers.

Le vice-président préside, en l'absence du président, le Conseil des gouverneurs et le directoire de la BCE, de même que le Conseil général.

Les membres du directoire doivent être ressortissants des États membres de l'Union monétaire.

– Le *Conseil général*, troisième organe dirigeant du SEBC, réunit le président et le vice-président du directoire de la BCE et les gouverneurs de l'ensemble des banques centrales nationales de l'Union européenne (BCN de pays participant et BCN de pays ne participant pas à l'Union monétaire).

Le Conseil général contribue aux fonctions consultatives de la BCE. Il poursuit également les missions de l'IME qui doivent encore être menées, en raison de l'existence de pays membres de l'Union européenne ne participant pas à l'Union monétaire. Les missions exercées, à ce titre, par le Conseil général sont les suivantes :

- renforcement de la coopération entre les BCN et coordination des politiques monétaires au sein de l'Union européenne en vue d'assurer la stabilité des prix ;
- supervision du fonctionnement du nouveau mécanisme de change européen (MCE II) ;
- préparation du passage de ces pays à la monnaie unique.

2.2. Indépendance

L'indépendance est l'un des principes fondamentaux posés par le Traité s'agissant du fonctionnement du SEBC. Elle constitue un élément essentiel pour la crédibilité de l'euro. Elle contribue à la réalisation de l'objectif confié au SEBC par le Traité : la stabilité des prix.

Dans l'exercice de leurs pouvoirs et dans l'accomplissement de leurs missions, ni la BCE, ni une BCN, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent donc solliciter, ni accepter, des instructions des organes communautaires, des gouvernements des États membres, ou de tout autre organisme.

Le Traité contient également d'autres dispositions destinées à assurer l'indépendance du SEBC et de la BCE, notamment :

- durée de mandat suffisamment longue pour les membres des organes dirigeants (huit ans non renouvelables pour les membres du directoire, par exemple¹) ;
- mandat révocable seulement en cas d'incapacité ou de faute grave.

2.3. Dialogue interinstitutionnel et responsabilité

La responsabilité du SEBC et le dialogue entre le SEBC et les autres institutions européennes vont de pair avec son indépendance. Des relations régulières, prévues par le Traité, sont nouées avec l'ensemble des institutions de l'Union européenne.

¹ Pour la nomination initiale des premiers dirigeants de la BCE, par dérogation, le président du directoire est nommé pour huit ans, le vice-président pour quatre ans et les autres membres du directoire pour un mandat dont la durée est comprise entre cinq ans et huit ans. Aucun mandat n'est renouvelable (cf. annexe 2).

2.3.1. Relations avec le Conseil de l'Union européenne (Conseil des ministres, principalement le Conseil des ministres de l'Économie et des Finances — Conseil Ecofin)

Les membres du directoire de la BCE sont nommés, d'un commun accord, par les chefs d'État ou de gouvernement des États membres de l'Union monétaire, sur recommandation du Conseil de l'Union européenne.

Les conditions du dialogue entre le SEBC et le Conseil de l'Union européenne sont, pour l'essentiel, déjà prévues par le Traité¹ : le président du Conseil de l'Union européenne peut participer, sans voix délibérative, aux réunions du Conseil des gouverneurs de la BCE. Symétriquement, le président de la BCE peut être invité aux réunions du Conseil de l'Union européenne lorsque des questions concernant le SEBC sont évoquées.

En outre, le *Rapport* annuel de la BCE est adressé au Conseil de l'Union européenne (ainsi qu'au Conseil européen, qui réunit les chefs d'État ou de gouvernement).

Deux représentants de la BCE et des représentants des BCN participent au Comité économique et financier (successeur du Comité monétaire, qui réunit des représentants des ministères de l'Économie et des Finances et des banques centrales des pays de l'UE et qui prépare les réunions de l'Ecofin).

Par ailleurs, le Conseil européen de Luxembourg de décembre 1997 a décidé que la BCE peut participer aux réunions informelles des ministres des Finances des pays de la zone euro (l'« Euro 11 »), au cours desquelles ceux-ci discutent des responsabilités spécifiques qu'ils partagent en raison de l'introduction de la monnaie unique.

2.3.2. Relations avec la Commission européenne

Un membre de la Commission peut participer, sans voix délibérative, aux réunions du Conseil des gouverneurs de la BCE et le *Rapport* annuel de la BCE est adressé à la Commission.

2.3.3. Relations avec le Parlement européen et les parlements nationaux

L'avis du Parlement européen est partie intégrante de la procédure de nomination des membres du directoire proposés par le Conseil.

Par ailleurs, le Traité prévoit la présentation au Parlement du *Rapport* annuel sur les activités de la BCE et la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours ; le Parlement peut tenir un débat général sur la base de ce *Rapport*.

Le Traité prévoit également la possibilité d'auditions du président de la BCE ou d'autres membres du directoire, à la demande du Parlement ou de leur propre initiative. La BCE a prévu, pour sa part, que les rapports trimestriels qu'elle établit sur les activités du SEBC peuvent servir de base à des débats trimestriels avec les parlementaires européens, en présence du président et, le cas échéant, de membres du directoire. Par ce dialogue fréquent et approfondi, la BCE fait connaître au Parlement européen son appréciation sur la situation économique et sur les perspectives d'évolution du niveau des prix, et explique la politique qu'elle mène pour atteindre les objectifs qui lui sont fixés par le Traité.

Par ailleurs, les lois nationales prévoient généralement que les dirigeants des BCN soient entendus par les parlementaires nationaux. C'est le cas, notamment, de la loi sur la Banque de France.

2.3.4. Rôle de la Cour de justice des Communautés européennes

La Cour de justice des Communautés européennes (CJCE) est compétente pour exercer le contrôle des actes ou des omissions de la BCE (cf. *infra* les différents actes juridiques à la disposition de la BCE). Elle peut être saisie de l'interprétation de ces actes.

¹ Cf. article 109B

3. Organisation

3.1. Rôles respectifs de la BCE et des BCN

Au sein du SEBC, la responsabilité de la définition de la politique monétaire unique appartient au Conseil des gouverneurs de la BCE. Les décisions de la BCE s'imposent à l'ensemble de l'Union monétaire. Les opérations de politique monétaire sont exécutées dans tous les États membres participant à l'Union monétaire selon des modalités identiques. Il n'y a pas de politique monétaire nationale ou « régionale » au sein de l'Union monétaire.

Le Traité prévoit que la BCE a recours autant que possible aux BCN pour l'exécution des opérations faisant partie des missions du SEBC. En conséquence, le principe de décentralisation a été adopté pour l'organisation du SEBC¹.

Les services des BCN contribuent avec ceux de la BCE, et sous l'impulsion du directoire, à la préparation des décisions de politique monétaire. Il est à noter que les gouverneurs des BCN siègent à titre personnel au Conseil des gouverneurs de la BCE : ils ne représentent pas d'intérêts nationaux particuliers ; ils prennent ensemble les décisions les mieux adaptées à la situation globale de l'Union monétaire.

Ce sont les BCN qui assurent la mise en œuvre des décisions de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne. Interlocutrices naturelles des établissements de crédit implantés dans leur pays, les BCN se chargent de mettre en œuvre les opérations de refinancement en mettant à profit leur expérience opérationnelle. Elles poursuivent leurs relations avec leurs contreparties sur les marchés de capitaux et sont le point d'accès à la monnaie centrale en euros pour les établissements de crédit nationaux. Ces établissements de crédit ont leurs comptes ouverts sur les livres des BCN.

Enfin, les BCN participent à l'explication des décisions de politique monétaire : interlocutrices privilégiées des acteurs de la vie économique nationale, elles s'attachent notamment à présenter les incidences de la politique monétaire unique sur l'économie nationale.

Les BCN peuvent également poursuivre d'autres activités, au sein du SEBC, que celles qui leur sont confiées par la BCE, pour autant que ces activités n'interfèrent pas avec les objectifs et les missions du SEBC. Ainsi, la Banque de France, par exemple, poursuit les diverses missions d'intérêt général que lui ont confiées la communauté nationale ou le secteur financier français.

On notera que les BCN des États membres de l'Union européenne qui n'appartiennent pas à l'Union monétaire ont un statut spécial au sein du SEBC, puisqu'elles continuent à conduire leur propre politique monétaire nationale. Il s'agit, au 1^{er} janvier 1999, des BCN du Danemark, de la Grèce, du Royaume-Uni et de la Suède.

3.2. Coopération intra-SEBC

Les travaux préparatoires de l'IME ont été effectués, notamment, par trois sous-comités et six groupes de travail spécialisés, composés de représentants des BCN et de l'IME. Cette expérience d'étroite coopération se poursuit, avec les adaptations nécessaires, au sein du SEBC.

¹ Ce principe est le reflet organisationnel, au sein du SEBC, du principe de subsidiarité, selon lequel la Communauté n'intervient « que si et dans la mesure où les objectifs de l'action envisagée ne peuvent pas être réalisés de manière suffisante par les États membres et peuvent donc, en raison des dimensions ou des effets de l'action envisagée, être mieux réalisés au niveau communautaire » (article 3B du Traité sur l'Union européenne).

Ainsi, treize Comités du SEBC apportent leur concours aux travaux des services de la BCE et du Conseil des gouverneurs :

- le Comité des auditeurs internes ;
- le Comité des billets ;
- le Comité budgétaire ;
- le Comité de la communication externe ;
- le Comité de la comptabilité et du revenu monétaire ;
- le Comité juridique ;
- le Comité des opérations de marché ;
- le Comité de la politique monétaire ;
- le Comité des relations internationales ;
- le Comité des statistiques ;
- le Comité de la surveillance bancaire ;
- le Comité des systèmes d’information ;
- le Comité des systèmes de paiement et de règlement.

4. Moyens

4.1. Moyens financiers

4.1.1. Capital de la BCE

Détenteurs du capital de la BCE

Les BCN sont seules autorisées à souscrire et à détenir le capital de la BCE. La souscription au capital par les BCN s’effectue selon une clé de répartition qui pondère à hauteur de 50 % la part de l’État membre concerné dans la population de la Communauté, et à hauteur de 50 % sa part dans le PIB de la Communauté (cf. annexe 1).

Montant du capital de la BCE

Le Traité prévoit que le capital de la BCE s’élève à 5 milliards d’écus (soit un montant identique en euros depuis le 1^{er} janvier 1999). Le montant exigible et les modalités de libération du capital sont fixés par le Conseil des gouverneurs.

Au 1^{er} juin 1998, les onze BCN de l’Union monétaire ont libéré intégralement leur souscription et les quatre autres BCN l’ont libérée à hauteur de 5 %. La BCE dispose ainsi d’un capital initial d’un peu moins de 4 milliards d’euros.

4.1.2. Réserves de change du SEBC

Les réserves transférées à la BCE, à compter du 1^{er} janvier 1999, par les onze BCN participant à l'Union monétaire s'établissent à 39,46 milliards d'euros. Le transfert s'est effectué en or à hauteur de 15 %, les 85 % restants ayant été transférés en devises. Des avoirs de réserve supplémentaires peuvent être appelés, dans des limites et des conditions que fixe le Conseil de l'UE.

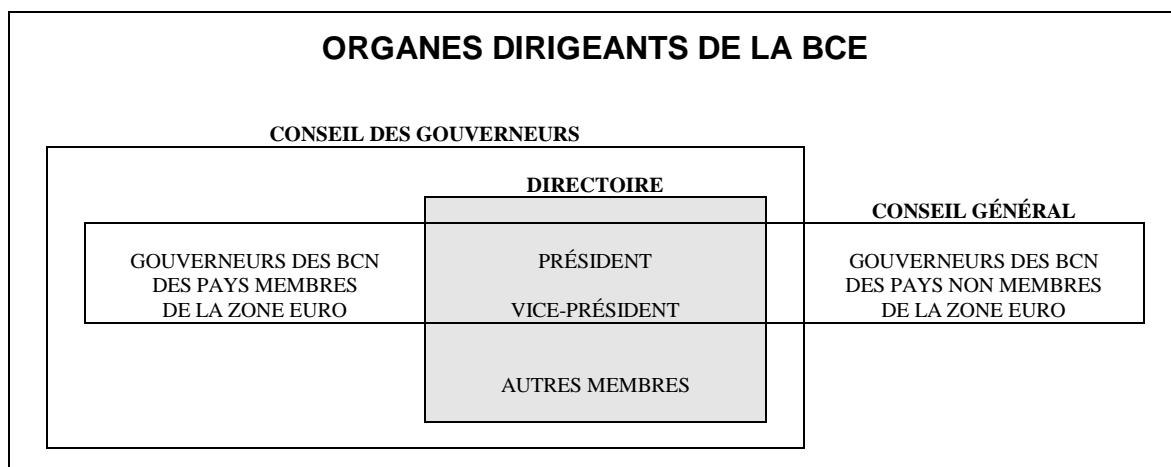
4.2. Personnel de la BCE

Au 1^{er} juin 1998, les services de la BCE comptaient environ 450 agents, répartis en huit directions générales et huit directions (cf. annexe 3).

4.3. Actes juridiques de la BCE

Pour accomplir les missions qui sont confiées au SEBC, la BCE :

- arrête des règlements ayant une portée générale, une force obligatoire, et directement applicables dans tous les États membres. La fixation des modalités de calcul des réserves obligatoires et la détermination de leur montant a fait, par exemple, l'objet d'un règlement de la BCE ;
- prend des décisions, obligatoires uniquement pour les destinataires qu'elles désignent. C'est par une décision, par exemple, que la BCE a décidé, en juillet 1998, les conditions dans lesquelles les BCN et les établissements de crédit hors zone euro peuvent participer au système de paiement *Target* ;
- émet des recommandations et des avis qui ne lient pas. Il s'agit essentiellement d'actes préparatoires à des règlements du Conseil des ministres de l'UE consacrés au SEBC et à la BCE (par exemple, sur la base des réserves obligatoires, ou sur les rapports maximaux autorisés entre ces réserves et leur base) ;
- inflige, éventuellement, selon les conditions fixées par le Conseil de l'UE, des amendes (jusqu'à 500 000 euros) et des astreintes (jusqu'à 10 000 euros par jour), en cas de non-respect de ses règlements et de ses décisions. Cela s'applique, par exemple, en cas de manquement par les agents économiques concernés aux obligations de déclaration statistique à la BCE, ou de non-respect par les établissements de crédit des exigences de réserves obligatoires ;
- donne des orientations et émet des instructions, qui ont vocation à régir les relations entre la BCE et les BCN au sein du SEBC.



ANNEXE 1**CLE DE REPARTITION DU CAPITAL DE LA BCE**

(part en pourcentage)

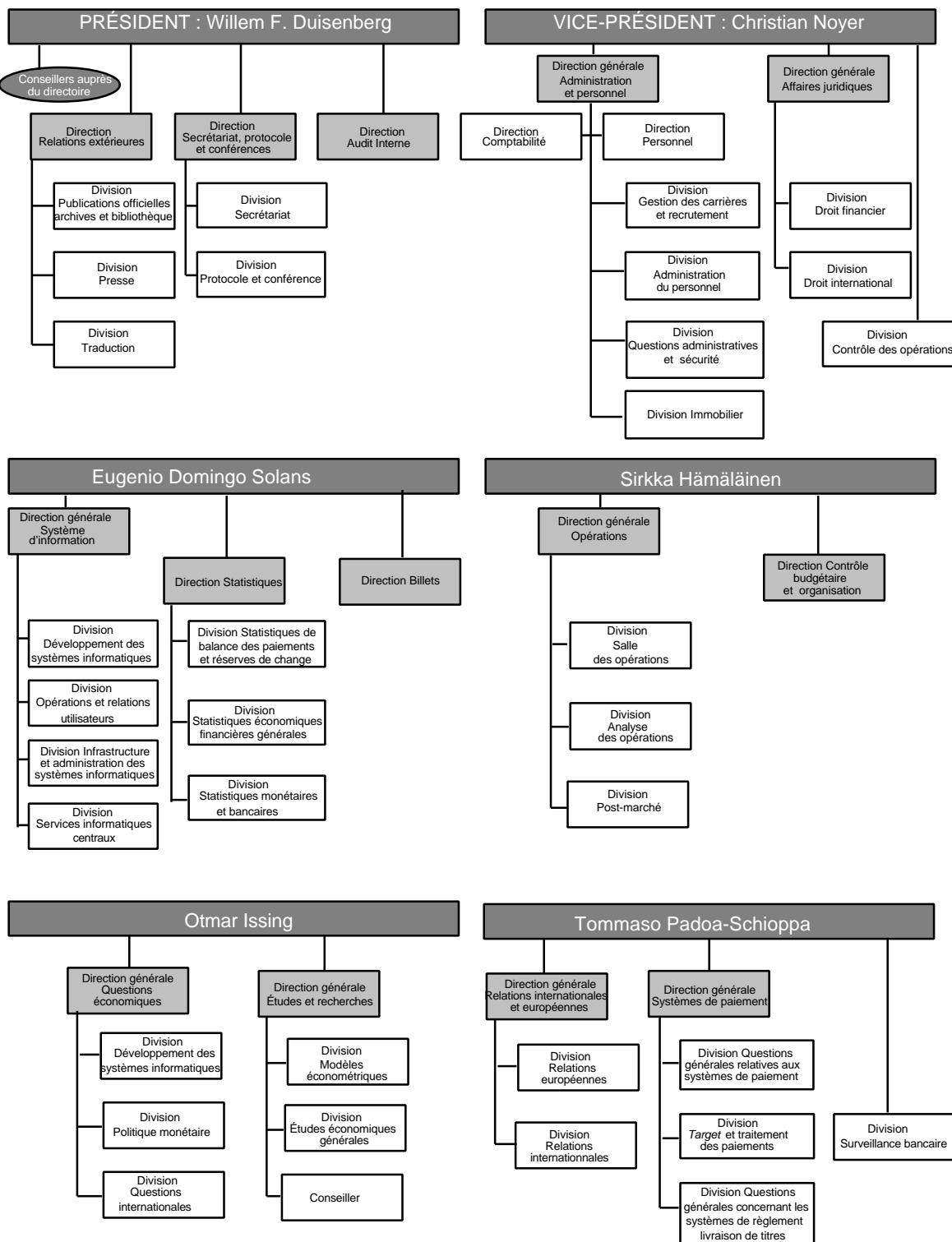
Banques centrales nationales	Répartition dans le capital
Banque nationale de Belgique	2,8658
Banque nationale du Danemark	1,6709
Banque fédérale d'Allemagne.....	24,4935
Banque de Grèce	2,0564
Banque d'Espagne	8,8935
Banque de France.....	16,8337
Banque centrale d'Irlande.....	0,8496
Banque d'Italie.....	14,8950
Banque centrale du Luxembourg.....	0,1492
Banque des Pays-Bas	4,2780
Banque nationale d'Autriche.....	2,3594
Banque du Portugal	1,9232
Banque de Finlande.....	1,3970
Banque de Suède.....	2,6537
Banque d'Angleterre	14,6811
TOTAL.....	100,0000

ANNEXE 2

COMPOSITION DES ORGANES DE DECISION DE LA BCE		
MEMBRES DU DIRECTOIRE (6) (a)	MEMBRES DU CONSEIL DES GOUVERNEURS (17)	MEMBRES DU CONSEIL GÉNÉRAL (17)
<p>Wim DUISENBERG, président Christian NOYER, vice-président</p> <p>Otmar ISSING Tommaso PADOA-SCHIOPPA Eugenio DOMINGO SOLANS Sirkka HÄMÄLÄINEN (M^{me})</p>	<p>Wim DUISENBERG, président Christian NOYER, vice-président</p> <p>Otmar ISSING Tommaso PADOA-SCHIOPPA Eugenio DOMINGO SOLANS Sirkka HÄMÄLÄINEN (M^{me})</p> <p>Banques centrales nationales des pays membres de la zone euro</p> <p>Alfons VERPLAETSE (<i>Banque nationale de Belgique</i>)</p> <p>Antonio FAZIO (<i>Banque d'Italie</i>)</p> <p>Antonio José FERNANDES de SOUSA (<i>Banque du Portugal</i>)</p> <p>Yves MERSCH (<i>Banque centrale du Luxembourg</i>)</p> <p>Klaus LIEBSCHER (<i>Banque nationale d'Autriche</i>)</p> <p>Maurice O'CONNELL (<i>Banque centrale d'Irlande</i>)</p> <p>Luis Angel ROJO (<i>Banque d'Espagne</i>)</p> <p>Hans TIETMEYER (<i>Banque fédérale d'Allemagne</i>)</p> <p>Jean-Claude TRICHET (<i>Banque de France</i>)</p> <p>Arnout H.E.M. WELLINK (<i>Banque des Pays-Bas</i>)</p> <p>Matti VANHALA (<i>Banque de Finlande</i>)</p> <p>Banques centrales nationales des pays non membres de la zone euro</p> <p>Bodil Nyboe ANDERSEN (M^{me}) (<i>Banque nationale du Danemark</i>)</p> <p>Urban BÄCKSTRÖM (<i>Banque de Suède</i>)</p> <p>Eddy GEORGE (<i>Banque d'Angleterre</i>)</p> <p>Lucas D. PAPADEMOS (<i>Banque de Grèce</i>)</p>	<p>Wim DUISENBERG, président Christian NOYER, vice-président</p> <p>Banques centrales nationales des pays membres de la zone euro</p> <p>Alfons VERPLAETSE (<i>Banque nationale de Belgique</i>)</p> <p>Antonio FAZIO (<i>Banque d'Italie</i>)</p> <p>Antonio José FERNANDES de SOUSA (<i>Banque du Portugal</i>)</p> <p>Yves MERSCH (<i>Banque centrale du Luxembourg</i>)</p> <p>Klaus LIEBSCHER (<i>Banque nationale d'Autriche</i>)</p> <p>Maurice O'CONNELL (<i>Banque centrale d'Irlande</i>)</p> <p>Luis Angel ROJO (<i>Banque d'Espagne</i>)</p> <p>Hans TIETMEYER (<i>Banque fédérale d'Allemagne</i>)</p> <p>Jean-Claude TRICHET (<i>Banque de France</i>)</p> <p>Arnout H.E.M. WELLINK (<i>Banque des Pays-Bas</i>)</p> <p>Matti VANHALA (<i>Banque de Finlande</i>)</p>

NB : Au 1^{er} juin 1998(a) Nationalité respective des membres du directoire : néerlandaise, française, allemande, italienne, espagnole et finlandaise Durée respective de leur mandat : huit, quatre, huit, sept, six, et cinq ans, à partir du 1^{er} juin 1998

Le Système européen de banques centrales et la Banque centrale européenne



TAUX DE TAYLOR ET TAUX DE MARCHÉ DE LA ZONE EURO

La règle de Taylor est une règle activiste de politique monétaire reliant mécaniquement le niveau du taux d'intérêt à très court terme contrôlé par la banque centrale à l'inflation et à l'écart de production. Le taux de Taylor ainsi calculé est comparé au taux d'intérêt à court terme observé pour juger de l'adéquation de la politique monétaire aux données économiques fondamentales. Cette règle est aujourd'hui couramment utilisée, notamment par les économistes de marché qui cherchent à évaluer le niveau futur du taux d'intérêt à court terme dans la zone euro.

L'usage de plus en plus fréquent de la règle de Taylor dans le débat économique ne doit, toutefois, pas conduire à oublier la sensibilité de ses résultats au choix de ses paramètres.

Cette note présente la construction d'une règle de Taylor pour la zone euro, en précisant les modalités de calcul des paramètres retenus : écart de production, taux d'intérêt réel neutre et détermination des coefficients pondérant le taux d'inflation et l'*output gap*. Le taux de Taylor ainsi obtenu peut ensuite être comparé aux évolutions de taux d'intérêt passées ou anticipées pour la zone euro.

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

La règle de Taylor est une règle activiste de politique monétaire reliant mécaniquement le niveau du taux d'intérêt à très court terme contrôlé par la banque centrale à l'inflation et à l'écart de production¹. Selon cette règle, aménagée ultérieurement par une étude de Goldman Sachs², le taux d'intérêt à court terme doit augmenter lorsque l'inflation anticipée est supérieure à la cible d'inflation de la banque centrale ou lorsque le PIB effectif est supérieur à sa tendance de long terme. Le taux de Taylor ainsi calculé est comparé au taux d'intérêt à court terme observé, pour juger de l'adéquation de la politique monétaire aux données économiques fondamentales.

La règle de Taylor est aujourd'hui couramment utilisée tant par des économistes de marché pour évaluer le niveau futur du taux d'intérêt à court terme de la zone euro³ que par certains chercheurs dans le débat sur la stratégie de politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE)⁴. Cette note présente une construction détaillée d'un taux de Taylor pour la zone euro, en précisant les hypothèses retenues et leurs limites, et compare les résultats obtenus avec un taux d'intérêt passé et anticipé pour la zone.

1. Construction d'un taux de Taylor pour la zone euro

La règle de Taylor permet de comparer le taux d'intérêt actuel de court terme à un taux supposé « optimal » calculé selon l'expression suivante :

$$r = r_{\text{neutre}} + p_{\text{anticipée}} + 0,5y + 0,5(p_{\text{anticipée}} - p_{\text{cible}})$$

où r_{neutre} est le taux d'intérêt réel neutre, $p_{\text{anticipée}}$ l'inflation anticipée, p_{cible} la cible d'inflation choisie par la banque centrale et y l'écart entre le PIB effectif réel et le PIB tendanciel. Taylor constate que cette règle « hypothétique » très simple (avec des coefficients identiques égaux à 0,5 pour l'écart d'inflation et l'écart de production) reproduit assez fidèlement l'évolution du taux des fonds fédéraux, c'est-à-dire serait proche de la fonction de réaction des autorités monétaires américaines, sur la période 1987-1992.

Cette règle est très sensible au choix de ses paramètres : taux d'intérêt neutre, *output gap*, coefficients de l'écart d'inflation et de l'écart de production⁵. Il convient, notamment, de rappeler que Taylor n'a pas justifié véritablement ce choix de coefficients égaux à 0,5, si ce n'est que l'équation ainsi formulée permettait de rapprocher ses résultats de l'évolution observée du taux d'intérêt de court terme américain.

La construction d'une règle de Taylor adaptée à la zone euro nécessite donc la détermination d'un *output gap* de la zone euro, ainsi que l'estimation des différents paramètres de la règle, le taux d'intérêt neutre et les coefficients de l'écart d'inflation et de l'écart de production.

¹ J.B. Taylor : « Discretion Versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n° 39, 1993

² Goldman Sachs : « The International Economic Analyst », volume 11, issue 6, juin 1996

³ Merrill Lynch : « The European Central Bank Policy Dilemma » in *Currency & Bond Market Trends – A Biweekly Review*, juillet 1998

⁴ J.B. Taylor : « The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank », *Conference on Monetary Policy Rules*, Stockholm, juin 1998
G. Peersman, F. Smets : « The Taylor Rule: a Useful Monetary Policy Guide for the ECB? », *Conference on Monetary Policy of the ESCB: Strategic and Implementation Issues*, Milan, juillet 1998

⁵ Cette sensibilité a déjà été mise en évidence sur données nationales, cf. F. Drumetz, A. Verdelhan : « Règle de Taylor : présentation, application, limites », *Bulletin de la Banque de France* n° 45 (septembre 1997).

1.1. Détermination d'un écart de production de la zone euro

L'écart de production peut se calculer selon trois méthodes : soit par estimation d'une fonction de production et de ses facteurs ; soit par lissage de la production observée, généralement à l'aide d'un filtre d'Hodrick-Prescott ; soit par ajustement d'une tendance linéaire avec d'éventuelles ruptures.

Dans le cadre de la zone euro, la première méthode se heurte au problème de l'estimation du stock de capital et de l'offre potentielle de travail. La deuxième approche, plus aisée à mettre en œuvre, est toutefois très sensible aux dates extrêmes de l'échantillon (effets de bord) et se prête moins bien aux projections qu'une estimation tendancielle. C'est donc la troisième méthode qui sera ici utilisée.

Selon ces calculs et en supposant une croissance de 2,6 % en 1998 et en 1999, *l'écart de production de la zone euro serait de -0,9 % début 1999* (cf. annexe 2)¹. Cette valeur se situe entre les estimations pour 1999 du FMI (-1,25 %) et de l'OCDE (-0,75 %)².

1.2. Coefficients d'écart de production et d'écart d'inflation

Les deux coefficients d'écart de production et d'écart d'inflation, initialement pris égaux à 0,5 par Taylor pour décrire la politique monétaire américaine de 1987 à 1992, peuvent être estimés à partir du calcul d'une fonction de réaction fictive de la zone euro avant la mise en place de la BCE. Celle-ci repose sur la méthodologie présentée par R. Clarida et M. Gertler dès 1996³. Elle suppose notamment qu'une banque centrale tend à lisser les changements de taux d'intérêt, afin de ne pas perturber l'activité économique et de ne pas entamer, par des mouvements erratiques de taux, sa crédibilité auprès des marchés financiers. La fonction de réaction s'écrit donc sous la forme d'un ajustement partiel du taux d'intérêt ; à chaque période, le taux d'intérêt s'ajuste à la moyenne pondérée du taux d'intérêt désiré et du taux d'intérêt réalisé lors de la période précédente. Le détail des calculs est présenté en annexe 3. Les *poids retenus pour l'écart de production (0,6) et pour l'écart d'inflation (0,3)* sont proches des valeurs proposées par Taylor (0,5 et 0,5), pour les États-Unis, et des valeurs estimées par R. Clarida et M. Gertler sur données allemandes (0,47 et 0,55)⁴.

Cette similitude entre les coefficients calculés sur données allemandes et ceux obtenus sur données européennes n'est pas surprenante puisque le calcul d'une fonction de réaction fictive de la zone euro depuis 1979 revient à supposer l'existence durant cette période d'une Banque centrale européenne ayant un comportement proche de celui de la Banque fédérale d'Allemagne, la monnaie allemande ayant fait office d'ancre du SME lors de sa création et les banques centrales des pays du « cœur » ayant depuis plusieurs années des comportements identiques. Cela justifie *a posteriori* que, pour calculer une règle de Taylor pour la zone euro, le FMI ait pu retenir, en première approximation, les coefficients issus de la fonction de réaction de la Banque fédérale d'Allemagne⁵. Cependant, les relations entre taux d'intérêt, *output gap* et inflation observables au niveau de la zone euro ne sont pas celles observées en Allemagne. Cette différence dans les mécanismes de transmission justifie le calcul dans la fonction de Taylor de coefficients spécifiques à la zone euro à partir de données propres à cette zone.

¹ Selon les prévisions d'automne 1998 de la Commission européenne, la croissance de la zone euro serait de 3,0 % en 1998 et de 2,6 % en 1999. L'indice des prix à la consommation augmenterait de 1,5 % en 1998 et de 1,6 % en 1999.

² Le calcul d'une production potentielle par lissage du PIB conduirait à un *output gap* plus élevé de 140 points de base en 1997, entraînant une hausse du taux de Taylor d'environ 80 points.

³ R. Clarida, M. Gertler : « How the Bundesbank Conducts Monetary Policy », *NBER Working Paper* n° 5581, 1996

⁴ Une nouvelle estimation de la fonction de réaction de la Banque fédérale d'Allemagne, à partir de données mensuelles et en prenant en compte les anticipations d'inflation, conduit aux résultats suivants : 0,3 pour l'écart de production et pour l'écart d'inflation (cf. R. Clarida, J. Gali, M. Gertler : « Monetary Policy Rules in Practice – Some International Evidence », *European Economic Review*, 1998).

⁵ FMI : « Economic Policy Challenges Facing the Euro Area and the External Implications of the Euro », note EBS/98/134, août 1998, et chapitre V, *World Economic Outlook*

1.3. Choix d'une cible d'inflation et du taux d'intérêt réel neutre

L'estimation de la fonction de réaction fictive de la zone euro ne permet pas de déterminer séparément la cible d'inflation et le taux d'intérêt réel neutre car ces deux constantes sont liées (cf. annexe 3). Une information supplémentaire est donc nécessaire pour déterminer ces deux variables. Deux méthodes sont possibles :

– si l'on choisit d'approcher le taux neutre réel par la moyenne du taux d'intérêt réel de la zone sur la période étudiée, on peut en déduire la cible d'inflation de la banque centrale. Cette valeur conduirait à un taux d'intérêt réel neutre de 4,8 % qui ne peut être retenu car le taux d'intérêt moyen de la zone inclut les primes de risque de change de chaque pays vis-à-vis du deutschemark, monnaie ancre du SME ;

– à l'inverse, il est aussi possible de fixer *a priori* la cible d'inflation et d'en déduire le taux d'intérêt réel neutre. Conformément à l'objectif défini par la BCE, le plafond d'inflation tolérée par la banque centrale sera pris égal à 2 %. Le taux d'intérêt réel neutre déduit est de 3,4 %, valeur proche de la moyenne du taux d'intérêt réel allemand sur la période (3,6 %) et du taux usuellement retenu pour la France et l'Allemagne (3,5 %). De plus, cette valeur se rapproche du taux de croissance tendanciel de l'économie de la zone sur la période étudiée (2,3 %), qui définissait à l'origine pour Taylor le taux d'intérêt neutre réel.

La règle de Taylor pour la zone euro peut donc s'écrire sous la forme suivante, dans laquelle l'inflation anticipée est approchée par l'inflation courante :

$$r(t) = 3,4\% + p(t) + 0,6y(t) + 0,3(p(t) - 2\%)$$

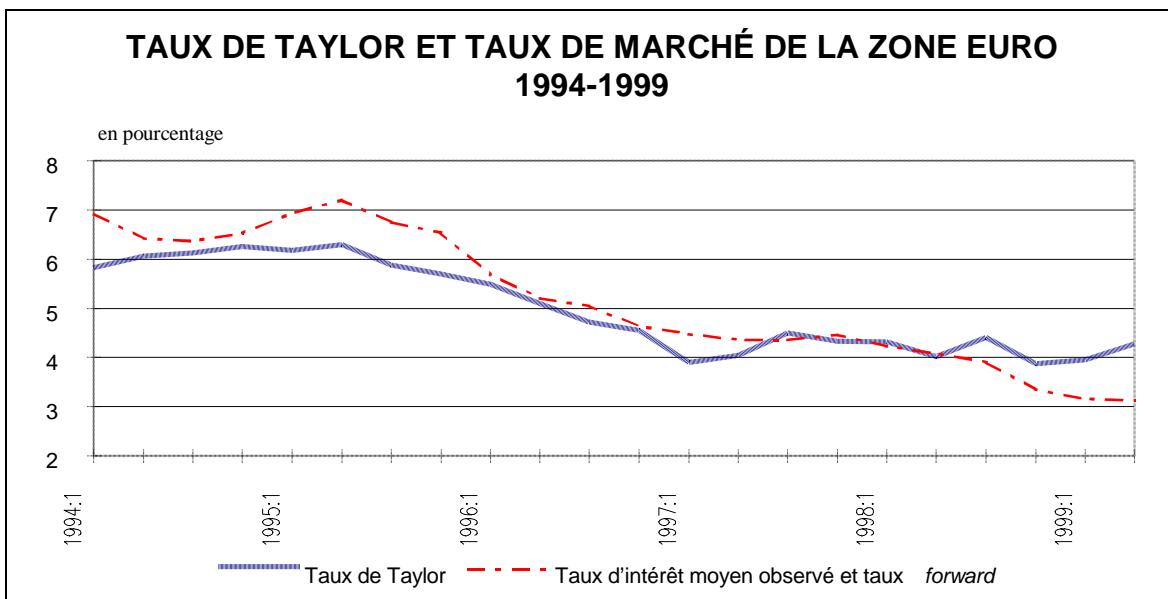
2. Taux de Taylor et taux de marché

Le taux d'intérêt de court terme effectif de la zone euro est approché par la moyenne des taux d'intérêt interbancaires à 3 mois, pondérés par le PIB de chaque pays exprimé en dollars à parité de pouvoir d'achat.

Depuis 1994, le taux de Taylor et le taux de marché de la zone euro sont très proches, comme le montre le graphique ci-dessous. Pour la fin du premier semestre 1999, le taux anticipé par les marchés début décembre 1998¹ est inférieur de plus de 110 points de base au taux de Taylor obtenu à partir des prévisions de la Commission européenne. En effet, le taux de Taylor augmenterait de 40 points au cours du premier semestre 1999 (de 3,9 % au dernier trimestre de 1998 à 4,3 % au deuxième trimestre de 1999), alors que le taux de marché baisserait de 20 points au cours de la même période (de 3,4 % à 3,2 %, selon les taux *forward*).

La faiblesse du taux d'intérêt *forward* pour le début de 1999 peut être reliée aux incertitudes liées aux crises financières extérieures, ainsi qu'à des anticipations d'inflation et de croissance économique plus faibles (et donc d'écart de production plus fort) que les valeurs retenues dans ce document. Cependant, le faible niveau du taux d'intérêt de court terme à la fin de 1998, comparé au taux de Taylor, atteste du caractère actuellement accommodant du taux d'intérêt moyen de la zone euro.

¹ Les taux *forward* retenus sont ceux du 7 décembre 1998, tenant compte de la baisse des taux directeurs intervenue le 3 décembre 1998.



La limite fondamentale de l'équation de Taylor doit être recherchée dans sa genèse : cette équation est construite pour retracer l'évolution passée du taux d'intérêt de court terme en supposant que la banque centrale est sensible à l'écart de production et aux anticipations d'inflation, sans qu'il soit d'ailleurs clairement précisé si la présence de l'*output gap* dans l'équation signifie que la banque centrale s'assigne également un objectif explicite de production ou si cette présence se justifie par le fait que l'*output gap* a un contenu en information sur l'évolution des tensions inflationnistes. Pour affirmer le caractère « optimal » du taux de Taylor, il faudrait supposer, d'une part que le niveau des taux d'intérêt a été optimal au cours de la période précédente, d'autre part que les variables prises en compte suffisent au diagnostic.

Cette double hypothèse étant difficilement vérifiable, de nombreux chercheurs tentent actuellement d'établir le caractère « optimal » d'un taux de Taylor « amélioré » (notamment par la prise en compte du taux de change), soit en déduisant les coefficients de la règle d'un modèle simple de l'économie et de la minimisation d'une fonction de pertes de la banque centrale¹, soit en introduisant différentes règles de politique monétaire dans des modèles économiques nationaux et en comparant les variances de l'inflation, de l'*output gap* et du taux d'intérêt pour vérifier le caractère optimal de la trajectoire suivie².

¹ Cf. L.O. Svensson : « Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets », *European Economic Review*, vol. 41, 1996, et « Open-Economy Inflation Targeting », Institute for International Studies, Stockholm University, avril 1998

² Cf. G. Rudebusch, L.O. Svensson : « Policy Rules for Inflation Targeting » in J.B. Taylor : « Monetary Policy Rules », University of Chicago, à paraître

ANNEXE 1**DETERMINATION D'UN INDICE DU PIB DE LA ZONE EURO**

Le PIB de la zone euro est le plus souvent calculé par simple sommation des séries Eurostat de PIB de chaque pays de la zone. Outre des risques de double comptabilisation de certains échanges extérieurs mal recensés¹, ce mode de construction pose deux problèmes :

- la série obtenue débute seulement en 1980, puisque les séries Eurostat (en écus 1990) ne sont pas antérieures, ce qui n'offre pas un historique suffisamment long pour calculer de véritables tendances ;
- l'introduction d'une monnaie extérieure à la zone (le dollar ou la livre sterling à travers l'écu) pour convertir les séries nationales risque de fausser la variation du PIB de la zone : ainsi, une hausse momentanée du dollar supérieure à la parité de pouvoir d'achat gonflerait artificiellement et transitoirement le PIB de la zone.

Pour s'affranchir de cette double contrainte, la détermination d'un indice trimestriel du PIB de la zone euro depuis 1970 nécessite trois étapes :

- pour chaque pays et par trimestre, le calcul du glissement trimestriel du PIB exprimé en monnaie nationale à prix constants ;
- l'obtention de la moyenne de ces glissements trimestriels, pondérés par le PIB annuel de chaque pays exprimé en dollars à parité de pouvoir d'achat ;
- la construction à partir de ces valeurs trimestrielles d'un indice de base 100 en 1970.

Le manque de données conduit pour certains pays à quelques approximations :

- pour la Belgique (1977-1985), l'Autriche (1996-1997) et l'Irlande, des données trimestrielles de PIB sont obtenues par linéarisation des données annuelles du FMI ;
- pour la Finlande (1971-1975) et le Portugal (1978-1986), le glissement trimestriel de la série FMI est raccordé à celui de la série nationale.

Sur la période 1971-1997, l'indice du PIB de la zone euro est donc finalement construit à partir des données de la France, de l'Allemagne, de l'Italie, de l'Espagne, de la Finlande, de la Belgique (à partir du troisième trimestre de 1971), de l'Irlande (troisième trimestre de 1971), de l'Autriche (premier trimestre de 1973), des Pays-Bas (premier trimestre de 1978) et du Portugal (premier trimestre de 1978).

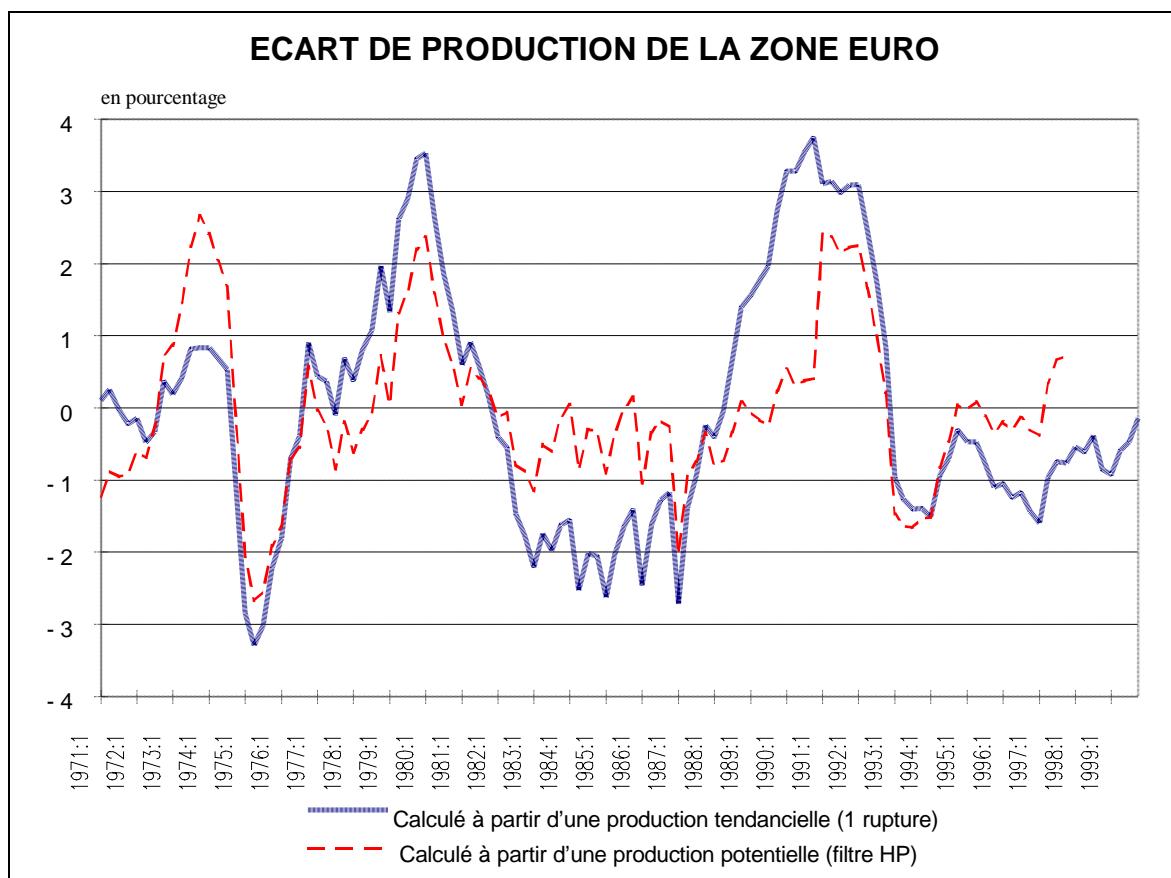
¹ Les exportations d'un pays vers un autre ne correspondent pas toujours aux importations de ce second pays en provenance du premier.

ANNEXE 2

CALCUL DE L'ECART DE PRODUCTION DE LA ZONE EURO

L'écart de production de la zone euro est estimé soit par lissage de la production observée, à l'aide d'un filtre d'Hodrick-Prescott, soit par la méthode des *trends* coudés. Cette dernière estimation est préférée aux valeurs obtenues par filtrage, trop sensibles au choix de la période d'estimation (effets de bords) et se prêtant mal aux projections.

Le calcul du PIB tendanciel nécessite la détermination des dates de rupture du *trend* à partir d'une équation en différence première car le PIB réel est I(1). Le choix des dates de rupture se fait par minimisation de la somme des carrés des résidus avec les contraintes suivantes : deux dates doivent être éloignées d'au moins trois ans pour véritablement définir une période homogène et elles doivent avoir une signification économique. En supposant deux ruptures de tendance, cet algorithme conduirait à retenir le deuxième trimestre de 1974 et le premier trimestre de 1985. Le problème de l'interprétation au niveau européen de la seconde date conduit à ne retenir qu'une seule rupture, estimée selon la même méthode au quatrième trimestre de 1973. Cette date s'inscrit à mi-chemin entre la date de rupture usuellement retenue pour l'Allemagne (deuxième trimestre de 1973) et celle de la France (deuxième trimestre de 1974). Selon cette estimation, l'écart de production serait de -0,7 % au premier trimestre de 1998. Avant le choc pétrolier, le rythme de croissance annuel tendanciel est évalué à 4,8 % ; ensuite, il n'est plus que de 2,3 %.



ANNEXE 3

FONCTION DE REACTION DE LA ZONE EURO

L'estimation d'une fonction de réaction fictive de la zone euro avant la mise en place de la BCE repose sur la méthodologie présentée par R. Clarida et M. Gertler en 1996 sur données allemandes. Celle-ci suppose qu'une banque centrale tend à lisser les changements de taux d'intérêt afin de ne pas entamer, par des mouvements erratiques de taux, sa crédibilité auprès des marchés financiers. La fonction de réaction s'écrit donc sous la forme d'un ajustement partiel du taux d'intérêt ; à chaque période, le taux d'intérêt s'ajuste à la moyenne pondérée du taux d'intérêt désiré et du taux d'intérêt réalisé lors de la période précédente :

$$i_t = \lambda i_{t-1} + (1-\lambda) * (\alpha y_t + \beta p_t + \gamma)$$

Cette fonction est estimée sous la forme :

$$i(t) = c_1 i(t-1) + c_2 y(t) + c_3 p(t) + c_4$$

Sur la période troisième trimestre de 1979-quatrième trimestre de 1997, les séries de taux d'intérêt de court terme, d'*output gap* et de glissement annuel des prix à la consommation peuvent être considérées comme stationnaires au seuil de 10 %¹. L'estimation économétrique des coefficients c_1 , c_2 , c_3 et c_4 conduit (selon les MCO) à l'équation suivante :

$$i(t) = 0,826 i(t-1) + 0,148 y(t) + 0,180 p(t) + 0,75 \%$$

$R^2 = 0,95$ (0,045) (0,037) (0,046) (0,0029)

DW = 1,65

Cette estimation aboutit à des valeurs de r_{neutre} et de p_{cible} peu vraisemblables.

L'existence d'un probable biais de simultanéité entre l'inflation et l'*output gap* et d'une incertitude sur la valeur de ce dernier conduit à préférer une estimation à l'aide de variables instrumentales. Plus précisément, la présence de corrélation entre résidus et variables explicatives plaide pour l'utilisation de la méthode des moments généralisés (GMM)² :

$$i(t) = 0,765 i(t-1) + 0,148 y(t) + 0,296 p(t) + 0,67 \%$$

J = 23,07 (0,007) (0,065) (0,008) (0,0004)

p-value = 0,96

Cette dernière estimation permet d'obtenir les poids accordés à l'*output gap* ($a = 0,6$) et à l'écart d'inflation ($b = 0,3$) dans l'équation de Taylor :

$$r = r_{\text{neutre}} + p + \mathbf{a} \cdot y + \mathbf{b} \cdot (p - p_{\text{cible}})$$

où $a = c_2 / (1 - c_1)$, $b = c_3 / (1 - c_1) - 1$ et $r_{\text{neutre}} = c_4 / (1 - c_1) + b p_{\text{cible}}$

¹ Selon les travaux de R. Clarida *et alii*, 1979 est une année charnière pour l'étude du comportement de la Banque fédérale d'Allemagne. Cette date est reprise comme début de la période d'étude de la zone euro par G. Peersman et F. Smets, op. cit.

² Les variables instrumentales utilisées sont, comme dans R. Clarida et alii, les valeurs retardées de 1, 2, 3, 4, 5, 6 et 8 trimestres de l'inflation, des taux court et long, du taux de change, de l'*output gap* et du prix mondial des marchandises. Le paramètre J suit une loi du khi-deux à 38 degrés de libertés (42 variables instrumentales – 4 paramètres). La p-value associée, supérieure à 95 %, témoigne de la validité de l'ensemble des coefficients.

ANNEXE 4

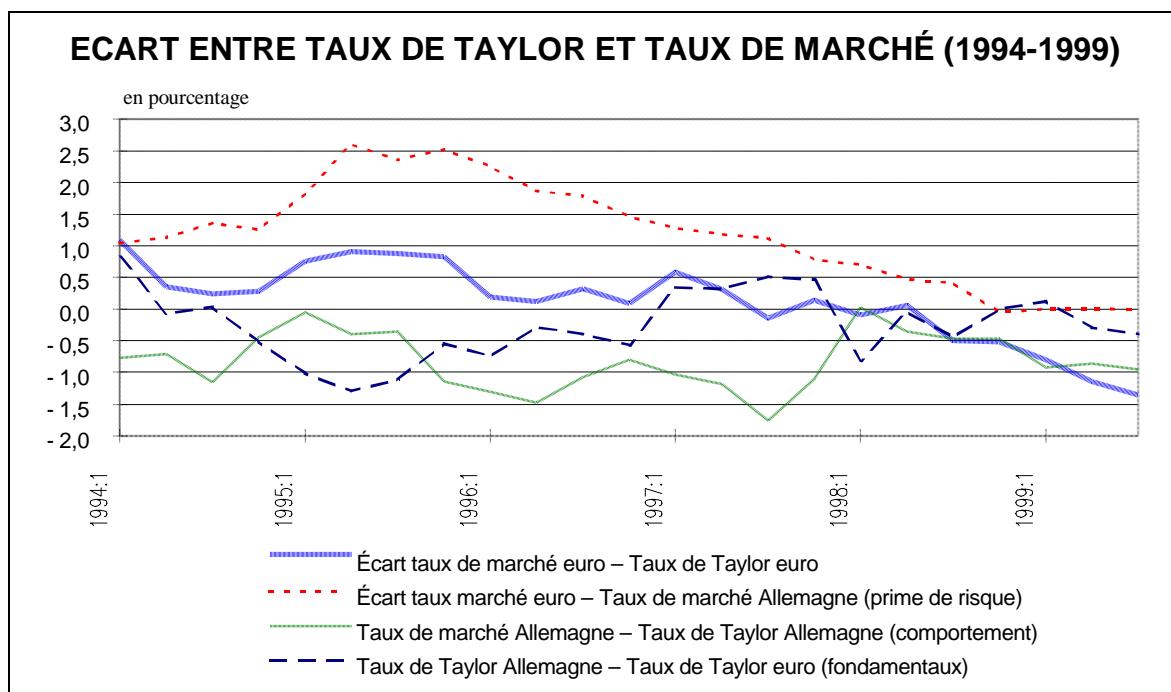
TAUX DE TAYLOR ET TAUX DE MARCHÉ DE LA ZONE EURO

Le taux de Taylor est construit avec, pour les coefficients d'écart de production et d'écart d'inflation et pour le taux neutre, les valeurs estimées de la fonction de réaction en fixant le plafond d'inflation toléré par la banque centrale à 2 %, selon l'expression :

$$i(t) = 3,4 \% + p(t) + 0,6 y(t) + 0,3 (p(t) - 2 \%)$$

Le taux d'intérêt nominal de court terme de la zone est la moyenne des taux d'intérêt interbancaires à 3 mois des onze pays, pondérés par le PIB annuel de chaque pays exprimé en dollars à parité de pouvoir d'achat. À partir du quatrième trimestre de 1998, ce taux est remplacé par la moyenne pondérée des taux *forward* de la France, de l'Allemagne et de l'Italie, selon leur valeur au 7 décembre 1998.

L'écart entre le taux de Taylor et le taux de marché peut être décomposé selon l'expression proposée par R. Clarida et M. Gertler : somme de l'écart entre le taux de marché moyen et le taux de marché allemand (prime de risque moyenne), de l'écart entre le taux de marché allemand et le taux de Taylor pour l'Allemagne (écart de comportement de la Banque fédérale d'Allemagne par rapport à sa fonction de réaction), et de l'écart entre le taux de Taylor pour l'Allemagne et le taux de Taylor pour l'ensemble de la zone euro (écart de fondamentaux). Le graphique ci-après représente cette décomposition.



D'un point de vue rétrospectif, l'écart très faible entre le taux de Taylor et le taux de marché de la zone euro depuis 1994 est la résultante d'une prime de risque décroissante et d'un écart entre le taux de Taylor pour l'Allemagne et celui de la zone croissant à partir d'une valeur négative. À partir de 1998, le taux de Taylor de la zone euro devient inférieur au taux de marché de la zone et cet écart est très proche de celui observé entre le taux de Taylor pour l'Allemagne et le taux de marché allemand.

LE CONTENU EN INFORMATION DES INDICATEURS DES MARCHÉS FINANCIERS

Plusieurs outils ont été proposés ces dernières années pour extraire de l'information à partir des prix des actifs financiers. Leur intérêt est de fournir une information précise et récente sur les anticipations des participants sur les marchés financiers. Elle concerne aussi bien l'évolution des principaux agrégats macroéconomiques que l'évolution des variables financières elles-mêmes.

Cet article présente certaines de ces techniques récentes d'extraction d'information. Les taux d'intérêt sont utilisés depuis longtemps pour évaluer la tendance moyenne de l'inflation, de la croissance ou des taux d'intérêt eux-mêmes. Plus récemment, le développement des marchés d'option a permis de développer des outils d'évaluation de l'ensemble de la densité de distribution des prix d'actifs futurs. On synthétise ici un ensemble de travaux réalisés à la direction des Études économiques et de la Recherche de la Banque de France. La plupart de ces travaux sont diffusés sous forme de Notes d'études et de recherche (NER) et disponibles sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr, rubrique « publications », document en texte intégral).

ÉRIC JONDEAU
*Direction des Études économiques et de la Recherche
Centre de recherche*

1. Les indications concernant l'état de l'économie

Les indicateurs financiers et, en premier lieu, la pente des taux d'intérêt sont utilisés pour prévoir l'évolution future de l'économie à partir de deux de ses composantes : l'inflation et la croissance réelle. Ces prévisions reposent sur des relations économétriques entre la pente des taux d'une part et l'inflation future et la croissance réelle future d'autre part.

1.1. La prévision de l'inflation

La relation entre les indicateurs financiers et l'inflation est fondée sur l'approche développée par Mishkin [1990a, 1990b] à partir de la décomposition de Fisher. Cette analyse repose sur la stabilité de la pente des taux réels anticipés au cours du temps. Elle établit que l'écart entre l'inflation au cours des n prochaines années et l'inflation au cours des m prochaines années ($n > m$) dépend de la pente des taux entre les maturités n et m :

$$\mathbf{P}_t^{(n)} - \mathbf{P}_t^{(m)} = a + b(r_t^{(n)} - r_t^{(m)}) + u_t \quad [1]$$

où $\mathbf{P}_t^{(n)}$ est l'inflation moyenne entre t et $t + n$; $r_t^{(n)}$ le taux d'intérêt en t d'échéance $t + n$; u_t est le terme résiduel. Selon cette approche, si la pente des taux réels anticipés est constante, le paramètre b est égal à 1 et le paramètre a est égal à l'écart entre les taux réels anticipés de maturités n et m .

La difficulté de cette approche est qu'elle requiert une base de données relativement longue (il est nécessaire de calculer l'inflation au cours des n dernières années) et des taux d'intérêt pour des maturités n et m quelconques. La Banque de France a donc été amenée à reconstituer des taux zéro-coupon, pour un ensemble de maturités de 1 an à 10 ans, à partir de 1980. Les taux zéro-coupon sont interpolés par la méthode de Nelson et Siegel, à partir des rendements des titres publics¹.

Les estimations économétriques indiquent que la relation entre pente des taux et inflation n'est pas significative en France si l'on prend l'ensemble de la période 1980-1997. Si l'on se concentre sur la période 1985-1997, on trouve un contenu en information relativement significatif pour les couples de maturités (4 ans-1 an) à (7 ans-1 an) et (5 ans-2 ans) à (7 ans-2 ans). Pour ces relations, le coefficient b est compris entre 0,2 et 0,5, avec un R^2 corrigé² compris entre 0,1 et 0,2.

Les estimations menées sur données allemandes (Jondeau et Ricart, 1999), au cours de la même période, mettent en évidence un contenu en information de la pente des taux nettement plus important concernant l'évolution future de l'inflation. En effet, on obtient un coefficient b compris entre 0,7 et 1,5, avec un R^2 corrigé compris entre 0,2 et 0,8. Les couples de maturités pour lesquels on trouve le contenu en information le plus significatif sont (4 ans-1 an) et (5 ans-1 an), (4 ans-2 ans) et (5 ans-2 ans) ainsi que (4 ans-3 ans) et (5 ans-3 ans).

Ces résultats indiquent que la pente des taux devrait demeurer un instrument utile pour mesurer les anticipations d'inflation au sein de l'Union monétaire européenne (cf. graphiques en annexe).

1.2. La prévision de croissance

Une approche similaire peut être développée pour mesurer le contenu en information de la pente des taux concernant l'évolution future de la croissance réelle. Estrella et Hardouvelis [1991] ont, en effet, proposé d'étudier la relation entre le taux de croissance à un horizon de k trimestres et la pente des taux entre les maturités 10 ans et 3 mois :

$$(400 / k)(\log Y_{t+k} - \log Y_t) = \mathbf{a} + \mathbf{b}(r_t^{(n)} - r_t^{(m)}) + v_t \quad [2]$$

¹ La présentation de la base de données historique, ainsi que des principaux résultats économétriques concernant la relation entre pente des taux et inflation se trouvent dans Jondeau et Ricart [1998].

² R^2 retrace la part de la variance expliquée par le modèle.

où Y_t est le PIB en volume du trimestre t ; v_t est le terme résiduel. L'intérêt d'utiliser la pente entre les taux à 10 ans et à 3 mois est la disponibilité de ces données sur longue période.

Les estimations menées à la Banque de France (Sédillot, 1999) portent sur la période 1973-1997, en fréquence trimestrielle. Les horizons de prévision k les plus pertinents (pour lesquels on obtient le contenu en information le plus significatif) sont 4 trimestres et 5 trimestres. Dans ce cas, le coefficient \mathbf{b} est de l'ordre de 0,6 et le R^2 corrigé est de 0,3.

2. La mesure du sentiment du marché concernant la politique monétaire

2.1. L'extraction de courbes de taux zéro-coupon et de taux à terme

La principale utilisation des courbes de taux d'intérêt à la Banque de France consiste en l'extraction de courbes de taux zéro-coupon et de taux à terme. Cette approche permet de mesurer le sentiment du marché concernant l'évolution future des taux d'intérêt.

Les interpolations sont fondées sur la méthode de Nelson et Siegel [1987] et sur son extension proposée par Svensson [1994]¹. Deux types de courbe de taux zéro-coupon sont extraits :

- la première courbe est celle des titres publics : elle est évaluée à partir des cotations d'OAT, de BTAN et de BTF, en fréquence hebdomadaire ;
- la seconde courbe est celle des taux *swap* : elle est construite à partir des taux sur eurodevise, pour les maturités de 1 jour à 1 an, et des taux *swap* (c'est-à-dire du taux de rendement de la « jambe » à taux fixe des *swaps*), pour les maturités supérieures à 1 an. L'estimation est également hebdomadaire.

La Banque de France alimente en fait trois bases de taux zéro-coupon et de taux à terme : la première correspond aux titres publics (OAT, BTAN et BTF) depuis 1992 ; la deuxième regroupe les seuls titres longs (emprunts d'État et OAT) depuis 1980 ; la troisième est associée aux taux *swap* également depuis 1992.

Plusieurs études ont été menées pour mesurer le contenu en information de la pente des taux concernant les taux d'intérêt futurs. Selon la théorie des anticipations, la pente des taux doit permettre de prévoir à la fois l'évolution moyenne sur longue période du taux court et l'évolution sur courte période du taux long, à partir des deux relations suivantes :

$$\frac{m}{n} \sum_{i=1}^{n-1} (r_{t+im}^{(m)} - r_t^{(m)}) = \mathbf{a}_1 + \mathbf{b}_1 (r_t^{(n)} - r_t^{(m)}) + v_{1,t} \quad [3]$$

et

$$(r_{t+m}^{(n-m)} - r_t^{(n)}) = \mathbf{a}_2 + \mathbf{b}_2 \frac{m}{n-m} (r_t^{(n)} - r_t^{(m)}) + v_{2,t} \quad [4]$$

Dans ces deux relations, le placement à court terme est de maturité m et le placement à long terme est de maturité n . Le terme de gauche de la relation [3] représente la variation sur longue période du taux court, c'est-à-dire l'écart entre le rendement d'un placement renouvelé en titres à m périodes achetés aux dates $t, t+m, \dots, t+n-m$ et le rendement au comptant à m périodes. Le terme de gauche de la relation [4] représente la variation sur courte période du rendement d'un titre long. Sous l'hypothèse de constance des primes de risque au cours du temps, les paramètres \mathbf{a}_1 et \mathbf{a}_2 représentent respectivement les primes de capitalisation et de portage.

¹ Une présentation détaillée de la méthode de Nelson et Siegel, telle qu'elle a été mise en œuvre à la Banque de France, se trouve dans Ricart et Sicsic [1995]. D'un point de vue plus technique, on peut préciser que ces estimations négligent les considérations fiscales et contraintent la courbe à passer par le taux de rendement du titre le plus court. Les observations sont en outre pondérées par les rendements.

Les estimations de ces deux relations ont été menées à partir de deux bases de données : des taux sur euro-devise sur la période 1975-1995 et des taux sur titres publics sur la période 1980-1995. Les principaux résultats peuvent être résumés de la façon suivante :

– en ce qui concerne les taux sur eurodevise (Jondeau et Ricart, 1996), on trouve que la pente des taux a un contenu en information très net à la fois pour l'évolution sur longue période du taux court et l'évolution sur courte période du taux long ;

– en ce qui concerne les taux sur titres publics (Jondeau et Ricart, 1997 et 1998), la pente des taux semble n'avoir aucun contenu en information significatif pour l'évolution sur courte période du taux long, essentiellement parce que la baisse forte et durable des taux d'intérêt à long terme au cours de la période 1980-1985 n'avait pas été anticipée. Elle contient, en revanche, de l'information pour prévoir l'évolution sur longue période du taux court.

2.2. *Les obligations indexées*

La première obligation indexée sur l'inflation a été émise par le Trésor français en septembre 1998. Il s'agit d'une OAT à 10 ans (échéance juillet 2009). Son rendement réel est de 3 % et elle est indexée sur l'indice des prix à la consommation hors tabac publié par l'INSEE.

Selon la relation de Fisher, il existe une relation entre le taux d'intérêt nominal, le taux réel anticipé et le taux d'inflation anticipé de la forme :

$$E_t \mathbf{r}_t^{(m)} = r_t^{(m)} - E_t \mathbf{P}_t^{(m)} \quad [5]$$

où $\mathbf{r}_t^{(m)}$ est le taux réel et E_t est l'espérance conditionnelle à la date t . Connaissant le taux d'intérêt nominal r et le taux réel \mathbf{r} pour une même échéance m , on peut en déduire aisément le taux d'inflation anticipé $E_t \mathbf{P}^{(m)}$ pour les m années à venir.

Cette approche permet, à l'heure actuelle, d'extraire le taux d'inflation moyen anticipé pour les 10 années à venir. Pour obtenir une courbe des taux d'inflation anticipés plus complète, il faudra encore patienter plusieurs années pour disposer d'obligations indexées pour un ensemble de maturités suffisant.

2.3. *Les densités neutres au risque*

L'utilisation des prix d'option comme indicateurs du sentiment des marchés est relativement récente à la Banque de France. Les développements portent dans deux directions.

– *Les taux de change* (Jondeau et Rockinger, 1997) : la Banque de France a mis en place un certain nombre de méthodes d'estimation de densité neutres au risque, notamment fondées sur le mélange de lois log-normales (Melick et Thomas, 1997, Bahra, 1996) et sur la combinaison d'une loi log-normale et d'une loi de Poisson (Malz, 1997). Ces méthodes ont été développées pour le taux de change franc-deutschmark et vont être étendues, dans les prochains mois, aux taux de change dollar-yen puis dollar-euro.

– *Les taux d'intérêt* (Coutant, Jondeau et Rockinger, 1998) : les développements ont porté à la fois sur les marchés de court terme (le contrat Pibor 3 mois) et de long terme (le contrat notionnel). Différentes méthodes ont été mises en place pour ces deux marchés, mais l'approche la plus convaincante est celle proposée par Madan et Milne [1993], fondée sur un développement en polynômes d'Hermite autour de la loi log-normale, qui permet d'ajuster la *skewness* (l'asymétrie) et la *kurtosis* (l'aplatissement) de la densité neutre au risque.

L'estimation des densités neutres au risque permet une double analyse :

- pour une date donnée, elle permet d'évaluer l'asymétrie de la distribution (les agents anticipent-ils plutôt un risque à la hausse ou à la baisse, par rapport à la tendance centrale ?). Une utilisation usuelle est la mesure de la probabilité que le taux à terme atteigne une valeur donnée ;
- en série temporelle, elle permet de mesurer la déformation des anticipations au cours du temps (les agents sont-ils plus optimistes ou pessimistes qu'auparavant ? Le risque global a-t-il tendance à s'accroître autour de la tendance centrale ?). Une utilisation usuelle est l'estimation d'intervalle de confiance autour de la tendance centrale.

2.4. La prime de risque

La question de la variabilité de la prime de risque au cours du temps se pose pour la plupart des méthodes d'extraction d'information à partir des prix d'actifs financiers : c'est le cas pour la mesure du contenu en information de la pente des taux concernant l'évolution future des taux d'intérêt eux-mêmes, pour la lecture des courbes de taux zéro-coupon, mais également pour l'interprétation des densités neutres au risque. La variabilité du taux d'intérêt réel anticipé pour la mesure du contenu en information de la pente des taux concernant l'évolution future des taux d'inflation pose une difficulté similaire.

Les études menées à la Banque de France mettent en évidence les résultats suivants :

- *la prime de risque sur les maturités courtes* (taux sur eurodevise) (Jondeau et Ricart, 1996) peut être considérée comme relativement stable au cours du temps. L'hypothèse de constance des primes de capitalisation et de portage n'est pas rejetée sur données françaises ;
- *la prime de risque sur les maturités longues* (taux sur titres publics) (Jondeau et Ricart, 1997) doit généralement être considérée comme variable au cours du temps. Plus précisément, la prime de capitalisation apparaît comme non stationnaire au cours de la période 1980-1995 ; la prime de portage est stationnaire mais n'est pas constante ;
- *le taux d'intérêt réel anticipé* (Jondeau et Ricart, 1998 et 1999) doit être considéré comme variable pour les horizons longs (supérieurs à 1 an). Plus précisément, la pente des taux contient généralement plus d'information sur l'évolution du taux réel anticipé que sur le taux d'inflation (sauf pour les pentes des taux — 4 ans-1 an et 5 ans-1 an).

En ce qui concerne la lecture des courbes de taux zéro-coupon et des densités neutres au risque, on interprète systématiquement les résultats en termes d'anticipations et non en termes de prévisions. Lorsque l'on doit proposer des lectures sous forme de prévision, on procède en variation d'une période à l'autre, comme si la prime de risque était constante (mais non nécessairement nulle).

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

Bahra B. (1996) : « Probability Distributions of Future Asset Prices Implied by Option Prices », *Bank of England Quarterly Bulletin*, août 1996, p. 299-311.

Coutant S., É. Jondeau et M. Rockinger (1998) : « Reading Interest Rate and Bond Futures Options' Smiles: How Pibor and Notional Operators Appreciated the 1997 French Snap Election », Banque de France, *NER* n° 54.

Estrella A. et G. A. Hardouvelis (1991) : « The Term Structure as a Predictor of Real Economic Activity », *Journal of Finance*, 46 (2), p. 555-576.

Jondeau, É. et R. Ricart (1996) : « The Expectation Theory: Tests on French, German, and American Euro-Rates », Banque de France, *NER* n° 35.

Jondeau É. et R. Ricart (1997) : « La théorie des anticipations de la structure par terme : test à partir des titres publics français », Banque de France, *NER* n° 45, à paraître dans *Annales d'économie et de statistique*.

Jondeau É. et R. Ricart (1998) : « Le contenu en information de la pente des taux concernant l'évolution future des taux d'intérêt et de l'inflation en France », *Bulletin de la Banque de France*, n° 54, juin.

Jondeau É. et R. Ricart (1999) : « The Information Content of the Yield Curve: A Comparison of French and German Government Securities », Banque de France, *NER* à venir.

Jondeau É. et M. Rockinger (1997) : « Estimation et interprétation des densités neutres au risque : une comparaison de méthodes », Banque de France, *NER* n° 47.

Madan D. B. et F. Milne (1994) : « Contingent Claims Valued and Hedged by Pricing and Investing in a Basis », *Mathematical Finance*, 4, p. 223-245.

Malz A. M. (1997) : « Using Option Prices to Estimate Realignment Probabilities in the European Monetary System », à paraître dans le *Journal of International Money and Finance*.

Melick W. R. et C. P. Thomas (1997) : « Recovering an Asset's Implied PDF from Options Prices: An Application to Crude Oil During the Gulf Crisis », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, p. 91-116.

Mishkin F. C. (1990a) : « What Does the Term Structure Tell Us about Future Inflation ? », *Journal of Monetary Economics*, 25 (4), p. 77-95.

Mishkin F. C. (1990b) : « The Information in the Longer-Maturity Term Structure about Future Inflation », *Quarterly Journal of Economics*, 105 (3), p. 815-828.

Nelson C. R. et A. F. Siegel (1987) : « Parsimonious Modeling of Yield Curves », *Journal of Business*, 60 (4), p. 473-489.

Ricart R. et P. Sicsic (1995) : « Estimation d'une structure par terme des taux d'intérêt sur données françaises », *Bulletin de la Banque de France*, n° 22, octobre.

Sédillot F. (1999) : « Pente des taux et prévision de croissance », à paraître dans le *Bulletin de la Banque de France*, en 1999.

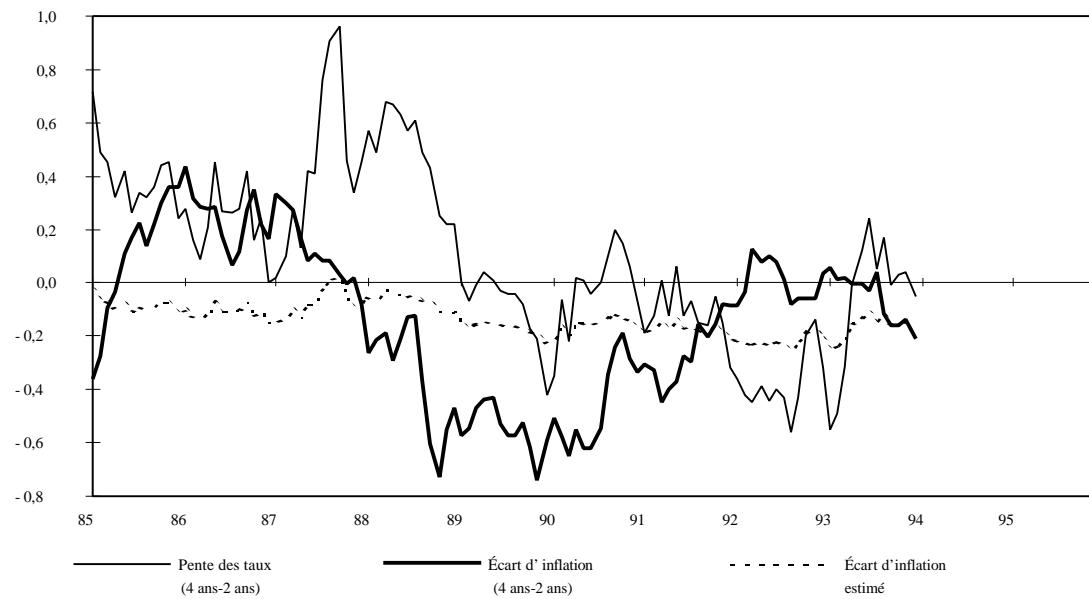
Söderlind P. et L. E. O. Svensson (1997) : « New Techniques to Extract Market Expectations from Financial Instruments », *CEPR Discussion Paper Series* n° 1556.

Svensson L. E. O. (1994) : « Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994 », *CEPR Discussion Paper* n° 1051.

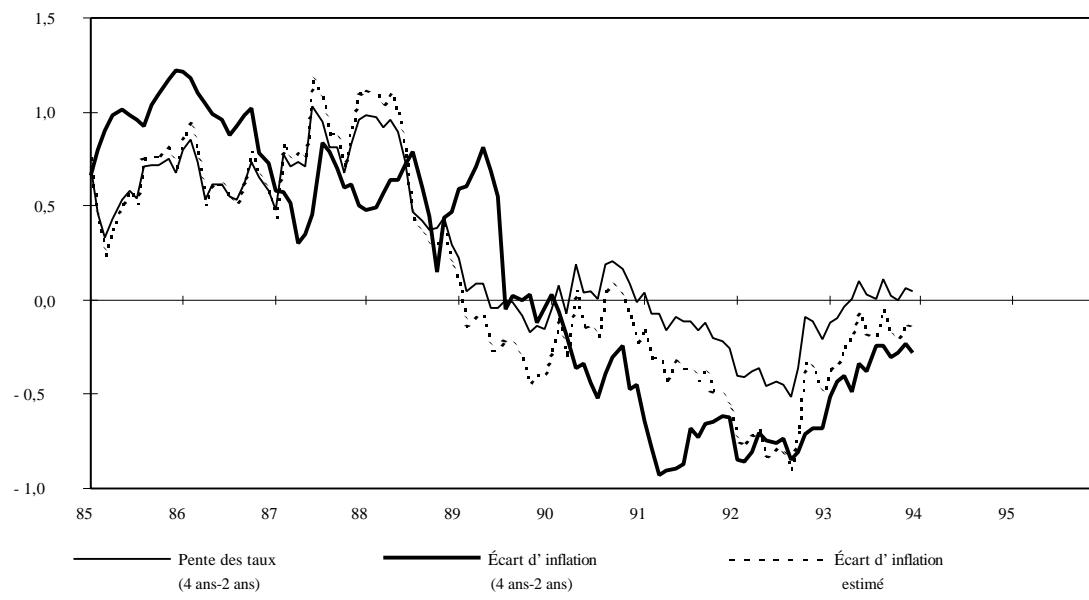
ANNEXE

Études

FRANCE
CONTENU EN INFORMATION DE LA PENTE DES TAUX
CONCERNANT L'INFLATION FUTURE
1985-1997



ALLEMAGNE
CONTENU EN INFORMATION DE LA PENTE DES TAUX
CONCERNANT L'INFLATION FUTURE
1985-1997



LE LIVRE BLANC SUR LA MESURE DE LA RENTABILITÉ DES ACTIVITÉS BANCAIRES DE LA COMMISSION BANCAIRE

Le *Livre blanc* est un mode de communication particulier et original dans la mesure où il associe représentants du monde professionnel et contrôleurs bancaires. Ce procédé a été relativement peu utilisé jusqu'à présent, mais son utilisation s'est accélérée ces derniers mois. Il constitue, en effet, un mode de dialogue fructueux avec la profession et l'assurance de son adhésion aux problèmes évoqués. Le premier *Livre blanc* a été publié en 1987 et concernait les instruments financiers ; le deuxième, en 1995, portait sur la sécurité informatique ; le troisième, récent (octobre 1998), est le *Livre blanc du secteur financier* — qui associe également la direction du Trésor, la Commission des opérations de bourse et la Commission du contrôle des assurances — sur le passage à l'an 2000¹.

La publication d'un tel document résulte du constat de l'insuffisante rentabilité des établissements de crédit français dans leurs opérations les plus traditionnelles.

Plusieurs phénomènes expliquent cette situation, mais l'un des principaux est le recours à des stratégies trop longtemps axées sur le volume et les gains de parts de marché au détriment de la recherche d'une rentabilité durable. Le caractère dangereux de telles stratégies est apparu non seulement pour les établissements initiateurs qui, dès l'origine d'une opération, n'ont pas toujours les moyens financiers

¹ Ce document fait également l'objet d'une présentation dans le présent *Bulletin*.

d'en assurer la rentabilité, mais aussi pour l'ensemble du système bancaire qui pâtit, dès lors, d'un enchaînement concurrentiel pouvant à terme mettre en péril sa solidité et la sécurité des déposants. L'importance de cette question est aujourd'hui accrue, en raison d'une forte concurrence bancaire et de la diminution des marges d'intermédiation.

Dans ce contexte général, ainsi que dans le prolongement du règlement n° 97-02 du Comité de la réglementation bancaire et financière relatif au contrôle interne, il a paru utile à la profession et à la Commission bancaire de s'associer, afin d'éclairer par un recueil de « bonnes pratiques » les professionnels dans leur recherche d'une amélioration de la rentabilité de leurs activités d'intermédiation. C'est l'objet de ce document, qui est le résultat d'un large consensus de place.

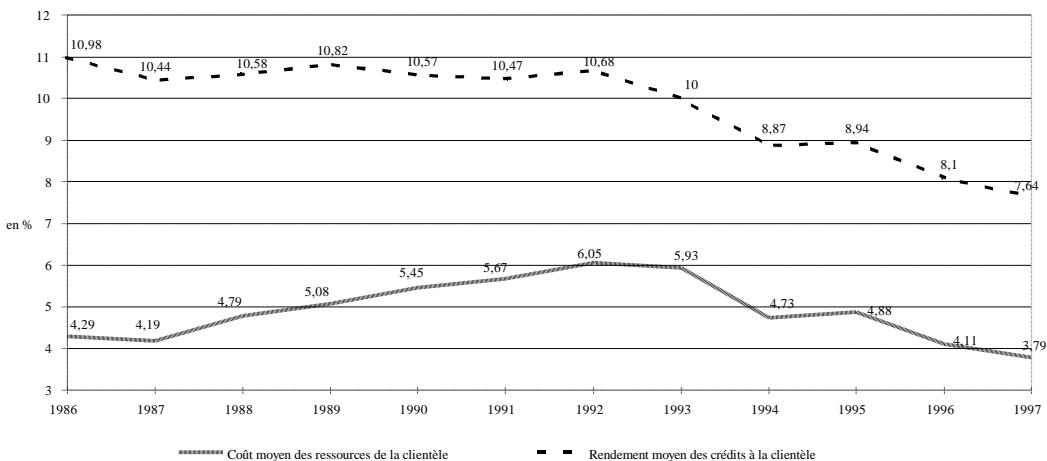
SYLVIE MATHÉRAT

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

1. Les motivations à l'origine du *Livre blanc sur la mesure de la rentabilité des activités bancaires*

Bien que l'ensemble des risques bancaires soient évoqués, ce document traite essentiellement de l'activité d'intermédiation. C'est encore, en effet, le cœur de l'activité de la majorité des établissements de crédit et c'est également le domaine où la concurrence est, en France, la plus vive. De fait, la rentabilité sur les activités de crédit, mesurée par la marge d'intermédiation clientèle, à savoir l'écart entre le rendement moyen des crédits et le coût moyen des ressources de même nature, n'a cessé de décroître, puisqu'elle est passée de 6,69 % en 1986 à 3,85 % aujourd'hui.

COÛT ET RENDEMENT MOYEN DES OPÉRATIONS AVEC LA CLIENTÈLE ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ACTIVITÉ METROPOLITAINE

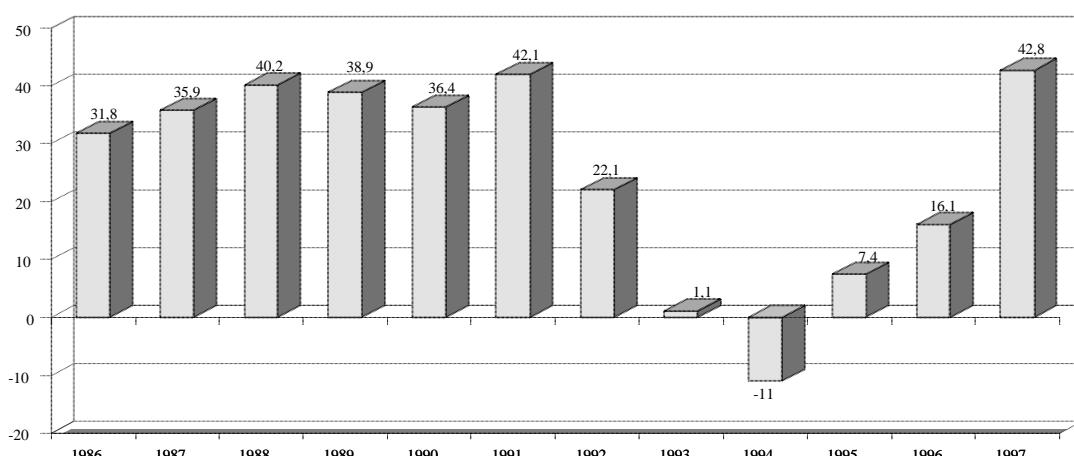


Source : Commission bancaire

Cette évolution — plus de 40 % de diminution — est préoccupante, d'autant plus que les activités clientèle représentent encore près de 80 % du produit net bancaire de l'ensemble des établissements de crédit.

RÉSULTAT NET ENSEMBLE DU SYSTÈME BANCAIRE

en milliards de francs



Source : Commission bancaire

Cette tendance à la diminution de la rentabilité des opérations d'intermédiation ne s'est pas ralenti ces dernières années, en dépit d'un timide retour à la croissance des volumes de crédits accordés. En réalité, le retour à la rentabilité des banques françaises est essentiellement imputable aux activités de marché et au développement à l'international, deux secteurs où l'on peut craindre un léger tassement pour le second semestre 1998 et l'exercice 1999.

Par conséquent, l'effort des banques françaises doit porter sur ces activités d'intermédiation, afin de conforter la récurrence des résultats positifs, si nécessaire dans la perspective de l'ouverture européenne.

Pour ce faire, il semble nécessaire de renforcer les moyens et les procédures internes relatives à la maîtrise des coûts, des risques et des résultats. Dans ce cadre et dans le prolongement direct, à la fois du règlement n° 97-02 du Comité de la réglementation bancaire et financière, notamment de son article 20 sur la rentabilité des opérations de crédit¹, et du dispositif déclaratif sur les concours accordés à taux anormalement bas, le Secrétariat général de la Commission bancaire a constitué, à la fin de 1997, un groupe de travail réunissant les contrôleurs de gestion des principaux établissements bancaires, avec le soutien des associations et organes représentatifs de la profession. Le *Livre blanc sur la mesure de la rentabilité des activités bancaires* est issu de cette concertation.

Ce document comprend deux parties. La première, destinée aux directions générales, met en évidence les principaux enjeux liés à une meilleure maîtrise de la rentabilité des activités bancaires et plus particulièrement des activités de crédit. La seconde partie s'adresse aux opérationnels du contrôle de gestion et donne, sous forme d'annexes techniques, des indications — ou des recommandations — permettant d'améliorer l'appréciation de la rentabilité de ces activités.

2. Les principaux enjeux identifiés par le *Livre blanc*

2.1. *Les établissements de crédit doivent conforter durablement les conditions de leur rentabilité*

Pour la Commission bancaire comme pour les professionnels qui ont participé à l'élaboration de ce document, la notion de durée est quelque chose d'essentiel. Bien sûr, le *Livre blanc* présente des références à la notion de création de valeur et de retour sur investissement pour l'actionnaire ou le sociétaire, mais au-delà de cette nécessaire valorisation des fonds propres, c'est tout le calcul analytique des coûts, des produits, des risques, qui est développé. Il convient, en effet, que la sélection des opérations de crédit intègre les résultats d'une analyse *a priori* du produit, du client, des risques, ainsi que de tous les coûts — opératoires, commerciaux ou de structure — nécessaires à la gestion d'une opération. Ces derniers doivent être mesurés et intégrés dans la tarification.

Le *Livre blanc* prolonge à cet égard les dispositions de l'article 20 en donnant — dans ses annexes techniques — des définitions et des explications sur les diverses méthodes de suivi analytique indispensables à la rationalisation et à l'amélioration sur le long terme de la rentabilité. Il ne recommande néanmoins pas une méthode plutôt qu'une autre, mais expose les caractéristiques et, éventuellement, les avantages et les inconvénients de chacune d'entre elles. À cet égard, un exercice de comparaison internationale a été effectué et il ressort de cet examen que l'existence d'approches multiaxes de la rentabilité (par clients, par produits, par marchés, par centres de responsabilité) facilite généralement la réactivité et la performance des systèmes de contrôle de gestion et donc l'information des dirigeants, qui doivent à leur tour répercuter ces informations sur l'orientation de leur stratégie.

Au total, une analyse fine de la rentabilité, gage le plus sûr d'une amélioration durable des conditions d'exercice du métier de banquier, nécessite des systèmes d'information performants.

¹ L'article 20 préconise que la sélection des opérations de crédit tienne compte d'une analyse la plus complète possible des coûts opératoires, des coûts de refinancement, des coûts du risque et de la rémunération des fonds propres.

2.2. *Les établissements doivent porter une attention accrue à la qualité des systèmes d'information et de gestion*

Préalablement à l'octroi d'un concours, une étude fine doit être conduite afin d'essayer de déterminer la rentabilité prévisionnelle de cette opération, ce qui nécessite l'obtention d'un grand nombre d'informations. Mais l'analyse doit aussi porter sur l'examen du risque et pour cela une large collecte d'informations est également nécessaire. Il convient, par exemple, à la fois de segmenter les risques par natures de produits, par types de clients, par zones géographiques ou économiques, afin d'avoir une approche sectorielle. Mais il faut pouvoir obtenir en parallèle des informations globalisées sur les concours, quelle que soit l'entité juridique ou géographique, interne au groupe, qui les a octroyés.

À cet égard, les récents troubles financiers internationaux ont souligné la diversité des systèmes d'information et souvent l'hétérogénéité de leur qualité, selon que les risques étaient portés par les implantations françaises ou étrangères. Une amélioration durable de la rentabilité passe sans doute par un renforcement des systèmes de contrôle de gestion, qui lui-même est souvent conditionné par une amélioration des systèmes d'information. Dans ce cadre, il convient, notamment, de veiller à l'exhaustivité et à la fiabilité des informations disponibles dans un groupe. Il est également essentiel que ce système d'information soit réactif, afin que les organes exécutifs et éventuellement délibérants puissent être informés rapidement. C'est bien évidemment nécessaire en cas de crise pour une mesure adéquate des risques, mais c'est également important au quotidien et cela doit permettre aux dirigeants d'affiner leur stratégie par rapport à un produit ou à un marché particulier, car c'est évidemment à eux qu'appartient la décision finale.

Enfin, quelle que soit la qualité des procédures mises en place, l'efficacité d'un système de contrôle de gestion dépend d'abord de la pertinence des informations à partir desquelles il est alimenté.

Toutes ces évolutions sont évidemment liées à l'implication et au rôle des directions générales. Ce sont elles, en effet, qui donnent l'impulsion, fixent les grandes orientations et allouent les moyens nécessaires. Il faut qu'elles aient conscience que les investissements parfois lourds qu'il est nécessaire de faire en termes de contrôle interne, de contrôle de gestion, de systèmes d'information, sont des investissements productifs et non de simples charges d'exploitation.

Les directions générales travaillent sous le contrôle des organes délibérants. L'information et le rôle de ces derniers doivent également être affinés.

3. **Les annexes techniques à destination des opérationnels**

La seconde partie de cet ouvrage a une vocation directement opérationnelle et regroupe sous trois grands thèmes les principaux aspects sur lesquels les rédacteurs ont souhaité insister, organisés sous forme d'annexes techniques.

Le premier aspect, lié à la mesure des revenus et des coûts, identifie, par exemple, les différentes décompositions du produit net bancaire ou met en relation des méthodes de suivi des coûts (coûts complets, coûts standard, coûts moyens...) et les stratégies poursuivies.

Le deuxième volet de ces annexes décrit les différents types de risques bancaires ainsi que les techniques de suivi et d'allocation de fonds propres considérées comme les plus appropriées (score, analyses générationnelles, Raroc, méthode des scénarios).

Le dernier aspect a trait au rôle de la fonction de contrôle de gestion ainsi qu'à l'importance de la qualité et de l'architecture des systèmes d'information et de gestion.

Ce document est un travail collectif, il représente donc un consensus de la part des établissements qui y ont participé. Il a également bénéficié des pratiques qui ont pu être observées en matière de suivi de la rentabilité des activités bancaires dans certains établissements étrangers.

Ce *Livre blanc* devrait donc aider la profession, d'une manière un peu analogue à ce qui a été fait en matière de contrôle interne avec le règlement n° 97-02, à renforcer ses méthodes de gestion des risques bancaires et notamment du risque de crédit.

LE LIVRE BLANC DU SECTEUR FINANCIER FRANÇAIS SUR LE PASSAGE A L'AN 2000

Conscientes de l'importance pour la place de Paris d'un passage dans les meilleures conditions à l'an 2000, la Commission bancaire, le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (direction du Trésor), la Commission de contrôle des assurances et la Commission des opérations de bourse ont élaboré un *Livre blanc* sur ce sujet¹. En effet, une évolution non maîtrisée pourrait être la cause de graves difficultés pour l'ensemble du secteur financier.

Cette préoccupation s'inscrit dans la ligne des différentes réflexions et actions qui ont été menées sur ce thème. La coordination entre les professionnels de la finance et les autorités de place a permis d'arrêter un plan de travail dans lequel s'insère ce *Livre blanc*. Dans ce cadre, le Secrétariat général de la Commission bancaire a mené deux enquêtes auprès des établissements assujettis sur l'avancement des travaux liés à l'an 2000, participé à l'élaboration et à la diffusion d'une plaquette de sensibilisation et publié les premières réflexions et recommandations de la Commission bancaire sur ce sujet sous la forme d'une étude annexée au *Rapport annuel 1997*. Le *Livre blanc* complète ces actions en diffusant largement à tous les établissements des recommandations, analyses et conseils précis, fruits de l'expérience déjà acquise par les acteurs les plus avancés dans la résolution de cette difficulté.

¹ Ce document de 160 pages est disponible au prix de EUR 15,25 TTC (FRF 100 TTC) :
– au service « Relations avec le public » de la Banque de France (48 rue Croix des Petits Champs – 75001 Paris) ;
– au service de la Communication du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (139 rue de Bercy – 75012 Paris) ;
– à la Commission des opérations de bourse (17 place de la Bourse – 75002 Paris).
Des présentations française et anglaise figurent sur les sites Internet des organismes cités.

L'ouvrage, destiné à alerter les dirigeants et d'aider les techniciens et les auditeurs dans leurs actions d'adaptation, a bénéficié de l'appui et des contributions des professionnels bancaires et financiers, ainsi que d'organismes particulièrement impliqués dans cette question.

Gérard Théry, responsable national de la mission « Passage à l'an 2000 », y a également apporté son soutien et consacré une préface.

OLIVIER JAUDOUIN

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

La première partie du *Livre blanc* constitue un rappel du problème du passage à l'an 2000 et des risques associés et délivre le message des autorités de contrôle à cet égard. Chaque dirigeant d'entreprise du secteur financier est invité à veiller à la mise en œuvre rapide des recommandations formulées.

La deuxième partie est un guide d'audit utilisable par le contrôle interne de chaque entreprise, qui rappelle la volonté des autorités de contrôle de voir cette fonction associée à la prévention des risques encourus. Cet outil doit permettre au contrôle interne de confirmer aux dirigeants, grâce à un constat objectif, que les travaux d'adaptation avancent dans de bonnes conditions et que toute défaillance majeure pourra être évitée.

La troisième partie est constituée de fiches-conseils. Rédigées par des chefs de projet an 2000, elles s'adressent plus spécialement aux techniciens à qui est confiée la responsabilité de traiter le passage à l'an 2000.

1. Dans la ligne des travaux internationaux, la place de Paris s'est mobilisée pour assurer le passage à l'an 2000

De nombreuses autorités prudentielles et réglementaires, des groupements sectoriels d'autorités de surveillance ainsi que diverses sociétés commerciales et organisations ont pris des initiatives pour que les institutions financières comprennent l'importance d'un traitement rapide et exhaustif du problème de l'an 2000. Ainsi, les *gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix*, le *Comité de Bâle sur le contrôle bancaire*, l'*Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)* en ont, tour à tour, rappelé les enjeux et diffusé des recommandations pour la mise en œuvre de solutions. Plusieurs autorités de contrôle au plan international — le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, l'Association internationale des contrôleurs d'assurance et l'Organisation internationale des commissions de valeurs — ont formé un groupe de haut niveau, le « *Joint Year 2000 Council* » consacré à cette question. Par ailleurs, des organismes et entreprises du secteur financier du monde entier se sont regroupés dans un « *Global 2000 Coordinating Group* ».

En France, c'est en tenant compte de ces enjeux que le gouvernement français a confié à Gérard Théry une « mission pour le passage informatique à l'an 2000 », qui doit mobiliser la communauté nationale, apprécier les risques encourus et contribuer aux solutions que les acteurs privés et publics pourraient mettre en œuvre. Pour les systèmes de paiement, un groupe de concertation de place, qui coordonne l'ensemble des activités bancaires et financières, présidé par Hervé Hannoun, a élargi son champ d'activité de l'euro à l'an 2000. Le Comité Banque de France – Afecei, qui était en charge du suivi des préparatifs de bascule à l'euro, a également vu son rôle étendu au suivi détaillé des calendriers d'adaptation des systèmes de paiement et de règlement à l'an 2000. Pour le secteur financier au sens large, une coordination, regroupant la Commission bancaire pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, la Commission des opérations de bourse pour les sociétés de gestion de portefeuille et tout organisme sollicitant l'épargne publique et, pour les assurances, la direction du Trésor et la Commission de contrôle des assurances, a entamé une démarche opérationnelle, réunissant toutes les associations professionnelles des trois domaines, banque, assurance et marchés financiers, et des entreprises de marché de la place. Cette action s'est concrétisée par la diffusion, en juin 1998, d'une plaquette de sensibilisation qui met l'accent sur les contraintes de calendrier et par la préparation du *Livre blanc du secteur financier sur le passage à l'an 2000*. Le Comité français d'organisation et de normalisation bancaires (CFONB) a mené une analyse sur l'état de préparation des différents systèmes et outils interbancaires, relatifs tant aux moyens de paiement qu'aux activités financières, que l'on retrouve dans son rapport *Place de Paris – Passage à l'an 2000*. De leur côté, les unions patronales, les syndicats professionnels et les principaux acteurs économiques, parmi lesquels se trouvent les principales entreprises du secteur financier, se sont également mobilisés et ont publié des brochures et des documents consacrés au passage à l'an 2000.

Face à un problème qui touche tous les pays au même moment et dans tous les secteurs d'activité, il est normal de multiplier les approches et d'agir dans plusieurs instances qui l'abordent sous des angles différents.

2. Le problème du passage à l'an 2000 et sa perception ont évolué

Les acteurs de la préparation à l'an 2000 doivent aussi se trouver dans les entreprises. Sur cette question universelle, la méthodologie, les calendriers, le vocabulaire, le savoir-faire, méritent d'être largement diffusés et les expériences de chacun doivent pouvoir être partagées. Mais l'effort de préparation à l'an 2000 doit aussi dépasser le cadre purement technique et doit être perçu comme un enjeu stratégique pour lequel l'implication des dirigeants et des organes délibérants constitue un facteur clé de succès.

L'essentiel des problèmes liés au passage à l'an 2000 est imputable au codage effectué sur deux chiffres pour représenter l'année, afin de limiter la place dans les mémoires informatiques. Cette facilité, sans conséquence il y quelques années, a aussi été incorporée dans toutes les « puces » et circuits imprimés contenant l'aspect « temps ». Aujourd'hui, tous les équipements électroniques susceptibles d'utiliser des dates dans leurs systèmes embarqués sont considérés comme des causes possibles d'incidents. Ces équipements sont nombreux et variés dans toute installation physique — dépassant de très loin le simple cadre de l'informatique — ; il faut désormais s'assurer de l'état de préparation de chaque grand fournisseur de ressources.

3. La responsabilité des dirigeants est engagée en cas de dysfonctionnements

La question de l'an 2000, comme les adaptations à l'euro, met à l'épreuve le système d'information : elle donne l'occasion de le mettre à niveau, de prouver qu'il est robuste et conforme aux éventuelles exigences réglementaires¹. Chaque dirigeant d'entreprise du secteur financier doit suivre de près cette phase de rénovation et s'assurer que son système d'information conserve les qualités générales requises par l'exigence des activités de son établissement.

Les dysfonctionnements qui pourraient apparaître mettront totalement en jeu la responsabilité des dirigeants, vis-à-vis des autorités de contrôle dans le cadre de la réglementation, mais aussi vis-à-vis de la clientèle, qui attend un service inchangé, comme vis-à-vis des fournisseurs, même si le partage des responsabilités contractuelles n'est pas toujours clairement défini, ni facile à établir.

Les dirigeants doivent avoir conscience que les éventuelles possibilités d'assurance, qui s'avèrent encore limitées, ne sauraient les protéger contre le risque d'une interruption du service. C'est bien en interne, par des efforts adaptés, qu'il convient de compenser de possibles déséquilibres et d'obtenir la garantie, en procédant aux vérifications qui s'imposent, qu'aucun incident n'affectera le fonctionnement de l'établissement.

La responsabilité juridique des dirigeants peut également être engagée et ils doivent prêter attention aux demandes de compatibilité qui peuvent être adressées à leur établissement. Affirmer que les systèmes informatiques de son entreprise sont déjà compatibles avec l'an 2000 revient à s'exposer à des risques juridiques si ces systèmes sont à l'origine ou concourent à la propagation d'un incident. Il est sans doute prématuré de fournir de tels engagements formels ; il convient, en revanche, de dégager les moyens humains, techniques et financiers pour aller dans la voie de la compatibilité.

4. Chaque dirigeant doit s'impliquer dans le traitement d'ensemble des problèmes liés à l'an 2000

La mise en place d'une organisation adaptée pour prendre en charge l'ensemble des problèmes liés à l'an 2000 implique la responsabilité des dirigeants. Chacun d'entre eux doit se sentir responsable personnellement du contrôle du pilotage du projet et être disponible pour diriger une éventuelle cellule de crise pendant les périodes critiques où des incidents peuvent se produire et justifier des décisions urgentes. Les moyens humains et financiers doivent être prévus dans les budgets 1999 et 2000.

¹ Les établissements de crédit sont soumis à une exigence réglementaire spécifique, au titre de l'article 14 du règlement n° 97-02 du Comité de la réglementation bancaire et financière relatif au contrôle interne, qui prévoit que les établissements « veillent au niveau de sécurité retenu et à ce que leurs systèmes d'information soient adaptés. Le contrôle des systèmes d'information doit notamment permettre :

- a) de s'assurer que le niveau de sécurité des systèmes informatiques est périodiquement apprécié et que, le cas échéant, les actions correctrices sont entreprises ;
- b) de s'assurer que des procédures de secours informatiques sont disponibles afin d'assurer la continuité de l'exploitation en cas de difficultés graves dans le fonctionnement des systèmes informatiques ».

Par ailleurs, le Comité de la réglementation bancaire et financière vient d'adopter un règlement qui impose aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement une information de l'organe délibérant sur leur état de préparation au passage à l'an 2000.

L'étendue des risques liés à l'an 2000 nécessite que les dirigeants instaurent un plan d'action avec des objectifs sur de nombreux domaines afin de protéger l'entreprise. Traiter la question de l'an 2000 revient à aborder les huit points autour desquels le guide¹ d'évaluation interne est organisé et présenté en détail dans la deuxième partie du *Livre blanc* :

- l'élaboration d'une *approche stratégique* face au problème de l'an 2000 en :
 - évaluant l'ampleur du problème (c'est un problème transversal),
 - constituant une équipe an 2000 pour superviser le programme de travail,
 - estimant les ressources nécessaires au projet an 2000,
 - informant régulièrement l'organe délibérant de l'état de préparation ;
- la mise en œuvre d'actions de *sensibilisation* à l'intérieur de l'établissement en :
 - s'assurant que la dimension stratégique de l'an 2000 en tant qu'objectif opérationnel est bien comprise par l'ensemble des services, en France comme à l'étranger,
 - faisant prendre conscience que ses propres activités dépendent aussi des tiers qui doivent également se préparer au passage à l'an 2000,
 - associant le contrôle interne et les commissaires aux comptes au projet an 2000 ;
- l'évaluation des *actions à entreprendre* et la réalisation d'un *plan détaillé* en :
 - faisant réaliser un inventaire détaillé des actions à entreprendre concernant le matériel, les logiciels et les réseaux ainsi que tous les équipements comportant des « puces » et des logiques intégrées,
 - faisant définir des priorités en fonction de l'évaluation des risques sur les différents systèmes (niveau critique ou « criticité »),
 - déterminant les ressources nécessaires (personnel, budget et ressources externes),
 - faisant établir un calendrier des actions et des procédures permettant de se tenir informé régulièrement du respect des échéances (tableau de bord) ;
- l'*adaptation* des systèmes, applications et équipements en :
 - s'assurant que la réalisation des adaptations est menée selon les priorités fixées,
 - veillant à ce que des contacts s'établissent avec les prestataires extérieurs pour déterminer leur progrès (c'est un problème itératif) ;
- la vérification de cette adaptation grâce à des *tests de validation* en :
 - s'assurant que des programmes détaillés ont été élaborés et coordonnés avec les correspondants et clients,
 - dans certains secteurs, des tests de place sont prévus ; les principaux établissements, à tout le moins, doivent y participer ;

¹ Ce guide est une adaptation du document publié en juin 1998 par le « *Joint Year 2000 Council* » et intitulé « *Supervisory Guidance on the Independent Assessment of Financial Institution Year 2000 Preparations* ». Ce document, préparé par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, donne une idée des réflexions entre contrôleurs bancaires au sein du Groupe des Dix et fournit, « en creux » par rapport au questionnaire, une liste des travaux à réaliser.

Pour en faire un instrument utile aux contrôleurs internes, il a été complété, question par question, des principaux « éléments de preuve » proches de ceux que la Commission bancaire utilise lors de ses contrôles dans les établissements de crédit et les entreprises d'investissement pour s'assurer de leur état de préparation au passage à l'an 2000.

– la *mise en service des systèmes compatibles et testés* en :

- s'assurant le plus tôt possible de la mise en œuvre des applications rénovées, afin de permettre aux correspondants et clients de détecter et résoudre les difficultés qui pourraient apparaître dans les interactions avec leurs propres applications ;
- la définition de *solutions de secours* ou de contournement en :
 - demandant la définition de plans de repli sur des solutions de secours car des imprévus sont toujours possibles ;
 - la mise en place d'une *cellule de crise* (responsables et opérationnels concernés) à la fin de 1999.

La procédure décrite doit conduire à une évaluation complète des mesures prises. *Une vigilance particulière doit être apportée si les trois premières réflexions n'ont pas encore été menées à bien.* Tous les établissements devraient, au minimum, être entrés dans la phase d'*adaptation des systèmes* depuis juin 1998.

Pour surmonter les difficultés liées au passage à l'an 2000, il ne faut *a priori* se priver d'aucune ressource. Des mesures préventives peuvent s'imaginer pour faciliter le passage, comme, par exemple, une *réduction de l'activité autour de la fin de l'année 1999*, la mise en place de procédures de traitements dégradés, la prévention de traitements lourds au changement de date, l'adaptation de l'organisation et la durée du travail les derniers jours de l'année (informaticiens d'astreinte, simple permanence en guichet...).

Il convient de privilégier la préparation interne des entreprises du secteur financier et cette responsabilité revient aux dirigeants. Les autorités de contrôle veilleront à ce qu'une défaillance n'ait pas d'effet systémique, mais chaque établissement doit se préoccuper de ne pas conserver de séquelles du passage à l'an 2000.

La mise en commun des expériences des principaux établissements de la place à destination de toute la communauté financière par l'intermédiaire des autorités de contrôle et de ce *Livre blanc* paraît l'action la plus appropriée pour contribuer à la bonne préparation de la place de Paris et lui donner ainsi des atouts dans les comparaisons internationales qui vont se multiplier à l'approche de l'échéance. Les autorités de contrôle du secteur financier incitent vivement tous les établissements à tirer le meilleur profit de ce *Livre blanc* et à se rapprocher de leurs associations professionnelles pour obtenir tous les compléments d'informations qui s'avéreraient nécessaires.

Pour accompagner et apprécier la préparation des établissements du secteur financier, les autorités de contrôle des secteurs de la banque et de l'assurance mènent et mèneront des vérifications sur place. Dans le domaine bancaire, la réglementation portant sur la qualité du système d'information (règlement n° 97-02 du CRBF) a pour objectif que ces systèmes ne soient pas à l'origine d'une défaillance d'établissement ; *toute infraction à cette réglementation sera susceptible de faire l'objet de sanctions.* De même, dans le secteur des assurances, la Commission de contrôle fera preuve de la plus grande vigilance.

A N A L Y S E S

LES RESULTATS DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT EN 1997 ET AU PREMIER SEMESTRE 1998

L'amélioration, entamée en 1995, de la rentabilité des établissements de crédit français, s'est confirmée au cours de l'exercice 1997. Le produit net bancaire et le produit global d'exploitation se sont accrus, tirés par les opérations de marché et par le dynamisme de l'activité à l'étranger. Les frais généraux ont été, dans l'ensemble, maîtrisés, permettant une progression du résultat brut d'exploitation. La charge liée au risque de crédit s'est stabilisée, la baisse de la charge du risque domestique étant compensée par l'accroissement des provisions sur les pays émergents. Le résultat net s'est finalement affiché en forte progression, atteignant près de 43 milliards de francs. Les tendances observées sur le premier semestre 1998 font apparaître, sur les mêmes bases, une amélioration sensible des résultats. Les opérations de marché sont, là aussi, à l'origine du redressement, mais les opérations traditionnelles d'intermédiation ont connu un regain de dynamisme permettant d'atténuer le recul de la marge sur ces transactions. En revanche, l'extension de la crise dans les pays émergents a entraîné un accroissement très significatif de la charge liée au risque de crédit. Au total, le résultat net au 30 juin 1998 a augmenté de 9,4 % par rapport à celui enregistré à la même date l'année précédente.

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

Avant de donner un aperçu des évolutions pour le premier semestre 1998, l'analyse portera sur celles des résultats sociaux et consolidés pour l'année 1997, éclairées par une comparaison rapide avec les tendances observées pour les grandes banques dans les principaux pays.

Des informations plus détaillées pourront être trouvées dans les documents publiés par le Secrétariat général de la Commission bancaire. Celui-ci, en effet, diffuse actuellement le second volume des *Analyses comparatives 1997*¹ consacré aux résultats des établissements de crédit. Le premier volume, paru en juillet 1998, portait sur l'activité des établissements de crédit en 1997.

1. Les résultats sociaux en 1997

1.1. *Le produit net bancaire et le produit global d'exploitation de l'ensemble des établissements de crédit ont progressé à un rythme soutenu*

Le produit net bancaire de l'ensemble des établissements de crédit, sur toutes leurs zones d'activité, mesuré en francs courants, s'est accru de 5,4 % en 1997, soit un rythme plus élevé que celui observé en 1996 (+ 3,0 %). Le montant ainsi atteint est redevenu supérieur à celui de 1993. Le produit global d'exploitation² a, pour sa part, connu une augmentation plus forte (+ 8,3 %). La moindre progression sur base métropolitaine (+ 3,7 % pour le produit net bancaire, + 7,1 % pour le produit global d'exploitation) illustre le plus grand dynamisme des opérations réalisées à l'étranger.

La progression de ces soldes tient à l'augmentation des produits nets des opérations de marché. Concernant les opérations sur titres, la charge nette relative à ces opérations a reculé de 19,3 %. Plus précisément, dans un contexte de baisse des taux, les charges sur les dettes constituées par des titres ont diminué de 8,1 %. Le portefeuille-titres a, pour sa part, dégagé d'importantes plus-values dans la catégorie des titres de transaction, évalués à leurs cours de marché (les gains nets sur cette catégorie de titres se sont élevés à 43 milliards de francs). Le dynamisme des activités de marché est illustré également par les opérations de hors-bilan, dont les produits et les charges sont issus, pour l'essentiel, des opérations sur instruments financiers à terme, qui ont dégagé un produit net de 33,3 milliards de francs en 1997 (15,4 milliards en 1996).

Le dynamisme de ces opérations de marché a permis de compenser la dégradation de la rentabilité des opérations avec la clientèle, qui ont enregistré une baisse de leur produit net (- 4,7 %). La demande de crédit, malgré des signes de reprise dans certains secteurs (prêts à l'habitat, prêts à la consommation), s'est exercée dans un climat de vive concurrence qui a pesé sur les marges (marge clientèle de 3,6 %, contre 3,7 % en 1996).

Il convient enfin de souligner la part croissante des commissions³, qui ont représenté, en 1997, 23,4 % du produit global d'exploitation, contre 22,1 % en 1996. Le produit net des opérations de service financier a ainsi progressé de 10,5 %.

Finalement la marge bancaire globale⁴, qui comprend les opérations sur instruments financiers à terme, s'est stabilisée autour de 1,74 % sur l'ensemble de l'activité.

¹ Les deux volumes, intitulés respectivement « *Analyses comparatives – volume 1 – L'activité des établissements de crédit* » et « *Analyses comparatives – volume 2 – Les résultats des établissements de crédit* » sont en vente au prix de EUR 22,87 TTC (FRF 150 TTC) chacun, auprès du service « Relations avec le public » de la Banque de France (75049 PARIS CEDEX 01) – Tél. : 01 42 92 39 08.

² Le produit global d'exploitation est la marge brute dégagée par les établissements de crédit sur l'ensemble de leurs activités courantes, qu'elles soient bancaires ou non. Au-delà du produit net bancaire, il intègre les produits et les frais accessoires ainsi que les résultats de la gestion de participations (résultats des cessions et provisions sur immobilisations financières, quote-part des sociétés mises en équivalence...) et des immobilisations corporelles et incorporelles (résultats de cession notamment).

³ Sur les opérations de bilan, de hors-bilan et sur prestations de services financiers

⁴ Rapport entre le produit global d'exploitation, d'une part, et le total de la situation globale et de l'équivalent-crédit des engagements sur instruments financiers de taux et de change à terme, d'autre part

1.2. La maîtrise relative des frais d'exploitation, combinée à la stabilisation des charges liées au risque de crédit, a contribué au renforcement de la rentabilité nette

La hausse des frais généraux en 1997 a été limitée à 3,0 % sur l'ensemble de l'activité (+ 1,1 % sur base métropolitaine). Les charges de personnel se sont accrues de 2,9 % et les autres charges d'exploitation de 3,2 %. Grâce à la progression plus soutenue du produit global d'exploitation, le résultat brut d'exploitation a affiché une hausse de 26,5 %. Le coefficient net global d'exploitation, qui rapporte les frais d'exploitation au produit global d'exploitation, s'est ainsi nettement amélioré, diminuant de 75,5 % en 1996 à 70,2 % en 1997.

Les dotations nettes aux provisions pour risque de crédit et les pertes sur créances irrécupérables se sont stabilisées, la diminution observée en 1995 et 1996 (supérieure à 15 %) s'étant ralentie (- 3,7 %). Toutefois, sur base métropolitaine, le repli est plus accentué (- 10,6 %). Cette évolution reflète l'amélioration de la situation financière globale des emprunteurs en France, et notamment la poursuite de la décrue du risque immobilier, mais, en parallèle, elle incorpore la montée des risques sur les pays émergents.

Finalement, le résultat net s'est inscrit en forte augmentation, passant de 16,1 milliards de francs en 1996 à 42,8 milliards en 1997. Le coefficient de rentabilité des fonds propres (ou ROE) s'est ainsi établi à 5,3 % en 1997 ; en progression par rapport à 1996 (2,1 %), il reste, toutefois, très insuffisant au regard des standards internationaux.

RESULTATS SOCIAUX DE L'EXERCICE 1997 ENSEMBLE DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT ENSEMBLE DE L'ACTIVITE			
	(montant en milliards de francs – variation en pourcentage)		
	1996	1997	Variation
Produit net bancaire.....	356,1	375,3	5,4
Produit global d'exploitation.....	365,3	395,8	8,3
Frais généraux.....	257,1	264,9	3,0
Résultat brut d'exploitation	93,3	118,0	26,5
Dotations nettes provisions et pertes.....	52,3	50,4	- 3,7
Résultat net	16,1	42,8	165,5

Source et réalisation : Secrétariat général de la Commission bancaire

2. Les résultats consolidés en 1997

L'étude des résultats consolidés des huit principaux groupes d'établissements de crédit de la place fait ressortir les mêmes tendances que sur les résultats sociaux, mais amplifiées. Le produit net bancaire et le produit global d'exploitation ont ainsi progressé à un rythme plus rapide (respectivement + 7,4 % et + 10,8 %). Les opérations de marché ont été à l'origine de cette évolution favorable. Les opérations sur titres ont dégagé un produit net de plus de 27,3 milliards de francs (18,1 milliards seulement en 1996). De même, les opérations de hors-bilan ont généré plus de 23,8 milliards de francs de profits, contre 12,7 milliards en 1996. Grâce à une augmentation des frais généraux (+ 5,8 %) inférieure à celle du produit global d'exploitation, le résultat brut d'exploitation s'est affiché en nette amélioration (+ 24,0 %). Le coefficient net global d'exploitation a sensiblement diminué, passant de 70,4 % en 1996 à 66,9 % en 1997. Les charges liées au risque de crédit ont, en revanche, augmenté de 28 %, principalement au cours du second semestre avec le développement de la crise asiatique. Le bénéfice net réalisé par les huit groupes de l'échantillon est ainsi passé de 22 milliards de francs à plus de 30,6 milliards.

3. La rentabilité des grandes banques internationales en 1997

Dans un environnement économique contrasté au sein des pays sous revue¹, le produit net bancaire examiné sur les cinq premiers groupes bancaires a globalement augmenté avec des évolutions s'étageant, de -0,6 % pour l'Italie à 27,7 % pour l'Espagne. S'agissant du Japon, la forte hausse enregistrée (+35,7 %) doit être considérée avec la plus grande prudence et provient dans sa totalité des produits hors intermédiation. Dans l'ensemble des pays, la structure du produit net bancaire fait d'ailleurs ressortir le déclin des produits d'intermédiation dans le produit net bancaire.

L'évolution des frais d'exploitation reste variable selon les pays. En France, en Espagne, aux États-Unis et en Suisse, la part des charges générales d'exploitation dans le produit net bancaire a diminué. En revanche, en Allemagne et au Royaume-Uni, elle s'est légèrement alourdie, tandis que la détérioration enregistrée par les banques italiennes souligne l'augmentation des frais généraux dans un contexte de stagnation du produit net bancaire. Dans ce pays, le résultat brut d'exploitation a diminué de plus de 20 %.

L'évolution de la qualité des actifs a été assez contrastée selon les pays. Néanmoins, à l'exception des banques suisses (qui avaient massivement provisionné sur l'immobilier en 1996), la contrainte de provisionnement a été plus forte en 1997 que lors des exercices antérieurs. La crise asiatique et la dégradation rapide de la situation dans les pays émergents ont été à l'origine d'un accroissement sensible de la charge du risque. On note toutefois que, pour les banques espagnoles, celle-ci est restée stable, tandis que les banques japonaises ont enregistré des montants considérables de provisions (les dotations ont ainsi représenté jusqu'à 74 % du produit net bancaire).

Au total, en dehors de l'Italie, de l'Allemagne et du Japon, le résultat net des principales banques des pays sous revue s'est affiché en hausse sensible. Les États-Unis et le Royaume-Uni ont présenté les bénéfices cumulés les plus élevés (respectivement 88,5 milliards de francs et 86,3 milliards), consolidant leur suprématie en matière de rentabilité. Les grandes banques françaises et espagnoles sont, pour leur part, celles qui ont enregistré la progression la plus significative (respectivement 35,0 % et 43,5 %). En revanche, les pertes cumulées des grandes banques japonaises ont dépassé les 65 milliards de francs sur l'exercice 1997.

4. Les résultats sur le premier semestre 1998

Les établissements de crédit français ont continué d'enregistrer au cours du premier semestre 1998 une amélioration de leur rentabilité, et ce dans un environnement économique et financier quelque peu perturbé par l'amplification de la crise dans les pays émergents.

Le produit net bancaire et le produit global d'exploitation de l'ensemble des établissements de crédit, mesurés sur toutes les zones de l'activité, se sont accrus de, respectivement, 7,7 % et 6,1 % de juin 1997 à juin 1998. Cette progression a résulté encore une fois des opérations de marché (opérations sur titres et opérations sur instruments financiers à terme) et des opérations à l'étranger. La charge nette des opérations sur titres a considérablement diminué (-46,1 %), tandis que les opérations de hors-bilan ont dégagé un résultat net en hausse de 33,6 %. Par ailleurs, le produit net des opérations avec la clientèle a fléchi par rapport au premier semestre de l'exercice précédent (-2,9 %), mais à un rythme plus faible que par le passé. La demande de crédit a enregistré une reprise soutenue, mais la vive concurrence à laquelle se livrent les établissements de crédit s'est poursuivie, pesant sur le niveau déjà insuffisant des marges.

Les frais d'exploitation ont augmenté de 3 %, moins rapidement que le produit global d'exploitation. Il en a découlé une amélioration du coefficient net global d'exploitation, qui est passé de 68,1 % à 66,0 % entre juin 1997 et juin 1998. Aussi le résultat brut d'exploitation s'est-il accru de 12,8 %.

¹ Croissance du produit intérieur brut en 1997 :

Allemagne : 2,2 % ; Espagne : 3,4 % ; États-Unis : 3,8 % ; France : 2,4 % ; Italie : 1,5 % ; Japon : 0,9 % ;
Royaume-Uni : 3,3 % ; Suisse : 0,7 %

S'agissant de la charge liée au risque de crédit, les résultats du premier semestre 1998 ont montré une vive hausse des provisions (+ 42,9 %). Cette forte progression est la conséquence de l'amplification de la crise dans les pays émergents, le risque sur l'activité domestique ayant tendance à s'améliorer et la charge à décroître.

De tous ces éléments, il ressort une progression de 9,4 % du résultat net qui s'est établi à 40,2 milliards de francs.

RESULTATS SOCIAUX DU PREMIER SEMESTRE 1998			
ENSEMBLE DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT			
ENSEMBLE DE L'ACTIVITE			
	Juin 1997	Juin 1998	Variation
Produit net bancaire.....	192,0	206,8	7,7
Produit global d'exploitation.....	201,0	213,3	6,1
Frais généraux.....	130,3	134,0	2,8
Résultat brut d'exploitation.....	64,2	72,4	12,8
Dotations nettes provisions et pertes.....	14,5	20,7	42,9
Résultat net	36,7	40,2	9,4

(montant en milliards de francs – variation en pourcentage)

Source et réalisation : Secrétariat général de la Commission bancaire

LES CREDITS AU LOGEMENT CONSENTIS AUX MENAGES AU PREMIER SEMESTRE 1998

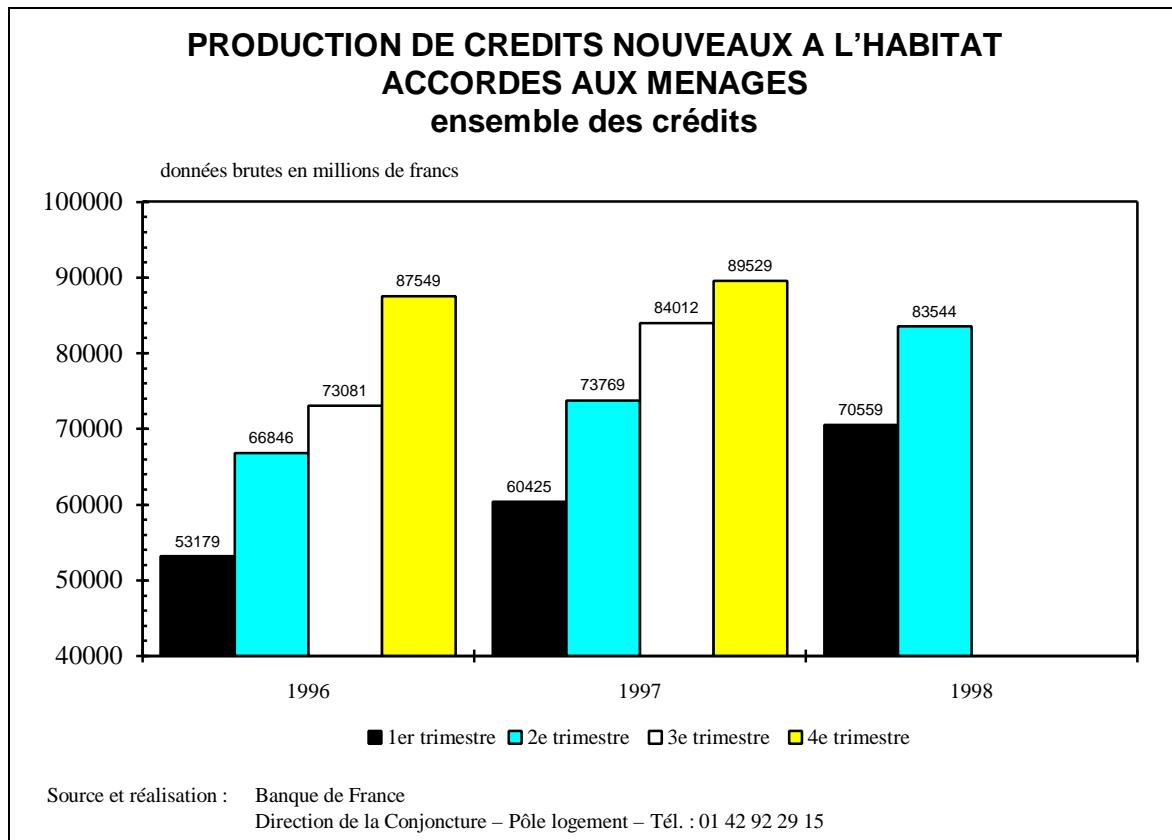
Les crédits de ce type mis en force au cours du premier semestre 1998 ont atteint 154,1 milliards de francs (données brutes non corrigées des renégociations), contre 173,5 milliards au semestre précédent (– 11,2 %) et 134,2 milliards au premier semestre 1997 (+ 14,8 %). La production de crédits aidés a poursuivi son repli (– 6,3 %) par suite de la quasi-extinction des PAP et de la baisse des prêts à taux zéro (– 5,7 %).

Les crédits non aidés ont augmenté de 15,8 % sur un an ; leur part dans l'ensemble des crédits mis en force au cours du semestre est passée de 95,5 % en 1997 à 96,3 %.

Le faible niveau du coût des crédits, dans un environnement de taux d'intérêt particulièrement bas, a favorisé la construction de logements et les transactions, l'évolution des flux des crédits nouveaux ayant été très positive dans le domaine du logement neuf (+ 14,0 %) et surtout dans l'acquisition de logements anciens (+ 18,5 %).

JEAN PASCAL
Direction de la Conjoncture

En progression continue tout au long de l'année 1997, les crédits mis en force¹ ont connu un net recul au premier trimestre 1998 (imputé en partie à des raisons fiscales ou réglementaires), tout en demeurant largement supérieurs à ceux de la période correspondante de 1997. Ils ont, d'ailleurs, retrouvé une évolution plus soutenue au deuxième trimestre, dans un contexte économique et financier favorable.



1. Évolution par types de crédits

1.1. Crédits non aidés

1.1.1. Évolution par rapport au premier semestre 1997

Les crédits non aidés mis en force au cours du premier semestre 1998 (148,5 milliards de francs) ont globalement progressé de 15,8 % à un an d'écart (de 18,0 % au premier trimestre, puis de 14,1 % au deuxième). Cette évolution d'ensemble recouvre cependant des variations contrastées selon les types de prêts.

La forte progression des *prêts libres non éligibles au marché hypothécaire* (+ 35,7 %) s'oppose à la chute (- 36,2 %) des *prêts d'épargne-logement* (amorcée au second semestre 1997, mais très accentuée en 1998), dont la part dans la distribution des crédits au logement est passée de 18,2 % à 10,1 % en un an.

¹ Le concept de mise en force prend en compte la totalité du crédit dès le versement du premier franc.

Les autres catégories de prêts non aidés ont connu des augmentations moins fortes, quoique sensibles. Dans le domaine des prêts du secteur administré, la bonne évolution des *prêts à l'accession sociale* (+ 17,4 %), destinés aux ménages à faibles revenus, a permis un nouvel accroissement des *prêts conventionnés* (+ 14,6 %), dont ils ont représenté plus de 66 % des mises en force, alors que la progression des prêts conventionnés traditionnels s'est limitée à 9,4 %. Les *prêts éligibles au marché hypothécaire* ont enregistré une évolution notable (+ 12,9 %), en dépit d'une décélération au deuxième trimestre (+ 8,8 %, après + 17,9 % au premier trimestre).

1.1.2. Parts relatives des diverses catégories de prêts

Les *prêts non aidés* ont représenté 96,3 % des mises en force de prêts accordés pour le financement du logement au premier semestre 1998.

L'essor des *prêts libres non éligibles au marché hypothécaire* s'est traduit par un renforcement important de leur part dans les prêts non aidés : de 53,1 % au premier semestre 1997 à 62,2 % un an plus tard. La légère diminution de celle des *prêts éligibles* (16,5 %, contre 16,9 % au premier semestre 1997) est imputable à un ralentissement observé au cours du deuxième trimestre. La part de la production de *prêts conventionnés* (seule catégorie de crédits au logement ouvrant droit à l'aide personnalisée au logement — APL — depuis la suppression des PAP) est restée stable (10,9 %), tant pour les prêts à l'accession sociale (7,1 %) que pour les prêts conventionnés ordinaires (3,8 %). Dans un contexte de taux stabilisés à un bas niveau dans le secteur libre, les *prêts d'épargne-logement* n'ont représenté que 10,1 % du total des prêts non aidés, contre 19,0 % au premier semestre 1997.

1.2. Crédits aidés

Les crédits aidés, à hauteur de 6 milliards de francs au premier semestre 1998, occupent une place de plus en plus modeste dans le financement du logement (3,7 % au cours de la période sous revue, contre 4,5 % au premier semestre 1997).

Depuis la suppression des *prêts d'aide à la propriété* (PAP), fin 1995, la production de crédits aidés régresse. Après la forte montée en puissance des *prêts à taux zéro* (PTZ) en 1996, un repli s'est amorcé au premier trimestre 1997, confirmé par la suite ; le fléchissement constaté au premier semestre 1998 a atteint 5,7 % par rapport au semestre correspondant de 1997. Cette baisse semble traduire les limites du PTZ qui, contrairement aux anciens PAP, ne peut couvrir l'intégralité d'une opération immobilière.

2. Évolution par réseaux distributeurs

Au cours du premier semestre 1998, les établissements non spécialisés ont assuré 72,8 % de la distribution des nouveaux crédits au logement, contre 72,9 % au premier semestre 1997. La part des caisses d'épargne s'est renforcée (passant de 14,5 % à 15,0 %), au détriment des établissements spécialisés (revenus de 12,6 % à 12,2 %).

Pour les caisses d'épargne, les mises en force de prêts aidés se sont stabilisées ; pour les autres réseaux, elles ont accusé une baisse notable à un an d'intervalle.

Tous les réseaux de distribution font état d'une chute des prêts d'épargne-logement.

Ce sont les *caisses d'épargne* qui ont le plus largement profité de l'augmentation des divers autres types de crédits non aidés (la progression de l'ensemble des prêts non aidés a été de 19,5 % d'une année à l'autre pour le premier semestre) ; de fortes hausses ont, notamment, été constatées sur les prêts éligibles et les prêts non éligibles au marché hypothécaire.

Les crédits au logement consentis aux ménages au premier semestre 1998

Les établissements spécialisés ont surtout bénéficié de la bonne orientation des prêts libres non éligibles, alors que l'évolution des autres types de prêts a été médiocre ; contrairement à l'évolution observée pour les autres réseaux, les prêts conventionnés ont légèrement diminué (- 1 %).

L'évolution dans les établissements non spécialisés a été satisfaisante, en particulier grâce à la forte progression des prêts libres (+ 34,8 %), qui ont représenté 62,2 % des prêts non aidés accordés, et à la hausse de la production de prêts conventionnés (+ 20,1 %).

CREDITS AU LOGEMENT PAR RESEAUX DISTRIBUTEURS							
	PC	PEL	Marché hypothécaire	Prêts libres	Prêts non aidés	Prêts aidés	Total
ETABLISSEMENTS SPECIALISES							
Premier semestre 1997	3 741	303	3 910	7 189	15 143	1 703	16 846
Premier semestre 1998	3 702	109	4 234	9 316	17 361	1 491	18 852
Variation	- 1,0	- 64,0	8,3	29,6	14,6	- 12,4	11,9
ETABLISSEMENTS NON SPECIALISES							
Premier semestre 1997	8 570	18 932	16 649	50 192	94 343	3 549	97 892
Premier semestre 1998	10 295	12 404	18 394	67 669	108 761	3 379	112 140
Variation	20,1	- 34,5	10,5	34,8	15,3	- 4,8	14,6
CAISSES D'EPARGNE							
Premier semestre 1997	1 728	5 150	1 144	10 675	18 697	759	19 456
Premier semestre 1998	2 091	3 036	1 865	15 357	22 349	762	23 111
Variation	21,0	- 41,0	63,0	43,9	19,5	0,4	18,8
ENSEMBLE DES DECLARANTS							
Premier semestre 1997	14 039	24 385	21 703	68 056	128 183	6 011	134 194
Premier semestre 1998	16 088	15 549	24 493	92 341	148 471	5 632	154 103
Variation	14,6	- 36,2	12,9	35,7	15,8	- 6,3	14,8

Sources : Société de gestion du fonds de garantie à l'accession sociale – Crédit foncier de France – Banque de France
Réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Pôle logement – Tél. : 01 42 92 29 15

Mise à jour le 15 décembre 1998

3. Évolution par marchés

3.1. Marché des logements neufs

Les crédits mis en force pour l'acquisition de logements neufs ont été favorablement orientés (+ 14 % d'une année à l'autre). Cette évolution traduit à la fois le rebond de la construction, plus marqué dans l'individuel que dans le collectif, et une meilleure orientation de la commercialisation (selon le ministère de l'Équipement, le nombre des logements autorisés s'est, en effet, accru de 9,7 % entre les premiers semestres 1997 et 1998, et les ventes de logements neufs de 22,7 %).

La part du financement de logements neufs a cependant légèrement fléchi d'une année à l'autre, de 30,7 % à 30,5 %, en dépit d'une augmentation de 15,8 % des crédits non aidés.

Les prêts libres (+ 43,0 %) ont assuré 45,0 % des financements, contre 25,0 % pour les prêts conventionnés, 12,2 % pour les prêts éligibles et 10,5 % pour les prêts aidés.

3.2. Marché des logements anciens

Les financements accordés pour l'acquisition de logements anciens ont connu une expansion plus forte que celle des prêts pour le logement neuf (+ 18,5 %), concrétisant ainsi une nette reprise des transactions sur le marché de l'ancien en 1998.

La part du financement a représenté 58,7 % des mises en force de crédits au logement, contre 56,9 % au premier semestre 1997.

Les prêts libres non éligibles au marché hypothécaire (+ 37,5 %) ont assuré 67,8 % des financements, les prêts éligibles 19,5 % et les prêts d'épargne-logement 7,6 %.

3.3. Amélioration-entretien du logement

En dépit des mesures incluses dans la loi de finances pour 1998, marquant la volonté des pouvoirs publics de soutenir le secteur de l'entretien du logement, les crédits nouveaux ont stagné (+0,3 % par rapport au premier semestre 1997).

La part de ces concours a nettement fléchi, puisqu'ils n'ont représenté que 10,9 % des crédits non aidés, contre 12,4 % en 1997 ; il est vrai que les opérations d'amélioration-entretien ne sont pas éligibles aux PTZ.

Si les prêts libres ont assuré la majorité des financements (60,3 %), la chute des prêts d'épargne-logement (- 18,7 %) a été moins accentuée que pour les autres marchés et ces concours ont assuré 30,5 % des crédits accordés ; les prêts conventionnés sont peu utilisés pour les opérations d'amélioration-entretien.

CREDITS AU LOGEMENT PAR MARCHES							
(données brutes en millions de francs – variation en pourcentage)							
	PC	PEL	Marché hypothécaire	Prêts libres	Prêts non aidés	Prêts aidés	Total
LOGEMENTS NEUFS							
Premier semestre 1997	9 900	6 602	5 127	14 656	36 284	4 911	41 195
Premier semestre 1998	11 748	3 607	5 725	20 952	42 032	4 930	46 962
Variation	18,7	- 45,4	11,7	43,0	15,8	0,4	14,0
ACQUISITION-AMELIORATION							
Premier semestre 1997	3 598	11 511	15 532	44 585	75 226	1 100	76 326
Premier semestre 1998	3 940	6 840	17 627	61 309	89 716	702	90 418
Variation	9,5	- 40,6	13,5	37,5	19,3	- 36,2	18,5
AMELIORATION-GROS ENTRETIEN							
Premier semestre 1997	541	6 272	1 044	8 815	16 673	–	16 673
Premier semestre 1998	400	5 102	1 141	10 080	16 723	–	16 723
Variation	- 26,1	- 18,7	9,3	14,4	0,3	–	0,3
TOTAL							
Premier semestre 1997	14 039	24 385	21 703	68 056	128 183	6 011	134 194
Premier semestre 1998	16 088	15 549	24 493	92 341	148 471	5 632	154 103
Variation	14,6	- 36,2	12,9	35,7	15,8	- 6,3	14,8

ANALYSES

Les crédits au logement consentis aux ménages au premier semestre 1998

CREDITS MIS EN FORCE ACCORDES AUX MENAGES

(données brutes en millions de francs – variation en pourcentage)

	1 ^{er} trim. 1997	2 ^e trim. 1997	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	1 ^{er} trim. 1998/ 1 ^{er} trim. 1997	2 ^e trim. 1998	2 ^e trim. 1998/ 2 ^e trim. 1997	1 ^{er} semestre 1998	1 ^{er} semestre 1998/ 1 ^{er} semestre 1997
1. CRÉDITS										
PC	6 428	7 611	7 921	8 603	7 684	19,5	8 404	10,4	16 088	14,6
dont : PAS (a).....	4 324	4 911	4 798	5 532	5 114	18,3	5 593	13,9	10 707	17,4
PEL	11 597	12 788	11 736	11 029	7 633	- 34,2	7 916	- 38,1	15 549	- 36,2
Marché hypothécaire	9 686	12 017	14 246	14 473	11 422	17,9	13 071	8,8	24 493	12,9
Prêts libres.....	29 608	38 448	47 170	52 324	40 908	38,2	51 433	33,8	92 341	35,7
PAP (b)	37	10	4	11	4	- 89,2	6	- 40,0	10	- 78,7
PTZ (a)	3 069	2 895	2 935	3 089	2 908	- 5,2	2 714	- 6,3	5 622	- 5,7
TOTAL	60 425	73 769	84 012	89 529	70 559	16,8	83 544	13,3	154 103	14,8
2. RÉSEAUX										
Établissements spécialisés	7 950	8 896	9 912	10 927	8 623	8,5	10 229	15,0	18 852	11,9
Établissements non spécialisés	44 141	53 751	61 169	64 090	51 368	16,4	60 772	11,3	112 140	14,6
Caisses d'épargne	8 334	11 122	12 931	14 512	10 568	26,8	12 543	12,8	23 111	18,8
TOTAL	60 425	73 769	84 012	89 529	70 559	16,8	83 544	13,3	154 103	14,8
3. MARCHÉS										
Neuf	19 425	21 770	21 916	25 234	22 596	16,3	24 366	11,9	46 962	14,0
Ancien.....	33 755	42 571	52 644	54 755	40 468	19,9	49 950	17,3	90 418	18,5
Amélioration-entretien.....	7 245	9 428	9 452	9 540	7 495	3,5	9 228	- 2,1	16 723	0,3
TOTAL	60 425	73 769	84 012	89 529	70 559	16,8	83 544	13,3	154 103	14,8

(a) Source : Société de gestion du fonds de garantie à l'accession sociale

(b) Source : Crédit foncier de France

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Pôle logement – Tél. : 01 42 92 29 15

Mise à jour le 15 décembre 1998

E N Q U \hat{E} T E S

COMPORTEMENTS DES AGENTS ECONOMIQUES SUR LES MARCHES DE VALEURS MOBILIERES ENQUETE PORTANT SUR LE DEUXIEME TRIMESTRE 1998

La Bourse de Paris a continué de progresser au cours du deuxième trimestre 1998, après la hausse exceptionnelle enregistrée pendant les trois premiers mois de l'année.

Parallèlement, les marchés obligataires ont bénéficié des réallocations de portefeuilles intervenues dans le contexte de la crise asiatique.

Les comportements des agents économiques ont été nettement différenciés. Les détenteurs résidents non financiers ont allégé, comme au premier trimestre, leur portefeuille d'actions cotées, alors que les non-résidents clients des dépositaires français et les investisseurs institutionnels ont renforcé leur position sur ce type de valeurs. Sur le marché obligataire, les principaux secteurs détenteurs ont arbitré une partie de leur portefeuille au détriment des titres français.

Des désinvestissements sont intervenus sur les titres d'OPCVM « monétaires » de la part de l'ensemble des secteurs, à l'exception des OPCVM eux-mêmes, mais tous les secteurs ont été acheteurs nets de titres d'OPCVM non monétaires et étrangers.

Dans des proportions voisines de celles du premier trimestre, 85 % des transactions réalisées par l'ensemble des détenteurs du champ de l'enquête ont porté sur des obligations, contre 9 % pour les actions et 6 % pour les titres d'OPCVM. La majorité des transactions sur les actions françaises cotées ont été le fait des non-résidents clients des dépositaires français. Les investisseurs institutionnels ont été à l'origine de la quasi-totalité des opérations sur les obligations françaises et de 77 % de celles effectuées sur les obligations étrangères. Les sociétés ont réalisé près de la moitié des interventions sur les titres d'OPCVM monétaires (46 %). Les durées moyennes de détention des titres par les acteurs les plus actifs sur les marchés sont relativement courtes (de 6 mois pour les non-résidents clients des dépositaires français, sur les actions françaises cotées, à 1 mois pour les investisseurs institutionnels sur les obligations françaises).

MONIQUE CHOCRON
HERVÉ GRANDJEAN
LYDIE MARCHAND
*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études sur les valeurs mobilières (SEVAM)*

Les résultats de cette nouvelle enquête-titres feront l'objet d'une double diffusion : l'une ci-jointe, dans le Bulletin de la Banque de France ; l'autre, présentant des informations plus détaillées, sera transmise à titre gracieux à toute personne qui en fera la demande, de préférence par télécopie : 01 42 92 27 52.

RAPPEL MÉTHODOLOGIQUE

1. Objectifs généraux de l'enquête

La présente enquête-titres permet de mesurer de façon précise les évolutions des patrimoines en valeurs mobilières des agents économiques en décomposant les variations d'encours au prix du marché d'une fin de période à l'autre, selon les trois facteurs suivants.

Les flux financiers : ce sont les opérations qui ont une contrepartie monétaire pour les intervenants :

- en bourse : actions et obligations ;
- marché primaire : émissions, remboursements (émetteur), souscriptions, recouvrements (détenteur),
- marché secondaire : achats, ventes ;
- hors bourse :
 - opérations de gré à gré (achats et ventes fermes) – prêts et emprunts de titres,
 - cessions temporaires de titres (pensions livrées, rémérés)¹,
 - souscriptions et rachats de titres d'OPCVM.

Les informations fournies par les informateurs de l'enquête à partir des deux filières de règlement livraison SBI (Sociétés de bourse intermédiaires) et SLAB (Service de livraison par accord bilatéral) ne correspondent pas exactement à celles observées respectivement en bourse et hors bourse, dans la mesure où il n'est pas possible actuellement d'isoler les transactions liées aux « suites de marché » dénouées dans la filière SLAB pour les reclasser avec celles recensées sur le marché. Aussi, est-il apparu souhaitable d'abandonner la terminologie marché/hors marché utilisée dans l'enquête-titres au premier trimestre 1998 et publiée dans le Bulletin de la Banque de France n° 57 de septembre 1998, pour n'évoquer, à partir de maintenant, que les filières SBI et SLAB.

Les gains et pertes de détention : il s'agit des gains et pertes découlant des variations de cours (cours de bourse et taux de change) entre le début et la fin du trimestre. Ils peuvent concerter aussi bien les titres détenus en fin de période (gains et pertes latents) que les titres cédés au cours de la période (gains et pertes réalisés).

Les mouvements sans contrepartie monétaire : ce sont les opérations qui n'ont pas de contrepartie monétaire pour les intervenants.

Quelques exemples :

- virement de compte à compte (le client change de banque) ;
- virement franco (livraison de titres sans espèces).

La mise en place de ce cadre d'analyse plus complet, d'une part, sur les placements investis en valeurs mobilières par marchés et par agents économiques et, d'autre part, sur l'information inhérente aux interventions en bourse et hors bourse des opérations, permet d'aboutir à une analyse conjoncturelle des comportements.

2. Caractéristiques de l'enquête

L'approche de l'enquête-titres, qui résulte d'une démarche participative entre les établissements de crédit et la Banque de France, se différencie de facto du champ statistique servant de base à d'autres travaux quantitatifs comparables publiés par la Banque, notamment ceux de la direction de la Balance des paiements sur la détention des valeurs françaises par les non-résidents et des titres étrangers par les résidents. À cet égard, les émissions obligataires des résidents à l'international conservées chez les dépositaires étrangers échappent au recensement de l'enquête-titres. À l'inverse, les valeurs étrangères détenues en France par des non-résidents ont logiquement leur place dans l'enquête-titres, alors qu'elles n'ont pas lieu d'être couvertes par la balance des paiements. Il convient de rappeler que les valeurs étrangères sont émises par les non-résidents.

Par ailleurs, une différence de méthode réside dans le fait que l'enquête-titres comptabilise les valeurs mobilières faisant l'objet de cessions temporaires dans le portefeuille des cessionnaires, alors que, dans la balance des paiements et les comptes nationaux financiers, elles demeurent à l'actif du cédant.

3. Sources d'information

Les informations de base de l'enquête proviennent des principales conservations titres en France des établissements de crédit (environ 30 conservations représentant 70 établissements de crédit). L'enquête bénéficie, pour l'année 1998, du label d'intérêt général n° 98T723BF délivré par le Conseil national de l'information statistique (CNIS).

4. Secteurs

Les investisseurs institutionnels regroupent les entreprises d'assurance et caisses de retraite, les OPCVM et les établissements de crédit ; les administrations publiques et les associations et groupements divers représentent les autres agents non financiers.

¹ L'inclusion des cessions temporaires de titres dans les flux (qui va de pair avec l'inclusion des encours correspondants dans le portefeuille du cessionnaire) correspond au traitement retenu dans les conservations de titres, d'où sont tirées les données des enquêtes-titres.

1. Les marchés de valeurs mobilières¹

1.1. Évolution

La capitalisation boursière des actions françaises cotées, qui a quasiment doublé entre juin 1996 et juin 1998 (+ 98,7 %), représentait, à la fin de l'année 1997, 50 % du PIB (aux États-Unis, le niveau de ce ratio capitalisation boursière/PIB s'élèvait à plus de 150 % fin 1997).

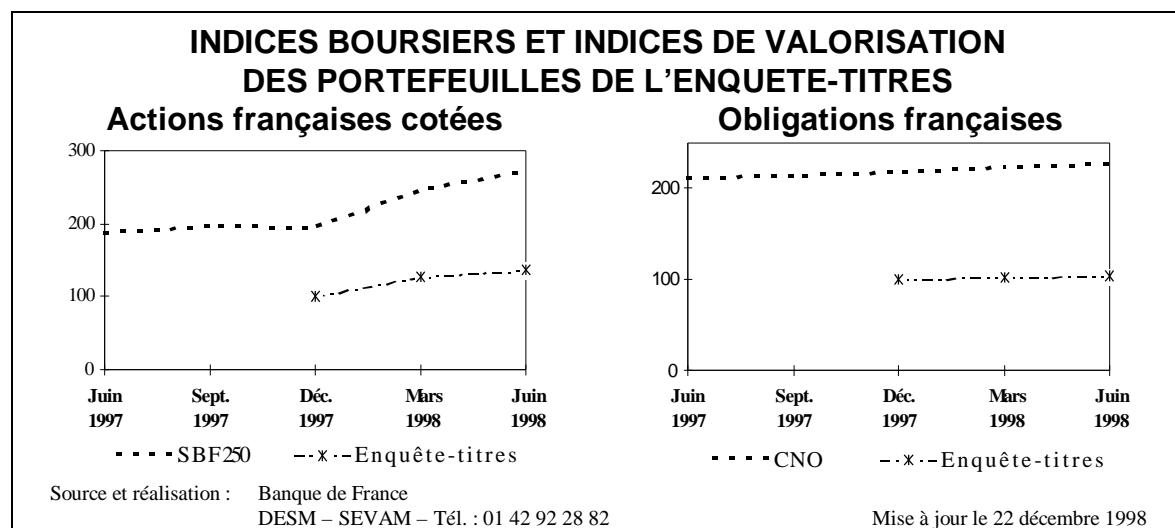
Après une hausse de l'indice SBF 250 de plus de 35 % entre juin 1996 et septembre 1997, la crise asiatique du mois d'octobre 1997 a mis en évidence la fragilité de la Bourse. Cependant, au cours du deuxième trimestre 1998, le marché français, soutenu par les fondamentaux économiques, a continué d'enregistrer une progression significative (+ 8,8 %), faisant suite à la hausse exceptionnelle du premier trimestre (+ 27,6 % pour l'indice SBF 250).

La progression des cours des obligations françaises a bénéficié entre juin 1996 et juin 1998 de phases successives de détente des taux, qui ont amené ces derniers à leurs plus bas niveaux historiques en fin de période.

Par ailleurs, dans un contexte marqué par les incertitudes financières dans les pays d'Asie du Sud-Est, le marché obligataire a profité, à partir de fin 1997, de la réallocation des portefeuilles au profit des produits de taux. Au cours du deuxième trimestre 1998, l'indice CNO (Comité de normalisation obligataire) a progressé de 1,7 %, contre 2,8 % au premier trimestre et 6,0 % sur l'année 1997.

Fin juin 1998, la France occupe la deuxième place derrière les États-Unis dans le classement des OPCVM pour le montant des actifs gérés. Toutefois, la croissance des OPCVM français au cours du premier semestre 1998 (+ 18,1 %) est moins soutenue, notamment, que celle des OPCVM du Royaume-Uni, qui occupent la troisième place en Europe et dont la hausse a atteint près de 63 %.

L'évolution de l'actif net des OPCVM français au cours du trimestre sous revue (+ 3,0 %, contre + 10,3 % pour les trois premiers mois de l'année 1998) bénéficie de la croissance très favorable des marchés financiers et de l'intérêt porté par les investisseurs aux produits en gestion collective. Le regain d'intérêt de certains secteurs résidents pour les titres d'OPCVM monétaires, qui s'était manifesté au premier trimestre de l'année 1998, ne s'est pas poursuivi au cours de la période considérée. En revanche, les titres d'OPCVM non monétaires ont vu leurs encours progresser de manière significative, tous les secteurs ayant été acheteurs nets, principalement de titres d'OPCVM obligataires et diversifiés.

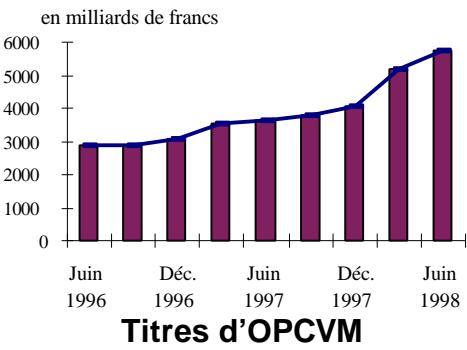


¹ Cf. annexe

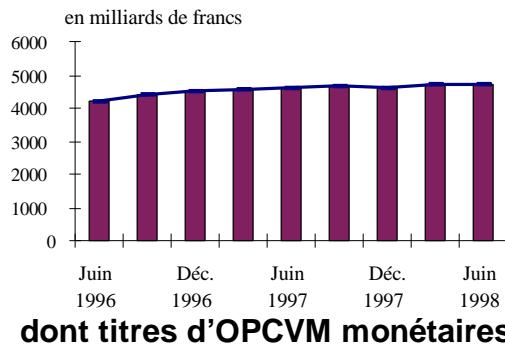
MARCHES DE VALEURS MOBILIERES FRANÇAISES (encours globaux en valeur de marché)

Actions cotées

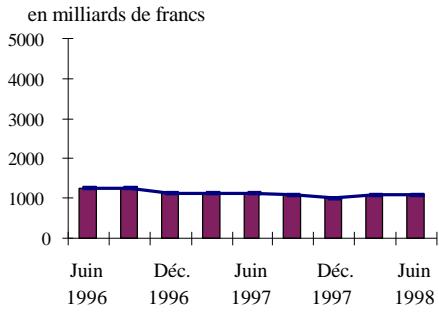
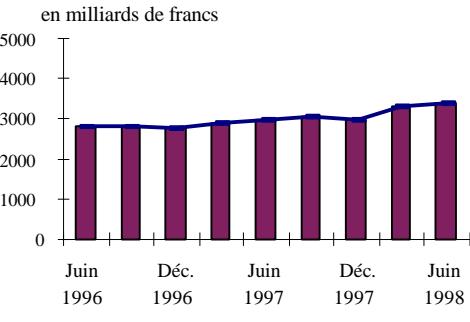
Obligations



Titres d'OPCVM



dont titres d'OPCVM monétaires



Source et réalisation : Banque de France
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 22 décembre 1998

1.2. Performances

Les performances des secteurs détenteurs d'actions françaises cotées et d'obligations françaises évaluées à partir d'indices tenant compte des encours valorisés au prix du marché au début et en fin de période, des flux nets et des mouvements sans contrepartie monétaire appellent les commentaires suivants au deuxième trimestre de l'année 1998¹ :

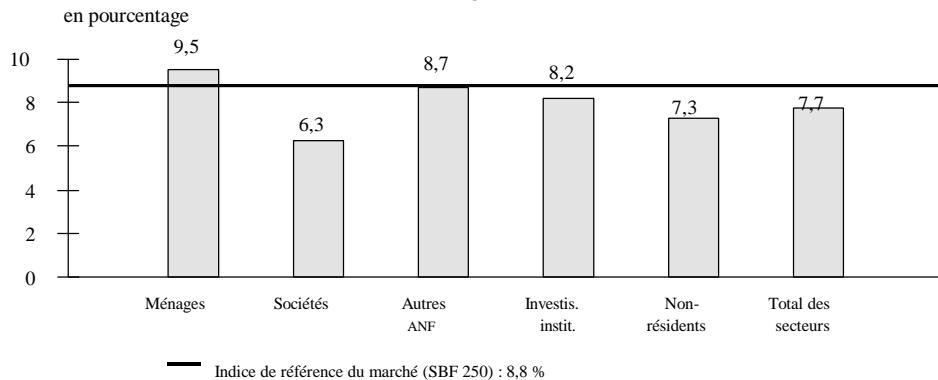
– les ménages sont les seuls détenteurs d'actions françaises cotées à enregistrer une performance supérieure à celle de l'indice de référence du marché (indice SBF 250), soit + 9,5 %, contre + 8,8 % ;

– il en est de même pour les non-résidents clients des dépositaires français, pour ce qui concerne les obligations françaises : + 2,3 %, contre + 1,7 % pour l'indice de référence du marché obligataire (indice CNO).

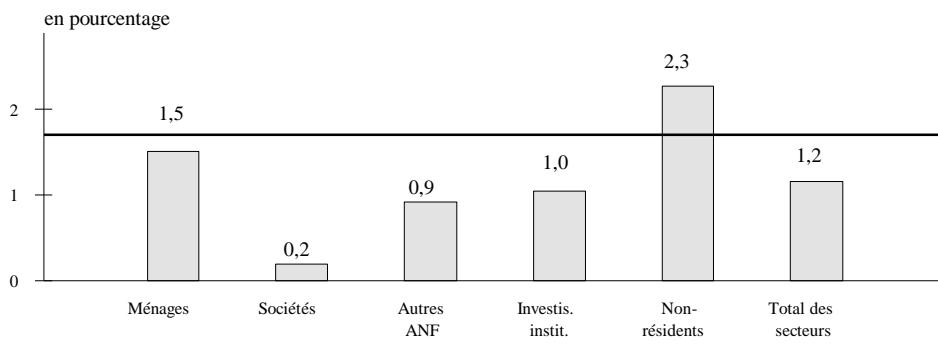
¹ Les résultats présentés sont perfectibles dans la mesure où les informations sur les mouvements sans contrepartie monétaire ne sont pas encore transmises de façon exhaustive par toutes les conservations-titres participant à l'enquête.

**PERFORMANCES PAR SECTEURS DETENTEURS
AU DEUXIÈME TRIMESTRE 1998**

Actions françaises cotées



Obligations françaises



Source et réalisation : Banque de France
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

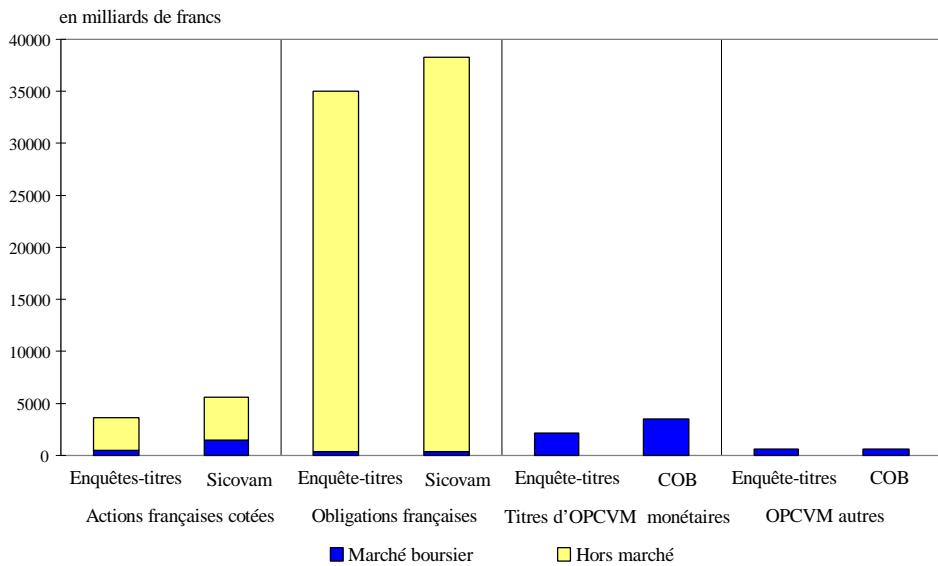
Mise à jour le 22 décembre 1998

1.3. Volume d'activité

Au deuxième trimestre 1998, comme précédemment, l'analyse du volume des transactions sur les différents marchés de titres français met en évidence une situation très contrastée. En effet, le volume d'activité du marché des obligations françaises représente près des quatre cinquièmes du total des transactions tous marchés confondus. Les marchés de titres d'OPCVM français, d'actions françaises cotées et de valeurs étrangères se partagent le solde en trois parts à peu près équivalentes, entre 6 % et 8 %.

Par ailleurs, selon l'enquête, plus de 84 % des transactions sont dénouées à partir de la filière SLAB (gré à gré et « suites de marché »). En effet, les intervenants peuvent conclure plus facilement des opérations correspondant à leurs besoins en termes de montant ou d'échéance par l'intermédiaire de cette filière. Le montant de ce type de transaction réalisé essentiellement par les investisseurs institutionnels sur des obligations françaises, dans le cadre des transferts temporaires de titres, s'élève à près de 38 000 milliards de francs au cours du trimestre considéré.

TRANSACTIONS AU DEUXIÈME TRIMESTRE 1998



NB : L'enquête-titres collecte l'ensemble des transactions, y compris celles dénouées par les organismes de compensation internationaux, qui ne sont pas recensées par définition par la Sicovam.

Source et réalisation : Banque de France
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 22 décembre 1998

1.4. Structure de détention et composition des portefeuilles

La structure de détention des valeurs mobilières et leur poids respectif dans le portefeuille des secteurs sont caractérisés par les critères suivants.

La faiblesse relative de l'investissement domestique en actions françaises cotées

– La part des investisseurs institutionnels dans la capitalisation actions de la Bourse de Paris, qui est restée stable à 26 % entre décembre 1996 et juin 1998, est encore faible comparée à celles observées sur les places financières anglo-saxonnes. Cette situation s'explique, notamment, par le poids relativement limité des OPCVM actions et surtout par l'absence de fonds d'épargne retraite.

– Les parts d'actions françaises cotées détenues directement par les ménages et les sociétés non financières s'établissent à environ 11 % et 17 % à fin juin 1998. Par ailleurs, les placements en actions ne concernent qu'une partie réduite des épargnants (5,2 millions de Français en avril-mai 1996 et en décembre 1997¹) et la concentration des portefeuilles est forte : plus de 73 % de l'encours d'actions françaises se trouve logé dans un peu plus de 10 % des comptes à fin 1997².

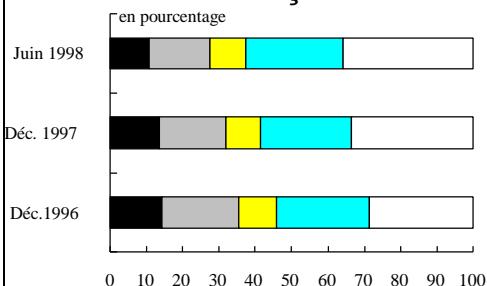
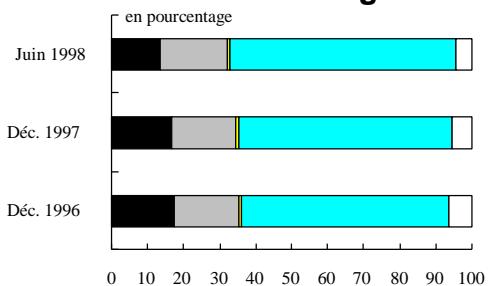
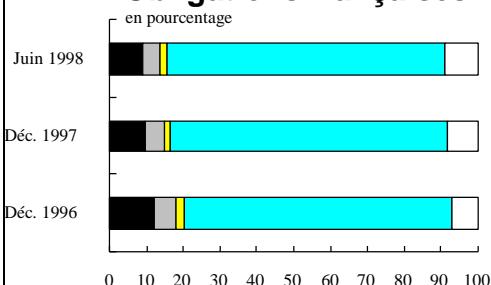
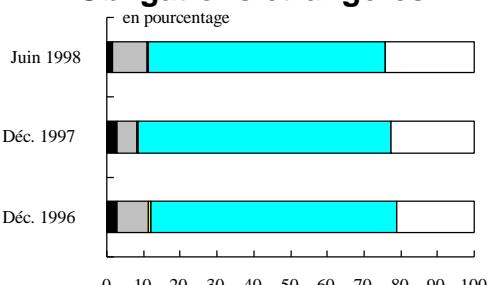
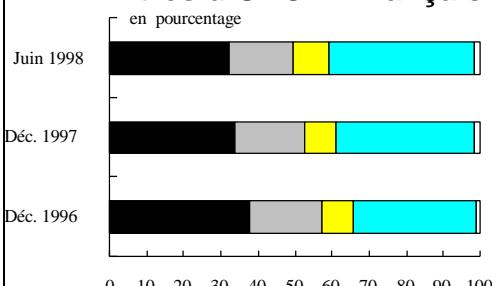
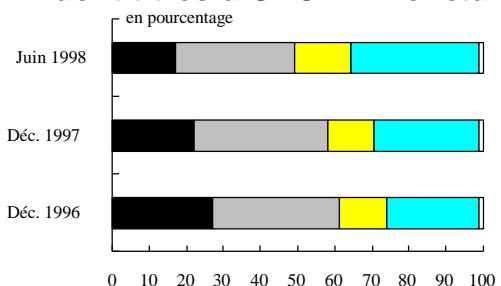
– Les non-résidents clients des dépositaires français détiennent la part la plus importante du capital des entreprises françaises de décembre 1996 à juin 1998. Leur part relative de détention des actions françaises cotées a progressé de 20 % au cours de la période susvisée, pour atteindre 36 % à fin juin 1998³.

STRUCTURE DE DETENTION DES VALEURS MOBILIERES

¹ Selon les derniers résultats du sondage réalisé par la SOFRES pour le compte de la Banque de France, de la COB et de la SBF-Bourse de Paris

² « Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 1997 », *Bulletin de la Banque de France* n° 54 – juin 1998

³ Selon les statistiques de la balance des paiements, le taux de détention pour les non-résidents des actions françaises était d'environ 30,9 % de la capitalisation boursière à la même date.

Actions françaises cotées**Actions étrangères****Obligations françaises****Obligations étrangères****Titres d'OPCVM français****dont titres d'OPCVM monétaires**

■ Ménages □ Sociétés ■ Autres ANF ■ Invest. institut. □ Non-résidents

Source et réalisation : Banque de France
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

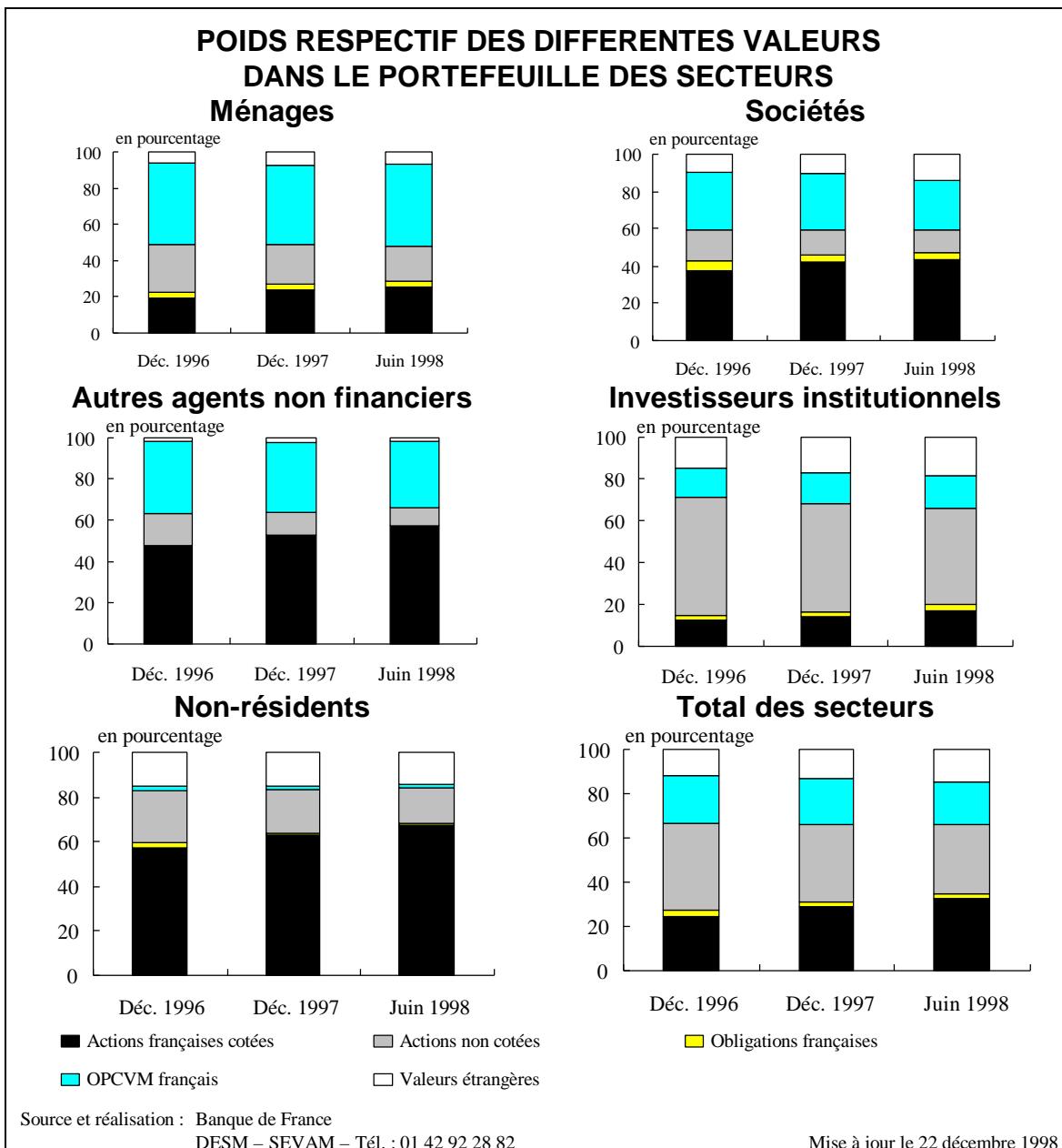
Mise à jour le 22 décembre 1998

Une prépondérance des produits de taux et une ouverture internationale encore limitée des portefeuilles de valeurs mobilières des résidents

– Les instruments de taux dominent les valeurs recensées dans les portefeuilles des résidents. En fin de période, le poids de cette catégorie de titres varie entre 42 % et 75 % des portefeuilles des résidents. Malgré l'évolution des conditions de marché caractérisée, notamment, par une diminution des rendements obligataires due à la baisse des taux, les investissements en valeurs mobilières des résidents restent principalement orientés vers ce type de produit.

– De décembre 1996 à juin 1998, la part peu élevée des valeurs étrangères dans les portefeuilles des secteurs résidents caractérise une ouverture internationale encore faible. Néanmoins, les parts relatives des valeurs étrangères dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels et des sociétés non financières ont progressé très sensiblement, respectivement de 27 % et 40 %.

– L'ouverture croissante de la place de Paris aux capitaux étrangers se traduit par un poids d'actions françaises cotées qui s'élève à 67 % du portefeuille des non-résidents clients des dépositaires français à fin juin 1998.



2. La détention des valeurs mobilières par secteurs

2.1. Les actions

2.1.1. Analyse de la variation d'encours

ACTIONS ANALYSE DE LA VARIATION D'ENCOURS						
	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre		
	Mars 1998	Juin 1998	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
Françaises cotées	3 991,5	4 362,2	9,3	1,3	7,8	0,2
Ménages	459,8	474,8	3,3	- 1,6	7,9	- 3,1
Sociétés	690,5	723,2	4,7	- 2,0	7,2	- 0,4
Autres agents non financiers	415,8	443,6	6,7	- 1,1	8,6	- 0,8
Investisseurs institutionnels	1 032,9	1 147,8	11,1	1,4	8,3	1,5
Non-résidents	1 392,5	1 572,8	12,9	4,6	7,5	0,9
Étrangères	578,7	577,8	- 0,2	1,3	1,4	- 2,8
Ménages	80,7	79,1	- 2,0	0,7	0,8	- 3,5
Sociétés	103,3	106,2	2,8	- 3,1	2,3	3,5
Autres agents non financiers	4,6	4,4	- 4,5	- 0,7	0,5	- 4,3
Investisseurs institutionnels	366,7	362,1	- 1,3	1,7	1,3	- 4,3
Non-résidents	23,5	26,0	10,9	16,2	0,2	- 5,5
<i>Pour mémoire en balance des paiements (investissements de portefeuille)</i>						
– Non-résidents sur actions françaises cotées	1 331,9	1 479,3	11,1	2,2	8,8	
– Résidents sur actions étrangères	688,5	740,5	7,6	5,6	2,0	
(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de la période						
(b) Montant de la variation rapporté à l'encours de début du trimestre en pourcentage						
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82	Mise à jour le 22 décembre 1998					

Au deuxième trimestre 1998, les portefeuilles d'actions françaises cotées ont augmenté de 9,3 % (26,0 % au premier trimestre), alors que la capitalisation boursière enregistrait une hausse de 10,7 %, contre 27,5 % sur les trois premiers mois de l'année. Après le bond spectaculaire des cours observé au premier trimestre (+ 27,6 % pour l'indice SBF 250), le marché des actions a progressé plus lentement au cours de la période sous revue (+ 8,8 %). La variation des encours des actions françaises cotées dans l'étude (+ 9,3 %) est due principalement à la valorisation positive relevée sur cette catégorie de titres (7,8 %).

La valorisation des actions étrangères (+ 1,4 % en moyenne, contre + 19,9 % au premier trimestre), qui dépend de la plus ou moins grande exposition aux risques des investissements, notamment dans le Sud-Est asiatique, est moins homogène que celle observée sur les actions françaises cotées.

Dans le contexte d'une hausse des cours ralentie par rapport à celle du premier trimestre, les secteurs résidents non financiers ont continué de céder, en termes de flux nets, une partie de leur portefeuille d'actions françaises cotées et étrangères. À l'inverse, les investisseurs institutionnels et les non-résidents clients des dépositaires français sont restés en position d'acheteurs nets.

2.1.2. Transactions sur les actions

ACTIONS VOLUME DES TRANSACTIONS AU DEUXIEME TRIMESTRE 1998						
	Souscriptions	Achats	Ventes	Transactions (a)		Taux de rotation des encours (b)
	Montant			Montant	Structure	
Françaises cotées	20,9	1 786,9	1 755,3	3 563,1	100,0	0,85
<i>dont : Filière SBI</i>	20,9	223,0	239,5	483,4	13,6	
<i>Filière SLAB</i>		1 563,8	1 515,9	3 079,7	86,4	
Ménages	0,9	35,2	43,5	79,5	2,2	0,17
Sociétés	0,3	39,8	54,0	94,0	2,6	0,13
Autres agents non financiers	0,1	2,6	7,3	10,0	0,3	0,02
Investisseurs institutionnels	16,7	205,9	208,4	431,1	12,1	0,40
Non-résidents	3,0	1 503,4	1 442,1	2 948,5	82,8	1,99
Étrangères	1,0	231,9	225,4	458,4	100,0	0,79
<i>dont : Filière SBI</i>	1,0	204,2	201,7	407,0	88,8	
<i>Filière SLAB</i>		27,7	23,7	51,4	11,2	
Ménages	0,1	6,2	5,7	12,0	2,6	0,15
Sociétés	0,0	30,0	33,2	63,1	13,8	0,60
Autres agents non financiers	0,0	0,4	0,4	0,8	0,2	0,18
Investisseurs institutionnels	0,9	164,7	159,3	324,9	70,9	0,89
Non-résidents	0,0	30,7	26,9	57,6	12,6	2,33
<i>Pour mémoire en balance des paiements (investissements de portefeuille)</i>						
– Non-résidents						
sur actions françaises cotées	1,6	462,9	434,9	899,4		
– Résidents sur actions étrangères	0,6	349,2	311,4	661,2		
(a) Transactions : souscriptions + achats + ventes						
(b) Montant des transactions rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période en pourcentage						
Source et réalisation : Banque de France						
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82	Mise à jour le 22 décembre 1998					

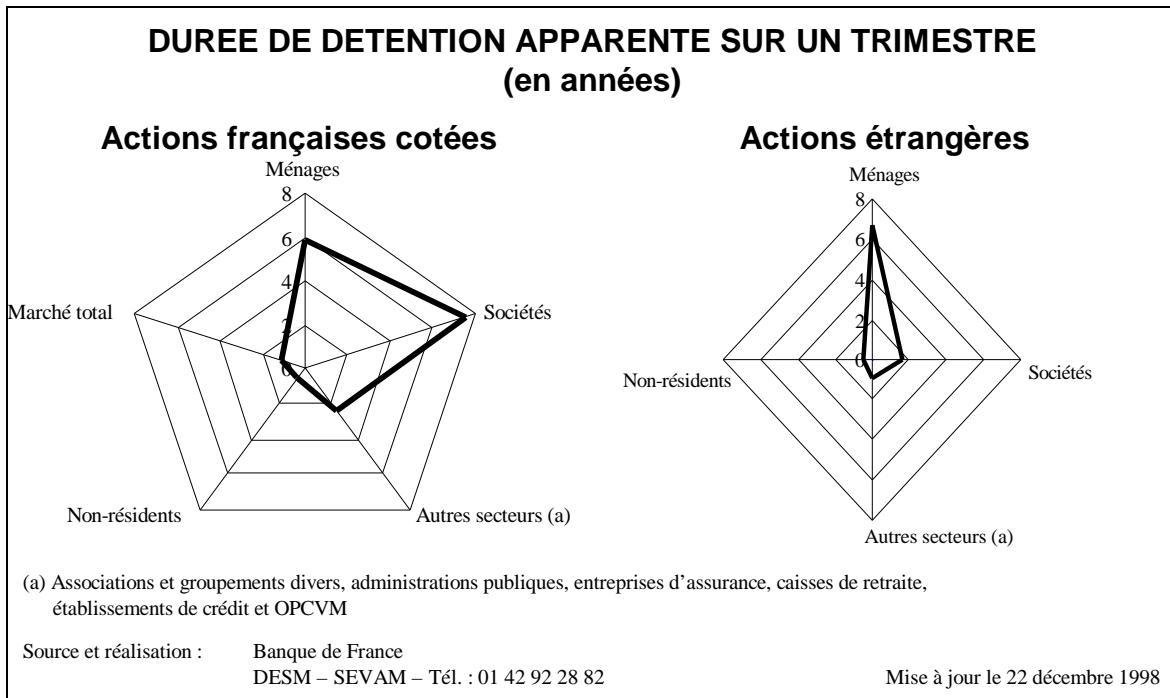
Les opérations sur actions françaises cotées sont dénouées dans la filière SLAB à hauteur de 86,4 % ; en revanche, près de 90 % (88,8 %) de l'activité du marché des actions étrangères passe par la filière SBI.

Au deuxième trimestre 1998, comme précédemment, les principaux intervenants sur les marchés d'actions sont les non-résidents, qui réalisent 82,8 % des transactions sur les actions françaises cotées, et les investisseurs institutionnels, dont l'activité atteint 71,0 % des transactions sur les actions étrangères (de l'ordre de 13 % pour les sociétés et les non-résidents).

De ce fait, les taux de rotation des portefeuilles des non-résidents en actions françaises cotées et ceux des investisseurs institutionnels et des sociétés en actions étrangères sont sensiblement plus élevés que ceux des autres secteurs.

Par ailleurs, il convient de signaler que l'écart observé entre le montant des transactions sur actions françaises cotées réalisées par les non-résidents dans la balance des paiements et celui relevé dans l'enquête-titres provient pour partie de la différence de méthode de traitement des cessions temporaires de titres (cf. *supra* : rappel méthodologique). Néanmoins, les montants de transactions relevés dans l'enquête apparaissent élevés (comme au premier trimestre) par rapport à ceux de la balance des paiements et ces différences vont faire l'objet de rapprochements précis lors des prochaines enquêtes.

2.1.3. Durée de détention des actions



Au deuxième trimestre 1998, la durée de détention moyenne apparente des actions françaises cotées est de 1 an 2 mois¹, résultat assez proche de celui qui ressort des données du marché (1 an).

– La durée de détention moyenne des actions par les ménages est de 5 ans 11 mois pour les actions françaises cotées et de 6 ans 8 mois pour les actions étrangères, ce qui traduit une stabilité de l'actionnariat individuel.

– Les sociétés, dans une logique de participation, conservent en moyenne plus longtemps les actions françaises cotées qu'elles détiennent (7 ans et demi). À l'inverse, la durée de détention des actions étrangères est plus courte (1 an 8 mois).

On observe que, dans l'enquête précédente, la durée de détention des actions françaises cotées était d'environ 19 ans. Ces écarts importants seront lissés quand les calculs de durée apparente pourront être effectués sur l'année entière et non sur le trimestre comme c'est le cas actuellement.

– La durée de détention des actions par les non-résidents clients des dépositaires français ne dépasse pas 6 mois (5 mois pour les actions étrangères).

¹ Le marché total des actions étrangères dépassant le cadre de l'enquête, la durée de détention moyenne apparente des actions étrangères n'a pas fait l'objet d'une évaluation.

2.2. Les obligations

2.2.1. Analyse de la variation d'encours

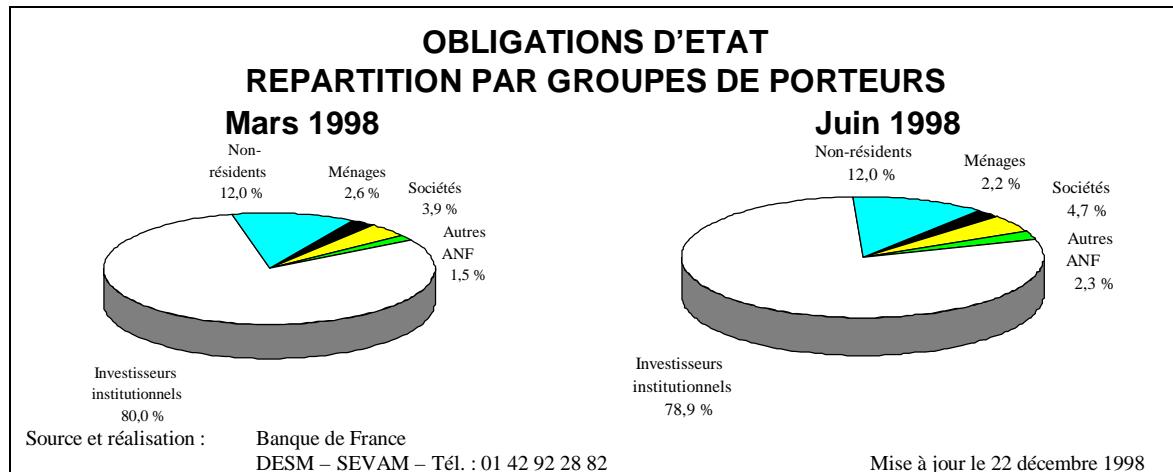
OBLIGATIONS ANALYSE DE LA VARIATION D'ENCOURS <i>(encours en milliards de francs – variation globale et contributions en pourcentage)</i>						
	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre (b)		
	Mars 1998	Juin 1998	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
Françaises	4 007,8	4 097,0	2,2	- 0,8	1,1	2,0
Ménages	388,8	367,3	- 5,5	- 3,9	1,2	- 2,8
Sociétés	187,6	198,9	6,0	1,3	0,2	4,5
Autres agents non financiers	68,3	69,6	1,9	0,0	0,8	1,0
Investisseurs institutionnels	2 996,3	3 091,0	3,2	- 0,3	1,0	2,4
Non-résidents	366,8	370,2	0,9	- 3,6	2,2	2,3
Étrangères	1 178,7	1 266,5	7,4	7,8	- 1,3	1,0
Ménages	22,3	21,2	- 5,1	5,0	1,7	- 11,8
Sociétés	127,4	116,4	- 8,6	5,4	- 1,9	- 12,1
Autres agents non financiers	3,6	4,1	15,8	9,2	- 0,3	7,0
Investisseurs institutionnels	737,8	821,3	11,3	8,0	- 1,6	4,9
Non-résidents	287,7	303,5	5,5	8,3	- 0,5	- 2,3
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>						
– Non-résidents sur obligations françaises	1 144,5	1 181,4	3,2	2,9	0,3	
– Résidents sur obligations étrangères	1 032,8	1 098,7	6,4	6,6	- 0,3	
(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période						
(b) Montant de la variation rapporté à l'encours de début du trimestre en pourcentage						
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82				Mise à jour le 22 décembre 1998		

Au deuxième trimestre 1998, la progression globale des portefeuilles d'obligations françaises dans l'enquête atteint 2,2 %, contre - 0,1 % pour la capitalisation boursière. Par ailleurs, l'augmentation des cours des obligations françaises retracée dans les résultats de l'enquête (+ 1,1 %) se situe à un niveau de performance inférieur à celui observé sur le marché obligataire (variation de l'indice CNO : + 1,7 %).

Au niveau sectoriel, il est intéressant de souligner que, dans un contexte boursier en progression — moindre toutefois qu'au premier trimestre —, tous les secteurs, à l'exception des sociétés, se sont désengagés en obligations françaises. En revanche, tous les secteurs ont été acheteurs nets de valeurs étrangères (+ 7,8 %, dont + 8,3 % pour les non-résidents, contre + 15,5 % au premier trimestre, dont + 24,3 % pour les non-résidents).

La différence entre les encours d'obligations françaises détenues par les non-résidents en balance des paiements et dans l'enquête s'explique par le fait que les émissions obligataires des résidents à l'international conservées chez les dépositaires étrangers échappent au recensement de l'enquête (cf. *supra* : rappel méthodologique).

Les obligations d'État sont détenues essentiellement par les investisseurs institutionnels, notamment les entreprises d'assurance et caisses de retraite et les OPCVM, à hauteur de 79 %. Le degré d'internationalisation de la dette obligataire de l'État est peu élevé (12 % à fin juin 1998, sans changement par rapport à fin mars 1998) ¹.



2.2.2. Transactions sur les obligations

	OBLIGATIONS VOLUME DES TRANSACTIONS AU DEUXIEME TRIMESTRE 1998						Taux de rotation des encours (b)	
	Souscriptions	Achats	Ventes	Remboursements	Transactions (a)			
	Montant				Montant	Structure		
Françaises	13,8	17 482,5	17 423,9	106,4	35 026,5	100,0	8,64	
<i>dont : Filière SBI</i>	13,8	83,0	119,6	106,4	322,7	0,9		
<i>Filière SLAB</i>		17 399,5	17 304,3		34 703,8	99,1		
Ménages	5,4	3,3	7,9	16,1	32,7	0,1	0,09	
Sociétés	2,2	141,3	134,7	6,3	284,5	0,8	1,47	
Autres agents non financiers	0,6	20,8	20,9	0,5	42,8	0,1	0,62	
Investisseurs institutionnels	5,5	17 038,0	16 983,5	68,1	34 095,1	97,3	11,20	
Non-résidents	0,1	279,1	277,0	15,4	571,5	1,6	1,55	
Étrangères	1,5	1 674,2	1 545,6	38,7	3 260,0	100,0	2,67	
<i>dont : Filière SBI</i>	1,5	1 606,9	1 518,7	38,7	3 165,8	97,1		
<i>Filière SLAB</i>		67,3	26,9		94,2	2,9		
Ménages	0,1	1,8	0,3	0,6	2,8	0,1	0,13	
Sociétés	0,2	337,7	329,2	1,9	669,0	20,5	5,49	
Autres agents non financiers	0,2	0,7	0,5	0,0	1,4	0,0	0,36	
Investisseurs institutionnels	0,9	1 282,3	1 208,5	15,5	2 507,3	76,9	3,22	
Non-résidents	0,0	51,7	7,0	20,7	79,5	2,4	0,27	
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>								
– Non-résidents								
sur obligations françaises	43,1	453,9	446,6	17,2	960,8			
Résidents sur obligations étrangères	54,8	2 226,4	2 189,5	23,1	4 493,8			
(a) Transactions : souscriptions + achats + ventes + remboursements								
(b) Montant des transactions rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période en pourcentage								
Source et réalisation :	Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 22 décembre 1998				

¹ Le taux de détention, par les non-résidents, des emprunts d'État élaboré par la direction de la Balance des paiements est de 10,3 % à mars 1998 et de 10,8 % à fin juin 1998.

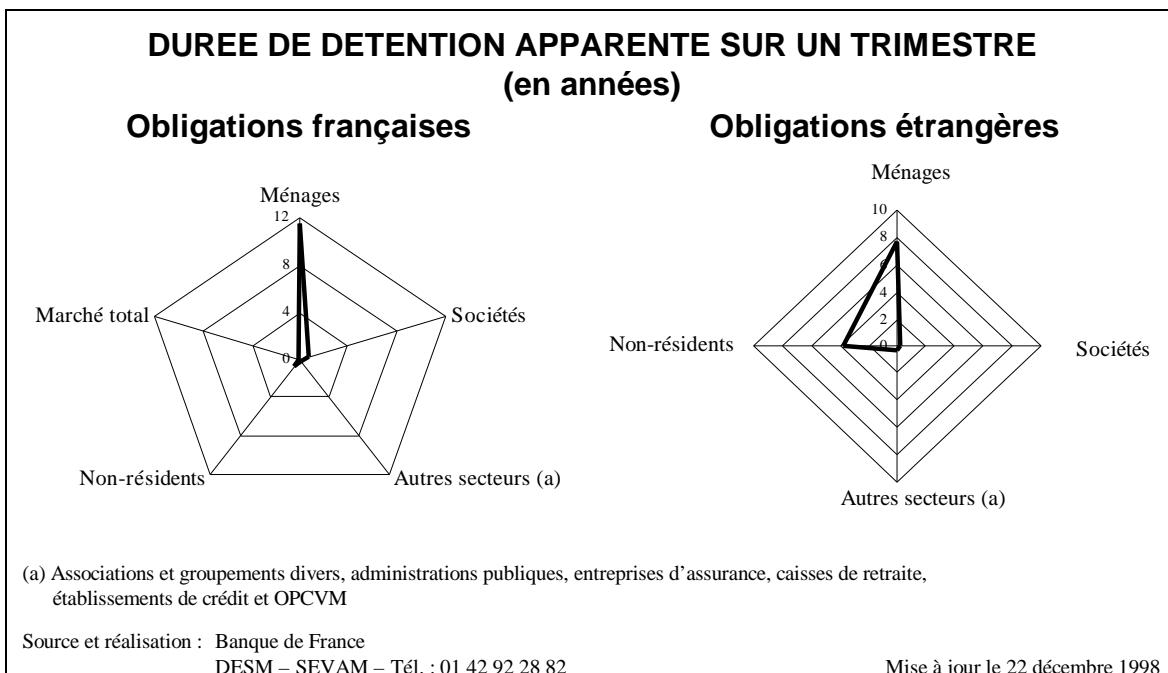
La quasi-totalité des opérations sur obligations françaises (99 %) sont traitées de gré à gré et dénouées dans la filière SLAB ; à l'inverse, 97 % des achats et des ventes sur obligations étrangères passent sur les marchés organisés (filière SBI).

Au deuxième trimestre 1998, les principaux intervenants sur les marchés d'obligations sont les investisseurs institutionnels, qui réalisent respectivement 97 % et 77 % des transactions sur les obligations françaises et étrangères (contre 92 % et 95 % au premier trimestre).

L'écart observé entre le montant des transactions sur obligations françaises réalisées par les non-résidents en balance des paiements et dans l'enquête-titres est dû à la différence de méthode de traitement des cessions temporaires de titres (cf. *supra* : rappel méthodologique).

En revanche, l'origine de l'écart constaté entre les montants des transactions sur obligations étrangères présents en balance des paiements et dans l'enquête-titres est en cours d'examen.

2.2.3. Durée de détention des obligations



La durée de détention apparente des obligations françaises est très courte : 1 mois et demi pour le marché et pour l'enquête-titres.

La durée de détention est bien inférieure à 1 an pour tous les secteurs (sociétés non financières et non-résidents, clients des dépositaires français : 8 mois ; autres secteurs : 1 mois), à l'exception des ménages qui conservent le plus souvent leurs titres jusqu'à maturité (11 ans 7 mois, contre 8 ans dans l'enquête précédente. Le calcul de la durée moyenne établie à partir des flux de l'année et non de ceux de trimestre sera plus fiable et permettra d'atténuer les écarts dans l'avenir).

La durée de détention des obligations étrangères est plus courte que celle des obligations françaises pour les ménages (7 ans 9 mois) et les sociétés (2 mois), mais plus longue pour les non-résidents (3 ans 9 mois) et les « autres secteurs » (3 mois).

2.3. Les titres d'OPCVM

2.3.1. Analyse de la variation d'encours

TITRES D'OPCVM ANALYSE DE LA VARIATION D'ENCOURS						
	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre (b)		
	Mars 1998	Juin 1998	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
Monétaires	816,1	839,0	2,8	0,0	0,7	2,1
Ménages	152,0	143,9	- 5,3	- 4,9	- 0,1	- 0,3
Sociétés	273,2	270,6	- 1,0	- 1,4	0,6	- 0,1
Autres agents non financiers	129,3	124,7	- 3,5	- 6,5	1,1	1,9
Investisseurs institutionnels	253,0	290,3	14,8	8,0	1,1	5,6
Non-résidents	8,6	9,4	9,1	- 3,7	0,5	12,3
Non monétaires	1 640,7	1 736,6	5,8	5,0	3,2	- 2,3
Ménages	659,4	689,5	4,6	2,2	3,1	- 0,7
Sociétés	179,3	169,0	- 5,7	7,5	2,4	- 15,7
Autres agents non financiers	118,5	125,1	5,6	5,6	3,3	- 3,3
Investisseurs institutionnels	652,0	720,4	10,5	7,1	3,5	- 0,1
Non-résidents	31,5	32,6	3,5	3,0	2,4	- 2,0
Étrangers	78,8	89,4	13,5	7,4	- 1,8	7,9
Ménages	26,1	26,1	0,1	2,7	- 2,7	0,1
Sociétés	7,7	7,8	0,9	7,5	- 11,2	4,6
Autres agents non financiers	1,6	1,7	10,9	3,9	0,5	6,4
Investisseurs institutionnels	36,8	47,5	29,2	12,2	1,3	15,7
Non-résidents	6,6	6,3	- 5,7	0,3	- 6,0	0,1
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>						
– Non-résidents sur titres d'OPCVM français	62,1	65,7	5,8	2,7	3,1	
– Résidents sur titres d'OPCVM étrangers	68,9	75,9	10,2	7,0	3,2	
(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période						
(b) Montant de la variation rapporté à l'encours de début du trimestre en pourcentage						
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82				Mise à jour le 22 décembre 1998		

Les portefeuilles en titres d'OPCVM français recensés dans l'enquête ont augmenté de 4,8 %, alors que l'actif net des OPCVM publié par la Commission des opérations de bourse (COB) s'est accru de 3,0 % au cours du deuxième trimestre de l'année 1998 (+ 10,3 % de janvier à mars).

S'agissant des seuls titres d'OPCVM monétaires, les évolutions correspondantes sont respectivement de + 2,8 % dans l'enquête et de + 1,9 %, selon les données de la Commission des opérations de bourse.

Pour les trois catégories d'OPCVM, comme au premier trimestre, les encours augmentent d'une fin de période à l'autre, cet accroissement étant dû pour partie à des acquisitions nettes et à des évolutions de cours positives comparables à celles observées à partir des indices d'Europerformance sur les Sicav françaises.

Au niveau sectoriel, les ménages réalisent des désinvestissements nets en OPCVM monétaires compensés par des achats nets de titres d'OPCVM non monétaires (- 5,3 % et + 4,6 %). Les sociétés ont désinvesti sur les deux catégories de titres (respectivement - 1,0 % et - 5,7 %). Les investisseurs institutionnels et les non-résidents sont en position d'acheteurs nets.

Tous les secteurs, à l'exception des non-résidents, ont accru leurs investissements en titres d'OPCVM étrangers, notamment les investisseurs institutionnels.

2.3.2. Transactions sur les titres d'OPCVM

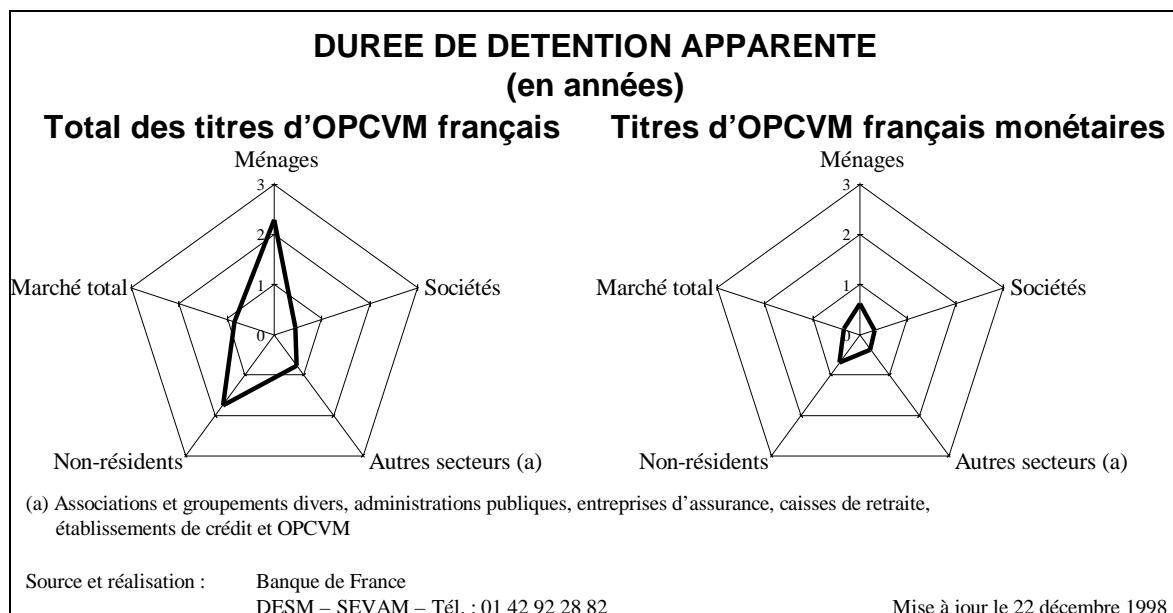
TITRES D'OPCVM VOLUME DES TRANSACTIONS AU DEUXIÈME TRIMESTRE 1998					
<i>(montant en milliards de francs – rotation et structure en pourcentage)</i>					
	Souscriptions	Rachats	Transactions (a)		Taux de rotation des encours (b)
	Montant	Montant	Structure		
Monétaires	1 042,3	1 042,2	2 084,6	100,0	2,5
<i>dont : Filière SBI</i>	1 033,0	1 033,2	2 066,1	99,1	
<i>Filière SLAB</i>	9,3	9,1	18,4	0,9	
Ménages	37,6	45,1	82,6	4,0	0,6
Sociétés	479,7	483,6	963,3	46,2	3,5
Autres agents non financiers	162,7	171,1	333,9	16,0	2,6
Investisseurs institutionnels	356,8	336,5	693,3	33,3	2,6
Non-résidents	5,6	5,9	11,5	0,5	1,3
Non monétaires	383,5	302,2	685,6	100,0	0,4
<i>dont : Filière SBI</i>	382,3	301,9	684,2	99,8	
<i>Filière SLAB</i>	1,2	0,3	1,5	0,2	
Ménages	62,1	48,0	110,1	16,1	0,2
Sociétés	51,9	38,4	90,3	13,2	0,5
Autres agents non financiers	70,6	63,9	134,5	19,6	1,1
Investisseurs institutionnels	194,6	148,5	343,0	50,0	0,5
Non-résidents	4,3	3,4	7,7	1,1	0,2
Étrangers	13,2	7,4	20,6	100,0	0,2
<i>dont : Filière SBI</i>	13,2	7,3	20,6	99,6	
<i>Filière SLAB</i>	0,0	0,0	0,1	0,4	
Ménages	3,2	2,5	5,7	27,7	0,2
Sociétés	2,0	1,4	3,4	16,7	0,4
Autres agents non financiers	0,3	0,2	0,6	2,7	0,3
Investisseurs institutionnels	7,1	2,6	9,8	47,4	0,2
Non-résidents	0,6	0,6	1,1	5,6	0,2
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>					
– Non-résidents sur titres d'OPCVM français	19,3	17,6	36,9		
– Résidents sur titres d'OPCVM étrangers	25,4	20,6	46,0		
(a) Transactions : souscriptions + rachats					
(b) Montant des transactions rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période en pourcentage					
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82				Mise à jour le 22 décembre 1998	

Les titres d'OPCVM ne servent que très rarement de support à des opérations hors marché.

Près de 46 % des transactions sur les titres d'OPCVM monétaires (40 % au premier trimestre) ont été réalisés par les sociétés, alors que ces dernières ne détiennent que 32 % des encours analysés dans l'étude, utilisant ces valeurs comme instrument de trésorerie plutôt que de placement. À l'inverse, les ménages, avec 17,0 % des encours, n'ont participé qu'à 4,0 % des transactions, contre 10,8 % au cours de la période précédente. Les investisseurs institutionnels et les autres agents non financiers ont réalisé un volume de transactions conforme au niveau de leur encours, respectivement 33 % et 16 %.

Des différences sensibles de comportement s'observent également pour les titres d'OPCVM non monétaires. En effet, les ménages détiennent près de 40 % des encours et interviennent dans seulement 16 % des transactions sur ces valeurs. En revanche, les sociétés non financières et les autres agents non financiers réalisent respectivement 13 % et 20 % des transactions, en ne détenant que 10 % et 7 % des encours.

2.3.3. Durée de détention des titres d'OPCVM



Les durées moyennes de détention observées dans l'étude sont relativement proches de celles de la COB pour les titres d'OPCVM monétaires (respectivement 5 mois et 4 mois). Elles diffèrent sensiblement pour les titres d'OPCVM non monétaires (2 ans et demi, contre 3 ans et demi).

Les ménages conservent leurs titres d'OPCVM français de 1 an 10 mois pour les titres monétaires à 6 ans 2 mois pour les titres d'OPCVM non monétaires ; ils utilisent ces valeurs comme un instrument de placement intermédiaire entre le court terme et le long terme.

Le comportement des sociétés apparaît très différent ; le taux de rotation des titres d'OPCVM français est très élevé, puisqu'ils ne sont conservés en moyenne que 5 mois (3 mois pour les titres d'OPCVM monétaires, à peine 2 ans pour les autres titres). Les « autres secteurs » ont un comportement voisin de celui des sociétés pour les titres d'OPCVM monétaires, puisque leur durée de conservation moyenne est de 4 mois.

Les non-résidents clients des dépositaires français, conservent en moyenne les titres d'OPCVM français 2 ans 2 mois (10 mois pour les titres d'OPCVM monétaires).

ANNEXE

COUVERTURE DE L'ENQUÊTE-TITRES		
(en pourcentage)		
	Mars 1998	Juin 1998
PAR RAPPORT À LA CAPITALISATION BOURSIÈRE (PARIS)		
Actions françaises cotées	77,0	76,0
Obligations françaises	84,8	86,7
PAR RAPPORT À L'ACTIF NET DES OPCVM		
Titres d'OPCVM français	74,7	76,1
– OPCVM monétaires	75,4	76,0
– OPCVM non monétaires	74,4	76,1
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82	Mise à jour le 22 décembre 1998	

COMPARAISON DES STATISTIQUES BOURSIÈRES ET DES RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE-TITRES				
(capitalisation en milliards de francs)				
	Capitalisation boursière (a)		Variation (en pourcentage)	Indices (en pourcentage) (b)
	Mars 1998	Juin 1998	Juin 1998/ Mars 1998	Juin 1998/ Mars 1998
Actions françaises cotées	5 186,0	5 742,0	10,7	8,8
Obligations françaises	4 728,9	4 723,0	-0,1	1,7
Titres d'OPCVM français (c)	3 287,9	3 385,2	3,0	–
– OPCVM monétaires	1 082,9	1 103,9	1,9	–
– OPCVM non monétaires	2 205,0	2 281,3	3,5	–
	Transactions Sicovam/COB au 2 ^e trimestre 1998		Transactions enquête-titres au 2 ^e trimestre 1998	
	Filière SBI	Filière SLAB	Filière SBI	Filière SLAB
Actions françaises cotées (d)	1 471,2	4 132,0	483,4	3 079,7
Obligations françaises (d)	369,2	37 896,8	322,7	34 703,8
Titres d'OPCVM français (e)	4 098,2	–	2 750,3	19,9
– OPCVM monétaires	3 473,0	–	2 066,1	18,4
– OPCVM non monétaires	625,2	–	684,2	1,5
(a) Sources : COB – Sicovam				
(b) Indice SBF 250 pour les actions françaises et indice CNO pour les obligations françaises				
(c) Actif net des OPCVM				
(d) Transactions Sicovam				
(e) Transactions COB				
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 22 décembre 1998	

LE COUT DU CREDIT AUX ENTREPRISES

(résultats de l'exploitation de 5 218 déclarations
et portant sur la période du 1^{er} au 14 octobre 1998)

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

ÉVELYNE FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Entre début juillet 1998 et début octobre 1998

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

Les baisses des taux, qui ont concerné les prêts de toute nature tant à court terme qu'à moyen et long terme, se sont étagées de 0,01 point pour les autres crédits à court terme à 0,16 point pour les découverts.

Entre fin juillet 1998 et fin octobre 1998, le taux moyen au jour le jour et le TBB sont restés stables à, respectivement, 3,38 % et 6,55 %. Le TIOP à 1 mois ainsi que le TIOP à 3 mois se sont réduits de 0,01 point.

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

Les variations se sont étagées de +0,11 point pour les découvertes inférieurs à 100 000 francs à -0,83 point pour l'escompte d'un montant inférieur ou égal à 100 000 francs.

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

Les taux moyens des prêts aux entreprises marquent tous des baisses comprises entre 0,24 point pour les autres prêts à court terme et 1,01 point pour les découverts

L'examen par montants fait ressortir une diminution de taux pour toutes les tranches de montant, quelle que soit la nature de crédit retenue, allant de 0,02 point pour les découverts d'un montant compris entre 2 000 000 de francs et 10 000 000 de francs à 1,45 point pour les autres prêts à court terme inférieurs à 100 000 francs.

Sur la même période, le TBB, qui s'élevait à 6,30 % en octobre 1997, a progressé de 0,25 point, à 6,55 %.

Entre fin octobre 1997 et fin octobre 1998, le TIOP à 1 mois a progressé de 0,04 point, tandis que le TIOP à 3 mois a reculé de 0,04 point.

Le TMO s'est réduit de 1,30 point.

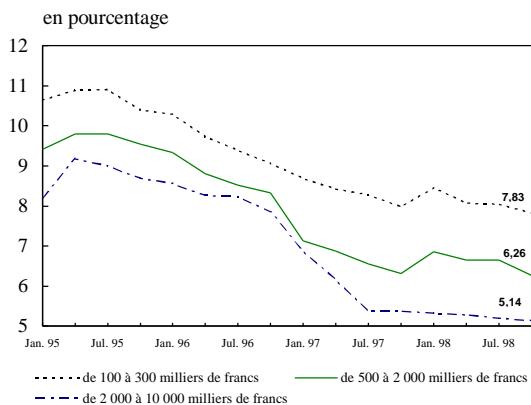
Le taux moyen au jour le jour, quant à lui, a progressé de 0,06 point.

Catégories de crédit	TAUX OBSERVÉS						(en pourcentage)	
	Par tranches de montant en milliers de francs							
	≤ 100	>100 et ≤ 300	> 300 et ≤ 500	> 500 et ≤ 2 000	> 2 000 et ≤ 10 000	> 10 000		
ESCOMPTE								
moyen	7,68	7,83	7,46	6,26	5,14	(4,58)	5,36	
Taux minimum	3,50	3,38	3,53	3,50	3,55	(3,65)		
maximum.....	10,43	10,43	10,43	10,43	10,15	(7,55)		
DECOUVERT								
moyen	9,87	8,51	7,13	6,37	5,16	4,11	4,81	
Taux minimum	3,67	3,97	3,78	3,53	3,62	3,52		
maximum.....	12,56	12,56	12,56	12,56	11,45	5,98		
AUTRES COURT TERME								
moyen	6,21	6,10	6,14	5,23	4,35	3,89	3,99	
Taux minimum	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,49		
maximum.....	10,43	10,05	9,55	9,55	8,50	6,55		
MOYEN ET LONG TERME								
moyen	5,57	5,48	5,31	5,30	4,85	4,33	4,55	
Taux minimum	4,49	4,40	3,90	3,52	3,71	3,49		
maximum.....	8,25	7,70	7,55	7,80	7,23	6,70		

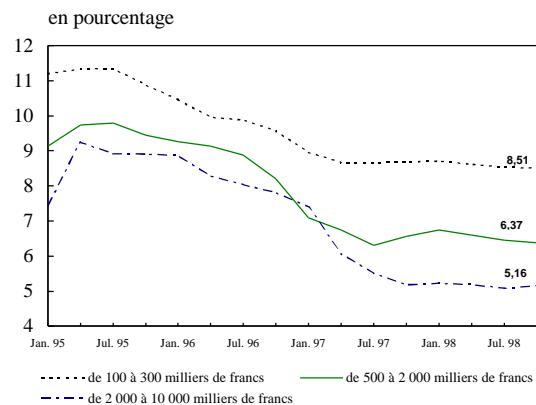
NB : les taux issus de moins de 30 observations sont entre parenthèses.

EVOLUTION DES TAUX OBSERVÉS LORS DES ENQUETES

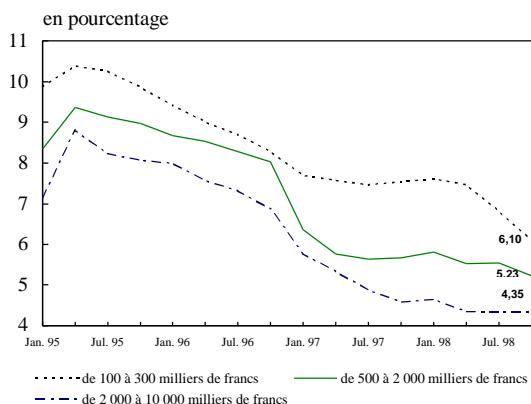
ESCOMPTE



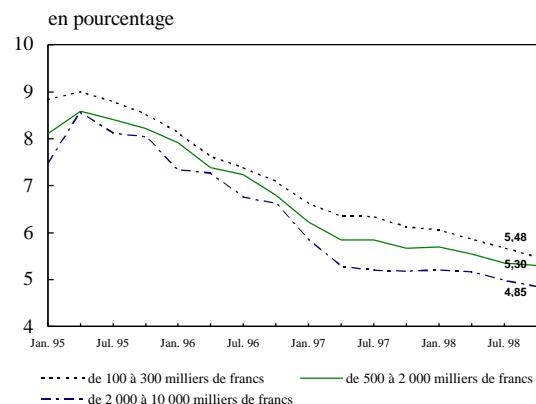
DECOUVERT



AUTRES COURT TERME



CREDITS A MOYEN ET LONG TERME



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

LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN 1998 ET L'ENTRÉE DANS L'EURO LES RÉSULTATS DE 5 ANNÉES D'INDÉPENDANCE

Conférence de presse de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France, à Paris, le 17 décembre 1998

La Banque de France est devenue pleinement indépendante le 1^{er} janvier 1994. Se voir conférer l'indépendance est une marque exceptionnelle de confiance de la part du pays tout entier. C'est pourquoi la question qui se pose en permanence à la Banque, comme à chacun de ses dirigeants, en l'occurrence à chaque membre du Conseil de la politique monétaire et aussi à chacun de ses agents, est : « La Banque de France a-t-elle mérité la confiance qui lui a été faite par le pays ? »

Cette question est rendue encore plus pertinente parce que l'indépendance a été donnée à la Banque, sous la forme de décisions solennelles des institutions politiques de notre démocratie, sur la base d'un accord multipartite qui a été affirmé à quatre reprises. En premier lieu, lorsqu'il a fallu modifier la constitution de la Ve République pour permettre de confier la garde de la monnaie à la Banque. Le Congrès à Versailles en a décidé ainsi en juin 1992, à la majorité des trois cinquièmes, sur la base d'un accord sur ce point entre les grandes sensibilités politiques. En deuxième lieu, en septembre 1992, lors du référendum sur le traité de Maastricht, approuvé par le peuple français, qui prévoit explicitement l'indépendance des banques centrales nationales et de la Banque centrale européenne. En troisième lieu, lors des votes parlementaires de 1993 sur les projets de loi présentés par le Premier ministre, M. Édouard Balladur, avec l'accord du président de la République, M. François Mitterrand.

Une banque centrale indépendante n'est pas sans relation avec les institutions démocratiques du pays. La loi française prévoit explicitement trois relations importantes que l'on retrouve, d'ailleurs, transposées au niveau européen dans le cadre du Système européen de banques centrales. Relation avec le gouvernement qui est invité à participer à chacune des réunions du Conseil de la politique monétaire ; avec le pouvoir législatif qui peut, à tout moment, demander au gouverneur de venir expliquer la politique monétaire devant les Commissions des finances des deux Assemblées ; enfin, relation avec le président de la République auquel il est fait rapport au moins une fois par an ainsi qu'aux présidents du Sénat et de l'Assemblée nationale. C'est ainsi qu'il y a eu, depuis l'indépendance de la Banque centrale en janvier 1994, une trentaine d'auditions environ devant les Commissions des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat.

On affirme parfois qu'il est anormal dans une démocratie que le pouvoir monétaire ait été soustrait à la sphère gouvernementale. On pourrait en dire autant de plusieurs autres institutions ou autorités dont l'indépendance est pourtant considérée aujourd'hui généralement comme concourant au meilleur fonctionnement de la démocratie. Ce qui est remarquable dans notre cas, c'est que notre démocratie politique s'est, précisément, penchée à quatre reprises avec une grande attention sur cette question, et par les voies les plus solennelles — le Congrès à Versailles, le peuple par référendum, le Parlement par les lois du 4 août et du 31 décembre 1993 — et qu'elle l'a tranchée positivement sur la base d'un accord multipartite. Dès lors, puisque l'indépendance a été explicitement voulue par le peuple et par ses représentants, il convient de se poser deux questions.

D'abord, pourquoi en France, comme dans tous les autres pays de l'Union européenne et comme dans la quasi-totalité des pays industrialisés, les banques centrales sont-elles aujourd'hui indépendantes ? Et ensuite, quel est le jugement de l'opinion publique, tant il est vrai que l'action d'une institution indépendante doit, en dernière analyse, être appréciée par l'opinion elle-même ?

À la première question, on peut répondre qu'une monnaie est un instrument d'autant meilleur qu'elle inspire davantage confiance. Dans les économies modernes, la confiance est, en effet, l'une des composantes majeures de l'efficacité. Le fait que la monnaie soit gérée par une institution indépendante est un élément de confiance supplémentaire considérable. Comment mieux illustrer cet argument qu'en citant le gouvernement travailliste qui justifiait ainsi, il y a deux ans, la plus grande indépendance donnée à la Banque d'Angleterre : « Nous allons réformer la Banque d'Angleterre pour permettre à la politique monétaire d'être définie de manière plus efficace, transparente et responsable et donc d'être soustraite aux préoccupations politiques à court terme. »

Par ailleurs, il n'y a aucune contradiction, bien au contraire, entre l'objectif de stabilité des prix qui a été donné à la Banque centrale indépendante et la lutte contre le chômage. C'est que la stabilité des prix, en préservant ou en renforçant le pouvoir d'achat de tous les citoyens et, en particulier, des plus démunis, crée des conditions favorables à la création d'emplois et à la lutte contre le chômage. D'abord, la faible inflation préserve ou renforce la compétitivité des entreprises, ce qui est bon pour leur pénétration commerciale en France, en Europe et dans le monde, donc pour la croissance, l'emploi, la lutte contre le chômage. Ensuite, une monnaie qui garde sa valeur inspire confiance aux épargnants nationaux, européens et mondiaux. Elle obtient donc, grâce à l'élimination des primes de risque, des taux d'intérêt de marché relativement bas qui constituent un environnement favorable à la croissance, à la création d'emplois et à la lutte contre le chômage.

Quant à la question sur l'appréciation portée par l'opinion publique sur notre action, les enquêtes d'opinion sont révélatrices. La Banque de France a demandé à la SOFRES de retracer l'état de l'opinion française. Les résultats de ces enquêtes sont jointes au dossier qui va vous être remis. J'insisterai simplement sur deux points.

D'abord, sur le caractère multipartite du soutien à la politique monétaire poursuivie par le Conseil de la politique monétaire qui s'est affirmé au fil des années. Il y a approximativement trois fois plus de Françaises et de Français qui approuvent que de concitoyens qui désapprouvent la politique monétaire. Cette même proportion se retrouve aussi bien à gauche qu'à droite : 63 % d'approbation, contre 20 % de désapprobation, à gauche ; 66 %, contre 18 %, à droite.

Ensuite, sur le fait que le même accord se retrouve dans la « confiance dans la Banque de France, membre du Système européen de banques centrales ». Il y a cinq fois plus de Français qui font confiance à la Banque que de Français qui ne lui font pas confiance et la même proportion se retrouve approximativement tant à gauche (78 %, contre 14 %) qu'à droite (83 %, contre 11 %). Rien ne pouvait être plus réconfortant pour la Banque centrale française, appelée à participer pleinement à partir du 1^{er} janvier 1999 à l'équipe monétaire d'Europe, que cette ratification — par la majorité des Français — de l'indépendance donnée, il y a cinq ans, après accord des grandes sensibilités politiques de notre pays.

1. Les résultats monétaires obtenus par notre pays ont été déterminants

Les résultats obtenus par la France au cours des dernières années dans les domaines monétaire et financier, dans le domaine de l'inflation et de la compétitivité-coût de l'économie, ont été parfois méconnus. Quatre résultats particulièrement remarquables doivent être soulignés.

En premier lieu, le fait que le franc soit parvenu au meilleur niveau de confiance, de crédibilité et de stabilité au sein de l'Union européenne est attesté par le constat suivant : depuis douze ans, *le franc est stable* dans le mécanisme de change européen, et nos taux d'intérêt à court terme se situent aujourd'hui au plus bas niveau de l'Union.

Les progrès réalisés par notre pays en ce domaine sont extrêmement impressionnants.

Si de nombreuses suggestions ont été adressées à la Banque de France en matière de taux d'intérêt à court terme au cours des cinq dernières années, personne n'aurait osé faire au Conseil de la politique monétaire la recommandation suivante : « C'est simple : nous vous demandons d'avoir les taux courts les plus bas de l'Union européenne et les troisièmes plus bas du monde, après les taux suisse et japonais ! » Ce conseiller aurait probablement eu peur d'apparaître chimérique ! C'est pourtant le résultat auquel nous sommes parvenus.

En deuxième lieu, la crédibilité de long terme du franc a été également attestée par le fait que nos taux d'intérêt à long terme (10 ans) se situent également au plus bas niveau de l'Union européenne et au troisième plus bas niveau mondial.

Les épargnants français, européens et mondiaux choisissent en permanence entre les différents placements possibles dans toutes les monnaies du monde. S'ils craignent de perdre de l'argent sur le capital qu'ils investissent, ils demandent des taux d'intérêt plus élevés. Au contraire, s'ils sont rassurés sur la solidité de long terme de la monnaie concernée, ils se contenteront de taux d'intérêt plus bas. En ce sens, le bon niveau de nos taux à long terme est la mesure de nos progrès dans le domaine de la crédibilité monétaire. La baisse des taux français à 10 ans a été de l'ordre de 180 points de base entre janvier 1994 et décembre 1998 et de 400 points de base entre octobre 1995 et la fin de l'année 1998. Deux éléments méritent tout particulièrement d'être soulignés.

D'une part, lorsque les calculs relatifs aux critères du traité de Maastricht ont été effectués pour permettre aux chefs d'État et de gouvernement de prendre, en mai dernier, leur décision sur la liste des pays membres de l'euro, la France avait — avec les Pays-Bas — la plus basse référence pour les taux à long terme de l'Union européenne et nos taux ont été retenus parmi les trois meilleurs pour vérifier si les autres taux satisfaisaient à ce critère.

D'autre part, le fait que les taux longs du franc soient situés en dessous des taux à long terme du dollar, depuis 1996, est également remarquable : il faut remonter 78 ans en arrière, en 1920, pour retrouver une période pendant laquelle nos taux à long terme ont été, comme aujourd'hui, inférieurs à ceux du dollar.

En troisième lieu, notre compétitivité, mesurée par les coûts, a été préservée ou renforcée, comme en témoignent les évolutions des coûts unitaires de production, aussi bien vis-à-vis des pays membres du mécanisme de change européen, que de l'Union européenne ou que de l'ensemble des économies membres de l'OCDE. Cette bonne situation n'a pas été significativement remise en cause par les évolutions récentes des changes internationaux : l'amélioration de la compétitivité des entreprises françaises, mesurée par les coûts unitaires de production par rapport à la moyenne de l'année 1986, s'élève à 15 % dans le mécanisme de change, 14 % dans l'Union européenne et 10 % au sein de l'OCDE. Il est, en particulier, remarquable que dans le marché unique de l'Union européenne, qui est notre grand marché naturel, nous soyons aujourd'hui dans une situation meilleure qu'en août 1992, avant les dépréciations de la livre sterling, de la lire et de la peseta.

Les résultats externes de notre économie en 1997, année de croissance relativement soutenue, témoignent de notre compétitivité en matière de coûts : nous avions en 1997 le deuxième plus important surplus mondial de la balance des paiements courants. Le même phénomène se retrouvera en 1998. La croissance française, de l'ordre de 3 % en volume pour 1998, s'accompagnera d'un excédent de la balance des paiements courants qui pourrait être à nouveau le deuxième plus important dans le monde.

En quatrième lieu, le Conseil de la politique monétaire a contribué, dans la mesure de ses responsabilités, et conformément aux orientations retenues sur le plan international par le président de la République et le gouvernement, à la qualification de notre pays pour entrer dans la monnaie unique. La Banque de France était responsable, directement ou indirectement, de trois des cinq critères quantitatifs de convergence du traité de Maastricht : le bas niveau de l'inflation, la stabilité de la monnaie, le bas niveau des taux d'intérêt à long terme. Dans ces trois domaines, les résultats qu'elle a obtenus ont permis à notre pays d'être parmi les trois meilleurs, le qualifiant ainsi pour être au cœur du processus de constitution de la monnaie unique.

Ces bons résultats ne signifient en aucune manière que tout va pour le mieux dans notre économie. Notre économie a encore de nombreuses faiblesses qui se traduisent par un chômage anormalement élevé, comme dans tous les autres grands pays d'Europe continentale, bien que la politique monétaire ait contribué, dans toute la mesure du possible, à consolider un environnement plus favorable à la création d'emplois. Mais l'importance du chômage en Europe continentale est due essentiellement à des rigidités structurelles qu'il faut corriger.

2. Une politique monétaire efficace est une condition nécessaire du succès économique, ce n'est pas une condition suffisante

Avec de bas taux d'intérêt de marché, un bon niveau de compétitivité attesté par des exportations dynamiques et un très important excédent de notre balance des paiements courants, notre économie dispose actuellement au sein de l'Union européenne unifiée de conditions monétaires, financières et de compétitivité favorables.

Ces conditions sont des conditions nécessaires. Ce ne sont pas à elles seules des conditions suffisantes. Les banques centrales ne « commandent » ni la croissance ni la création d'emplois. Celles-ci sont le résultat du travail des hommes et des femmes, de l'efficacité des employés, des ouvriers, des ingénieurs, mais aussi de la créativité, de la capacité d'innovation des entreprises et de l'imagination et de la compétence des entrepreneurs. Nous avons, dans tous ces domaines, de grands atouts.

Mais en outre, la création d'emplois et la lutte contre le chômage dépendent très largement des stratégies et des réformes structurelles qui devraient permettre de réduire les frais généraux de l'économie, de libérer les initiatives, d'assouplir le fonctionnement du marché du travail et, d'une manière générale, de favoriser l'émergence des activités ainsi que leur croissance sur notre territoire : l'OCDE, le FMI, estiment que 75 % à 80 % du chômage en France et dans les grands pays voisins est structurel, c'est-à-dire qu'il est suscité et rendu permanent par nos propres règles.

Le Conseil de la politique monétaire appelle plus particulièrement l'attention sur deux règles de l'économie de marché qui ont été reconnues et adoptées tant par notre pays et par les pays membres de l'Union européenne que par l'ensemble des pays industrialisés :

– les Français et les étrangers placent librement leur épargne. Ils choisissent librement les biens et les services qu'ils consomment en fonction de leur appréciation du rapport qualité/prix. Ce sont les consommateurs qui décident de donner du travail, donc des emplois, à telle entreprise plutôt qu'à telle autre ;

– les entreprises françaises et étrangères ont le droit d'investir librement où elles veulent, en France ou à l'étranger. Ce sont donc les entreprises qui décident de localiser, ici ou là, les emplois qui sont suscités par la demande des consommateurs.

Ces règles sont incontournables, à moins de revenir sur le libre choix des consommateurs et des épargnans et de contrôler à nouveau administrativement les investissements, ce que personne ne saurait imaginer.

En résumé, une création aussi active que possible d'emplois exige que l'on attire les consommateurs grâce à la qualité et aux prix des biens et services produits en France et que l'on attire les investisseurs pour qu'ils produisent, dans notre pays, ces biens et ces services compétitifs.

Les recommandations que le Conseil de la politique monétaire a formulées avec constance au cours des cinq années d'indépendance de la Banque de France s'inscrivent dans cette perspective.

1. La *réduction de la dépense publique*, qui, selon l'OCDE, représentait dans notre pays 54,1 % du PIB en 1997 — ce qui est beaucoup trop élevé —, permettrait de réduire les frais généraux de l'économie, donc d'améliorer le rapport qualité/prix de ses productions de biens et services d'aujourd'hui et de créer un environnement plus favorable à l'investissement des entreprises en France, à la création et au développement d'activités nouvelles. C'est la condition préalable à la diminution nécessaire des prélèvements publics.

2. La *réduction des déficits publics*, qui implique la réduction de la dépense publique, permet de créer un environnement plus favorable pour le financement des investissements du secteur productif. C'est la raison pour laquelle, des deux côtés de l'Atlantique, il y a désormais *consensus* pour recommander un budget équilibré, ou proche de l'équilibre, en période normale. C'est ce que recommandent tant le Pacte de stabilité et de croissance européen que l'accord bipartite aux États-Unis.

3. La *modération dans les évolutions de revenus et de coûts*, le maintien de nos coûts unitaires de production à un niveau aussi compétitif que possible, sont essentiels, non seulement pour la préservation d'un bas niveau d'inflation, mais aussi pour que les consommateurs bénéficient de bons rapports qualité/prix, que les investisseurs continuent d'investir sur notre sol et, par conséquent, que la création d'emplois y soit aussi dynamique que possible.

Pour le Conseil de la politique monétaire, aujourd’hui comme hier, toute réforme envisagée doit être jugée en fonction de son incidence sur l’évolution des coûts unitaires de production : si ces derniers augmentent du fait de telle ou telle réforme, celle-ci risque de se traduire globalement, non par des créations d’emplois, mais par des destructions d’emplois. Cela vaut pour toutes les catégories d’emplois. C’est encore plus vrai pour les emplois non qualifiés, catégorie pour laquelle les coûts du travail pour les entreprises, charges sociales comprises, plus élevés que dans la plupart des économies comparables, sont en France une cause spécifique du chômage.

3. Les conditions pour un plein succès de l’euro

Jusqu’à une période récente, nombreux étaient ceux qui contestaient le réalisme du projet de création de l’euro. Nombreux étaient aussi ceux qui en soulignaient ce qu’ils considéraient comme des défauts de construction : par exemple, l’impossibilité de doser de manière convenable les politiques monétaire et budgétaire (*le policy-mix*) en l’absence d’un budget de l’Union européenne d’une taille importante, comme c’est le cas dans les fédérations politiques ; l’impossibilité de résister à des « chocs asymétriques » (c'est-à-dire à des difficultés frappant l’économie d’un pays membre de l’Union et pas les autres) ; l’insuffisance de la flexibilité et de la mobilité réelle du travail dans l’ensemble des pays européens, etc. La conclusion était que l’euro ne se ferait pas. Ces critiques ont été démenties par les faits. Il y a néanmoins un bon usage à en faire aujourd’hui. Elle dessinent les contours de ce qui reste, pour nous, la question la plus importante : quelles sont les conditions à remplir, dans une perspective à moyen terme, pour une pleine réussite de l’euro ? On peut en souligner cinq.

En premier lieu, le sérieux et la crédibilité de la politique monétaire garantis par l’indépendance du Système européen de banques centrales, scellée par le traité de Maastricht et appuyée sur l’indépendance de chacune des banques centrales nationales. Pour être un bon instrument monétaire, et pour que les taux de marché à moyen et à long termes soient bas, l’euro doit inspirer confiance aussi bien aux 290 millions d’Européens de la zone euro qu’aux non-Européens. Il doit être un instrument de conservation de la valeur comme l’étaient les meilleures monnaies européennes et, parmi celles-ci, le franc et le deutschemark. La satisfaction de cette première condition sera facilitée, le Traité offrant, pour la Banque centrale européenne, une garantie d’indépendance exceptionnelle, puisqu’il ne peut être modifié qu’avec l’accord de tous les États signataires.

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

En troisième lieu, l’engagement résolu dans toute l’Europe de réformes structurelles. L’Europe continentale connaît un chômage de masse très anormalement élevé, même si le taux de chômage diminue fort heureusement dans la plupart des économies concernées sur la période récente. Ce chômage, on l’a vu, est largement d’origine structurelle, c'est-à-dire qu'il est créé par nos propres règles et règlements. Avec la même politique monétaire, les taux de chômage sont de 11,6 % en France et 3,9 % aux Pays-Bas. Certains observateurs extérieurs reprochaient, encore tout récemment, aux Européens de faire l’euro, alors qu’il eût été plus important, selon eux, de mener à bien, d’abord, les réformes structurelles indispensables à une création plus active d’emplois. Ces critiques avaient tort sur l’inopportunité de l’euro, mais ils avaient raison s’agissant du diagnostic sur les défauts de l’économie européenne. L’euro, loin d’être en contradiction avec les réformes structurelles, sera complémentaire de celles-ci. D’abord, parce qu’il constitue en lui-même une réforme structurelle majeure pour tous les marchés de biens, de services et de capitaux. Ensuite, parce qu’il incite à un renforcement de la coordination entre les politiques structurelles des États membres (fonctionnement du marché du travail, éducation formation, incitations au travail et à la création d’emplois, meilleure efficacité du système de protection sociale) : le Conseil européen de Luxembourg a explicitement mentionné les politiques structurelles au nombre des sujets retenus pour la coordination renforcée. Le Conseil de la politique monétaire a

constamment recommandé et continue de recommander l'engagement résolu des réformes structurelles nécessaires.

En quatrième lieu, l'accent qui doit être mis par les politiques économiques européennes sur la compétitivité. Avant l'euro, souvent, la politique économique nécessitait une surveillance étroite de la balance commerciale, de la balance des paiements, des marchés de change et des marchés de taux. Des indications permanentes étaient ainsi données aux gouvernements sur les conséquences heureuses ou malheureuses de leurs décisions. Ces indicateurs étaient sensibles, multiples, très réactifs. Avec l'euro, ces indicateurs disparaissent, pour la plupart, au niveau national. Ils demeureront, naturellement, au niveau de la zone euro dans son ensemble. D'où l'importance des dispositions du Traité sur la coordination des politiques budgétaires et des politiques économiques. Mais les règles de l'économie de marché continueront à s'appliquer à chaque État membre de l'Union. Au niveau de chaque économie nationale, il faudra donc que les autorités économiques soient encore plus vigilantes qu'auparavant sur les indicateurs de compétitivité : évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre, environnement réglementaire et fiscal, et plus généralement environnement favorable au dynamisme des entreprises. En effet, les évolutions négatives de ces indicateurs ne seront plus sanctionnées rapidement par la détérioration des comptes externes ou les évolutions défavorables des marchés de change et de taux. Des erreurs de politique économique seraient donc, le cas échéant, sanctionnées d'une façon plus lente, plus insidieuse et plus durable par la montée du chômage et la faiblesse de la croissance.

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

Le succès de la monnaie unique sera nécessairement le succès d'une équipe au sein de laquelle le rôle de chaque institution partenaire sera très important. En France, dans le cadre du Système européen de banques centrales décentralisé qui a été mis en place par le traité de Maastricht, la Banque de France contribuera de manière aussi décisive que possible à la réussite de la monnaie unique.

En particulier, le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France veillera, comme les Conseils homologues des autres banques centrales, à ce que les décisions de politique monétaire prises au niveau du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne soient préparées au mieux. De la même manière, il contribuera, pour sa part, à la mise en œuvre de la politique monétaire dans des conditions techniques parfaites.

Au-delà de la préparation et de la mise en œuvre de la politique monétaire, le commentaire et l'explication revêtent, dans une démocratie d'opinion, une particulière importance. Cette fonction d'explication et de mise en perspective de la politique monétaire sera d'autant plus décisive pour le succès de l'euro que les décisions seront prises en tenant compte de la situation monétaire, financière et économique d'un ensemble de 290 millions d'hommes et de femmes, au-delà des 60 millions de Français. Le Conseil de la politique monétaire continuera donc d'exercer un rôle pédagogique très actif partout en France, poursuivant la mission engagée, il y a cinq ans, par chacun des membres du Conseil, dans toutes les régions françaises.

Enfin, la confiance exceptionnelle que notre pays a bien voulu faire à la Banque de France lui donne beaucoup d'autres responsabilités que celles relatives à la politique monétaire, aux moyens et aux systèmes de paiement, à la détention et à la gestion des réserves de change. Au-delà de ces trois fonctions confiées au Système européen de banques centrales par le traité de Maastricht, le Conseil général de la Banque de France veillera à ce que toutes nos autres responsabilités, sans exception, soient bien assurées, le meilleur service devant être rendu au moindre coût pour la collectivité, de sorte que nous puissions continuer à mériter pleinement la confiance que nos concitoyens font à la Banque de France et à ses agents.

ADOPTION DU TAUX DE CONVERSION IRREVOCABLE ENTRE L'EURO ET LE FRANC FRANÇAIS LE 31 DÉCEMBRE 1998

Communiqué de presse de la Banque de France, en date du 31 décembre 1998

Conformément à l'article 109L, paragraphe 4 du traité sur l'Union européenne, le Conseil de l'Union européenne, 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, a arrêté, ce jour, les taux de conversion irrévocables entre l'euro et les monnaies des pays participant à l'Union monétaire à compter du 1^{er} janvier 1999.

Le taux de conversion irrévocabile de l'euro contre francs a ainsi été fixé à :

1 euro = 6,55957 francs

Le règlement du Conseil arrêtant les taux de conversion irrévocables de l'euro sera applicable à compter du 1^{er} janvier 1999 à 0 h 00.

ÉCHANGE DES BILLETS DE LA ZONE EURO

Communiqué de presse de la Banque de France, en date du 31 décembre 1998

Comme les autres banques centrales nationales de la zone euro, la Banque de France s'est engagée à assurer, à compter du 4 janvier 1999, l'échange, au taux officiel de conversion fixé le 31 décembre 1998, en un lieu au moins, des billets des dix autres pays de la zone euro ayant cours légal.

La Banque a choisi l'option la plus large en décidant d'accepter l'acquisition à titre gratuit de ces billets dans ses 211 implantations.

Ce service gratuit sera assuré le matin dans les succursales de province et sur l'ensemble des heures d'ouverture au public dans les succursales de Paris et au siège.

TAUX DE CONVERSION DE L'EURO

Communiqué de presse de la Banque de France, en date du 3 janvier 1999

Le 31 décembre 1998 à 13 h 30, le Conseil de l'Union européenne a arrêté, sur proposition de la Commission et après consultation de la Banque centrale européenne, les taux de conversion irrévocables entre l'euro et les monnaies des onze pays participant à l'Union monétaire à partir du 1^{er} janvier 1999.

Cette décision a permis à l'ensemble des acteurs de la place de Paris de mettre en œuvre, dès le 31 décembre après-midi, le plan de basculement à l'euro de leurs systèmes et applications.

Les informations disponibles au 3 janvier à 16 h 00 indiquent, pour l'ensemble de la place de Paris, un état d'avancement des travaux entièrement conforme aux plannings initiaux.

C'est notamment le cas de la Banque de France qui, en tant que participant/gestionnaire de systèmes de paiement, autorité de surveillance des marchés et membre du Système européen de banques centrales (SEBC), est au cœur des opérations de basculement.

Après avoir procédé à l'arrêté des comptes au 31 décembre 1998, les équipes de la Banque ont engagé, le 1^{er} janvier 1999, les opérations de migration vers l'euro des données et des systèmes comptables et informatiques. Cette phase s'est achevée le 2 janvier en milieu d'après-midi.

Dans cette situation de pré-ouverture, la journée du 3 janvier est consacrée à d'ultimes tests d'opérations et de connexions pour préparer le démarrage de la politique monétaire et de change en euros et l'interconnexion des systèmes de paiement au plan national et au plan européen (*Target*) le 4 janvier.

La Banque de France, tout en constatant l'excellent déroulement des opérations de basculement, appelle l'ensemble des acteurs de la place de Paris à rester mobilisés et vigilants, afin d'assurer dans les meilleures conditions le démarrage en euros des marchés et systèmes le 4 janvier au matin.

SUPPRESSION DU COURS LEGAL DU BILLET DE 100 FRANCS « DELACROIX »

Communiqué de presse de la Banque de France, en date du 12 janvier 1999

Sur proposition du Conseil général de la Banque de France, le décret ministériel n° 99-15 du 11 janvier 1999 supprime le cours légal du billet de 100 francs « Delacroix » à partir du 1^{er} février 1999.

À compter de cette date, les particuliers, les commerçants et les entreprises publiques ou privées ne seront plus tenus d'accepter ces billets en paiement.

Cependant, les billets de 100 francs « Delacroix » pourront continuer à être échangés librement auprès de la Banque de France pendant une période de 10 ans, c'est-à-dire jusqu'au 31 janvier 2009.

Pour faciliter l'opération de retrait de ces billets, la Banque de France demandera aux établissements bancaires et assimilés d'accepter de les reprendre à leur clientèle pendant la même période.

ACHÈVEMENT DES TESTS TARGET

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, en date du 17 décembre 1998

Le 16 décembre 1998, *Target* a achevé son programme de tests. Les tests des quinze systèmes de règlement brut en temps réel (RTGS) et du mécanisme de paiement de la BCE (EPM) ont débuté en juin 1997. *Target* démarrera comme prévu le 4 janvier 1999 à 7 h 00 du matin (heure Europe centrale).

Les tests *Target* ont été conçus et effectués afin de vérifier que les spécifications techniques ont été correctement prises en compte, conformément aux prescriptions figurant dans le document *TARGET service level* publié en juillet 1998.

La Banque centrale européenne et les banques centrales nationales souhaitent saisir cette occasion pour remercier les très nombreux établissements de crédit qui ont participé aux tests *Target* au cours de ces derniers mois. Leur participation active, ainsi que les commentaires qui ont suivi, ont grandement contribué aux préparatifs et aux dernières mises au point. Nous voudrions tout particulièrement remercier ceux qui ont participé aux tests de volumétrie qui se sont déroulés le 28 novembre dernier lorsque près de 100 000 paiements ont été échangés durant les heures d'ouverture normales de *Target*.

La Banque centrale européenne et les banques centrales nationales sont maintenant en mesure d'offrir au secteur bancaire, dès le début de la phase III de l'UEM, un système de paiement en euros efficace et répondant aux besoins des participants.

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>

DÉCLARATION INTRODUCTIVE DU PRÉSIDENT DE LA BCE SUITE À LA RÉUNION DU CONSEIL DES GOUVERNEURS, LE 22 DÉCEMBRE 1998

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, publié le 22 décembre 1998

Mesdames et messieurs, le vice-président et moi-même sommes ici aujourd'hui pour vous faire part des résultats de la réunion du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue ce jour, à l'occasion de laquelle nous avons mis la dernière main à un certain nombre de questions de nature assez technique ou juridique dans la perspective imminente du « Week-end de passage à l'euro ».

Permettez-moi tout d'abord d'évoquer les discussions du Conseil des gouverneurs sur les *récentes évolutions économiques, monétaires et financières, ainsi que les décisions prises aujourd'hui par le Conseil des gouverneurs dans le domaine de la politique monétaire*.

À compter du 1^{er} janvier 1999, le SEBC assumera la responsabilité de la définition et de la mise en œuvre de la politique monétaire unique de la zone euro. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a estimé qu'il convenait d'annoncer à l'avance les taux d'intérêt qui s'appliqueront aux instruments de politique monétaire du SEBC dès le début de la phase III. Cette annonce devrait faire disparaître toutes les incertitudes qui pourraient subsister quant à l'orientation de la politique monétaire du SEBC et contribuer à assurer un passage sans heurt à la phase III de l'Union économique et monétaire.

Comme vous en avez déjà été informés, les *décisions suivantes* ont été adoptées.

– Premièrement, le Conseil des gouverneurs a décidé d'effectuer la première opération principale de refinancement du SEBC par voie d'appel d'offres à taux fixe et de fixer à 3 % le taux d'intérêt pour cette opération, niveau correspondant à celui des taux directeurs des banques centrales en vigueur à la fin de la phase II. Cette opération démarrera le 4 janvier 1999, la décision relative à la répartition des montants alloués sera prise le 5 janvier 1999 et le règlement interviendra le 7 janvier 1999. La première opération de refinancement à plus long terme sera annoncée le 12 janvier. Le Conseil des gouverneurs a décidé dès aujourd'hui qu'elle sera effectuée par voie d'appel d'offres à taux variable en utilisant une procédure d'adjudication à taux unique.

– Deuxièmement, s'agissant des taux d'intérêt applicables aux facilités permanentes du SEBC, qui sont conçus pour délimiter le corridor d'évolution des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal sera fixé à un niveau de 4,5 % et celui de la facilité de dépôt à un niveau de 2 %. Ce sont là les taux des facilités permanentes du SEBC qui seront en vigueur au début de la phase III, c'est-à-dire le 1^{er} janvier 1999.

– Troisièmement, cependant, à titre de *mesure transitoire*, entre le 4 et le 21 janvier 1999, le taux d'intérêt sur la facilité de prêt marginal sera fixé à un niveau de 3,25 % et le taux d'intérêt de la facilité de dépôt à un niveau de 2,75 %. L'étroitesse exceptionnelle du corridor formé par la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt, soit 50 points de base, a pour objet de faciliter l'adaptation des acteurs du marché au marché monétaire intégré de l'euro durant les premiers jours de l'Union monétaire. Il n'est pas souhaitable de maintenir un corridor aussi étroit au-delà du court terme car, ce faisant, il empêcherait le développement d'un marché monétaire efficient pour la zone euro. Dès lors, le Conseil des gouverneurs a l'intention de mettre un terme à cette mesure transitoire à l'issue de sa réunion du 21 janvier 1999. En résumé, je souhaiterais à présent vous fournir des *explications* relatives à ces décisions. Je commencerai par évoquer les questions touchant à l'étroitesse du corridor avant d'aborder le niveau des taux d'intérêt.

En ce qui concerne les taux d'intérêt des *facilités permanentes* du SEBC, qui doivent former un corridor pour l'évolution des taux d'intérêt du marché monétaire à court terme, le Conseil des gouverneurs a été amené à prendre en considération deux aspects. Premièrement, il lui fallait indiquer clairement ses intentions en matière de politique monétaire. Il les a exprimées en fixant à 4,50 % le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et à 2,0 % celui de la facilité de dépôt pour le début de la phase III. Le corridor impari à l'évolution des taux d'intérêt à court terme présente donc une asymétrie vers la borne supérieure. Il était également nécessaire de déterminer ces taux pour assurer la succession des taux d'intérêt officiels des banques centrales nationales, qui servaient auparavant de taux de référence dans les législations et contrats de certains États membres. Deuxièmement, en revanche, le Conseil des gouverneurs a également été conduit à envisager que les intervenants de marché puissent avoir besoin d'un certain temps pour s'adapter au nouvel environnement de la politique monétaire. En principe, il ne devrait pas y avoir d'écart de taux d'intérêt à court terme entre pays dans la phase III, car les arbitrages au sein de la zone euro devraient pouvoir les prévenir. Compte tenu, toutefois, des nombreuses nouveautés liées au passage à la monnaie unique, il est difficile de prévoir si le marché monétaire de la zone euro fonctionnera effectivement d'une manière totalement intégrée dès le tout premier jour de la phase III. C'est la raison pour laquelle le Conseil des gouverneurs a décidé d'utiliser un corridor relativement étroit pour les taux d'intérêt des facilités permanentes du SEBC au cours des trois premières semaines de la phase III, ce mécanisme automatique devant réduire l'amplitude maximum des fluctuations du taux d'intérêt au jour le jour. Aussi avons-nous défini temporairement un corridor limité exceptionnellement à 50 points, le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal étant fixé à 3,25 % et celui de la facilité de dépôt à 2,75 %, cette mesure devant prendre fin le 21 janvier 1999.

Quant à la décision de fixer à 3 % le niveau du taux d'intérêt de la première *opération principale de refinancement* du SEBC, il convient de rappeler que le 3 décembre 1998, dans le cadre d'une décision coordonnée, l'ensemble des banques centrales nationales participant à la politique monétaire unique ont abaissé à 3,0 % leur taux d'intérêt directeur (à l'exception de la Banque d'Italie, qui a ramené le taux d'escompte à 3,5 %). Comme la BCE l'avait alors expliqué, cette réduction concertée devait 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 un avenir prévisible. Cette baisse a été fondée sur le diagnostic commun selon lequel ces réductions de taux d'intérêt sont conformes à l'objectif de maintien de la stabilité des prix sur le moyen terme dans la zone euro. À cet égard, il faut souligner que ce taux de 3 % est historiquement très bas. Il faut y voir une indication claire selon laquelle le SEBC ne souhaite pas donner un nouveau signal d'assouplissement dans l'avenir prévisible.

Lors de la réunion d'aujourd'hui, prenant en compte les dernières données monétaires, financières et économiques, le Conseil des gouverneurs a confirmé ces vues. Dans la situation actuelle, aucun signe n'indique que les rythmes actuels de hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) (1 % environ) pourraient se ralentir de façon significative ni, à l'inverse, s'accélérer pour atteindre des niveaux incompatibles avec la définition de la stabilité des prix arrêtée par le SEBC en octobre 1998.

Permettez-moi de vous présenter un *exposé plus détaillé de notre analyse*.

Les informations provenant des données relatives aux *agrégats monétaires* témoignent d'une évolution relativement harmonieuse de M3 en 1998, qui est compatible avec la poursuite de la stabilité des prix. En particulier, la dernière moyenne mobile sur trois mois du taux de croissance sur un an de M3 s'est établie à quelque 4,5 %. Ce résultat est exactement conforme à la valeur de référence définie par le Conseil des gouverneurs lors de sa dernière réunion.

S'agissant de l'autre pilier de la stratégie de politique monétaire du SEBC, à savoir *l'évaluation fondée sur une large gamme d'indicateurs des perspectives d'évolution des prix et des risques encourus par la stabilité des prix*, divers indicateurs confirment l'appréciation des évolutions des données monétaires. La poursuite du recul des *taux d'intérêt à long terme*, qui ont cédé près de 20 points de base depuis la fin novembre, pour s'établir à 3,9 % au 21 décembre, ainsi que le déplacement vers le bas de la *courbe des rendements*, peuvent être considérés comme le signe que les marchés anticipent le maintien d'un environnement de stabilité des prix. Du point de vue du Conseil des gouverneurs, le fait que les intervenants des marchés de capitaux sont, semble-t-il, préparés à attribuer une prime de crédibilité à notre politique monétaire axée sur la stabilité dès avant ses débuts officiels est un signal encourageant.

Dans la situation présente, les perspectives économiques de la zone euro sont toujours très influencées par les incertitudes qui planent sur l'évolution de l'*économie mondiale* en 1999. Ces incertitudes ont exercé une incidence négative sur la *confiance dans le secteur des entreprises* de la zone euro et ont nourri des anticipations de ralentissement de l'activité économique à court terme. Très récemment, une première estimation de la *croissance du PIB réel* dans la zone euro au troisième trimestre 1998 a été publiée par Eurostat, suggérant un taux de croissance de 2,4 % par rapport au troisième trimestre 1997. Ce résultat serait inférieur d'un demi-point environ au taux de croissance moyen de 3 % du premier semestre 1998 par rapport au premier semestre 1997. D'autres indicateurs de l'activité réelle ont été contrastés jusqu'en novembre. Alors que *les carnets de commandes et le taux d'utilisation des capacités de production* témoignent d'une appréciation moins optimiste des perspectives de croissance, la *confiance des consommateurs* est demeurée à un niveau élevé et les *ventes au détail* ont continué d'augmenter à un rythme globalement stable jusqu'en septembre, c'est-à-dire le dernier mois pour lequel des données sont disponibles. De même, la baisse du *chômage*, après avoir marqué une pause au cours des mois d'été, s'est poursuivie, le taux de chômage s'établissant à 10,8 % en octobre, contre 10,9 % en septembre. Les facteurs sous-jacents à la faible progression actuelle de l'IPCH comprennent toujours le fléchissement des prix de l'énergie, des mouvements à la baisse des prix à la production, une progression modérée des salaires et de légères baisses des coûts de main-d'œuvre unitaires. Dans l'ensemble, l'environnement global qui vient d'être évoqué ne fait pas apparaître de pressions significatives à la hausse ou à la baisse sur les prix à court terme, comme en témoignent également toutes les prévisions disponibles pour 1999.

Néanmoins, les facteurs *risquant de mettre en danger la stabilité des prix*, agissant à la hausse comme à la baisse, doivent être pris en compte. D'une part, les risques de baisse sont liés à l'environnement mondial et aux répercussions qui peuvent en résulter sur la zone euro, notamment par le biais des prix à l'importation et de nouvelles pressions sur les prix à la production par exemple. Ces évolutions seront suivies attentivement. D'autre part, des tensions salariales imprévues et un assouplissement de la politique budgétaire modifieraient de toute évidence l'environnement général. Par conséquent, nous examinerons minutieusement les résultats des négociations salariales en cours, les orientations de politique budgétaire prévues pour 1999 et pour le moyen terme, ainsi que leur mise en œuvre en vue du respect du Pacte de stabilité et de croissance.

En conclusion, la situation effective, caractérisée par une croissance monétaire compatible avec la persistance de la stabilité des prix et par l'absence de pressions à court terme à la hausse ou à la baisse sur les prix, justifie le maintien de l'orientation actuelle de la politique monétaire, le taux d'intérêt de la BCE ayant été fixé à 3 % pour la facilité principale de refinancement. Comme nous l'avons indiqué dans le communiqué de presse de la BCE du 3 décembre 1998, notre intention est également de maintenir ce taux « dans l'avenir prévisible ». En fait, la politique monétaire en phase III débute avec des taux d'intérêt historiquement très bas.

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. Préparation pour le passage à la monnaie unique

Le 11 décembre 1998, la BCE a publié un communiqué de presse relatif aux questions pratiques du week-end de passage à la monnaie unique ; ce communiqué complétait les informations fournies dans le communiqué de presse publié le 3 novembre 1998. Lors de sa réunion d'aujourd'hui, le Conseil des gouverneurs a fait le point des préparatifs menés à la BCE et dans les banques centrales nationales et a pris note du plan d'action très détaillé dont la coordination a été assurée par le comité spécial « Week-end de passage à l'euro », mis en place en novembre par le Conseil des gouverneurs. Le Conseil des gouverneurs a également pris note des résultats du dernier exercice de simulation en grandeur réelle au cours duquel a été simulé l'ensemble de l'activité opérationnelle du SEBC en utilisant des systèmes et procédures normaux et, en cas de défaillance de ces derniers, des procédures de contournement.

Conformément à l'annonce faite dans le communiqué conjoint en date du 2 mai 1998 par les ministres des États membres adoptant l'euro en tant que monnaie unique, les gouverneurs des banques centrales de ces États membres, la Commission européenne et l'Institut monétaire européen, le Conseil des gouverneurs a une nouvelle fois confirmé aujourd'hui que des techniques de marché appropriées seraient mises en œuvre pour faire en sorte que, le 31 décembre 1998, les taux de change relevés lors de la téléconférence qui se tiendra entre 11 h 00 et 11 h 30 du matin (heure d'Europe centrale), et qui serviront à calculer les taux de change de ce jour de l'écu officiel, soient égaux aux cours pivots bilatéraux du mécanisme de change du Système monétaire européen. Ces cours pivots bilatéraux ont été publiés dans le communiqué conjoint sous forme d'une grille de parités.

La BCE a également été impliquée dans les tests des procédures applicables pour la fixation des taux de conversion irrévocables de l'euro, afin de réduire au minimum le risque de problèmes techniques le 31 décembre 1998. Dans le cadre du processus de fixation de ces taux, le Conseil des gouverneurs — agissant en consultation avec le Conseil général de la BCE — adoptera, lors d'une téléconférence spéciale, son avis conforme sur une proposition de la Commission européenne ; le président de la BCE le présentera personnellement à la session du Conseil de l'Union européenne réuni spécialement à cette occasion à Bruxelles, le 31 décembre 1998 en début d'après-midi. La BCE et les banques centrales nationales de l'Union européenne participeront à la diffusion des informations sur les taux de conversion irrévocables de l'euro en les publiant sur leurs sites Internet respectifs. Parallèlement, la BCE enverra un message SWIFT à l'ensemble de la communauté bancaire dans le monde pour confirmer les taux des onze monnaies concernées vis-à-vis de l'euro.

Le Conseil des gouverneurs est convenu que la BCE basculera entièrement à l'euro à compter du 1^{er} janvier 1999. Le personnel de la BCE sera par conséquent rémunéré en euros avec effet à cette date.

2. Eonia

Le Conseil des gouverneurs a fait le point sur les derniers préparatifs en vue du calcul du taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'euro (*Euro OverNight Indexed Average*), ou Eonia. Il sera calculé à partir de données fournies par un panel de banques de l'Union européenne.

L'Eonia sera publié quotidiennement à partir du lundi 4 janvier 1999.

3. Pouvoirs de la BCE en matière d'émission des billets de banque nationaux

À compter du début de la phase III, le 1^{er} janvier 1999, les billets et pièces libellés dans les monnaies nationales des onze pays membres participants deviendront des subdivisions de l'euro. Bien que la mise en circulation des billets et pièces en euros ne doive pas intervenir avant le 1^{er} janvier 2002, le droit d'autoriser l'émission de billets nationaux et celui d'approuver le volume d'émission des pièces nationales appartiendront au Conseil des gouverneurs de la BCE à compter du 1^{er} janvier 1999.

En ce qui concerne l'émission de billets de banque nationaux pendant les trois années précédant la mise en circulation des billets en euros, le Conseil des gouverneurs est convenu aujourd'hui de mettre au point, avant le printemps 1999, un ensemble de procédures communes que les banques centrales nationales participantes devront appliquer pour demander l'autorisation d'émettre des billets nationaux. De la même manière, les banques centrales nationales seront appelées à soumettre, tous les ans, leurs estimations du volume des pièces nationales à émettre.

4. Logistique du passage à l'euro fiduciaire en 2002

En liaison avec les préparatifs du passage aux billets et aux pièces en euros, le Conseil des gouverneurs a examiné la question de la « préalimentation », c'est-à-dire la distribution de billets et de pièces en euros avant le 1^{er} janvier 2002 auprès de certains groupes ciblés. Une décision définitive sera prise au cours de la première semaine de 1999.

5. Rapport annuel 1998 et premier *Bulletin mensuel* de la BCE

Le Conseil des gouverneurs a décidé que le *Rapport annuel 1998* couvrant les six premiers mois de vie de la BCE et la transition à partir de l'IME sera communiqué aux médias le mardi 15 avril 1999.

Il a été également convenu de rendre public le premier *Bulletin mensuel* le mardi 19 janvier 1999.

6. Accords de swap avec le Système fédéral de réserve et la Banque de Norvège

À l'occasion de l'introduction de l'euro, le 1^{er} janvier 1999, le Conseil des gouverneurs a passé en revue et réaménagé les accords de swap existant entre les banques centrales de la zone euro, d'une part, et le Système fédéral de réserve et la Banque de Norvège, d'autre part. Premièrement, le Conseil des gouverneurs est convenu, conjointement avec le Système fédéral de réserve, que les accords bilatéraux en vigueur entre six banques centrales nationales de la zone euro — c'est-à-dire les Banques centrales de Belgique, d'Allemagne, de France, d'Italie, des Pays-Bas et d'Autriche — et le Système fédéral de réserve deviendront caducs lorsqu'ils arriveront à expiration. Deuxièmement, un nouvel accord de swap passé entre la BCE et la Banque de Norvège se substituera aux accords actuels de swap conclus entre les banques centrales nationales de la zone euro et la Banque de Norvège ; cet accord portera sur un montant de 1 535 millions d'euros et entrera en vigueur le 1^{er} janvier 1999.

7. Budget de la BCE pour 1999

Le Conseil des gouverneurs a approuvé le budget de la BCE pour l'exercice 1999, qui donne le feu vert à la BCE pour le recrutement d'environ 150 personnes supplémentaires (à titre à la fois d'emploi permanent et d'emploi temporaire) nécessaire pour mener à bien les nouvelles activités opérationnelles que la BCE assurera à compter du 1^{er} janvier 1999. Ce recrutement portera le personnel permanent de la BCE à près de 700 agents, plus une cinquantaine de personnes en contrat à durée déterminée.

Nous sommes maintenant à votre disposition pour répondre à toute question.

Banque de France
Direction de la Communication
Service de Presse
48 rue Croix des Petits Champs
75049 PARIS CEDEX 01

Tél. : 01 42 92 39 00 – Télécopie : 01 42 60 36 82
Internet : <http://www.banque-france.fr>

LES TAUX D'INTÉRÊT DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE APPLICABLES AU DÉBUT DE LA PHASE III

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, en date du 22 décembre 1998

Le 1^{er} janvier 1999, le SEBC assumera la responsabilité de la définition et de la mise en œuvre de la politique monétaire unique de la zone euro. Lors de la réunion de ce jour, le Conseil des gouverneurs de la BCE a pris une décision sur les taux d'intérêt qui s'appliqueront aux instruments de politique monétaire du SEBC dès l'entrée en phase III de l'UEM. Les taux d'intérêt de la BCE joueront un rôle clé pour signaler l'orientation de la politique monétaire du SEBC.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a rappelé que le 3 décembre 1998, dans le cadre d'une décision coordonnée, toutes les banques centrales nationales participant à la politique monétaire unique ont abaissé leurs taux d'intérêt directeurs centraux à 3,0 % (à l'exception de la Banque d'Italie, qui a abaissé son taux d'escompte à 3,5 %). Comme cela a été expliqué par la BCE à cette occasion, ces décisions ont été fondées sur un *consensus* auquel est parvenu le Conseil des gouverneurs de la BCE à la suite d'une appréciation commune de la situation économique, monétaire et financière dans la zone euro. La réduction concertée des taux d'intérêt directeurs devait ainsi être considérée *de facto* comme une décision sur le niveau des taux d'intérêt avec lequel le SEBC entamera la phase III et qu'il compte maintenir dans un avenir prévisible.

À cet égard, le Conseil des gouverneurs a décidé aujourd'hui de conduire la première opération principale de refinancement du SEBC sur la base d'un appel d'offres à taux fixe et de fixer le niveau du taux d'intérêt de cette opération à 3 %, en ligne avec les taux directeurs des banques centrales en vigueur à la fin de la phase II.

En ce qui concerne les taux d'intérêt des facilités permanentes du SEBC, qui servent à délimiter le corridor d'évolution des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé que le taux de la facilité de prêt marginal serait fixé à un niveau de 4,5 % et celui de la facilité de dépôt à un niveau de 2,0 %. Ce sont les taux des facilités permanentes du SEBC qui seront en vigueur au démarrage de la phase III, c'est-à-dire le 1^{er} janvier 1999.

Toutefois, à titre de mesure transitoire, entre le 4 janvier 1999 et le 21 janvier 1999, le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal sera fixé à un niveau de 3,25 % et le taux d'intérêt de la facilité de dépôt à un niveau de 2,75 %. Cette mesure vise à faciliter l'adaptation des opérateurs au marché monétaire intégré de l'euro durant les premiers jours de l'Union monétaire. Le Conseil des gouverneurs a l'intention de mettre fin à cette mesure transitoire à l'issue de sa réunion du 21 janvier 1999.

Des indications supplémentaires utiles à la présentation par les contreparties des soumissions à la première opération principale de refinancement seront annoncées le 4 janvier 1999. La décision de répartition de l'opération sera rendue publique le 5 janvier 1999 et le règlement aura lieu le 7 janvier 1999.

La première opération de refinancement à plus long terme sera annoncée le 12 janvier 1999. La décision de répartition de l'opération sera rendue publique le 13 janvier 1999 et le règlement interviendra le 14 janvier 1999. Le Conseil des gouverneurs a décidé aujourd'hui que cette opération sera conduite par voie d'appel d'offres à taux variable en utilisant une procédure d'adjudication à taux unique.

Afin d'aider les participants du marché financier à s'adapter à la nouvelle situation du marché monétaire de l'euro en phase III, des informations techniques supplémentaires concernant les conditions de la liquidité attendues au début de la phase III sont annexées à ce communiqué de presse.

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>

INFORMATION RELATIVE AUX CONDITIONS DE LA LIQUIDITÉ AU DÉBUT DE LA PHASE III

Pour faciliter la gestion des réserves obligatoires des établissements de crédit et le bon fonctionnement du marché interbancaire de la zone euro au début de la phase III, le Conseil des gouverneurs de la BCE souhaite attirer l'attention sur quelques aspects relatifs à la situation de la liquidité bancaire durant les premiers jours de la phase III.

– La transition vers le régime de réserves obligatoires du SEBC laisse présager qu'au cours des trois premiers jours de la phase III, le montant global des avoirs de réserves détenus par les établissements de crédit pourrait être inférieur à celui des réserves obligatoires qu'ils auront à constituer en moyenne sur la première période de constitution s'achevant le 23 février 1999. Toutefois, le SEBC a l'intention de fournir à l'occasion de ses premiers appels d'offres réguliers la liquidité nécessaire, afin de permettre aux établissements de crédit, considérés dans leur ensemble, de combler les insuffisances de constitution de réserves accumulées sur les premiers jours de la phase III. Il convient de noter que le montant global précis des réserves obligatoires à constituer durant la période de constitution du 1^{er} janvier 1999 au 23 février 1999 ne sera pas connu dès le 1^{er} janvier 1999, mais seulement au cours de ladite période.

– La distribution initiale de la liquidité au sein de la zone euro pourrait être inégale. Dans ce cas, les flux d'opérations interbancaires sont supposés équilibrer la situation de la liquidité dans la zone euro à compter du 4 janvier 1999.

À titre de mesure générale pour faciliter la gestion par les établissements de crédit de leurs réserves obligatoires, le Conseil des gouverneurs de la BCE a également pris la décision de publier régulièrement en phase III les informations suivantes concernant les conditions de la liquidité dans la zone euro :

- montant global des avoirs en compte (incluant les réserves obligatoires constituées) détenus par les établissements de crédit de la zone euro sur les livres du SEBC le jour ouvrable SEBC précédent ;
- montant global des utilisations des facilités permanentes au cours du jour ouvrable SEBC précédent ;
- montant global des réserves obligatoires pour la période de constitution en cours⁴ ;
- montant global des avoirs en compte (incluant les réserves obligatoires constituées) détenus en moyenne par les établissements de crédit de la zone euro depuis le début de la période de constitution jusqu'au jour ouvrable SEBC précédent (inclus).

La BCE a l'intention de publier ces informations chaque jour ouvrable SEBC au plus tard à 9 h 30. Dès lors que le montant des réserves obligatoires de la première période de constitution ne sera pas connu avant la fin janvier 1999, la BCE fournira, pour ce cas précis, des premières estimations du montant global des réserves obligatoires.

⁴ Ce chiffre sera publié après la diffusion des statistiques monétaires pour le même mois. De fait, sa publication interviendra quelques jours après le début de la période de constitution.

ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES DANS LA ZONE EURO EN NOVEMBRE 1998

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, en date du 30 décembre 1998

D'octobre à novembre 1998, le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large M3 est revenu de 5,0 % à 4,5 %. La dernière moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance sur douze mois de M3 (qui couvre la période allant de septembre à novembre 1998) s'est établie à 4,7 %, chiffre très proche de la valeur de référence de 4,5 % fixée par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion du 1^{er} décembre 1998.

TAUX DE CROISSANCE DE M3				
	(glissement annuel en pourcentage)			
	Septembre 1998	Octobre 1998	Novembre 1998	Moyenne septembre-novembre 1998
M3	4,5	5,0	4,5	4,7

NB : Les taux de croissance de M3 ont été légèrement révisés en hausse depuis leur première publication par la BCE, le 14 décembre 1998.

Les agrégats monétaires sont calculés à partir du passif du bilan consolidé du secteur des institutions financières et monétaires (IFM). Le ralentissement de M3 en novembre résulte principalement de la diminution des placements effectués par les agents économiques auprès des IFM sous forme, notamment, de pensions ou de titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans. Le volume brut des pensions et des titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans a diminué en novembre de, respectivement, 18 milliards d'écus et 9 milliards.

Dans le même temps, les dépôts à vue auprès des IFM ont sensiblement augmenté, leur taux de croissance sur douze mois atteignant 11,5 %. Le taux de croissance annuel des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue auprès des IFM est resté à peu près stable en novembre 1998 (cf. partie supérieure du tableau ci-après).

L'analyse des principales contreparties de M3 figurant au bilan consolidé du secteur des IFM montre que leurs exigibilités à long terme (rubrique 3 du tableau) et les crédits aux résidents de la zone euro (rubrique 5 du tableau) constituent la part prédominante au sein des contreparties monétaires. La première de ces deux composantes traduit de possibles effets de substitution avec les actifs inclus dans M3 ; la seconde illustre les mécanismes de transmission de la politique monétaire et le rôle des intermédiaires financiers dans la zone euro.

Le taux de croissance sur douze mois des exigibilités à plus long terme des IFM s'est établi à 2,9 % en novembre 1998. L'encours brut des exigibilités financières à long terme des IFM vis-à-vis des autres résidents de la zone euro a légèrement diminué en novembre 1998.

La croissance de l'encours des crédits est restée vigoureuse en novembre dans la zone euro. Les prêts au secteur privé ont augmenté de 8,5 % en un an. L'encours brut des crédits aux résidents du secteur privé de la zone euro a augmenté de 45 milliards d'écus en novembre 1998, soit un accroissement largement supérieur à celui de M3 (19 milliards d'écus). Les avoirs en actions et autres titres des IFM ont également connu une progression relativement rapide en novembre 1998.

Enfin, les créances des IFM sur les non-résidents ont augmenté de 68 milliards d'écus en novembre 1998 (rubrique 6 du tableau), ce qui a presque compensé l'augmentation de 73 milliards d'écus des exigibilités vis-à-vis de l'étranger (rubrique 4 du tableau). Le montant des autres contreparties de M3 (principalement les actifs immobilisés et les autres actifs et exigibilités des IFM, rubrique 7 du tableau) a diminué de 17 milliards d'écus en novembre 1998.

NB : Ce commentaire sur les évolutions monétaires dans la zone euro se fonde sur une comparaison des encours en fin de mois. Les variations d'encours seront prochainement corrigées des reclassements, des variations de taux de change, des effets de valorisation, ou de tout autre changement qui ne résulte pas de transactions.

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>

ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES DANS LA ZONE EURO EN NOVEMBRE 1998

(données brutes en milliards d'écus)

	Octobre 1998			Novembre 1998			Moyenne Sept. 1998/ Nov. 1998
	Encours en fin de mois	Variation sur un mois	Taux de croissance annuel	Encours en fin de mois	Variation sur un mois	Taux de croissance annuel	
COMPOSANTES DE M3 (a)							
(1) <i>M3</i> (= rubriques 1.1 à 1.7)	4 286	32	5,0	4 336	19 (b)	4,5 (b)	4,7 (b)
(1.1) Billets et pièces en circulation	310	2	0,8	311	1	0,2	0,4
(1.2) Dépôts à vue	1 329	4	10,7	1 372	43	11,5	11,0
(1.3) Dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans	860	4	- 4,3	860	- 1	- 3,8	- 4,1
(1.4) Dépôts remboursables avec préavis inf. ou ég. à 3 m.	1 188	4	6,4	1 190	2	6,3	6,3
(1.5) Pensions	215	9	4,6	198	- 18	- 7,8	- 1,0
(1.6) Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	294	7	4,7	325	0 (b)	4,7 (b)	3,6 (b)
(1.7) Titres de créance d'une durée initiale inf. ou ég. à 2 ans	89	4	23,5	80	- 9	15,8	20,2
CONTREPARTIES DE M3 (c)							
Passif des IFM							
(2) <i>Dépôts de l'administration centrale</i>	160	- 3	6,0	153	- 7	7,6	7,1
(3) <i>Exigibilités financières à plus long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro</i> (= rubriques 3.1 à 3.4)	3 208	- 12	3,3	3 207	- 1	2,9	3,3
(3.1) Dépôts à terme d'une durée supérieure à 2 ans	1 013	- 3	1,9	1 010	- 3	1,6	2,0
(3.2) Dépôts remboursables avec préavis sup. à 3 mois	208	0	- 3,2	208	0	- 3,1	- 3,2
(3.3) Titres de créance émis d'une durée supérieure à 2 ans	1 283	- 6	5,3	1 287	4	4,9	5,3
(3.4) Capital et réserves	705	- 2	3,8	703	- 2	3,2	3,5
(4) <i>Exigibilités vis-à-vis des non-résidents</i>	1 531	42	13,3	1 604	73	14,6	13,1
Actifs des IFM							
(5) <i>Créances sur résidents de la zone euro</i> (5.1 et 5.2)	7 475	51	6,8	7 539	65	7,0	6,8
(5.1) Créances sur l'administration publique	2 041	15	1,8	2 054	13	1,6	1,5
<i>dont : Prêts</i>	829	7	- 0,6	834	5	- 1,5	- 1,0
<i>Titres autres que des actions</i>	1 212	8	3,5	1 220	9	3,8	3,3
(5.2) Créances sur les autres résidents de la zone euro	5 434	36	8,8	5 485	51	9,2	8,9
<i>dont : Prêts</i>	4 960	31	8,2	5 005	45	8,5	8,3
<i>Titres autres que des actions</i>	198	4	6,8	194	- 4	3,0	4,6
<i>Actions et autres titres de participation</i>	276	1	24,7	286	11	27,2	26,0
(6) <i>Créances sur les non-résidents</i>	1 883	4	3,6	1 951	68	4,2	3,9
(7) <i>Autres contreparties de M3 (ajustement)</i> (= M3 + rubriques 2, 3 et 4 – rubriques 5 et 6)	- 173	4	0,4	- 191	- 17	0,3	0,4

NB : Les écarts apparaissant dans le tableau peuvent être dus aux arrondis. Les chiffres donnés dans ce tableau s'appuient sur les données du bilan consolidé communiquées par les IFM. Ils prennent en compte le SEBC, les établissements de crédit, les OPCVM monétaires installés dans la zone euro. Ces chiffres se réfèrent à toutes les monnaies. Les variations d'encours seront corrigées des reclassements, des variations de taux de change, d'autres effets de valorisation ou de tout autre changement qui ne résulte pas de transactions.

Des précisions complémentaires sur les dernières données ainsi que des estimations pour les périodes remontant jusqu'à septembre 1997 sont disponibles sur le site Internet de la BCE.

- (a) Exigibilités des institutions financières et monétaires (IFM) et des unités spécifiques de l'administration centrale (Poste, Trésor) vis-à-vis des résidents non IFM de la zone euro, à l'exclusion de l'administration centrale
- (b) Les données relatives aux OPCVM monétaires du Luxembourg ne sont actuellement disponibles qu'à partir de novembre 1998. Les variations par rapport au mois précédent et les taux de croissance annuels ont été corrigés pour prendre en compte cette rupture de série.
- (c) Crédances et exigibilités des IFM vis-à-vis des résidents non IFM de la zone euro, y compris l'administration centrale

DÉTERMINATION DES TAUX DE CONVERSION DE L'EURO

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, en date du 31 décembre 1998

Conformément à l'article 109L, paragraphe 4, du Traité, le Conseil de l'Union européenne a adopté aujourd'hui les taux de conversion irrévocables de l'euro sur proposition de la Commission et après consultation de la Banque centrale européenne (BCE) ; cette décision prend effet le 1^{er} janvier 1999 à 0 h 00 du matin (heure locale). En conformité avec le cadre juridique de l'utilisation de l'euro, le taux de conversion irrévocable entre l'euro et chaque monnaie participante est le seul taux à utiliser pour la conversion dans les deux sens entre l'euro et l'unité monétaire nationale ainsi que pour les conversions entre les unités monétaires nationales.

TAUX DE CONVERSION DE L'EURO	
Monnaie	Nombre d'unités nationales pour 1 euro
Franc belge	40,3399
Deutschmark.....	1,95583
Peseta espagnole.....	166,386
Franc français	6,55957
Livre irlandaise.....	0,787564
Lire italienne.....	1 936,27
Franc luxembourgeois	40,3399
Florin néerlandais	2,20371
Schilling autrichien	13,7603
Escudo portugais	200,482
Mark finlandais	5,94573

Les taux de conversion arrêtés aujourd'hui par le Conseil de l'Union européenne ont été déterminés selon les principes figurant dans le communiqué publié conjointement le 2 mai 1998 par les ministres des États membres ayant adopté l'euro comme monnaie unique, les gouverneurs des banques centrales nationales de ces États membres, la Commission européenne et l'Institut monétaire européen. Les étapes ayant permis de déterminer les taux de conversion ont été les suivantes.

– Une téléconférence a débuté à 11 h 00 du matin (HEC), au cours de laquelle les banques centrales nationales de l'Union européenne, en se fondant sur l'observation des marchés, ont calculé les taux de change de leurs monnaies nationales, en s'assurant que les taux entre les monnaies des pays participants soient identiques aux cours pivots bilatéraux du MCE préannoncés.

– À l'issue de la téléconférence (11 h 30 du matin), en se fondant sur les taux déclarés par les banques centrales nationales de l'UE, la Commission a calculé les derniers cours de change entre l'écu officiel et les monnaies participantes (cours destinés à devenir taux de l'euro) et les a transmis à la BCE afin qu'elle procède à des recouplements.

– Peu de temps après 12 h 00, le Conseil des gouverneurs de la BCE ainsi que les gouverneurs des quatre banques centrales nationales qui ne participent pas à la zone euro se sont réunis en téléconférence, sous la direction du président de la BCE, M. Duisenberg, afin d'adopter l'avis de la BCE sur la proposition de « Règlement du Conseil de l'Union européenne concernant les taux de conversion entre l'euro et les monnaies des États membres adoptant l'euro ».

– La Commission européenne a formellement proposé les taux de conversion irrévocables de l'euro pour adoption par le Conseil de l'Union européenne lors d'une séance télévisée à 12 h 30 (HEC). Dans le même temps, la Commission a rendu publics ces taux proposés au moyen du réseau Internet et des réseaux d'information financière.

– Prenant en compte l'avis de la BCE, le Conseil a adopté le règlement et a annoncé son adoption au public à 13 h 30 (HEC). En outre, la Commission européenne a, elle aussi, rendu publique cette adoption par les mêmes canaux d'information que pour l'annonce des taux proposés.

– À 14 h 00, la BCE a envoyé un message SWIFT à toutes les institutions financières disposant d'une adresse SWIFT afin de confirmer les taux de conversion de l'euro.

– Le règlement ainsi que l'avis de la BCE seront publiés au Journal officiel des Communautés européennes et seront disponibles à 15 h 00 auprès de l'Office des publications officielles à Luxembourg dans les onze langues officielles de l'Union européenne.

– Le règlement entrera en vigueur le 1^{er} janvier 1999 à 0 h 00 (heure locale).

Banque de France
Direction de la Communication
Service de Presse
48 rue Croix des Petits Champs
75049 PARIS CEDEX 01

Tél. : 01 42 92 39 00 – Télécopie : 01 42 60 36 82
Internet : <http://www.banque-france.fr>

DÉCLARATION DE M. DUISENBERG, PRÉSIDENT DE LA BCE, A L'ISSUE DE LA REUNION DU CONSEIL ECOFIN, LE 31 DECEMBRE 1998

Conférence de presse commune, tenue à l'issue de la réunion du Conseil Ecofin, à Bruxelles, le 31 décembre 1998

Il y a quelques minutes, le Conseil a adopté les taux de conversion irrévocables de l'euro. Cette décision a été prise sur proposition de la Commission des Communautés européennes et après consultation de la Banque centrale européenne (BCE). Plus tôt dans la matinée, le Conseil des gouverneurs de la BCE a tenu une réunion lors d'une téléconférence pour approuver l'avis de la BCE. J'ai personnellement fait part au Conseil de cet avis de la BCE.

La décision d'aujourd'hui est historique. En définitive, elle s'est avérée être presque une formalité, contrairement à ce que nombre d'entre nous pouvaient prévoir il y a un an à peine. Premièrement, cette situation peut être mise à l'actif de la crédibilité du processus de convergence. Deuxièmement, nous la devons également à la préannonce, au début du mois de mai de cette année, du fait que les cours pivots du MCE seraient utilisés aujourd'hui dans le processus de fixation des taux de conversion.

La décision de ce jour a été la dernière des nombreuses décisions qui ont rendu possible l'introduction de l'euro, monnaie nouvelle pour les quelque 300 millions d'habitants de onze pays. Cette dernière décision a été aussi simple que sa portée est considérable. Une monnaie est beaucoup plus qu'un simple moyen d'échange, une unité de compte et une réserve de valeur, si importantes que soient ces fonctions. Une monnaie fait également partie de l'identité d'un peuple. Elle est le reflet de son patrimoine commun, tant présent que futur. Puisse l'euro devenir un symbole unificateur pour les peuples d'Europe.

Je suis particulièrement touché — sur un plan personnel — par les événements d'aujourd'hui. Cela fait plus de vingt ans maintenant que je participe au processus ayant abouti à la création de la monnaie unique, d'abord comme ministre des Finances et ensuite en tant que dirigeant de banque centrale. Aujourd'hui, nous l'avons réalisée. Désormais, la politique monétaire, qui constitue d'ordinaire un élément essentiel de la souveraineté nationale, sera décidée par une institution véritablement européenne, la BCE. Cela représentera un défi majeur.

Je peux vous assurer que nous ferons tout notre possible pour que l'euro soit une monnaie dans laquelle les citoyens européens pourront placer leur confiance. L'euro doit devenir une monnaie qui gardera sa valeur sur la durée et contribuera à la stabilité, la prospérité et la paix en Europe.

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>

COURS PIVOTS PAR RAPPORT À L'EURO ET COURS D'INTERVENTION DANS LE MCE II

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, en date du 31 décembre 1998

À la suite de la décision prise aujourd'hui sur les cours pivots par rapport à l'euro de la couronne danoise et de la drachme grecque au sein du MCE II, la Banque centrale européenne, la Banque nationale du Danemark et la Banque de Grèce ont fixé, d'un commun accord, les cours d'intervention obligatoire pour la couronne danoise et la drachme grecque. Cela, conformément à l'article 1.2 de l'accord entre banques centrales conclu le 1^{er} septembre 1998, et relatif au mécanisme de change européen pendant la phase III de l'Union économique et monétaire.

Les cours pivots par rapport à l'euro ainsi que les cours d'intervention obligatoire pour la couronne danoise et la drachme grecque sont rendus publics par le présent communiqué.

**COURS PIVOTS PAR RAPPORT À L'EURO
ET COURS D'INTERVENTION OBLIGATOIRE
POUR LES MONNAIES DES PAYS PARTICIPANT AU MCE II
APPLICABLES À COMPTER DU 1^{ER} JANVIER 1999**

Pays et monnaie	EUR 1 =	
DANEMARK	Cours vendeur	7,62824
	Cours pivot	7,46038
	Cours acheteur	7,29252
GRÈCE	Cours vendeur	406,075
	Cours pivot	353,109
	Cours acheteur	300,143

NB : Tableau préparé par la BCE, en accord avec la Banque nationale du Danemark et la Banque de Grèce

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>

LISTE DES ACTIFS ÉLIGIBLES

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, en date du 31 décembre 1998

La BCE publie sur Internet chaque vendredi à 8 h 00, heure BCE (HEC) (<http://www.ecb.int>, rubrique *MFI's and assets*), une mise à jour de la liste des actifs admis en garantie des opérations de crédit du SEBC. Toutefois, pour faciliter le processus de conversion des titres avant le début de la phase III de l'Union économique et monétaire, il a été nécessaire de différer de deux semaines et un jour le processus hebdomadaire de mise à jour de la liste des actifs éligibles sur Internet. La dernière mise à jour de la liste sur Internet a eu lieu le *vendredi 18 décembre 1998*. La prochaine liste actualisée sera publiée sur Internet le *samedi 2 janvier 1999 à 8 h 00, heure BCE (HEC)*. Au-delà du processus ordinaire de mise à jour, la nouvelle liste comprendra les titres dont le libellé dans leur monnaie nationale respective a été converti en euros au cours du week-end de passage à l'euro et qui seront présentés avec leur nouveau libellé. De plus, elle indiquera les nouveaux codes ISIN pour les valeurs mobilières dont les codes ISIN ont été modifiés par suite de leur conversion en euros.

De plus amples informations 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>

CONVERSION À L'EURO RÉUSSIE

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, en date du 3 janvier 1999

Au cours du week-end de passage à l'euro, le SEBC a suivi le déroulement des opérations de conversion à la BCE, dans les banques centrales nationales participantes (BCN) et dans un certain nombre d'institutions privées qui — de l'avis du SEBC — constituent le noyau de l'infrastructure financière au sein de la zone euro.

Des échanges réguliers d'informations ont eu lieu par l'intermédiaire d'un réseau de points de communication entre la BCE et les BCN. Des contacts réguliers ont également été assurés avec les autres banques centrales de pays appartenant ou non à l'Union européenne. Plusieurs BCN ont déjà publié leur évaluation du processus de basculement au niveau national.

Aucun incident susceptible d'entraver le démarrage sans heurt du Système n'a été signalé dans le suivi des opérations de conversion effectuées par le SEBC au cours du week-end de passage à l'euro. Le SEBC y voit un signe de la qualité des préparatifs auxquels se sont livrés la communauté des banques centrales et les opérateurs privés des marchés de capitaux durant les mois et les années écoulés.

Un dernier échange d'informations avant l'ouverture des marchés interviendra lundi 4 janvier 1999, à 7 h 00 du matin entre les points de communication *ad hoc* de la BCE et des BCN. Le SEBC continuera à l'avenir, dans le cadre de ses pratiques normales, à suivre attentivement les évolutions sur les marchés.

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>

LANCEMENT RÉUSSI DE TARGET

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, en date du 4 janvier 1999

Aujourd'hui, lundi 4 janvier à 7 h 00 (HEC), le Système européen de banques centrales a commencé avec succès à faire fonctionner le système *Target*.

Quinze systèmes nationaux de règlement brut en temps réel (RTGS) et le mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne sont désormais reliés entre eux dans *Target* qui traite en temps réel de manière sécurisée des transactions en euros.

Le système est mis à la disposition des banques et de leurs clients et des centaines de paiements transfrontière ont déjà été traités.

De plus amples informations seront disponibles sur le site Internet BCE (www.ecb.int) dans le courant de la journée.

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>

PREMIÈRE OPÉRATION PRINCIPALE DE REFINANCEMENT DE L'EUROSYSTÈME

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, en date du 5 janvier 1999

Le 4 janvier, l'Eurosystème a annoncé sa première opération principale de refinancement qui a été exécutée avec succès aujourd'hui. Cette opération a une durée de treize jours, du 7 au 20 janvier 1999.

L'opération principale de refinancement a été effectuée par voie de cession temporaire à un taux fixe de 3 %, annoncé préalablement le 22 décembre 1998 par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Un total de 944 banques ont participé à cette opération et ont soumis des offres aux banques centrales nationales pour un montant de 482 milliards d'euros. Le montant total de liquidités allouées au système bancaire s'est élevé à 75 milliards d'euros, soit un pourcentage servi de 15,57 %.

Pour la fixation du montant à adjuger, il a été tenu compte du fait que, dans les premiers jours de la phase III, les établissements de crédit ont accumulé un déficit substantiel au titre des réserves obligatoires. La décision d'adjuger 75 milliards d'euros vise à fournir un montant de liquidités suffisant pour permettre aux établissements de crédit de résorber (globalement) ce déficit relativement tôt au cours de la première période de constitution. A également été pris en compte, pour la fixation du montant à allouer, le fait qu'un total de 185,1 milliards d'euros d'opérations de politique monétaire d'apport de liquidités effectuées par les banques centrales nationales au cours de la phase II arrive à échéance dans les premières semaines de la phase III. Sur ce montant, quelque 75 milliards d'euros viendront à échéance le 7 janvier 1999 (c'est-à-dire le jour de règlement de l'opération principale de refinancement conduite ce jour). Le volume alloué décidé aujourd'hui reflète également les anticipations relatives à l'évolution des facteurs autonomes de la liquidité, comme la circulation fiduciaire, qui devrait se traduire par un apport supplémentaire de liquidités au marché.

Cette décision a été prise sur la base d'une analyse des conditions de la liquidité dans l'ensemble de la zone euro, tout en prenant dûment en considération les incertitudes liées à l'entrée en vigueur progressive du nouveau système.

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>

SITUATION FINANCIÈRE D'OUVERTURE CONSOLIDÉE DU SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES (EUROSYSTÈME) AU 1^{ER} JANVIER 1999

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, en date du 6 janvier 1999

Conformément à l'article 15.2 des Statuts du Système européen de banques centrales (SEBC), une situation financière consolidée du SEBC sera publiée chaque semaine. Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a pris la décision d'arrêter la situation financière hebdomadaire au vendredi et de la publier le mardi suivant. En conséquence, la première situation financière hebdomadaire du SEBC dans la configuration de l'Eurosystème, composé de la Banque centrale européenne et des banques centrales nationales des onze pays membres de l'Union européenne participant dès le départ à la phase III de l'Union économique et monétaire, sera arrêtée à la date du 8 janvier 1999⁵. Ceci étant, à cause de son caractère symbolique, une situation financière d'ouverture consolidée, reprenant l'ensemble des avoirs et engagements de l'Eurosystème à la date du 1^{er} janvier 1999, est publiée en même temps que ce communiqué de presse (cf. tableau joint)⁶.

La situation financière hebdomadaire comprend les avoirs et les engagements de l'Eurosystème vis-à-vis des tiers tels qu'ils se présentent dans les comptes des onze banques centrales nationales (BCN) de la zone euro et de la BCE. Une définition de chacune des rubriques figure en annexe de ce communiqué. Il convient de noter que les avoirs et les engagements entre les BCN et la BCE (créances et engagements *intra* Eurosystème) se compensent et, de ce fait, n'apparaissent pas sur la situation consolidée. De plus, la situation financière n'inclut pas les avoirs et engagements des banques centrales nationales des États membres de l'Union européenne ne faisant pas partie de la zone euro. L'objectif de cette situation financière hebdomadaire de l'Eurosystème est de fournir des informations, en particulier, sur les opérations de politique monétaire et sur les variations des réserves de change. En conséquence, la situation financière hebdomadaire sera accompagnée d'une note explicative fournissant des informations sur les opérations de politique monétaire et de change menées par l'Eurosystème avec les contreparties.

Les données incluses dans la situation financière hebdomadaire sont arrêtées à jour fixe (vendredi) et, de ce fait, pourront être affectées par des incidents aléatoires. De plus, les variations d'une semaine à l'autre sont en majeure partie dues à des fluctuations cycliques caractéristiques en cours d'année et, plus particulièrement, au cours d'un mois donné. En conséquence, aucune conclusion immédiate ne devra être tirée de la situation financière hebdomadaire sur les tendances monétaires à moyen et long termes. Pour une telle analyse, il faudra

⁵ La situation financière hebdomadaire et les commentaires l'accompagnant seront diffusés simultanément par la BCE dans toutes les langues officielles de l'Union européenne.

⁶ Les chiffres qui figurent dans cette situation d'ouverture ne sont pas définitifs car les procédures d'arrêté ne sont pas achevées, mais les différences ne devraient pas être significatives.

avoir recours aux statistiques et aux études complémentaires, qui seront publiées, par exemple, dans le *Bulletin mensuel de la BCE*.

Au regard de la situation financière d'ouverture consolidée de l'Eurosystème au 1^{er} janvier 1999, la plus importante des rubriques figurant à l'actif du bilan de l'Eurosystème était celle des avoirs extérieurs. La position nette en devises (rubriques 2 et 3 de l'actif moins les rubriques 6, 7 et 8 du passif) s'élevait à 227,4 milliards d'euros, dont 237 milliards d'avoirs, contre 9,6 milliards d'engagements. Ces chiffres représentent les devises extérieures à la zone euro, puisque les positions au 31 décembre 1998 libellées en devises de la zone ont été automatiquement transformées en positions domestiques du fait de l'entrée en phase III (elles sont ventilées, par exemple, dans la rubrique 6). De plus, le stock d'or (rubrique 1 de l'actif) de l'Eurosystème s'élevait à 99,6 milliards d'euros.

Les concours de l'Eurosystème aux contreparties du secteur financier de la zone euro (rubrique 5 de l'actif) incluent, dans le bilan d'ouverture, les opérations de refinancement engagées en phase II par les BCN participantes et qui viennent à échéance en phase III. Ces opérations sont appelées à échoir progressivement au cours des prochaines semaines et seront alors rapidement remplacées par des concours de politique monétaire de l'Eurosystème. Même si les opérations héritées de la phase II ne correspondent pas exactement aux catégories d'opérations prévues par l'Eurosystème, elles ont été suffisamment similaires, dans la plupart des cas, pour autoriser leur affectation aux sous-rubriques individuelles de la rubrique 5 de l'actif du bilan de l'Eurosystème. Seuls les concours qui n'avaient aucun point commun avec une quelconque catégorie d'opération de politique monétaire de l'Eurosystème ont été affectés à la rubrique 5.7 de l'actif (autres concours).

Les opérations de politique monétaire de fourniture de liquidité engagées en phase II sont incluses dans la rubrique 5 de l'actif et s'élèvent à 185,1 milliards d'euros. Les opérations similaires aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème (rubrique 5.1 de l'actif) s'élevaient à 144,9 milliards d'euros, montant résultant des opérations conduites par la Banque nationale de Belgique (4,6 milliards d'euros), la Banque d'Espagne (23,1 milliards d'euros), la Banque fédérale d'Allemagne (83,1 milliards d'euros), la Banque de France (19,8 milliards d'euros), la Banque centrale d'Irlande (1,8 milliard d'euros), la Banque d'Italie (2,1 milliards d'euros), la Banque des Pays-Bas (8,5 milliards d'euros), la Banque nationale d'Autriche (0,7 milliard d'euros) et la Banque du Portugal (1,2 milliard d'euros). Les opérations de nature similaire aux opérations de refinancement à plus long terme (rubrique 5.2 de l'actif) s'élevaient à 24,7 milliards d'euros, dont la totalité résulte d'opérations de la Banque fédérale d'Allemagne (sous forme de concours de réescompte). Un montant de 6,7 milliards d'euros d'opérations de cession temporaire de réglage fin (rubrique 5.3 de l'actif) est également enregistré, qui se compose de 5,7 milliards d'euros octroyés par la Banque de France, 0,4 milliard d'euros par la Banque centrale d'Irlande, et 0,6 milliard d'euros par la Banque de Finlande. Enfin, les facilités de refinancement des BCN qui présentaient des traits similaires à la facilité de prêt marginal de l'Eurosystème ont été utilisées par les contreparties à la fin 1998, à hauteur de 6,4 milliards d'euros. Le faible montant relatif aux appels de marge versés (rubrique 5.6 de l'actif) de 0,03 milliard d'euros provient de la Banque d'Espagne. Enfin, un montant de 2,4 milliards d'euros a été affecté aux autres concours (rubrique 5.7 de l'actif). Liés pour partie aux opérations de politique monétaire antérieures, figurent également des encours de *titres négociables émis par les résidents de la zone euro et libellés en euros* (rubrique 6 de l'actif), qui s'élevaient à 21,6 milliards d'euros.

Au passif, le stock des billets en circulation (rubrique 1 du passif) s'élevait à 341,7 milliards d'euros. Il est prévu que le montant correspondant à cette rubrique diminuera au cours des prochaines semaines, du fait du cycle saisonnier habituel. Les rubriques de bilan suivantes indiquent les montants respectifs des *opérations de politique monétaire de retrait de liquidité* engagées en phase II et dont l'échéance tombe en phase III : utilisation des facilités de dépôt (rubrique 2.2,1 milliard d'euros) ; reprise de liquidité en blanc (rubrique 2.3, 1,9 milliard d'euros) ; certificats de dette émis (rubrique 3, 13,8 milliards d'euros). Les certificats de dette proviennent de la Banque d'Espagne (6,3 milliards d'euros), de la Banque du Portugal (6,7 milliards d'euros) et de la Banque de Finlande (0,8 milliard d'euros). Si ce dernier montant arrive à échéance dans les prochains jours, les deux précédents ne tomberont que de manière graduelle au cours des années à venir.

Les *avoirs en compte courant des contreparties du secteur financier de la zone euro auprès de l'Eurosystème* (rubrique 2.1 du passif), qui s'élevaient à 84,4 milliards d'euros au démarrage de la phase III, correspondent dans leur quasi-totalité aux avoirs détenus au titre des réserves obligatoires en 1998. Ces avoirs seront également pris en compte pour le respect des obligations de réserves des établissements de crédit au titre de la première période de constitution de la phase III, qui débute le 1^{er} janvier 1999 et se termine le

23 février 1999. Le système de réserves obligatoires de l'Eurosystème est un système d'avoirs de réserves constitués en moyenne quotidienne, c'est-à-dire que les établissements de crédit doivent respecter leurs obligations de réserves en moyenne sur la période de constitution. Le montant exact des réserves obligatoires de la première période de constitution n'est pas encore connu de l'Eurosystème. Les réserves obligatoires seront calculées à partir des bilans d'ouverture des établissements de crédit arrêtés au 1^{er} janvier 1999, dont les données ne seront disponibles sur base consolidée qu'au début de février 1999. À ce jour, les réserves obligatoires de la période de constitution en cours sont estimées par l'Eurosystème à 100 milliards d'euros. Cette estimation est fondée sur les données monétaires de novembre 1998, après prise en compte de facteurs saisonniers.

Parmi les autres éléments de bilan, les créances sur les administrations publiques (rubrique 7 de l'actif), qui correspondent à l'encours résiduel des concours consentis aux administrations publiques avant le 1^{er} janvier 1994 (date à laquelle l'article 104 du Traité instaurant l'Union européenne a interdit aux banques centrales d'accorder des prêts au secteur public), s'établissaient à 60,1 milliards d'euros et les exigibilités vis-à-vis des administrations publiques (rubrique 4.1 du passif) à 58,6 milliards d'euros, soit un solde net de créances sur les administrations publiques limité à seulement 1,5 milliard d'euros. Les *exigibilités nettes vis-à-vis des résidents hors zone euro libellées en euros* s'élevaient à 1,1 milliard d'euros (rubrique 4 de l'actif : 8,9 milliards d'euros, rubrique 5 du passif : 10 milliards d'euros). Les *comptes de réévaluation* s'établissaient à 59,9 milliards d'euros et la rubrique *capital et réserves* (rubrique 11 du passif) à 52,6 milliards d'euros. Les *autres actifs* de l'Eurosystème (rubrique 8 de l'actif) s'élevaient à 84,7 milliards d'euros et les *autres passifs* (rubrique 9 du passif) à 60,7 milliards d'euros.

L'annexe ci-jointe fournit des informations générales sur la structure, les conventions comptables et le contenu des situations comptables consolidées hebdomadaires de l'Eurosystème.

**NOTE D'INFORMATION SUR LA STRUCTURE,
SUR LES CONVENTIONS COMPTABLES
ET LE CONTENU DE LA SITUATION FINANCIÈRE HEBDOMADAIRE
CONSOLIDÉE DU SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES
(Eurosystème)**

1. Structure de la situation financière hebdomadaire consolidée

La situation financière hebdomadaire consolidée du Système européen de banques centrales (Eurosystème)¹ fait une distinction entre les résidents de la zone euro et les non-résidents de la zone euro ; cette distinction est conforme aux règles statistiques de l'Union européenne et du Fonds monétaire international. D'autres distinctions sont effectuées entre les rubriques libellées en devises et les rubriques libellées en euros ; ces dernières rubriques incluent les dénominations nationales de l'euro.

Au sein de la zone euro, une distinction est faite entre contreparties du secteur financier, administrations publiques et autres résidents de la zone. Les différents types de transactions effectuées avec les contreparties du secteur financier sont détaillés. Cette structure est différente de la structure des bilans des établissements de crédit : elle a été choisie pour permettre l'analyse, d'un point de vue économique, de l'évolution de la liquidité au sein de la zone euro.

La situation financière hebdomadaire consolidée fait apparaître les soldes des comptes à la date d'arrêté ainsi que leurs variations par rapport à la semaine précédente. Tous les chiffres sont exprimés en millions d'euros.

2. Conventions comptables

La situation financière hebdomadaire consolidée comprend tous les avoirs et engagements de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales (BCN) de la zone euro, y compris leurs succursales. Elle n'inclut pas les investissements dans certaines filiales ou sociétés dont les BCN de la zone euro détiennent des participations.

La situation financière d'ouverture consolidée de l'Eurosystème retrace la valorisation initiale des avoirs et engagements de l'Eurosystème. Conformément aux règles comptables harmonisées au sein de l'Eurosystème, l'or, les devises, les titres et les instruments financiers de l'Eurosystème seront valorisés aux prix et taux de marché à la fin de chaque trimestre. La réévaluation se fera ligne par ligne pour les titres, les swaps de taux, les futures, les contrats à terme de taux d'intérêt et les autres instruments de taux. Les avoirs de change (y compris les droits de tirage spéciaux) seront réévalués devise par devise. Les résultats nets de la réévaluation trimestrielle seront individualisés par rubriques dans la première situation financière hebdomadaire consolidée publiée après la fin du trimestre. Pendant le trimestre, toutes les transactions effectuées par l'Eurosystème seront enregistrées et comptabilisées aux taux et prix des transactions. La réévaluation trimestrielle vise à éliminer les éventuels effets dans le temps des variations des cours des devises, de l'or et des titres sur le montant des rubriques correspondantes de la situation.

Les gains non réalisés nés de la réévaluation trimestrielle ne seront pas considérés comme des revenus, mais seront portés au crédit d'un compte de réévaluation. Les pertes non réalisées seront imputées dans le compte de pertes et profits à la fin de l'année si elles excèdent les gains de réévaluation précédemment enregistrés dans les comptes de réévaluation figurant au passif du bilan. Ces pertes ne pourront être reprises que dans le cas où il y a réalisation de l'actif ou du passif, mais elles ne pourront en aucun cas être compensées par de futurs gains non réalisés. Ces principes allient transparence et détermination prudente des revenus. Pendant l'année, les pertes non réalisées n'auront pas d'incidence sur les profits de l'Eurosystème. Les pertes non réalisées résultant de la réévaluation d'un titre, d'une devise ou d'avoirs en or ne seront pas compensées par des gains non réalisés sur d'autres titres ou d'autres devises.

¹ Le « SEBC (Eurosystème) » ou « Euro système » comprend la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales des États membres participant à la phase III de l'Union économique et monétaire.

Conformément à l'article 26.4 du protocole sur les Statuts du SEBC, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé une orientation de la BCE qui contient toutes les règles de base relatives à la comptabilité et aux états financiers de l'Eurosystème. L'application de ces règles comptables est obligatoire pour toutes les rubriques qui retracent les opérations significatives de l'Eurosystème. Des exemplaires de cette orientation sont disponibles, sur demande, auprès de la BCE.

3. Contenu de la situation financière hebdomadaire consolidée

Actif

1. Les *Avoirs et créances en or* font partie des réserves de change de l'Eurosystème. Ils comprennent l'or détenu soit sous forme physique soit sous forme d'avoirs en compte.

2. Les *Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro* représentent l'essentiel des réserves de change de l'Eurosystème. Les *Créances sur le FMI* comprennent les droits de tirage sur la tranche de réserve (quota national moins les avoirs en euros mis à la disposition du FMI), les droits de tirage spéciaux (DTS) et les autres créances telles que les accords généraux d'emprunts, les prêts dans le cadre d'accords spéciaux d'emprunts ou les dépôts dans le cadre de la facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR). (Au passif du bilan figure une rubrique *Contrepartie des allocations de droits de tirage spéciaux par le FMI* qui montre le montant, net de charges, des DTS initialement alloués à chacun des pays — BCN —, ces DTS pouvant être remboursés dans des circonstances particulières.) La sous-rubrique *Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises* comprend les actifs en devises auprès de non-résidents de la zone autres que l'or et les DTS. Elle contient, notamment, des investissements en titres à court, moyen et long termes, en titres de créances négociables et sous forme de dépôts à vue.

3. Les *Créances en devises sur résidents de la zone euro* comprennent les actifs en devises détenus auprès de résidents de la zone euro, tels que les investissements en titres à court, moyen et long termes, en titres de créances négociables et sous forme de dépôts.

4. La rubrique *Créances en euros sur non-résidents de la zone euro* est composée de deux sous-rubriques. La sous-rubrique *Comptes auprès de banques, titres et prêts* comprend les comptes courants, les dépôts à terme, les placements au jour le jour, les titres et les prêts. Au travers de la sous-rubrique *Facilités de crédit consenties dans le cadre du MCE II*, l'Eurosystème vise à retracer les créances résultant des interventions effectuées dans le cadre du nouveau mécanisme de change. La contrepartie figure au passif du bilan sous la rubrique *Facilités de crédit contractées dans le cadre du MCE II*.

5. Les *Concours aux contreparties du secteur financier de la zone euro* sont divisés en sept rubriques qui reflètent les différents types d'instruments utilisés par l'Eurosystème pour fournir de la liquidité. Dans la situation financière d'ouverture consolidée de l'Eurosystème, cette rubrique fait apparaître les encours d'opérations de politique monétaire qui ont été engagées en phase II par les BCN de la zone euro et qui viendront à échéance durant les premières semaines de la phase III. Les *Opérations principales de refinancement* et les *Opérations de refinancement à plus long terme* sont des opérations régulières de fourniture de liquidité conduites par l'Eurosystème sous forme d'opérations de cession temporaire. Les premières sont effectuées par voie d'appels d'offres hebdomadaires ordinaires et ont une échéance de deux semaines. Les secondes sont effectuées par voie d'appels d'offres mensuels ordinaires et ont une échéance de trois mois. Les *Cessions temporaires de réglage fin* sont des opérations d'*open market* effectuées ponctuellement par l'Eurosystème, en réponse à des variations imprévues de la liquidité bancaire. Les *Cessions temporaires à des fins structurelles* sont des opérations d'*open market* de fourniture de liquidité effectuées par l'Eurosystème, afin d'ajuster la position structurelle du secteur financier vis-à-vis de l'Eurosystème. La *Facilité de prêt marginal* est une facilité permanente de l'Eurosystème que les contreparties peuvent utiliser pour obtenir des liquidités à 24 heures à un taux d'intérêt préétabli. Les créances relatives aux *Appels de marge versés* peuvent résulter de l'accroissement de la valeur des actifs pris en garantie des concours accordés aux contreparties. Dans ce cas, les banques centrales peuvent être amenées à restituer aux contreparties les actifs (ou espèces) excédentaires. La sous-rubrique *Autres concours* comprend des comptes courants, des placements à court terme et d'autres actifs résultant de la transformation d'actifs précédemment libellés en devises de la zone euro. Toutes les autres créances nées d'opérations de politique monétaire engagées par les BCN de la zone euro en phase II qui ne correspondent à aucune des créances décrites ci-dessus seront incluses dans cette rubrique.

6. La rubrique *Titres en euros émis par des résidents de la zone euro* comprend certaines catégories de titres négociables qui peuvent éventuellement être utilisés pour des opérations de politique monétaire.

7. La rubrique *Créances en euros sur des administrations publiques* recouvre les encours de créances non négociables sur les administrations publiques de la zone euro, constatés jusqu'au 1^{er} janvier 1994, date à partir de laquelle les BCN de l'Union européenne n'ont plus eu la possibilité d'accorder des facilités de crédit aux administrations publiques ou d'effectuer des achats directs d'instruments de dettes émis par les administrations. Ces dettes devront être remboursées en temps voulu.

8. La rubrique *Autres actifs* est un poste générique qui comprend, en particulier, les valeurs en cours de recouvrement (soldes des comptes de règlement, par exemple flottant sur les chèques en cours de recouvrement), les monnaies divisionnaires des États membres de la zone euro et les autres actifs financiers (par exemple, actions, participations, portefeuilles d'investissement des fonds propres, fonds de pension, fonds de compensation et titres détenus à des fins statutaires). Ce poste contient aussi les immobilisations corporelles et incorporelles, les différences de réévaluation sur les instruments de hors-bilan, ainsi que les intérêts courus et les charges à payer.

Passif

1. Le montant qui figure dans la rubrique *Billets en circulation* correspond à la valeur de l'ensemble des billets émis par l'Eurosystème. Jusqu'en 2002, date à laquelle les billets en euros seront émis pour la première fois, cette rubrique fera apparaître uniquement les billets libellés dans les dénominations nationales de l'euro émises dans les pays membres de la zone euro.

2. Les *Engagements en euros envers les contreparties du secteur financier de la zone euro* sont subdivisés en cinq sous-rubriques. La sous-rubrique *Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)* retrace les comptes en euros des contreparties du secteur financier qui ont accès aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, y compris les comptes utilisés pour constituer les réserves obligatoires conformément au dispositif de l'Eurosystème sur les réserves obligatoires. La *Facilité de dépôt* est une facilité permanente de l'Eurosystème que les contreparties peuvent utiliser pour constituer des dépôts à 24 heures rémunérés à un taux prédéterminé. (Cette sous-rubrique est le pendant de la sous-rubrique d'actif *Facilité de prêt marginal*. Alors que le premier instrument peut être utilisé pour le placement d'excédents de liquidité au jour le jour, le second peut servir pour couvrir des besoins de liquidités au jour le jour.) Les *Reprises de liquidité en blanc* permettent à l'Eurosystème d'effectuer des retraits de liquidité. Les *Cessions temporaires de réglage fin* sont des opérations d'*open market* apériodiques effectuées par l'Eurosystème, essentiellement pour résorber les excédents imprévus de liquidités. Les engagements relatifs aux *Appels de marge reçus* peuvent résulter de la baisse de la valeur des actifs pris en garantie des concours accordés aux contreparties. L'Eurosystème peut dans ce cas demander aux contreparties de fournir des actifs ou des espèces supplémentaires. Les pendants de ces deux dernières sous-rubriques figurent à l'actif, plus précisément dans la sous-rubrique du même nom *Cession temporaire de réglage fin* (cf. rubrique 5.3 à l'actif) et dans la sous-rubrique *Appels de marge versés* (cf. rubrique 5.6 à l'actif).

3. Les *Certificats de dettes émis* sont des titres à intérêt précompté qui peuvent être émis de manière *ad hoc* pour retirer de la liquidité. Le bilan d'ouverture retrace l'encours de papier émis par les BCN de la zone euro pendant la phase II. Dans le futur, ces certificats de dettes seront éventuellement émis par la BCE par l'intermédiaire des BCN de la zone, avec une échéance de moins de douze mois.

4. Les *Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro* ont été subdivisés en deux rubriques : engagements envers les administrations publiques et autres engagements.

5. Les *Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro* comprennent les comptes courants et les dépôts détenus auprès de l'Eurosystème par des banques centrales, d'autres banques, des institutions internationales ou supranationales et d'autres déposants non résidents. Dans cette rubrique, sont compris les soldes des comptes *Target* ouverts aux BCN des États membres de l'Union européenne ne faisant pas partie de la zone euro.

6. Les *Engagements en devises envers des résidents de la zone euro* figurent dans un compte distinct de la situation, sans aucune ventilation (cf. 4. ci-dessus).

7. Les *Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro* comprennent les dépôts, comptes et autres engagements et les facilités de crédit contractées dans le cadre du MCE II (cf. 4. de l'actif ci-dessus).

8. *Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI* (cf. 2. de l'actif ci-dessus).

9. La rubrique *Autres passifs* est un poste générique qui comprend les valeurs en cours de recouvrement (soldes des comptes de règlement, par exemple le flottant sur virements), les différences de réévaluation des instruments de hors-bilan, les intérêts courus et les produits à recevoir. Ce poste inclut aussi les provisions (pour pensions, pour risques de change et de prix et autres objets), le revenu (profits nets accumulés) et le bénéfice de l'année précédente (avant distribution).

10. Par souci de transparence, et en raison de leur importance, les rubriques *Comptes de réévaluation* font apparaître les gains non réalisés relatifs aux variations de prix et de cours de change. Ce poste comprend également les gains non réalisés des BCN de la zone euro consécutifs au passage des méthodes comptables nationales à la mise en œuvre des règles comptables harmonisées de l'Eurosystème.

11. La rubrique *Capital et réserves* représente le capital versé, les réserves légales et les autres réserves.

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>

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
Situation financière d'ouverture consolidée de l'Eurosystème
au 1^{er} janvier 1999

(encours en millions d'euros)

ACTIF	
1. Avoirs et créances en or.....	99 598
2. Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	230 342
2.1. <i>Créances sur le FMI</i>	29 500
2.2. <i>Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises</i>	200 841
3. Créances en devises sur des résidents de la zone euro.....	6 704
4. Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro.....	8 939
4.1. <i>Comptes auprès de banques, titres et prêts</i>	8 939
4.2. <i>Facilité de crédit consentie dans le cadre du MCE II</i>	—
5. Concours aux contreparties du secteur financier de la zone euro.....	185 120
5.1. <i>Opérations principales de refinancement</i>	144 924
5.2. <i>Opérations de refinancement à plus long terme</i>	24 698
5.3. <i>Cessions temporaires de réglage fin</i>	6 680
5.4. <i>Cessions temporaires à des fins structurelles</i>	—
5.5. <i>Facilité de prêt marginal</i>	6 372
5.6. <i>Appels de marge versés</i>	26
5.7. <i>Autres concours</i>	2 420
6. Titres en euros émis par des résidents de la zone euro.....	21 650
7. Créances en euros sur des administrations publiques	60 125
8. Autres actifs.....	84 683
TOTAL ACTIF	697 160
PASSIF	
1. Billets en circulation.....	341 708
2. Engagements en euros envers les contreparties du secteur financier de la zone euro	87 308
2.1. <i>Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)</i>	84 437
2.2. <i>Facilité de dépôt</i>	973
2.3. <i>Reprises de liquidités en blanc</i>	1 886
2.4. <i>Cessions temporaires de réglage fin</i>	—
2.5. <i>Appels de marge reçus</i>	12
3. Certificats de dette émis.....	13 835
4. Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro.....	61 477
4.1. <i>Engagements envers des administrations publiques</i>	58 612
4.2. <i>Autres engagements</i>	2 865
5. Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	9 969
6. Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	595
7. Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	3 314
7.1. <i>Dépôts, comptes et autres engagements</i>	3 314
7.2. <i>Facilité de crédit contractée dans le cadre du MCE II</i>	—
8. Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	5 765
9. Autres passifs.....	60 690
10. Comptes de réévaluation	59 931
11. Capital et réserves.....	52 567
TOTAL PASSIF	697 160

NB : Les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes en raison des arrondis.

Source et réalisation : Banque centrale européenne

DÉCLARATION INTRODUCTIVE DU PRÉSIDENT DE LA BCE SUITE À LA RÉUNION DU CONSEIL DES GOUVERNEURS, LE 7 JANVIER 1999

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, publié le 7 janvier 1999

Mesdames et messieurs, le vice-président et moi-même sommes ici aujourd'hui pour vous faire part du résultat de la première réunion du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne tenue durant la phase III de l'Union économique et monétaire. Pour la première fois, le Conseil des gouverneurs a pris des décisions de nature opérationnelle dans le cadre de la politique monétaire unique.

Le 1^{er} janvier 1999, le lancement de l'euro s'est effectué avec succès. Depuis ce jour là, l'« Eurosystème », c'est-à-dire la BCE et les onze banques centrales nationales des États membres qui participent à l'euro, assume la responsabilité de la conduite de la politique monétaire dans la zone euro en ayant comme objectif principal le maintien de la stabilité des prix.

Le Conseil des gouverneurs a exprimé aujourd'hui sa satisfaction devant la manière dont s'est réalisé le basculement sur le marché monétaire intégré de la zone euro au cours de ces premiers jours. Les écarts de taux d'intérêt sur les marchés monétaires entre les différents pays n'ont été significatifs qu'au cours des toutes premières heures de la journée du 4 janvier 1999, mais ils se sont rapidement resserrés ensuite, ce qui montre que les établissements de crédit ont utilisé efficacement les possibilités d'arbitrages que comporte le marché monétaire unifié.

Comme vous vous en souvenez, le Conseil des gouverneurs de la BCE avait décidé, lors de sa réunion précédente que, à titre de mesure provisoire, il convenait de fixer entre des bornes étroites le corridor délimité par les taux d'intérêt des facilités permanentes. Cela a été atteint en établissant le taux de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 3,25 % et 2,75 % pour la période du 4 au 21 janvier 1999. Nous avons constaté que les établissements de crédit avaient assez largement recouru à ces facilités pendant les tout premiers jours de la phase III. Cela n'est guère étonnant dans la mesure où l'écart entre les conditions de la facilité de prêt marginal et les taux d'intérêt au jour le jour du marché monétaire a été relativement faible. Comme nous l'avions noté lors de notre dernière réunion, l'adoption d'un corridor étroit vise à faciliter la transition vers le nouveau régime aux opérateurs du marché monétaire. Toutefois, nous avions également noté que, appliquée pendant une période plus longue, cette décision entraverait le développement d'un marché monétaire efficient dans la zone euro. En conséquence, nous confirmons notre intention de mettre fin à cette mesure transitoire à l'issue de la prochaine réunion du Conseil des gouverneurs, le 21 janvier 1999.

Le 22 décembre 1998, le taux d'intérêt de la première opération principale de refinancement de l'Eurosystème a été fixé à 3 %, avec l'intention de maintenir ce niveau dans un avenir prévisible. Le règlement de cette première opération de l'Eurosystème a été mené à bien aujourd'hui. La décision concernant le montant de la liquidité allouée au système bancaire (75 milliards d'euros) a pour objet de fournir des liquidités en quantité suffisante pour permettre aux établissements de crédit, considérés dans leur ensemble, de neutraliser leur déficit de réserves relativement tôt au cours de la première période de constitution. Cette décision s'est appuyée sur les conditions de la liquidité sur le marché monétaire de l'ensemble de la zone euro, tout en prenant en considération les incertitudes liées à la mise en place progressive du nouveau système.

Je souhaiterais à présent aborder les échanges de vues qui ont eu lieu au sein du Conseil des gouverneurs sur les *évolutions monétaires, financières et économiques récentes et vous faire part des décisions prises aujourd'hui par le Conseil des gouverneurs dans le domaine de la politique monétaire*.

Au cours de la réunion d'aujourd'hui, le Conseil des gouverneurs a passé en revue les données les plus récentes. Les derniers éléments d'information n'ont pas modifié de manière significative les perspectives d'évolution des prix. Le Conseil des gouverneurs a donc décidé d'appliquer aux deux opérations principales de refinancement, qui doivent être annoncées les 11 et 18 janvier 1999, les mêmes conditions que pour la première opération de ce type : ce seront des appels d'offres à taux fixe effectués au taux de 3 %. Un communiqué de presse séparé portant sur les décisions relatives aux taux d'intérêt de la BCE a été publié ce jour à 18 h 15.

En outre, je voudrais rappeler que la première opération de refinancement à plus long terme sera annoncée le 12 janvier 1999 et que son règlement interviendra le 14 janvier 1999. Elle sera effectuée par voie d'appel d'offres à taux variable, en utilisant la procédure d'adjudication à taux unique.

Je souhaiterais vous exposer de manière plus détaillée l'évaluation des conditions monétaires, financières et économiques à laquelle le Conseil des gouverneurs se livre régulièrement et donner ainsi des explications sur nos décisions d'aujourd'hui.

Le 30 décembre 1998, nous avons diffusé le premier des communiqués mensuels relatifs aux évolutions monétaires récentes au sein de la zone euro. D'octobre à novembre 1998, le taux de croissance annuel de l'*agrégat monétaire large M3* est revenu de 5,0 % à 4,5 %. La dernière moyenne mobile sur trois mois du taux de croissance de M3 (couvrant les mois de septembre à novembre 1998) a été de l'ordre de 4,7 %. Ce résultat a été similaire à la valeur estimée pour la période de trois mois d'août à octobre 1998 (révisée à la hausse par rapport au chiffre de 4,5 % publié le 14 décembre 1998) et demeure très proche de la valeur de référence de 4,5 % fixée par le Conseil des gouverneurs le 1^{er} décembre 1998.

S'agissant de l'*évaluation fondée sur une large gamme d'indicateurs des perspectives d'évolution des prix et des risques pour la stabilité des prix*, on peut considérer que les évolutions sur les marchés de capitaux témoignent d'un accueil favorable des récentes décisions de politique monétaire de l'Eurosystème et indiquent que les acteurs des marchés de capitaux anticipent le maintien de l'environnement de stabilité des prix. À cet égard, je pourrais mentionner la baisse des *taux d'intérêt à long terme* qui, au cours de ces tout derniers jours, ont atteint de nouveaux points bas historiques, ainsi que le déplacement vers le bas de la *courbe des rendements*.

Aucun élément nouveau significatif n'est venu modifier les perspectives économiques de la zone euro depuis notre dernière réunion. Par conséquent, nous sommes toujours exposés aux incertitudes liées à l'évolution de l'*économie mondiale* en 1999, reflétées dans une baisse de la *confiance des entreprises* de la zone euro durant ces derniers mois. De surcroît, la croissance du PIB réel dans la zone euro au troisième trimestre s'est ralentie par rapport au premier semestre 1998. En revanche, la *confiance des consommateurs* est demeurée à un niveau élevé jusque dans les derniers mois de 1998. Ce tableau contrasté se reflète également dans d'autres indicateurs. Les *carnets de commandes* et le *taux d'utilisation des capacités de production* témoignent d'une appréciation moins optimiste des perspectives de croissance, alors que les *ventes au détail* et l'*évolution récente de l'emploi et du chômage* suggèrent des tendances plus favorables. Globalement, cette configuration d'indications contrastées semble caractériser la situation économique dans la zone euro au tournant de l'année et nous continuerons de suivre attentivement ces évolutions.

Les données les plus récentes relatives à l'*indice des prix à la consommation harmonisé* montrent que sa progression annualisée s'est de nouveau ralentie en novembre 1998, pour s'établir à 0,9 %, contre 1,0 % au cours des deux mois précédents. Cette évolution s'est inscrite dans le droit fil des tendances précédentes, c'est-à-dire qu'elle a été principalement due à une hausse moindre sur douze mois des prix des produits alimentaires et à une nouvelle baisse des prix de l'énergie. Dans l'ensemble, l'environnement général ne fait pas apparaître de pressions significatives à court terme à la hausse ou à la baisse des prix. Les facteurs de risques susceptibles d'affecter la stabilité des prix sont restés dans l'ensemble inchangés. D'un côté, des pressions à la baisse pourraient se concrétiser si les prix des importations ou les prix à la production devaient poursuivre leur recul, tandis que de l'autre, l'évolution des salaires pourrait devenir préoccupante si les augmentations salariales étaient plus importantes que prévu. En outre, tout assouplissement des politiques budgétaires aurait une incidence négative sur la formation des prix ainsi que sur la crédibilité du Pacte de stabilité et de croissance.

En conclusion, compte tenu des données disponibles les plus récentes, le Conseil des gouverneurs n'a pas modifié son évaluation des perspectives d'évolution des prix. C'est la raison pour laquelle, comme je l'ai déjà mentionné, le Conseil des gouverneurs a décidé que les deux opérations principales de refinancement à venir seraient assorties des mêmes conditions que la première, c'est-à-dire effectuées par voie d'appel d'offres à taux fixe à un taux d'intérêt de 3 %. Nous confirmons également notre intention de maintenir ce taux dans un avenir prévisible.

Je souhaite maintenant vous faire part de l'*examen*, par le Conseil des gouverneurs, *du passage à l'euro*.

Tout d'abord, je suis heureux de pouvoir vous informer que, globalement, le passage à l'euro au sein de l'Eurosystème et du secteur bancaire et financier s'est déroulé de façon satisfaisante. S'agissant du week-end de basculement lui-même, la BCE vous a informés, par un communiqué de presse publié le 3 janvier 1999 au soir, qu'aucun incident susceptible de compromettre le démarrage sans heurt du système n'avait été signalé. Pour ce qui concerne les premières heures de notre existence opérationnelle, je souhaiterais m'attacher plus particulièrement aux performances du système *Target*.

Globalement, durant ses premiers jours d'activité, le système *Target* a bien fonctionné. *Target* a largement contribué à l'intégration du marché monétaire de l'euro et a rendu possible la gestion consolidée de la trésorerie d'établissements disposant de plusieurs centres d'activités en Europe. *Target* a traité davantage de paiements transfrontière que ce qui était prévu pour les premiers jours de l'Union monétaire et, ce faisant, a fait la preuve de ses capacités de traitement.

Les problèmes rencontrés au cours de la période initiale peuvent être considérés comme des difficultés inévitables liées à la mise en œuvre d'un nouveau système ; après tout, il est absolument normal que les opérateurs — que ce soit dans les banques commerciales ou au niveau de la banque centrale — aient besoin d'un certain temps pour s'adapter au système et au nouvel environnement de l'euro. À cet égard, il convient de souligner que, à l'heure actuelle, plus de 5 000 établissements de crédit participent directement à *Target*.

La valeur des transactions transfrontière dont le règlement a été effectué *via Target* dépassait déjà 310 milliards d'euros le deuxième jour de fonctionnement du système et ce chiffre n'inclut pas les opérations traitées par les systèmes nationaux de règlement brut en temps réel (RTGS), qui représentent au moins 660 milliards d'euros supplémentaires. La valeur totale des opérations réglées a donc atteint près de 1 000 milliards d'euros.

Outre les informations relatives à *Target*, la BCE vous a également informés, par un communiqué de presse publié le 5 janvier 1999, que sa première opération de refinancement — annoncée le 4 janvier 1999 — avait été exécutée avec succès. Là aussi, le Conseil des gouverneurs a reconnu, à l'évidence, qu'un processus d'apprentissage était toujours en cours. Le Conseil des gouverneurs va continuer à étudier les meilleures façons d'adapter l'approvisionnement en liquidité aux changements de situation caractérisant cette période initiale.

Pour finir, comme nous l'avons indiqué lors de notre conférence de presse du 22 décembre 1998, le Conseil des gouverneurs a réexaminé aujourd'hui la question de la *préalimentation en billets et pièces en euros*.

Le Conseil des gouverneurs considère que la préalimentation du public en billets et pièces en euros est exclue par les articles 10 et 11 du règlement du Conseil (CE) 974/98 relatif à l'introduction de l'euro, étant donné que cela aurait le même effet que de les émettre ou de les mettre en circulation.

Toutefois, la préalimentation en billets et pièces en euros est considérée comme juridiquement possible en ce qui concerne les établissements de crédit et les transporteurs de fonds ainsi que d'autres organismes (commerçants et sociétés de distribution automatique notamment) si et seulement si des dispositions réglementaires ou contractuelles peuvent être prises dans le cadre de chacun des systèmes juridiques nationaux pour éviter que les billets et pièces en euros ne soient mis en circulation avant le 1^{er} janvier 2002.

Nous sommes à votre disposition pour répondre à toute question.

Banque de France
Direction de la Communication
Service de Presse
48 rue Croix des Petits Champs
75049 PARIS CEDEX 01

Tél. : 01 42 92 39 00 – Télécopie : 01 42 60 36 82
Internet : <http://www.banque-france.fr>

DÉCISION RELATIVE AUX TAUX D'INTÉRÊT DE LA BCE

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, en date du 7 janvier 1999

Lors de sa réunion d'aujourd'hui, le Conseil des gouverneurs a passé en revue la situation monétaire, financière et économique de la zone euro dans le cadre de sa stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité. Prenant en compte les dernières évolutions économiques, le Conseil des gouverneurs a confirmé son appréciation antérieure des perspectives en matière de stabilité des prix. Le Conseil des gouverneurs a donc décidé d'appliquer aux deux opérations principales de refinancement qui doivent être annoncées les 11 et 18 janvier 1999 les mêmes conditions que pour la première opération de ce type, dont le règlement a eu lieu aujourd'hui : ces appels d'offres à taux fixe seront effectués au taux de 3 %. Le Conseil des gouverneurs a confirmé son intention de maintenir à ce niveau dans l'avenir prévisible le taux des opérations principales de refinancement.

En outre, le Conseil des gouverneurs a rappelé que le taux de la facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt ont été fixés à 3,25 % et 2,75 % respectivement, pour la période comprise entre le 4 et le 21 janvier 1999. Le Conseil des gouverneurs a confirmé son intention de mettre un terme à cette mesure provisoire, à l'issue de sa prochaine réunion prévue le 21 janvier 1999.

Enfin, le Conseil des gouverneurs a rappelé la décision prise lors de sa réunion du 22 décembre 1998 selon laquelle la première opération de refinancement à plus long terme, qui sera annoncée le 12 janvier et dont le règlement interviendra le 14 janvier 1999, sera effectuée par voie d'appel d'offres à taux variable, en utilisant la procédure d'adjudication à taux unique.

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>

TARGET : EXTENSION TEMPORAIRE DE LA PLAGE DE SERVICE

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, en date du 11 janvier 1999

Target a démontré son efficacité au cours de sa première semaine de fonctionnement en traitant un volume d'opérations plus important qu'on ne l'anticipait au démarrage. Les quelques problèmes techniques rencontrés n'ont, pour la plupart, pas eu d'incidences opérationnelles pour les utilisateurs du système.

La plupart des problèmes rencontrés ont trouvé leur origine dans :

1. la trop forte concentration des flux de paiement dans les dernières heures de la journée ;
2. et les difficultés qu'ont rencontrées plusieurs banques pour s'adapter aux règles de fonctionnement de *Target* et pour se conformer au formatage des messages requis par le système.

En conséquence, un nombre élevé de paiements est demeuré non réglé à la fin de chaque journée, ce qui a conduit à des taux de rejet des opérations plus importants qu'attendu.

Afin de donner aux banques le temps nécessaire pour s'adapter à ce nouvel environnement, le SEBC a décidé de *reporter temporairement la clôture du système Target à 19 h 00 (HEC), pour la période allant du 11 janvier au 29 janvier inclus*. La clôture des opérations de clientèle demeure fixée à 17 h 00.

Cette extension de la plage de service ne devrait être utilisée que par les banques qui rencontrent des difficultés pour régler leurs dernières opérations avant la clôture normale de 18 h 00. Elle ne doit pas être considérée comme une extension des heures d'ouverture normales de *Target*. *En conséquence, toute utilisation de ce service fera l'objet d'une facturation supplémentaire de 15 euros par paiement transfrontière.*

De plus, pendant cette période, l'accès à la facilité de dépôt de l'Eurosystème sera disponible durant 1 heure (au lieu de 30 minutes) après la clôture du système *Target*.

Ces aménagements ne devraient pas être reconduits au-delà de la fin janvier 1999. À plus long terme, le bon fonctionnement de *Target* dépendra du respect par les banques des recommandations suivantes.

1. Les *back-offices* doivent porter une attention particulière au respect des normes publiées pour confectionner les messages *Target*.
2. Les *back-offices* doivent assurer le suivi du règlement des paiements dans *Target*, en particulier pendant les dernières heures de la journée, et réagir rapidement en cas de rejet de paiements.

3. Les salles de marchés des banques doivent cesser de conclure des opérations valeur-jour suffisamment tôt avant 18 h 00 afin de permettre aux *back-offices* d'acheminer les ordres de paiement dans *Target* avant la clôture du système à 18 h 00.

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>

RÉSULTATS DE LA DEUXIÈME OPÉRATION PRINCIPALE DE REFINANCEMENT DE L'EUROSYSTÈME ET INFORMATIONS RELATIVES AUX PREMIÈRES OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, en date du 12 janvier 1999

1. La deuxième opération principale de refinancement

Le 11 janvier 1999, l'Eurosystème a annoncé qu'il procédait à sa deuxième opération principale de refinancement, laquelle a été exécutée avec succès aujourd'hui. L'opération, effectuée par voie de cession temporaire à un taux fixe de 3 %, a une durée de 14 jours, du 13 au 27 janvier 1999. Au total, 1 068 banques ont participé à l'opération et ont soumis des offres aux banques centrales nationales pour un montant de 563 milliards d'euros. Le montant total de liquidités allouées au système bancaire s'est élevé à 48 milliards d'euros, soit un pourcentage servi de 8,52 %.

Pour la fixation du montant à adjuger, l'Eurosystème a pris en compte l'arrivée à échéance, le 13 janvier 1999, de quelque 66 milliards d'euros d'opérations de politique monétaire d'apports de liquidités effectuées par les banques centrales nationales au cours de la phase II de l'Union économique et monétaire (UEM). Le fait que la deuxième opération principale de refinancement ne se substitue que partiellement aux opérations arrivant à échéance prend également en compte le volume qui sera adjugé le 13 janvier 1999, dans le cadre de la première opération de refinancement à plus long terme (cf. ci-après).

La décision du montant à adjuger a été prise sur la base d'une analyse des conditions de la liquidité dans l'ensemble de la zone euro, tout en prenant dûment en considération les incertitudes liées à l'entrée en vigueur progressive du nouveau système. La décision a pour objet de permettre aux établissements de crédit (considérés dans leur ensemble) de constituer sans difficulté leurs réserves obligatoires au cours de la première période de constitution, allant du 1^{er} janvier 1999 au 23 février 1999.

Il est à prévoir que, compte tenu du lancement progressif des différentes opérations de refinancement de l'Eurosystème, le montant global des avoirs quotidiens en compte détenus par les établissements de crédit le 13 janvier 1999 sera inférieur au montant quotidien des réserves qu'ils auront à constituer en moyenne en vue de satisfaire à leurs obligations de réserves estimées pour la première période de constitution. L'incidence de ce déficit constaté sur une journée par rapport à la moyenne quotidienne exigée sera compensée par l'apport supplémentaire de liquidités assuré par la première opération de refinancement à plus long terme du 14 janvier 1999.

Le chiffre définitif du montant global des réserves obligatoires à constituer par les établissements de crédit de la zone euro ne sera pas connu avant début février. Pour donner des indications au marché, l'Eurosystème a publié le 4 janvier 1999 ses estimations selon lesquelles le montant global des réserves obligatoires s'élèvera à quelque 100 milliards d'euros pour la première période de constitution. Selon les informations actuellement disponibles, il semble désormais probable que le chiffre définitif soit plutôt légèrement inférieur à cette estimation.

2. Les premières opérations de refinancement à plus long terme

La première opération de refinancement à plus long terme sera annoncée le 12 janvier 1999 et son règlement interviendra le 14 janvier 1999.

Comme il a été spécifié dans la publication du SEBC intitulée : *La politique monétaire unique en phase III : Documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC*, datée de septembre 1998, « *Les opérations de refinancement à plus long terme consistent en des opérations de cession temporaire destinées à fournir des liquidités, avec une fréquence mensuelle et une échéance de trois mois. Ces opérations sont destinées à fournir aux contreparties un refinancement supplémentaire à plus long terme et sont exécutées par les banques centrales nationales par voie d'appels d'offres normaux. Ces opérations n'ayant pas pour objet, en principe, d'émettre des signaux à l'intention du marché, le SEBC les met normalement en œuvre en retenant les taux de soumission qui lui sont proposés* ». Dans la *Documentation générale*, il est également précisé que « *la BCE indique périodiquement le volume de refinancement à adjuger lors des appels d'offres à venir* » dans le cadre d'opérations de refinancement à plus long terme.

Comme l'a annoncé le Conseil des gouverneurs de la BCE le 22 décembre 1998, la première opération de refinancement à plus long terme sera effectuée par voie d'appel d'offres à taux variable en utilisant une procédure d'adjudication à taux unique (adjudication à la hollandaise). La mise en œuvre progressive des opérations de refinancement à plus long terme requiert de l'Eurosystème qu'il procède à des appels d'offres parallèles comportant trois échéances différentes (25 février 1999, 25 mars 1999 et 29 avril 1999). La BCE prévoit d'adjuger un montant de 15 milliards d'euros lors de chacun des appels d'offres parallèles, soit au total un montant de 45 milliards d'euros pour ces trois opérations (au regard du montant de 25 milliards d'euros alloué dans le cadre des opérations d'apport de liquidités effectuées par les banques centrales nationales au cours de la phase II, qui arrivent à échéance le jour du règlement de cette première opération de refinancement à plus long terme).

Il convient de noter que, pour donner le temps nécessaire au traitement de ces trois opérations parallèles, l'annonce des résultats des appels d'offres aura lieu à 13 h 15, heure BCE (HEC), le 13 janvier 1999, au lieu de 11 h 15, heure normalement prévue pour l'annonce des résultats de toutes les opérations d'appels d'offres normaux de l'Eurosystème.

Concernant les autres opérations de refinancement à plus long terme qui interviendront dans les trois premiers mois de 1999, la BCE a l'intention d'adjuger également un montant de 15 milliards d'euros par opération.

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 BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

*Le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr)
est actualisé quotidiennement, notamment pour ses rubriques
« changes » et « marchés de capitaux ».*

1. Publications diffusées par la Banque de France en décembre 1998

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 174 – décembre 1998

DIRECTION DE LA CONJONCTURE
(Tél. : 01 42 92 29 18 – Télécopie : 01 42 92 49 10)

Cahier des titres de créances négociables – novembre 1998

DIRECTION DES MARCHÉS DE CAPITAUX
(Tél. : 01 42 92 41 71 – Télécopie : 01 42 92 41 92)

Risque et taille des entreprises industrielles

DIRECTION DES ENTREPRISES – OBSERVATOIRE DES ENTREPRISES
(Tél. : 01 42 92 29 68 – Télécopie : 01 42 92 49 39)
Prix du numéro : EUR 22,87 TTC – FRF 150 TTC

Endettement et placements des entreprises – période 1989-1997

DIRECTION DES ENTREPRISES – OBSERVATOIRE DES ENTREPRISES
(Tél. : 01 42 92 29 68 – Télécopie : 01 42 92 49 39)
Prix du numéro : EUR 22,87 TTC – FRF 150 TTC

Note d'information – n° 111 – décembre 1998

Le Système européen de banques centrales et la Banque centrale européenne

DIRECTION DE LA COMMUNICATION
(Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40)

Note d'information – n° 112 – décembre 1998

La politique monétaire du Système européen de banques centrales : instruments et procédures

DIRECTION DE LA COMMUNICATION
(Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40)

Bulletin de la Commission bancaire – n° 19 – novembre 1998

Secrétariat général de la Commission bancaire
(Tél. : 01 42 92 57 45 – Télécopie : 01 42 92 59 57)
Prix du numéro : EUR 22,87 TTC – FRF 150 TTC

Comptes annuels des établissements de crédit – 1997

Volume 1 : Banques

Secrétariat général de la Commission bancaire

(Tél. : 01 42 92 59 31 – Télécopie : 01 42 92 59 57)

Prix du numéro : EUR 38,11 TTC – FRF 250 TTC

Prix du volume + disquettes : EUR 45,73 TTC – FRF 300 TTC

Comptes annuels des établissements de crédit – 1997

Volume 2 : Sociétés financières et institutions financières spécialisées

Secrétariat général de la Commission bancaire

(Tél. : 01 42 92 59 31 – Télécopie : 01 42 92 59 57)

Prix du numéro : EUR 38,11 TTC – FRF 250 TTC

Prix du volume + disquettes : EUR 45,73 TTC – FRF 300 TTC

2. Contributions à des publications extérieures

Le délai de six semaines de double circulation n'est pas définitif

entretien avec Yves Barroux, Caissier général

(*Technologies Bancaires* – n° 71 – novembre-décembre 1998)

Le champ de la normalisation ne cesse de s'élargir

entretien avec Jean Bonnardin, président du Comité français d'organisation et de normalisation bancaire (CFONB) – Contrôleur général

(*Technologies Bancaires* – n° 71 – novembre-décembre 1998)

Voici pourquoi l'euro va doper la France

par Jean-Claude Trichet, gouverneur

(*Le Figaro Magazine* – 9 janvier 1999)

Risque de crédit – Vers une modification du ratio de solvabilité

par Pierre-Yves Thoraval,

directeur de la Surveillance générale du système bancaire à la Commission bancaire

(*Banque magazine* – n° 599 – janvier 1999)

3. Communications des responsables de la Banque de France

L'euro et la Banque centrale européenne

entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,

sur la BBC (TV) (*The Money Program*), le 16 décembre 1998

***La politique monétaire en 1998 et l'entrée dans l'euro
Les résultats de cinq années d'indépendance***

conférence de presse de Jean-Claude Trichet, gouverneur,
à Paris, le 17 décembre 1998⁷

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,
sur LCI, le 30 décembre 1998

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,
sur France 2 (Télématin), le 31 décembre 1998

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,
sur Europe 1, le 4 janvier 1999

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,
sur LCI (le Club de l'économie), le 8 janvier 1999

⁷ Texte publié intégralement dans ce *Bulletin*
et également disponible sur le site Internet