

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 68

AOÛT 1999

Sommaire

Actualité

Tour d'horizon

1. La situation économique de la France
2. Les comportements monétaires et financiers
3. Les marchés de capitaux
4. Chronologie

Études

**L'adaptation des banques françaises
au nouveau cadre opérationnel de la politique monétaire**

Enquête financière – Deuxième trimestre 1999

**Les marchés de matières premières
au deuxième trimestre 1999**

**Composition, évolution et structure des PEA
à la fin du deuxième trimestre de 1999**

Achévé de rédiger le 12 août 1999

Tour d'horizon

Les indicateurs économiques récents confirment l'évolution globalement favorable de la conjoncture mondiale

En Asie, le redressement de l'activité économique des pays les plus touchés par la crise de 1997 se poursuit, en particulier en Corée du Sud, et l'afflux de capitaux étrangers semble se confirmer. Néanmoins, la structure financière des entreprises de la région reste fragile. En Chine, un processus de ralentissement économique est toujours à l'œuvre au premier semestre 1999 sous l'effet du freinage des exportations.

En Amérique latine, la situation économique est contrastée. Alors que les perspectives s'améliorent au Brésil et au Mexique, l'activité recule en Argentine et en Colombie. Dans l'ensemble de la zone, les déficits des paiements courants demeurent élevés.

Au Japon, malgré le rebond de la demande privée enregistré par les comptes nationaux au premier trimestre, les signes de reprise, telle la hausse de la production industrielle en juin, sont encore rares. Trois facteurs principaux contribuent à handicaper la reprise de l'activité : la lenteur du processus de restructuration industrielle et bancaire, la baisse de la rentabilité des entreprises, et la faiblesse de la consommation des ménages consécutive à la montée du chômage (à un niveau historique de 4,9 % en juin) et à la baisse des salaires nominaux.

Au Royaume-Uni, les données préliminaires indiquant une croissance de 0,5 % du PIB au deuxième trimestre et le dernier rapport de la Banque d'Angleterre sur l'inflation confirment le redressement de l'activité.

Aux États-Unis, la croissance, toujours vigoureuse, ralentit progressivement : le PIB a augmenté de 0,6 % au deuxième trimestre, après 1,1 % au cours des trois premiers mois de l'année. La demande interne conserve un rythme soutenu (+ 1,0 % pour la consommation des ménages, + 2,6 % pour l'investissement des entreprises), qui se traduit par une poursuite de la dégradation du solde commercial malgré la progression des exportations. Quelques tensions se manifestent sur le marché du travail,

où les créations d'emplois ont été très nombreuses en juin et juillet : après une augmentation très faible entre janvier et mars, l'indice du coût du travail a enregistré un rebond au deuxième trimestre, tandis que les gains de productivité ralentissaient. Les coûts salariaux unitaires ont ainsi connu leur plus forte augmentation depuis le dernier trimestre 1997.

Simultanément, l'amélioration de la conjoncture mondiale est venue s'ajouter au contrôle de l'offre par l'OPEP pour pousser à la hausse le prix du pétrole. Le cours du *Brent* a dépassé 20 dollars le baril début août, alors qu'il était inférieur à 15 dollars fin mai.

La hausse des prix à la consommation aux États-Unis (2,0 % en glissement annuel, après 2,1 % en mai) n'a cependant montré aucun signe d'accélération en juin. Les craintes d'une résurgence de l'inflation aux États-Unis, atténuées ensuite par les indications plutôt rassurantes du dernier *Beige Book* du Système fédéral de réserve, ont, néanmoins, provoqué temporairement à partir de la mi-juillet une hausse des taux longs, et une baisse des cours des actions observée sur l'ensemble des places boursières (États-Unis, Japon, Europe, Asie et Amérique latine).

Dans la zone euro, de multiples signes indiquent une accélération de l'activité

Pour l'ensemble de la zone, l'indice de confiance des industriels publié par la Commission européenne a continué de s'améliorer en juin, et l'indicateur de confiance des ménages s'est de nouveau rapproché du niveau record qu'il avait atteint au début de l'année.

En Allemagne, les commandes à l'industrie ont fortement progressé en juin, confirmant les perspectives favorables indiquées par le rebond de l'indice synthétique de l'IFO. La progression des exportations enregistrée en juin traduit l'orientation particulièrement positive de la demande extérieure. Le taux de chômage cvs est resté stable en juillet, à 10,5 %.

En Italie, la production industrielle (cvs) s'est redressée en juin, après deux mois de recul, et les indicateurs de confiance se sont améliorés, aussi bien en ce qui concerne les ménages que dans l'industrie. Le taux de chômage (non corrigé des variations saisonnières) a reculé au deuxième trimestre, s'établissant à 11,9 %, contre 12,2 % au trimestre précédent.

Dans la zone euro, les conditions monétaires continuent d'être particulièrement favorables et le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 s'établit à 5,0 % en juin 1999, contre 5,2 % en mai ; la croissance annuelle des crédits obtenus par les résidents demeure soutenue.

L'activité est particulièrement bien orientée en France

Les dernières informations conjoncturelles disponibles semblent confirmer l'hypothèse d'une reprise, après la faiblesse de l'activité qui a caractérisé les tout premiers mois de 1999.

L'enquête de conjoncture de la Banque de France portant sur le mois de juin fait apparaître un redressement sensible des prévisions relatives à la production, qui retrouvent ainsi le niveau atteint à la fin de l'été 1998. L'enquête confirme le redémarrage des marchés d'exportation repéré depuis mars 1999. De fait, les données douanières de mai 1999 font ressortir une progression des exportations, après la baisse observée en avril. Le net redressement de la demande globale au deuxième trimestre ressort également de l'enquête trimestrielle de l'INSEE.

Au cours du deuxième trimestre, la demande des ménages semble s'être davantage portée sur l'investissement-logement que sur la consommation, sans que cela remette en cause son dynamisme général. Les crédits bancaires octroyés aux ménages continuent à progresser fortement (+ 7,5 % sur un an en mai 1999, contre 6,0 % au début de l'année). À ce titre, la récente baisse des taux réglementés devrait permettre de détendre encore les conditions débitrices des banques, comme l'abaissement du taux de base bancaire (60 points de base) semble en constituer déjà un indice.

La bonne orientation de l'activité se traduit par un renforcement de la pression exercée sur les capacités de production : en juin, le taux d'utilisation des équipements se situe à un niveau supérieur à sa moyenne de long terme.

L'orientation très positive des anticipations relatives aux effectifs dans le secteur manufacturier, révélée par l'enquête de conjoncture de la Banque de France portant sur le mois de juin (le solde d'opinion relatif aux effectifs prévus a atteint le niveau le plus élevé depuis la création de l'enquête) constitue un autre facteur de confiance dans le maintien du dynamisme de la demande des ménages. Le nombre de demandeurs d'emploi a de nouveau sensiblement diminué en juin, et le taux de chômage (au sens du BIT) a poursuivi son recul, à 11,3 %.

En dehors du secteur manufacturier, l'amélioration de l'activité dans la construction se confirme (selon les statistiques de mises en chantier de logements du ministère de l'Équipement), et l'enquête de la Banque de France dans les services marchands révèle une orientation très positive des anticipations.

Les résultats budgétaires disponibles pour les premiers mois de 1999 tirent bénéfice de la bonne orientation de la conjoncture, et des effets retardés de la progression notable des revenus des entreprises et des ménages en 1998.

Les évolutions des prix à la consommation restent très modérées dans la zone euro

En juin, la hausse sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé a atteint 0,9 % pour la zone euro. Les informations disponibles pour le mois de juillet montrent une légère accélération des prix de détail en France (où l'indice national progresse de 0,4 %, après 0,3 % en juin), en Allemagne (0,6 %, après 0,4 %) et, selon de premières estimations, en Italie. Cette évolution traduit l'impact de la hausse du prix de l'énergie. En revanche, la hausse des prix de détail tend à se ralentir en Belgique et aux Pays-Bas.

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

À la fin du premier semestre 1999, les perspectives d'activité sont en nette amélioration

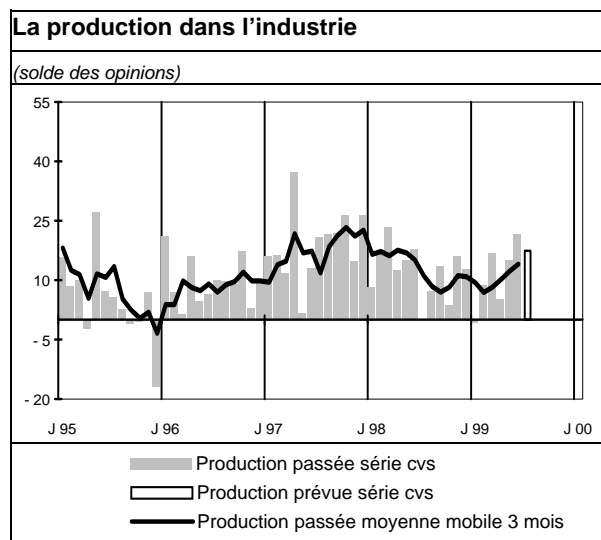
Au premier trimestre, le PIB n'a progressé que de 0,4 % en France, contre une première estimation de + 0,3 % (après + 0,6 % au trimestre précédent), et de 2,3 % sur un an. À la fin du premier trimestre, l'acquis de croissance atteignait 1,3 %. Dans la zone euro, la croissance du PIB s'est, au contraire, globalement accélérée au début de 1999 (+ 0,5 %, après + 0,2 % au quatrième trimestre 1998). Toutefois, la plupart des pays membres ont enregistré un ralentissement du rythme annuel de leur croissance au premier trimestre. Sur un an, le PIB enregistre une progression de 1,8 % dans la zone euro (+ 2,0 % le trimestre précédent).

La décélération enregistrée en France au premier trimestre s'explique, principalement, par une contribution plus faible des dépenses de consommation des ménages à la croissance, alors que celle du solde extérieur était nulle. Comme dans l'ensemble de la zone euro, les dépenses d'investissement se sont, en revanche, nettement accrues en France (+ 2,7 %, après + 1,3 %).

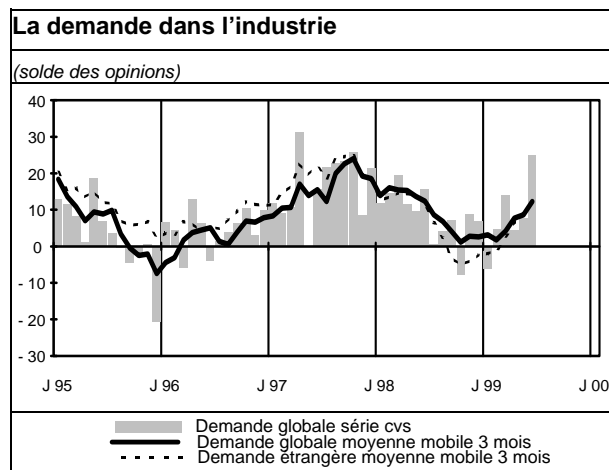
Au deuxième trimestre 1999, l'activité est apparue nettement mieux orientée, en particulier dans le secteur industriel qui avait été l'un des plus affectés par la dégradation de l'environnement international.

D'après l'enquête trimestrielle de conjoncture de l'INSEE, la demande globale s'est nettement redressée dans toutes les grandes branches de l'industrie manufacturière au cours de cette période. La demande étrangère en produits manufacturés s'est, elle aussi, raffermit.

L'activité industrielle, dont la reprise avait été appréhendée dès le mois de mars par l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, semble avoir été particulièrement bien orientée en fin de trimestre. Ainsi, au cours du mois de juin, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a continué de progresser dans tous les secteurs, à l'exception de l'automobile où elle s'est stabilisée après la hausse enregistrée en mai.



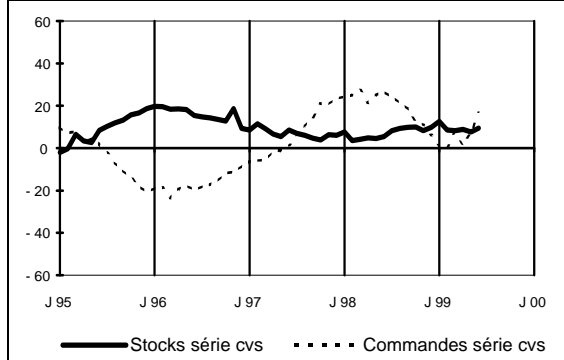
La demande globale s'est nettement renforcée. Sur le marché interne, elle bénéficie à la fois du dynamisme persistant de la consommation des ménages et de l'orientation favorable des échanges interindustriels. À l'exportation, le courant d'ordres s'est notablement raffermit, favorisé par la bonne tenue des marchés nord-américains et la reprise des commandes en provenance d'Allemagne, alors que s'estompent les effets de la crise asiatique.



Les carnets de commandes se sont étoffés dans tous les secteurs : proches de la normale pour les biens intermédiaires et les industries agro-alimentaires, ils sont jugés largement garnis en ce qui concerne les biens d'équipement et les biens de consommation. Les stocks se sont quelque peu alourdis dans l'ensemble et apparaissent un peu supérieurs au niveau désiré, sauf dans l'automobile où ils sont toujours considérés comme insuffisants. Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer de progresser sensiblement dans tous les secteurs.

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

(solde des opinions)



Dans la zone euro, la production industrielle apparaît un peu mieux orientée au début du deuxième trimestre. Elle a ainsi diminué de 0,1 % seulement entre mars et mai 1999 par rapport aux trois mois précédents, ce qui constitue la plus faible baisse enregistrée depuis cinq mois.

Par ailleurs, les enquêtes européennes de conjoncture indiquent que la confiance des industriels de la zone euro s'est de nouveau redressée en juin et retrouve son niveau du début de l'année, après avoir atteint un point bas en mars. Cette amélioration s'applique tant au niveau des stocks qu'aux perspectives de production. La confiance des industriels s'est particulièrement redressée en Autriche, en France, en Italie et en Suède.

L'activité reste dynamique dans le bâtiment et dans les services marchands

Le rythme de progression des mises en chantier de logements au cours des trois derniers mois (avril, mai et juin) s'est accéléré : + 16,7 % par rapport à la période correspondante de 1998 (après + 7,9 % le mois précédent) selon les résultats du ministère de l'Équipement. Ce mouvement a concerné le logement individuel (+ 12,4 %, après + 9,4 %) et le logement collectif (+ 19,5 %, après + 5,9 %).

Dans les services marchands, l'activité s'est raffermie dans la quasi-totalité des branches, selon l'enquête de la Banque de France portant sur les mois de mai-juin, à l'exception des transports routiers de marchandises et de la réparation d'automobile, où elle est restée stable. La reprise de l'activité industrielle et le dynamisme du secteur du bâtiment ont, en particulier, permis de soutenir l'activité dans le secteur du travail temporaire.

Le rythme de croissance de la consommation des ménages reste, dans l'ensemble, bien orienté au deuxième trimestre

En juin, les dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés ont diminué de 1,6 %, après le rebond enregistré le mois précédent (+ 1,9 % en mai, données cvs-cjo en base 1995). Le recul des achats des ménages en biens durables est particulièrement marqué (- 2,6 %), en raison d'une contraction anormalement forte (- 3,7 %) des achats d'automobiles. En rythme annuel, la quasi-totalité des composantes de la consommation des ménages en produits manufacturés continuent néanmoins de progresser en juin. Sur l'ensemble du deuxième trimestre, les dépenses des ménages en produits manufacturés sont restées stables, après une hausse de 1,5 % au trimestre précédent.

Sur l'ensemble du premier semestre 1999, les dépenses des ménages en produits manufacturés apparaissent globalement bien orientées : elles ont, en effet, progressé de 1,4 % par rapport au semestre précédent et de 4,0 % par rapport au semestre correspondant de l'année précédente.

En juillet, les immatriculations de voitures particulières neuves ont très fortement rebondi. Ainsi, après avoir diminué de 21,3 % en données cvs-cjo en juin 1999, elles ont augmenté de 77,3 % en juillet. À un an d'intervalle, en données brutes, elles progressent de 22,5 %, contre + 3,2 % le mois précédent. Par ailleurs, en cumul depuis le début de l'année, les immatriculations ont augmenté de 13,5 % par rapport à la période correspondante de 1998.

L'indicateur résumé des opinions des ménages, stable depuis le mois d'avril, s'est redressé en juillet et retrouve son niveau du début de l'année. En particulier, les soldes d'opinions portant sur le niveau de vie passé et futur des ménages en France sont en hausse sensible.

La bonne tenue du marché du travail devrait soutenir la consommation des ménages

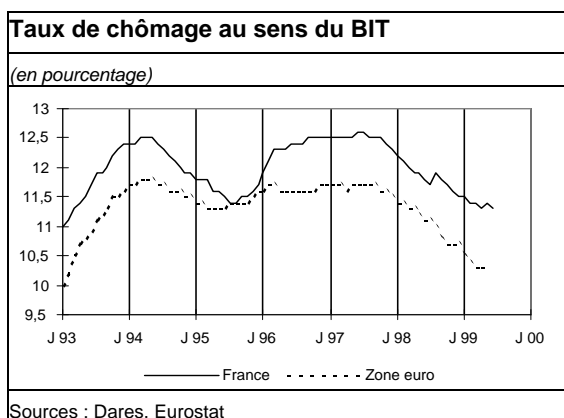
Au premier trimestre de 1999, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles s'est accru de + 0,6 % (contre 0,4 % le trimestre précédent), soit une création nette de 77 700 postes. En glissement sur un an, 290 400 emplois ont été créés, contre 259 500 un an auparavant (soit + 2,1 %, après + 2,2 % le trimestre précédent).

Au deuxième trimestre, l'amélioration du marché du travail s'est poursuivie. Ainsi, entre mars et juin, le taux de chômage a diminué de 0,1 point, pour atteindre 11,3 % de la population active, contre 11,8 % en juin 1998. Le nombre de demandeurs d'emplois de catégorie 1 (ayant travaillé moins de 78 heures dans le mois) a diminué de 18 100 personnes (soit - 0,6 % sur le mois et - 4,7 % sur un an).

Le nombre de demandeurs d'emploi inscrits depuis plus d'un an à l'ANPE s'est réduit de 1,2 % en juin (- 6,8 % sur un an).

Toutefois, d'après les derniers renseignements recueillis par la Banque de France auprès des industriels, les situations de sureffectif sont restées stables au premier semestre 1999, alors que les projets de résorption rapide de la main-d'œuvre excédentaire sont plus fréquemment évoqués.

Dans la zone euro, le taux de chômage est resté stable en mai, à 10,3 % de la population active, contre 11,0 % un an auparavant.



Le dynamisme de la consommation des ménages est également lié à la progression des salaires réels. Au premier trimestre 1999, selon les résultats détaillés des comptes trimestriels, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut a progressé de 1,4 %, soit la plus forte hausse enregistrée depuis le troisième trimestre 1997. Cette évolution provient, notamment, d'une progression de 0,8 % des salaires bruts.

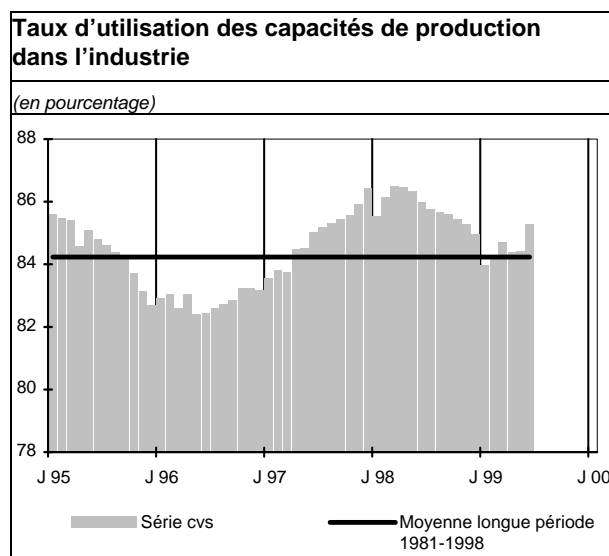
Au deuxième trimestre, selon l'enquête trimestrielle de conjoncture de l'INSEE, les salaires ont progressé de 0,2 % dans l'industrie manufacturière, après avoir été stables au premier trimestre.

Les dépenses d'investissement auraient encore nettement progressé au deuxième trimestre

Après avoir augmenté de 2,7 % au premier trimestre 1999, l'investissement devrait de nouveau connaître une forte hausse au deuxième, selon les résultats de l'enquête financière trimestrielle de la Banque.

En effet, selon les banquiers interrogés dans le cadre de cette enquête, la progression des dépenses d'investissement observée au deuxième trimestre est la plus forte depuis le début de l'enquête (troisième trimestre 1991). Ce mouvement a concerné, en grande partie, des investissements d'extension des capacités de production et, notamment, des dépenses en bâtiments industriels. Les investissements de productivité, de renouvellement de matériel et de matériels informatiques ont, par ailleurs, continué d'être très dynamiques. Au total, les investissements réalisés au deuxième trimestre 1999, qui apparaissent nettement supérieurs à ce qui était prévu en début d'année, sont aussi légèrement supérieurs à ceux effectués durant la période correspondante de l'année précédente.

De même, la croissance des surfaces autorisées de bâtiments industriels demeure très élevée (+ 69,8 %) si l'on compare les mois d'avril, mai et juin 1999 aux trois mois correspondants de l'année précédente.



En outre, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie s'est de nouveau redressé en juin 1999, selon l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France. Il dépasse, à cette date, de plus de 1 point sa moyenne de longue période (84,23 %).

Par ailleurs, l'enquête trimestrielle de conjoncture de l'INSEE révèle une progression des goulots de production, au deuxième trimestre, dans l'industrie des biens de consommation et dans celle de l'automobile, alors qu'ils demeureraient stables dans les biens intermédiaires et qu'ils diminueraient légèrement dans les biens d'équipement. Au cours du trimestre précédent, l'ensemble des branches manufacturières avaient enregistré une diminution des goulots de production.

L'investissement en logements des ménages a également nettement progressé au deuxième trimestre d'après l'enquête financière de la Banque. Les utilisations nouvelles de prêts immobiliers ont ainsi connu, au deuxième trimestre, leur plus forte hausse depuis le début de l'enquête, dans un contexte de taux d'intérêt très attractifs. Cette croissance particulièrement vive des prêts immobiliers n'est que minoritairement due, selon les banquiers interrogés, à la suppression du dispositif « Périssol ».

La situation financière des entreprises et des ménages demeure satisfaisante

Au premier trimestre 1999, le taux de marge des entreprises non financières a très légèrement diminué (39,7 %, contre 39,8 % le trimestre précédent), sous l'effet, principalement, d'une stabilité de la productivité et d'une hausse des salaires réels. Le coût salarial unitaire a ainsi progressé de 0,5 % (+ 0,4 % au trimestre précédent).

Dans la zone euro, le glissement annuel du coût total horaire de main-d'œuvre a atteint 2,2 % au premier trimestre, contre 1,8 % le trimestre précédent, selon les données publiées par Eurostat. Les taux annuels les plus bas ont été enregistrés en Allemagne (+ 1,7 %) et en France (+ 2,3 %).

Au deuxième trimestre 1999, les résultats de la dernière enquête financière de la Banque de France indiquent que la situation de trésorerie de l'ensemble des entreprises est apparue très satisfaisante ; la situation financière des petites et moyennes entreprises a atteint, notamment, son plus haut niveau depuis le début de l'enquête (troisième trimestre 1991) et les trésoreries des grandes entreprises sont également considérées comme très aisées. Les difficultés de paiement se sont encore réduites au cours du trimestre, sous l'effet d'une hausse notable des résultats bruts d'exploitation.

En mai, le rythme de croissance des crédits bancaires aux sociétés s'est accéléré (+ 5,3 % en glissement annuel, après + 3,8 % en mars). Les crédits de trésorerie se sont accrus de 6,6 % sur un an, après + 4,1 % le mois précédent. Le taux de croissance annuel des crédits à l'investissement s'inscrit en hausse notable (+ 7,1 %, après + 6,2 %), grâce, notamment, à des conditions de financement très favorables : au premier trimestre 1999, le coût moyen du crédit aux entreprises s'établissait, selon l'enquête de la Banque de France, à 4,41 % pour les crédits à moyen et long termes, contre 5,02 % sur la période correspondante de l'année précédente.

Dans la dernière enquête mensuelle de conjoncture de l'INSEE auprès des ménages, l'opinion de ces derniers sur leur situation financière à venir, stable en juillet, apparaît toujours très favorable, à un niveau historiquement élevé.

Selon cette même enquête, la proportion des ménages qui jugent la période actuelle propice à épargner est restée stable en juillet, mais ils sont plus nombreux à estimer être capables de le faire au cours des prochains mois.

Les crédits bancaires distribués aux ménages se sont, par ailleurs, de nouveau accélérés en mai (+ 7,5 % sur un an, contre + 7,2 % le mois précédent). Cette progression a principalement concerné les crédits à l'habitat.

Au total, l'activité devrait rester bien orientée à court terme

Dans l'industrie, les dernières enquêtes disponibles de la Banque de France et de l'INSEE montrent une amélioration sensible des perspectives de production à court terme ainsi qu'une orientation nettement plus favorable de la demande étrangère.

Ainsi, selon la dernière enquête trimestrielle de l'INSEE, les chefs d'entreprise de l'industrie manufacturière anticipent une accélération assez sensible de la demande, et, particulièrement, de sa composante externe.

Dans les services marchands, les prévisions d'activité pour le bimestre juillet-août sont confiantes. En particulier, dans le travail temporaire, les professionnels interrogés sont nombreux à estimer que le volume d'affaires au second semestre 1999 devrait être supérieur à celui enregistré sur la première partie de l'année.

Dans le bâtiment et les travaux publics, à la lumière de la dernière enquête trimestrielle de la Banque de France, les prévisions pour le troisième trimestre 1999 sont, dans l'ensemble, très favorables tant dans la construction neuve de logements que dans l'amélioration-entretien et dans la construction de bâtiments non résidentiels. Les carnets de commandes ont continué de se remplir et représentent à présent, selon l'enquête mensuelle de l'INSEE de juin, 4,7 mois d'activité dans le bâtiment, contre 4,3 mois en début d'année et 4,1 mois à la fin du deuxième trimestre 1998.

Les anticipations des chefs d'entreprise sur l'évolution des effectifs salariés apparaissent également nettement mieux orientées à la fin du premier semestre qu'elles ne l'étaient en début d'année. Selon la dernière enquête trimestrielle de conjoncture de l'INSEE dans l'industrie, les industriels prévoient, en effet, une augmentation de leurs effectifs au troisième trimestre.

Au total, le rythme de croissance du PIB devrait se redresser au second semestre et l'objectif gouvernemental d'une croissance du produit intérieur brut, en moyenne annuelle, comprise entre 2,2 % et 2,5 % apparaît réalisable.

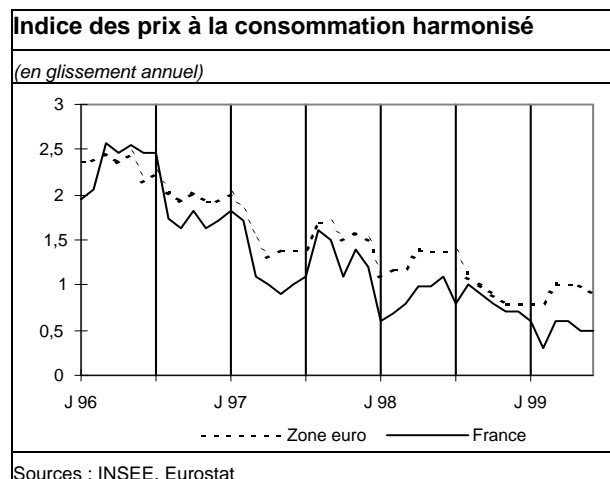
1.2. L'évolution des prix

Une hausse modérée des prix de détail

Selon l'INSEE, l'indice définitif des prix de détail (base 100 en 1998) est resté stable en juin en données brutes et a augmenté de 0,1 % en données cvs. En glissement sur douze mois, l'indice des prix à la consommation augmente de 0,3 % en données brutes comme en données cvs (+ 0,4 % le mois précédent).

La France enregistrait, en juin 1999, une des meilleures performances européennes en termes d'inflation, la hausse des prix en moyenne annuelle glissante, selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) ayant été de 0,5 %, contre 0,3 % en Suède et 0,4 % en Allemagne et en Autriche. Les taux les plus élevés ont été enregistrés en Grèce (3,6 %), au Portugal (2,5 %) et en Irlande (2,3 %).

Pour l'ensemble de la zone euro, l'augmentation de l'IPCH, en moyenne annuelle glissante, atteignait 0,9 % en juin, contre 1,0 % en mai.

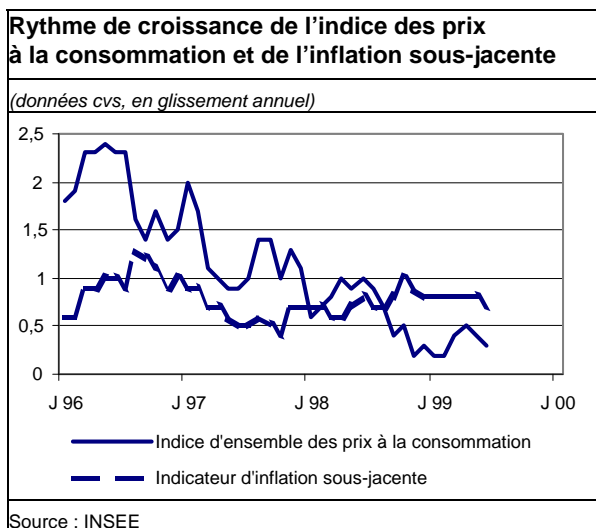


En France, les *prix alimentaires* ont diminué de 0,1 % en juin (+ 0,1 % sur un an). Les prix des produits frais ont, en effet, connu une baisse de 1,7 % sur le mois, en raison de conditions climatiques favorables (– 3,9 % sur un an). Les prix de l'alimentation hors produits frais se sont accrus de 0,1 % sur le mois (+ 0,7 % sur douze mois).

Les *prix des produits manufacturés y compris l'énergie* sont sans changement en juin. Sur un an, ils baissent de 0,5 %.

- Les prix des *produits manufacturés* sont restés stables en juin (– 0,4 % sur un an). Les prix dans les secteurs de l'habillement-chaussures et des autres produits manufacturés enregistrent une hausse mensuelle de 0,1 %, sous l'effet de moindres promotions (respectivement + 0,2 % et – 0,5 % sur un an). Les prix des produits de santé n'ont pas varié en juin (– 0,1 % sur un an).
- Les prix de *l'énergie* ont décliné de 0,2 % sur le mois (– 1,1 % sur douze mois), du fait de la baisse des prix des produits pétroliers (– 0,4 % ; + 2,0 % sur un an), après trois mois consécutifs de hausse. Les prix des combustibles liquides ont diminué de 1,1 % sur le mois, alors que ceux des carburants s'inscrivaient en baisse de 0,4 % en juin.

Les prix des *services* ont progressé de 0,1 % (+ 1,1 % sur un an). Les prix de l'ensemble loyer et eau ont augmenté de 0,1 % sur le mois (+ 1,9 % sur un an). Les prix des services de santé fléchissent de 0,1 % en juin (+ 0,2 % sur un an). Ceux des transports et télécommunications reculent de 0,1 % (+ 0,4 % en glissement annuel), en raison, principalement, de la baisse des prix des télécommunications de 0,6 %. Les prix des autres services se sont accrus de 0,1 % (+ 1,0 % sur un an), soit une hausse de moins forte ampleur que celle qui avait été observée en juin 1998 (+ 0,3 %).



La tendance de fond de la progression des prix, mesurée par les indicateurs d'inflation sous-jacente, continue d'apparaître plus élevée. Selon l'INSEE, son glissement annuel a atteint + 0,7 % en juin.

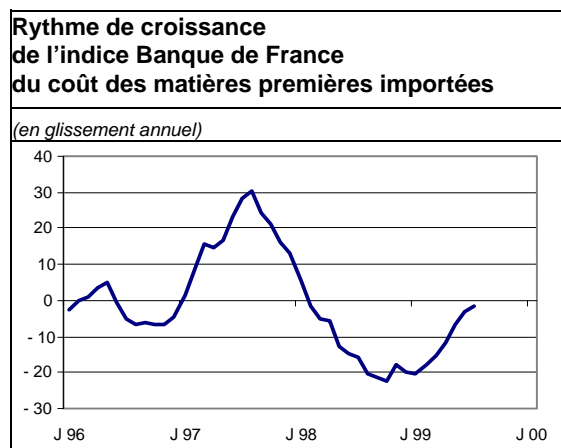
Les prix de vente industriels des biens intermédiaires cessent de se dégrader en liaison avec la diminution de la désinflation importée

Après avoir légèrement progressé en mai (+ 0,1 %), les prix de vente industriels des biens intermédiaires sont restés stables en juin.

En glissement annuel, la baisse des prix de vente industriels des biens intermédiaires apparaît de nouveau moins prononcée, atteignant 2,1 %, contre - 2,4 % le mois précédent (- 0,7 % en juin 1998).

Dans la zone euro, les prix à la production industrielle des biens intermédiaires ont légèrement progressé en mai (+ 0,1 %), après une hausse de 1,0 % le mois précédent. En glissement annuel, ils diminuent encore (- 2,8 %), mais ils se sont redressés par rapport au mois précédent (- 3,3 % en avril).

Par ailleurs, au mois de juillet, l'indice Banque de France du coût, en monnaie nationale, des matières premières importées a de nouveau progressé (+ 1,7 %, contre + 2,4 % le mois précédent).



Tout en restant légèrement négatif, son glissement annuel se redresse de nouveau (- 1,7 % en juillet, contre - 3,3 % le mois précédent et - 15,6 % en juillet 1998).

Les prix du *Brent* se sont fortement accrus en juillet pour coter, en moyenne, 18,99 dollars le baril, soit une hausse de 19,5 % par rapport au mois précédent et de 56,9 % par rapport à juillet 1998.

À court terme, la progression des prix à la consommation resterait encore mesurée, mais le redressement des prix des matières premières et du pétrole pourrait conduire à une légère accélération de leur rythme de croissance au second semestre. Au demeurant, l'indice d'inflation provisoire pour juillet a diminué de 0,2 %, soit un glissement annuel de 0,4 %, malgré une hausse mensuelle du prix de l'énergie de 1,3 %.

1.3. La compétitivité

Évolution de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros

Évolution récente

En juillet, en moyenne mensuelle, le dollar s'est stabilisé et la progression du yen s'est ralentie après les interventions de la Banque du Japon. Au sein de l'Union européenne, la livre sterling s'est inscrite en repli, tandis que la couronne suédoise est restée bien orientée. Les devises de l'Asie émergente ont globalement continué de s'apprécier, en liaison avec la hausse de la roupie indonésienne. À l'inverse, le bloc des monnaies d'Amérique latine a connu une baisse modérée.

Au total, l'indicateur de compétitivité de l'économie française exprimée en euros, calculé vis-à-vis d'un ensemble de 42 pays¹, n'a pas varié en juillet.

Évolution de long terme

Par rapport au niveau moyen de l'année 1987, la situation compétitive de la France reste flatteuse, quel que soit le groupe de partenaires considéré.

La relative stabilité de la compétitivité française observée en juillet n'a pas remis en cause les tendances qui s'étaient dégagées durant les mois précédents.

En particulier, la position compétitive de la France vis-à-vis des économies asiatiques continue de se rapprocher de son niveau atteint en juillet 1997, début de la crise en Asie.

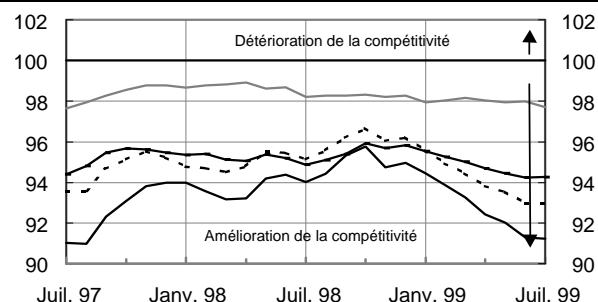
¹ Union européenne, États-Unis, Suisse, Japon, Canada, Corée du Sud, Turquie, Maroc, Taiwan, Hong-Kong, Pologne, Norvège, Brésil, Australie, Indonésie, Inde, Argentine, Israël, Thaïlande, Singapour, Afrique du Sud, Malaisie, Mexique, Hongrie, Chili, Philippines, Pakistan, Venezuela, Colombie, Nouvelle-Zélande (les pays indiqués en italique forment le groupe des pays industrialisés).

Pour la méthodologie utilisée, il convient de se reporter au tableau 4 de la partie « Statistiques » de ce *Bulletin*.

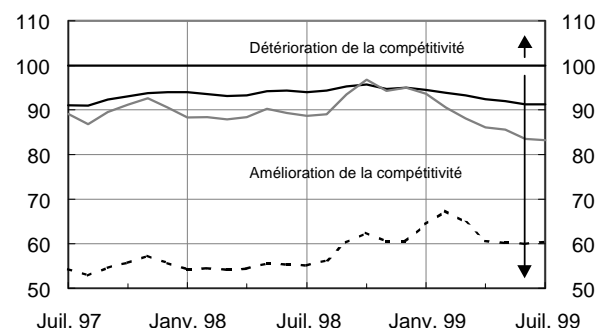
Compétitivité de l'économie française : du franc à l'euro

Indicateurs d'évolution des prix à la consommation dans une même unité monétaire

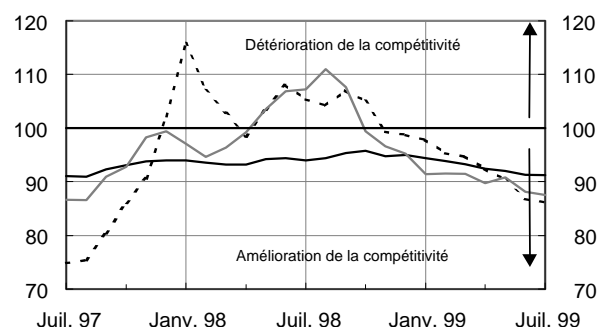
(indices base 100 = 1987)



— Vis-à-vis d'un ensemble de 42 pays
 - - - Vis-à-vis de l'Union monétaire
 - - - Vis-à-vis de l'Union européenne
 - - - Vis-à-vis des pays industrialisés



— Vis-à-vis d'un ensemble de 42 pays
 - - - Vis-à-vis de l'Amérique latine
 - - - Vis-à-vis des États-Unis

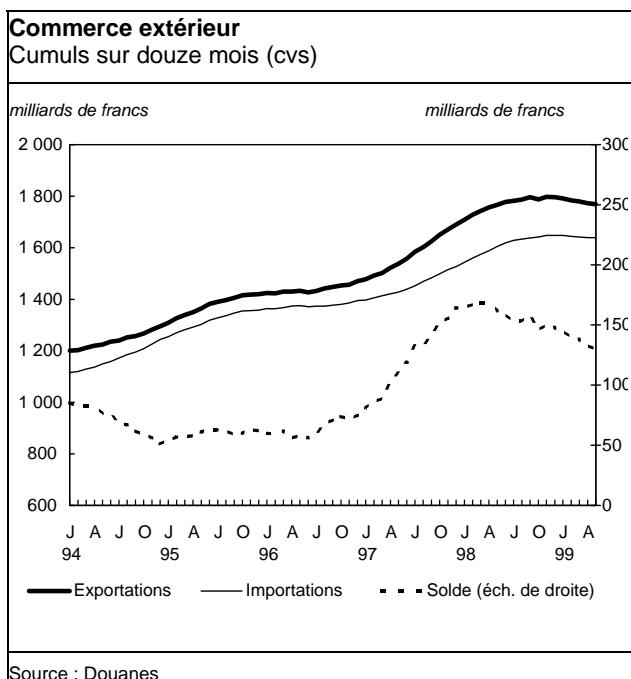


— Vis-à-vis d'un ensemble de 42 pays
 - - - Vis-à-vis de l'Asie émergente
 - - - Vis-à-vis du Japon

Sources : Banque de France, BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Bloomberg

1.4. Le commerce extérieur en mai 1999

Évolution globale (données douanières FAB-FAB cvs)



En retrait sur le solde du mois d'avril (+ 8,2 milliards de francs en données cvs), l'excédent commercial de mai 1999 s'est établi à 6,1 milliards, c'est-à-dire à son niveau le plus faible depuis novembre 1996.

Ce résultat provient d'une hausse des importations (+ 2,8 %, à 137,9 milliards de francs) supérieure à celle des exportations (+ 1,2 %, à 144 milliards).

En effet, les achats de produits énergétiques ont augmenté de 18,9 %, essentiellement en raison du raffermissement du prix du pétrole, et les importations de biens d'équipement ont progressé de 7,7 %, en particulier dans les secteurs de l'aéronautique, de l'équipement électrique et électronique et de l'informatique. Géographiquement, cette évolution s'est traduite par une poussée des importations en provenance des États-Unis (+ 20 %) et d'Afrique (+ 20 % également).

Les exportations, dont la hausse a atteint 7,1 % avec la zone euro, notamment grâce aux ventes de produits aéronautiques et d'automobiles, ont enregistré un fort recul avec l'Asie (- 15,9 %), surtout dans le secteur des biens d'équipement, et le Proche et le Moyen-Orient (- 27,4 %).

En cumul sur les cinq premiers mois, l'excédent atteint désormais 40 milliards de francs, contre 57,5 milliards sur la période correspondante de 1998.

Orientation géographique (données douanières CAF-FAB cvs)

Après la contraction observée en avril, à 4,8 milliards de francs, l'excédent avec les pays de l'Union européenne s'est redressé fortement, pour atteindre 8,7 milliards, enregistrant ainsi le meilleur résultat depuis octobre 1997, sous l'effet combiné d'une augmentation des exportations (+ 4,1 %) et d'une quasi-stabilité des importations (- 0,2 %).

La forte progression des ventes à l'Allemagne (+ 6,3 %), à l'Italie (+ 5,5 %), à l'Espagne (+ 2,7 %) et les pointes à l'exportation enregistrées avec l'Irlande, l'Autriche et le Portugal ont été liées, essentiellement, aux livraisons d'Airbus et au dynamisme de la branche automobile. Conjuguées à une baisse de 1 % des importations, elles se sont traduites par un excédent sans précédent avec la zone euro (+ 5,8 milliards de francs).

L'évolution a été inverse avec les autres pays de l'Union européenne et, en particulier, avec le Royaume-Uni (baisse des ventes d'automobiles et hausse des acquisitions d'équipements informatiques).

Après avoir réalisé en avril le meilleur résultat depuis décembre 1993, avec - 31 millions de francs, le solde commercial avec les États-Unis s'est dégradé fortement en mai, à - 2,4 milliards. Alors que les exportations sont restées stables (- 0,9 %), les importations sont passées de 11,4 milliards de francs à 13,7 milliards, en raison d'importants achats dans l'aéronautique et d'une reprise des achats d'équipements électriques et électroniques.

Malgré la poursuite de l'effritement des importations (- 1,4 %), la baisse des exportations (- 12,0 %), notamment dans le secteur agro-alimentaire (vins), a provoqué une légère augmentation du déficit de la France avec le Japon (- 2,8 milliards de francs, après - 2,7 milliards en avril).

La réduction des exportations vers les pays d'Asie hors Japon s'est accentuée en mai (- 16,8 %), particulièrement dans les biens d'équipement (branche aéronautique) portant le déficit avec la région à - 4,9 milliards de francs, après - 3,4 milliards en avril.

Dans un contexte de forte baisse des flux, l'excédent avec le Proche et le Moyen-Orient a diminué à près de 0,6 milliard de francs, contre 1,3 milliard en avril et en moyenne au cours des douze derniers mois.

Le solde avec l'Afrique a baissé également (+ 1,8 milliard de francs, au lieu de + 2,3 milliards), principalement en raison de la hausse des importations énergétiques.

1.5. La balance des paiements du mois de mai 1999

Grâce à une nette amélioration des opérations de revenus et au nouvel accroissement du solde positif des voyages qui ont compensé le recul de l'excédent des échanges de biens (7,5 milliards de francs, soit 1,1 milliard d'euros, contre 13,2 milliards de francs en avril 1999 et 9,8 milliards en mai 1998) et l'élargissement du déficit des transferts courants, l'excédent du *compte des transactions courantes* du mois de mai est demeuré, en données brutes, au niveau du mois précédent (13,5 milliards, soit 2,1 milliards d'euros, contre 13,1 milliards). Il a fléchi légèrement en données cvs (13,1 milliards de francs, soit 2 milliards d'euros, contre 14 milliards de francs en avril).

Toutefois, comme le solde du mois de mai s'est situé en retrait par rapport au solde du mois correspondant de 1998 (18 milliards de francs), l'écart s'est creusé entre les cumuls sur les cinq premiers mois de 1999 et de 1998 (respectivement 87,6 milliards de francs et 96 milliards) et ceci dans un contexte de contraction des échanges de 5,5 % en recettes et de 5,2 % en dépenses d'une année à l'autre.

Le *compte financier* du mois de mai a mis en évidence des placements nets à l'étranger de près de 42 milliards de francs (6,4 milliards d'euros), imputables essentiellement aux investissements directs, marqués au cours du mois par l'enregistrement d'une opération avec le Japon, et par des achats encore substantiels de titres étrangers (56,4 milliards). Il a été noté, au cours du mois, une part plus large qu'à l'accoutumée d'acquisitions d'actions étrangères (14,6 milliards de francs, contre 4,7 milliards en avril), et le maintien d'un fort courant d'achats d'obligations, alors que des ventes sur les titres courts ont été parallèlement déclarées.

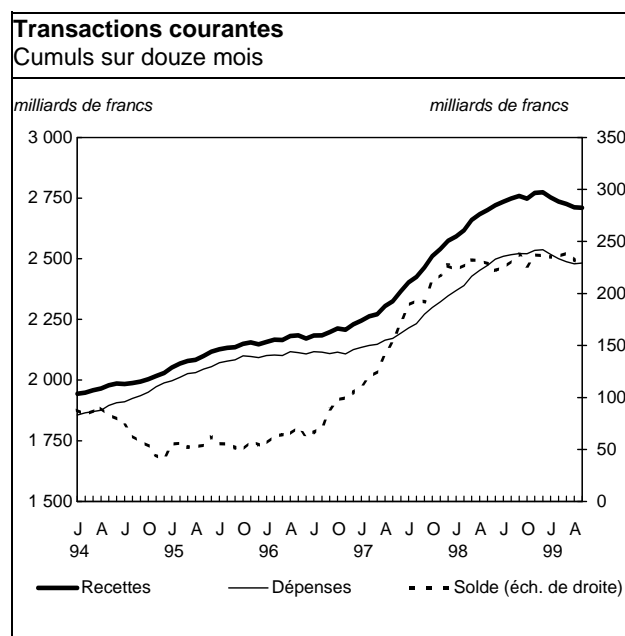
Les achats de titres français par les non-résidents se sont légèrement tassés en mai (47,6 milliards de francs, après 63,9 milliards en avril) et se sont essentiellement concentrés sur les obligations dont la part publique s'est réduite.

Au total, depuis le début de l'année, les sorties au titre des investissements directs ont quadruplé par rapport à la période correspondante de 1998 et les placements nets de portefeuille à l'étranger ont varié dans d'étroites limites (180 milliards de

francs, contre 202 milliards à fin mai 1998) ; il en a ainsi été également des autres investissements, notamment les prêts-emprunts du secteur bancaire, à l'origine d'entrées de capitaux comparables d'une année à l'autre.

1.5.1. Les transactions courantes

Après s'être établi à 14 milliards de francs en avril 1999, en données cvs, l'excédent des transactions courantes s'est faiblement replié à 13,1 milliards (2 milliards d'euros) en mai (13,5 milliards de francs, après 13,1 milliards, en données brutes). L'évolution a résulté de deux mouvements opposés : d'une part, une baisse assez forte de l'excédent des biens conjuguée à un creusement du déficit des transferts, d'autre part, une augmentation sensible de l'excédent des services et une légère amélioration du solde des revenus.

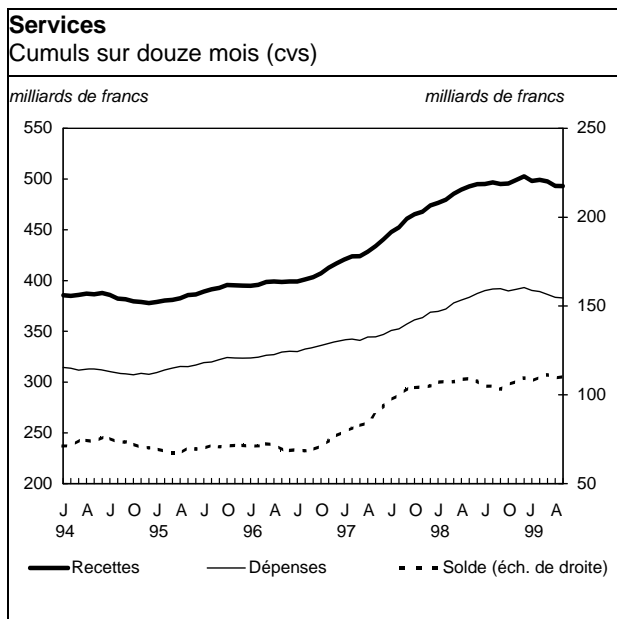


Sur les cinq premiers mois de l'année 1999, l'excédent des transactions courantes s'est inscrit ainsi en retrait par rapport à la période correspondante de l'année précédente (77,7 milliards de francs, contre 85,3 milliards).

Les biens (données cvs)

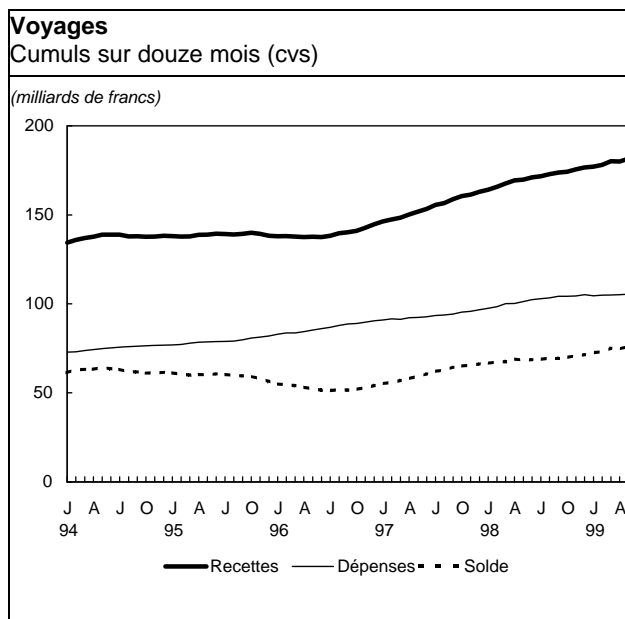
En mai, le recul, pour le deuxième mois consécutif, du solde douanier du commerce extérieur de marchandises a été à l'origine de la diminution de l'excédent des biens de plus de 3,6 milliards de francs, à + 7,8 milliards. En données cumulées sur les cinq premiers mois de l'année, le retrait s'est accentué par rapport à l'année précédente : l'excédent des échanges de biens est ressorti à 54,1 milliards de francs, contre 62 milliards en 1998.

Les services (données cvs)



Après les baisses enregistrées en mars et en avril, l'excédent des *services* s'est redressé vigoureusement en mai (11,3 milliards de francs, contre 6,7 milliards en avril), en raison d'une forte progression des recettes (+ 10,7 %) conjuguée à une érosion des dépenses (- 1,4 %). En cumul à fin mai, il a dépassé celui des cinq premiers mois de 1998, à 46,1 milliards de francs, contre 45,5 milliards un an auparavant.

Composante prépondérante de l'excédent global des services, les *voyages* ont enregistré, en mai, un solde positif en hausse par rapport à avril (6,8 milliards de francs, après 6 milliards), en raison d'une hausse des recettes (+ 4,6 %) et d'une stagnation des dépenses effectuées hors frontières par les résidents (- 0,4 %). Ainsi, en cumul sur les cinq premiers mois de l'année, l'excédent a progressé encore de près de 4,7 milliards de francs.



Les soldes des autres postes des services ont enregistré, dans l'ensemble, une amélioration par rapport à avril, mais, en cumul sur les cinq premiers mois de l'année, sont demeurés globalement moins bien orientés qu'en 1998.

En particulier, les *services de construction*, malgré la progression du solde observée en mai, ont enregistré un excédent cumulé inférieur à celui de 1998, avec 5,3 milliards de francs, contre 5,8 milliards, un an plus tôt, du fait du dénouement de grands chantiers en Inde.

Parmi les *autres services aux entreprises*, le solde des services divers s'est fortement contracté en mai (+ 0,1 milliard de francs, au lieu de 1,5 milliard, en avril), notamment sous l'effet du fléchissement de l'excédent de la coopération technique.

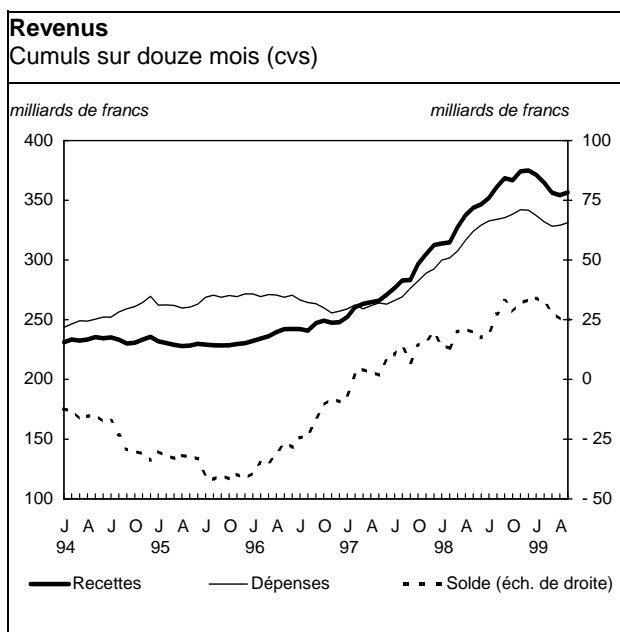
Les revenus (données cvs)

Après un retournement au mois d'avril, le solde des revenus s'est légèrement amélioré en mai (- 1,2 milliard de francs, contre - 1,7 milliard), la quasi-stabilité des recettes (+ 0,2 %) se conjuguant à un recul des dépenses (- 1,2 %). En cumul sur les cinq premiers mois de l'année, le solde excédentaire des revenus est ressorti à 2 milliards de francs, contre 10 milliards sur la période correspondante de 1998, réduction qui a résulté, essentiellement, de l'évolution des revenus d'investissement, le solde du poste *rémunération des salariés* n'ayant guère varié.

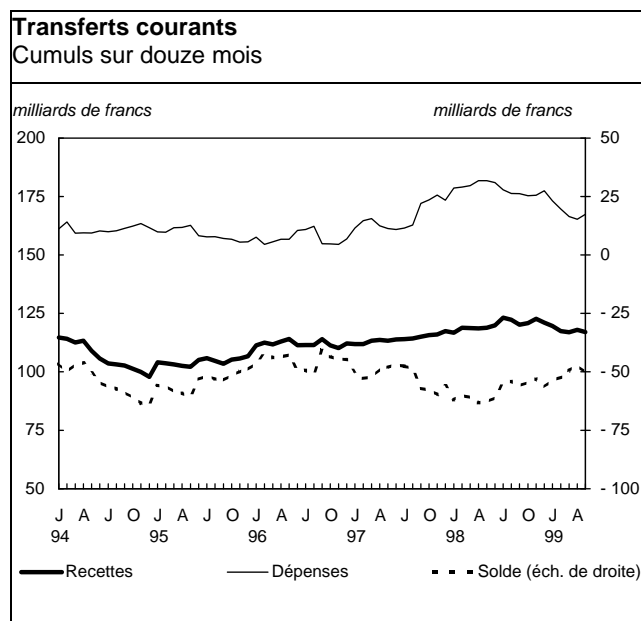
Erreur ! Signet non défini. Les *revenus des investissements directs* ont dégagé un excédent en progression sensible par rapport à avril (5,9 milliards de francs, contre 4,7 milliards), en raison d'un montant accru de rapatriements de dividendes par les maisons mères françaises. Ainsi, en cumul à fin mai, le solde a dépassé désormais celui de 1998 (+ 15,3 milliards de francs, au lieu de + 14,3 milliards).

– Le solde déficitaire des *revenus des investissements de portefeuille* s'est accentué encore en mai (– 6,3 milliards de francs, après – 5,1 milliards en avril), sous l'effet conjugué d'une hausse des dépenses (intérêts versés sur des titres français détenus par des non-résidents) et d'une faible baisse des recettes. Cependant, depuis le début de l'année et par rapport aux cinq premiers mois de 1998, porté par une hausse de 7,2 % des recettes et une baisse de 4,4 % des dépenses, le solde cumulé a progressé de 6,9 milliards de francs.

– Le solde des *revenus des autres investissements*, s'est retourné en mai, passant de + 1,9 milliard de francs à – 0,4 milliard, accentuant encore le net recul observé sur les données cumulées par rapport à la période correspondante de 1998 (– 0,4 milliard de francs, après + 12 milliards), les intérêts des placements à l'étranger ayant diminué beaucoup plus fortement que les versements aux créanciers non résidents.



Les transferts courants (données brutes)



Le déficit des transferts courants s'est creusé nettement en mai (8 milliards de francs, après 2,1 milliards). Ce mouvement a eu principalement pour origine l'évolution des transferts avec les institutions européennes, caractérisée, ce mois-ci, à la fois par une augmentation de la contribution PNB de la France et par une forte diminution des recettes au titre du Feoga-garantie et du FSE. En cumul sur les cinq premiers mois de l'année, le déficit des transferts courants est ressorti à 6,9 milliards de francs, contre 13 milliards en 1998.

1.5.2. Le compte de capital

Le solde excédentaire des transferts en capital est resté stable d'un mois à l'autre, à + 1,5 milliard de francs, la baisse des versements de l'Union européenne au titre du Feder étant compensée par une hausse d'importance comparable des recettes issues du Feoga-orientation.

1.5.3. Le compte financier

En mai, avec des sorties nettes de 34,7 milliards de francs (5,3 milliards d'euros), les flux financiers hors avoirs de réserve ont renoué avec la tendance constatée depuis décembre 1998, le mois d'avril ayant fait exception avec des entrées nettes de 16,8 milliards de francs (2,6 milliards d'euros). Par rapport à ce dernier mois, le retournement du solde s'explique principalement par de moindres entrées nettes au titre des *autres investissements* (3,2 milliards de francs ou 0,5 milliard d'euros, contre 72,7 milliards de francs ou 11,1 milliards

Autres investissements

En mai, les « Autres investissements » se sont traduits par des entrées nettes de 3,2 milliards de francs, découlant d'une diminution parallèle des avoirs de 124 milliards de francs et des engagements de 120,8 milliards.

En ce qui concerne le secteur bancaire, les opérations des banques résidentes avec l'extérieur se sont soldées par des entrées nettes limitées à 11,2 milliards de francs, imputables à une contraction des créances (16,2 milliards) et, dans une moindre mesure, des engagements (5 milliards).

Les opérations en euros ont été à l'origine de la quasi-totalité des entrées (9,9 milliards de francs).

S'agissant des autorités monétaires, on a observé des entrées nettes de 6,7 milliards de francs, en liaison avec les opérations transitant par le système de règlement *Target*.

Ce solde résulte d'une compensation entre une diminution des créances de 120 milliards de francs et des engagements de 113,4 milliards.

Avoirs de réserve

En mai 1999, les avoirs de réserve bruts, à l'exclusion des avoirs en devises détenus sur des résidents de la zone euro, se sont accrus de 7,1 milliards de francs.

2. Comportements monétaires et financiers

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire M3 s'est établi à 5,0 % en juin 1999, contre 5,2 % en mai. Ce ralentissement reflète l'infléchissement des titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire, en progression de 10,4 % en juin, après 13,7 % le mois précédent, et, dans une moindre mesure, celui des dépôts à vue, qui se sont accrus de 13,1 % en juin, après 13,7 % en mai. À l'inverse, la progression des dépôts remboursables avec un préavis de moins de trois mois s'est accentuée, à 6,2 % en juin, après 5,7 % en mai. En France, les tendances sont similaires tout en restant moins accusées : les titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire se sont accrus de 13,1 % en juin, après 14,7 % en mai, les dépôts à vue ont progressé de 4,7 %, après 5,2 % et la croissance annuelle des livrets s'est légèrement redressée, à 3,5 %, contre 2,7 % un mois auparavant.

Dans la zone euro, la croissance annuelle des crédits obtenus par les résidents est demeurée soutenue. Elle s'est établie à 9,0 %, après 8,8 % en mai. Les crédits au secteur privé ont accentué leur progression de 10,1 % à 10,4 %, les crédits au secteur public restant sur une tendance mesurée (0,9 %, après 1,0 %). En France, les crédits se sont accrus de 5,7 % en juin, après 5,5 %, la baisse plus prononcée des crédits aux administrations publiques (-2,5 %, après -1,7 %) étant plus que compensée par la progression renforcée des crédits au secteur privé (6,8 %, après 6,5 %). La progression de la dette des ménages s'est légèrement accentuée en glissement annuel (5,1 %, après 4,8 %) et celle des sociétés est restée sur un rythme vigoureux, malgré un léger repli (7,7 %, après 8,0 %). Au total, le taux de croissance de l'endettement intérieur total sur douze mois s'est établi à 6,1 % en juin, après 5,6 % en mai.

Principaux indicateurs monétaires et financiers – Zone euro et France

	Encours en milliards d'euros (a)	Taux de croissance annuel en % (b)		Part dans la zone euro en % Juin 1999
		Mai 1999	Juin 1999	
ZONE EURO				
Billets et pièces en circulation	324	1,7	3,0	
+ Dépôts à vue	1 542	13,7	13,1	
= M1	1 866	11,4	11,2	
+ Dépôts à terme ≤ 2 ans	844	- 3,5	- 3,6	
+ Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	1 264	5,7	6,2	
= M2	3 974	6,0	6,2	
+ Pensions	168	- 14,8	- 15,7	
+ Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	378	13,7	10,4	
+ Titres de créance émis ≤ 2 ans	56	- 12,7	- 17,5	
= M3	4 576	5,2	5,0	
Crédits	6 141	8,8	9,0	
dont : Secteur privé	5 305	10,1	10,4	
FRANCE				
Principaux actifs monétaires				
Dépôts à vue	286	5,2	4,7	18,5
Comptes sur livrets	277	2,7	3,5	21,9
Dépôts à terme ≤ 2 ans	36	- 13,7	- 19,2	4,3
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	234	14,7	13,1	61,2
Crédits	1 051	5,5	5,7	17,1
dont : Secteur privé	934	6,5	6,8	17,6
Endettement intérieur total	1 886	5,6	6,1	
dont : État	639	4,0	5,2	
Sociétés	661	8,0	7,7	
Ménages	435	4,8	5,1	

(a) Les agrégats relatifs à un territoire donné mesurent les dettes ou les créances des institutions financières monétaires résidentes vis-à-vis des autres résidents (hors administration centrale de ce territoire), à l'exception de l'endettement intérieur total, recouvrant tous les financements obtenus par les résidents non financiers, quelle que soit leur forme ou leur origine.

(b) Les évolutions des agrégats européens et français sont, en principe, corrigées des variations ne résultant pas de transactions effectives (reclassements, changements de périmètre du secteur des IFM, passages en pertes, fluctuations de taux de change et autres effets de valorisation). Néanmoins, s'agissant des statistiques françaises détaillées, les taux de croissance des placements et de l'endettement répartis par agents, objets ou réseaux distributeurs ne font pour l'instant l'objet d'aucun ajustement. Les adaptations nécessaires seront apportées prochainement.

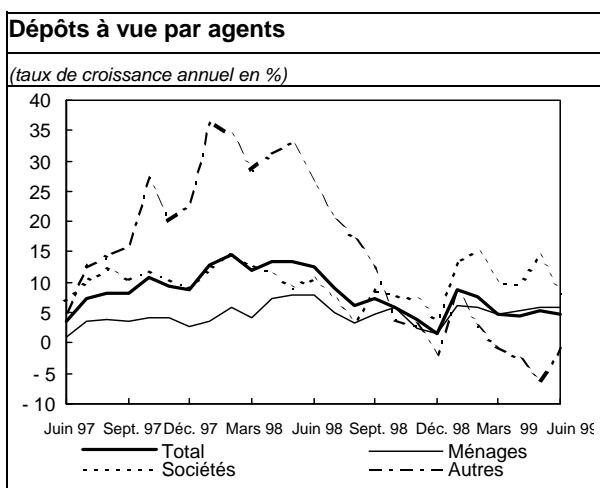
Sources : Banque de France et BCE

2.1. Placements intermédiés

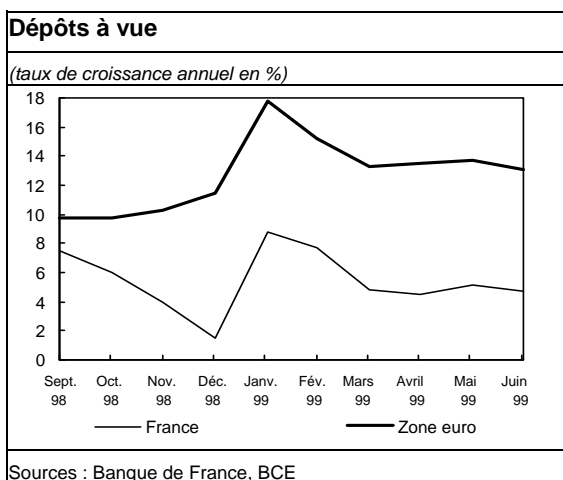
Léger recul de la progression des dépôts à vue

Au mois de juin, le taux de croissance des dépôts à vue des agents en France, toutes devises confondues, a globalement peu évolué par rapport aux mois précédents (+ 4,7 %, après + 4,5 % en avril et + 5,2 % en mai) :

- la croissance des dépôts à vue des ménages s'est poursuivie au même rythme, en progression de 5,8 % sur un an (après + 5,3 % en avril et + 5,8 % en mai) ;
- les dépôts à vue des sociétés, qui ont marqué un ralentissement au mois de juin (+ 8,2 %, après + 14,3 % en mai), ont néanmoins conservé un rythme de croissance soutenu ;



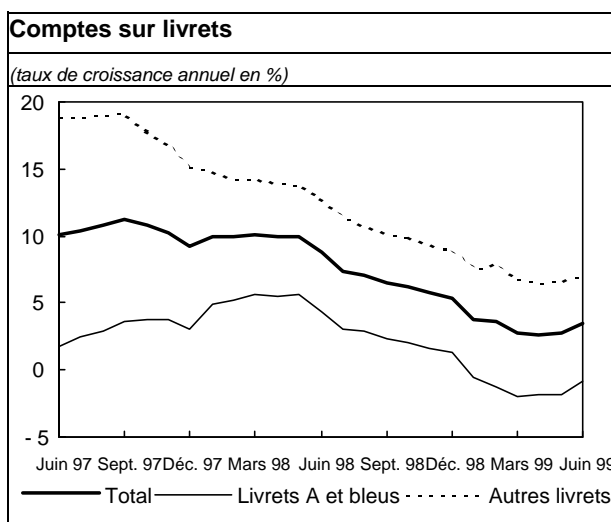
- le mouvement de recul des dépôts à vue des autres agents (organismes publics, administrations privées, OPCVM non monétaires, etc.), amorcé depuis janvier 1999, semble marquer le pas, avec une évolution annuelle de - 1,1 %, après - 6,2 % en mai.



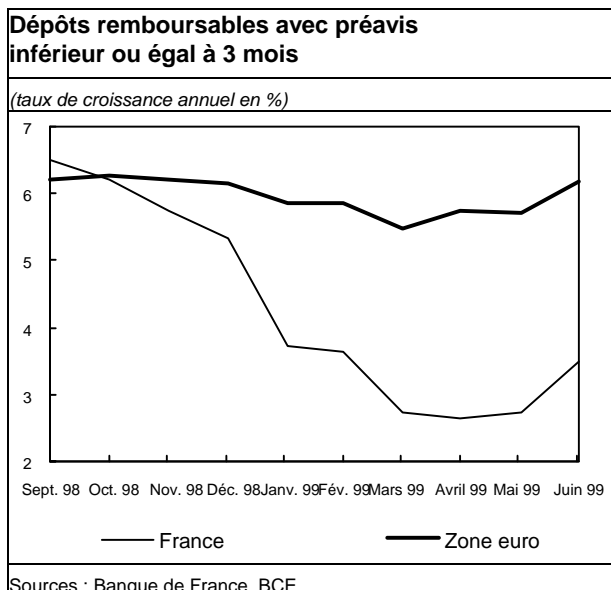
Redressement conjoncturel de la croissance des comptes sur livrets

La croissance annuelle des comptes sur livrets a connu une légère accélération au mois de juin, avec un taux de 3,5 % sur 12 mois, après + 2,6 % en avril et + 2,7 % en mai :

- le mouvement de décollecte qui affecte les livrets A et bleus s'est quelque peu atténué (- 0,8 % sur 12 mois, après - 1,8 % en mai) ;
- les autres livrets ont vu leur taux de croissance annuel augmenter légèrement à 7,1 %, après + 6,7 % en mai.



Dans le contexte de baisse des taux d'intérêt à court terme, ces produits sont, en effet, apparus relativement plus intéressants que d'autres placements du marché monétaire. Cependant, ce mouvement devrait s'inverser avec la baisse de rémunération des produits à taux réglementés, qui prendra effet à compter du 1^{er} août 1999.



Les conséquences de la baisse des taux réglementés au 1^{er} août 1999

Le ministère de l'Économie a annoncé le 21 juillet 1999 une baisse du taux des livrets A et bleus, des Codevi et des comptes épargne-logement, de 3,0 % à 2,25 % à compter du 1^{er} août. Le taux du livret d'épargne populaire a également été abaissé de 4,75 % à 4,0 % et le plafond de dépôt desdits livrets porté de 40 000 francs à 50 000 francs. Enfin, le taux des plans épargne-logement a été réduit de 4,0 % à 3,6 % pour les plans ouverts à compter du 26 juillet 1999.

Ces mesures ont notamment pour effet de modifier la hiérarchie des rendements des produits de taux et de réduire le coût des ressources des réseaux distributeurs.

Une modification de la hiérarchie des rendements

La baisse réduit l'avantage de rendement des produits à taux réglementé au regard des produits de trésorerie indexés sur les taux à court terme tels que les titres d'OPCVM monétaires, les comptes à terme à échéance courte et les titres du marché monétaire.

Pour les livrets A et bleus et les Codevi, le rendement de 2,25 % est aujourd'hui inférieur au taux Euribor 3 mois qui avoisine 2,70 %. Une comparaison des rendements nets pour les ménages, après imputation d'un taux de prélèvement libératoire de 25 % sur les revenus des produits de trésorerie à taux de marché, laisse cependant encore l'avantage aux livrets à taux réglementé (2,25 %, contre 2,03 %). Le livret d'épargne populaire, avec une rentabilité ramenée à 4,0 %, reste toujours le produit à court terme le mieux rémunéré. Ces produits ont cependant des caractéristiques qui les rendent imparfaitement substituables : existence ou non d'un plafond, monopole des réseaux distributeurs pour les livrets A et bleus, ouverture conditionnée à un plafond de ressources pour les livrets d'épargne populaire.

Les comptes d'épargne-logement sont dans une situation spécifique : la rémunération de 2,25 % inclut une prime dont le versement par l'État est conditionné à la demande d'un prêt. Hors prime, leur rendement brut a été porté à 1,50 %, et, avec un taux de prélèvement social de 10 %, leur rendement net s'élève aujourd'hui à 1,35 %.

Enfin, la réduction de 4,00 % à 3,60 % de la rémunération des plans d'épargne-logement ne s'applique qu'aux plans ouverts à compter du 26 juillet 1999. Avec un taux de prélèvement social de 10 %, le rendement net des nouveaux plans s'établit ainsi à 3,24 %. Le taux de rendement net des produits longs indexés sur les taux à 10 ans, après imputation d'un taux de prélèvement libératoire de 25 % et sur la base d'un rendement brut voisin de 5,0 %, atteint aujourd'hui un niveau supérieur à celui des nouveaux PEL, à 4,25 %.

La réduction du coût des ressources des réseaux distributeurs

L'évaluation de l'impact en terme de coût des ressources pour les réseaux distributeurs conduit à considérer :

- l'évolution des taux créditeurs des livrets bancaires dont la rémunération est libre ;
- les réallocations des flux d'épargne envisageables entre les différents produits.

Les livrets soumis à l'impôt sont, en raison de l'absence d'un plafond de dépôt, les produits bancaires les plus substituables aux produits de trésorerie à taux de marché. Leur rémunération est libre depuis juin 1998 et la plupart des grands réseaux bancaires avaient déjà réduit leur taux à 2,50 %, avant l'annonce d'une baisse des taux réglementés au 1^{er} août. Une réduction à 2,00 % a ensuite été annoncée, puis appliquée par les grands réseaux. Le rendement net de ces livrets (1,75 %) est donc aujourd'hui inférieur à celui des produits rémunérés au taux du marché monétaire, mais ce désavantage est en partie compensé par la plus grande liquidité dont ils bénéficient.

Pour les livrets jeunes, dont la rémunération est libre à condition qu'elle reste supérieure ou égale à celle du livret A, mais qui sont plafonnés à 10 000 francs, une réduction de 0,75 point a également été appliquée par les principaux établissements de crédit.

Au total, l'effet mécanique de la baisse des taux des livrets sur le coût des ressources des réseaux distributeurs est une réduction de 1,9 milliard d'euros en année pleine tous livrets confondus, et de 1 milliard hors livrets A et bleus (évaluation effectuée à partir des encours déclarés à fin juin 1999 et hors tout mouvement de réallocation du flux d'épargne).

Baisse des taux réglementés et coût des ressources des réseaux

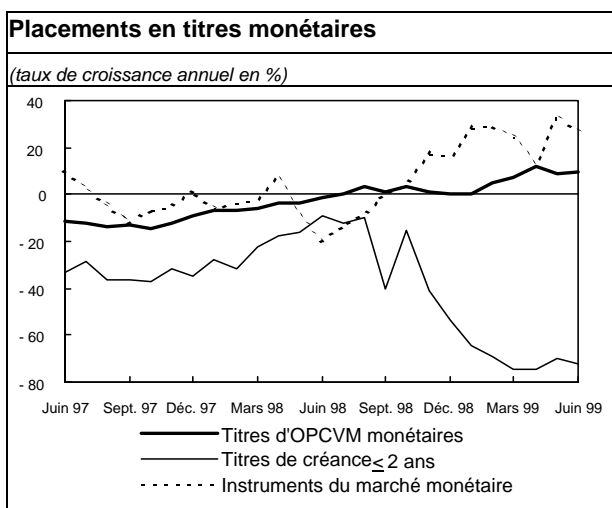
	Encours à fin juin 1999 en milliards d'euros	Baisse de taux en points	Réduction de coût en milliards d'euros
Livret A	107	0,75	0,8
Livret bleu	15	0,75	0,1
Compte épargne-logement	27	0,50	0,1
Codevi	36	0,75	0,3
Livret d'épargne populaire	38	0,75	0,3
Livret jeune	5	0,75	0,0
Livrets soumis à l'impôt	48	0,50	0,2
Total	274		1,9
Total hors livrets A et bleu	153		1,0

Pour les plans épargne-logement, l'effet de la baisse de leur rémunération en terme de coût des ressources des établissements distributeurs est difficile à évaluer, puisque le taux de 3,60 % ne s'applique qu'aux plans ouverts à partir de fin juillet et que des réallocations en faveur des plans les plus anciens nettement mieux rémunérés sont prévisibles.

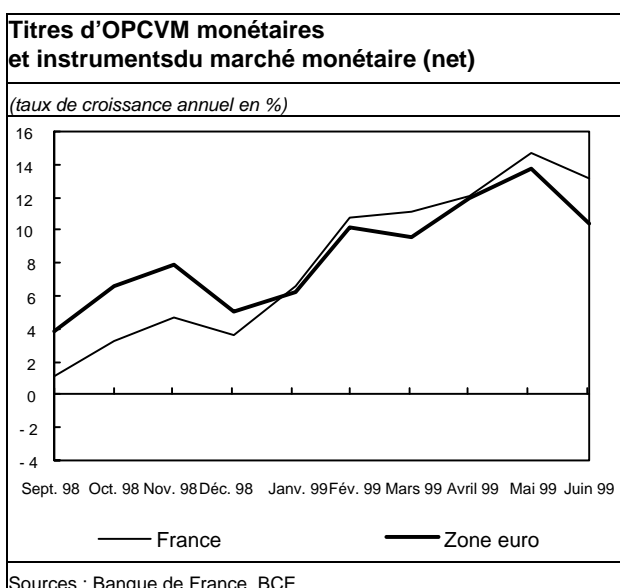
Léger ralentissement de la progression des placements monétaires à terme ou négociables

Ce mouvement reflète les évolutions suivantes :

- les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans ont accentué leur mouvement de recul (– 19,2 % sur 12 mois, après – 11,3 % en avril et – 13,7 % en mai) ;
- toujours très soutenue, la croissance annuelle des certificats de dépôt (instruments du marché monétaire) a connu un léger fléchissement, passant de + 33,6 % en mai à + 27,1 % en juin ;
- la progression des titres d'OPCVM monétaires, en constante hausse depuis décembre 1998, s'est stabilisée à 9,2 % sur 12 mois, après + 9,0 % en mai ;



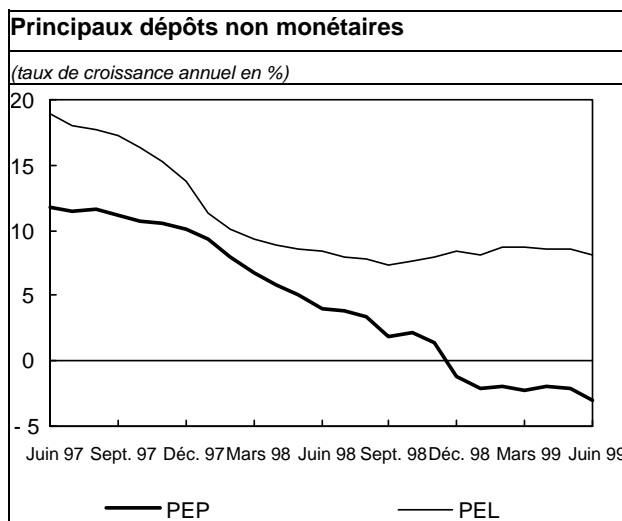
- seules les pensions ont vu leur taux de croissance annuel progresser de manière sensible (+ 21,0 % en juin, après + 15,2 % en mai).



Ralentissement de la croissance des dépôts non monétaires

Au mois de juin, les placements non monétaires ont marqué un léger repli dans leur progression annuelle (+ 4,6 %, après + 5,2 % en mai) :

- les PEP ont continué à décroître au rythme annuel de – 3,0 %, après – 2,1 % en mai. La venue à terme des premiers plans et la concurrence des placements longs tels que les produits d'assurance-vie et les OPCVM « action » et « obligation » expliquent en partie la désaffection pour ce type de produits ;
- dans ce contexte, les PEL, bénéficiant d'une rémunération très attractive, ont maintenu un taux de croissance soutenu (+ 8,1 % sur 12 mois, après + 8,6 % en mai). La baisse des taux affectant les plans ouverts à compter du 26 juillet 1999 n'infléchira que modestement la progression de ces placements, les nouveaux dépôts étant principalement affectés aux plans les plus anciens.



2.2. Endettement

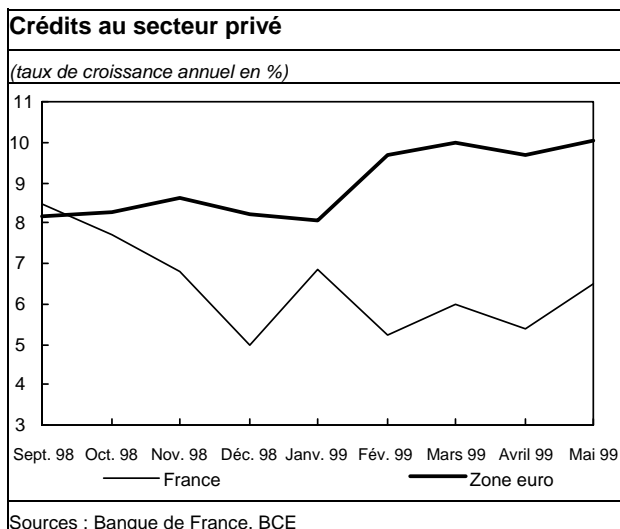
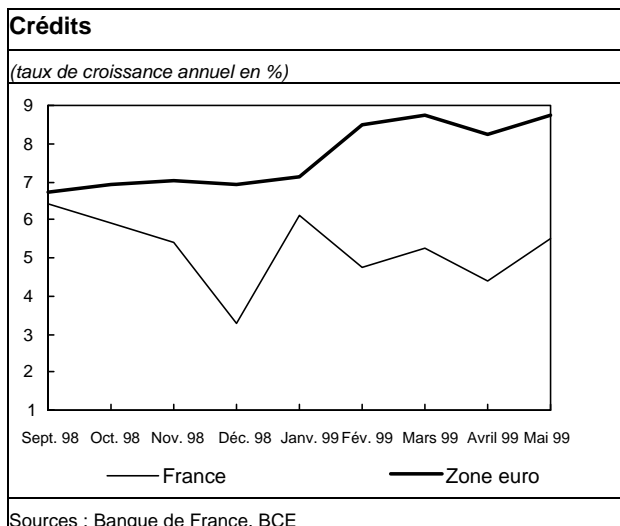
Légère accélération de la distribution de crédit

Le taux de croissance annuel des crédits obtenus en France par les résidents auprès des IFM s'est accéléré, passant de + 5,5 % en mai à + 5,7 % en juin. Cette progression demeure largement inférieure à celle observée en moyenne dans la zone euro.

D'une façon générale, on note des différences d'évolution dans la distribution du crédit entre les différents pays de la zone. Les écarts sont particulièrement sensibles pour les prêts destinés au secteur privé. Ainsi, l'Espagne, l'Irlande, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal et la

Finlande, par ordre croissant, se situent largement au-dessus de la moyenne. La croissance des prêts au secteur privé est plus modérée dans les grands pays comme l'Allemagne, la France et, dans une moindre mesure, l'Italie.

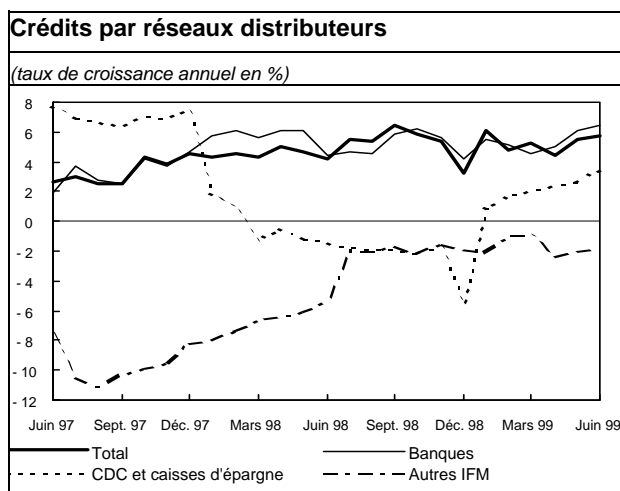
Si le bas niveau des taux d'intérêt permet d'expliquer le dynamisme d'ensemble des crédits dans la zone euro, les écarts que l'on constate néanmoins entre pays peuvent être rattachés aux disparités persistantes entre structures de financement et entre marchés d'actifs immobiliers nationaux.



Croissance renforcée des crédits bancaires²

L'accélération de la distribution de crédits n'a pas également concerné tous les réseaux distributeurs :

- la progression annuelle des crédits distribués par les banques s'est accélérée (de + 6,1 % en mai à + 6,4 % en juin) ;
- celle des crédits obtenus auprès de la Caisse des dépôts et consignations et des caisses d'épargne s'est également accrue (de + 2,6 % en mai à + 3,5 % en juin) ;
- l'activité de crédit des autres institutions financières monétaires a de nouveau reculé (– 1,8 %, après – 2,0 % en mai).



Dynamisme persistant des crédits aux sociétés et aux ménages

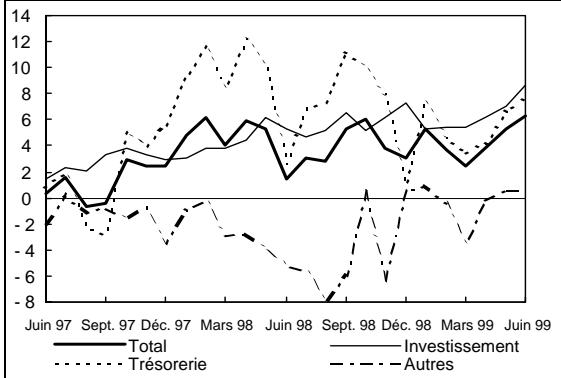
L'accélération du taux de croissance des crédits bancaires *stricto sensu*, qui sont les plus significatifs pour le financement du secteur privé, est le résultat du dynamisme persistant des crédits aux sociétés et aux ménages :

- la progression annuelle des crédits aux sociétés non financières s'est accélérée, de + 5,3 % en mai à + 6,3 % en juin. Ce mouvement reflète tant l'augmentation du rythme de croissance des crédits de trésorerie (de + 6,6 % à + 7,6 % en juin) que celle du glissement annuel des crédits à l'investissement (+ 8,6 %, après + 7,1 % en mai) ;

² Les taux de croissance commentés et illustrés dans cette section sont des glissements annuels calculés à partir des encours bruts de fin de mois.

Crédits des banques aux sociétés non financières

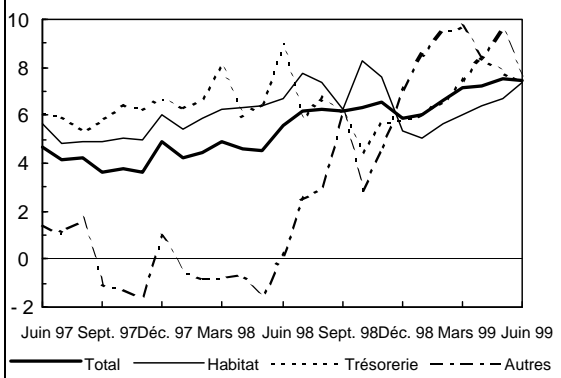
(taux de croissance annuel en %)



- les crédits distribués aux ménages ont progressé de + 7,5 % sur un an en juin, comme en mai. Cette stabilité résulte de l'accélération de la progression des crédits à l'habitat (+ 7,4 %, après + 6,7 % en mai) et de l'infléchissement concomitant du glissement annuel des crédits de trésorerie (+ 7,4 %, après + 7,8 % en mai).

Crédits des banques aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



Poursuite du renforcement de l'endettement via les marchés internes

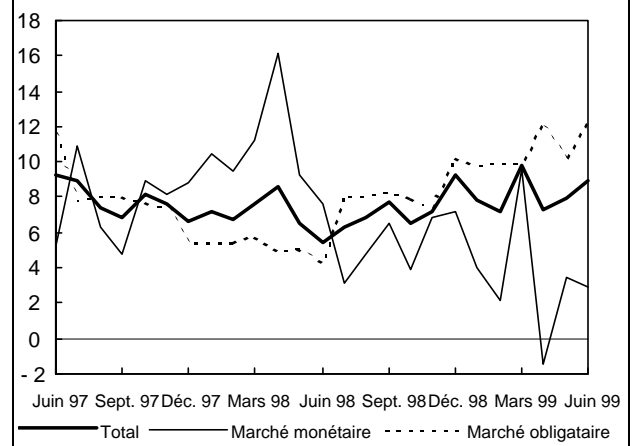
Le taux de croissance annuel de l'endettement des agents non financiers *via* les marchés internes s'est accéléré (+ 9,0 % en juin, après + 8,0 % en mai), du fait de la reprise des émissions intervenues sur le marché obligataire, alors que les émissions monétaires ont ralenti leur rythme de croissance :

- la progression annuelle de l'endettement monétaire a atteint + 2,9 %, après + 3,5 % le mois précédent ; celle de l'encours des billets de trésorerie s'est accélérée (+ 35,1 %, après + 32,9 % en mai). En revanche, l'encours des bons du Trésor s'est de nouveau contracté sur un an (– 1,2 %, après – 0,6 %) ;

- par ailleurs, le taux de croissance annuel de l'endettement obligataire s'est accéléré (+ 12,1 %, après + 10,3 % en mai), en raison de l'augmentation des émissions obligataires de l'État ainsi que des sociétés non financières.

Endettement des agents non financiers via les marchés internes

(taux de croissance annuel en %)



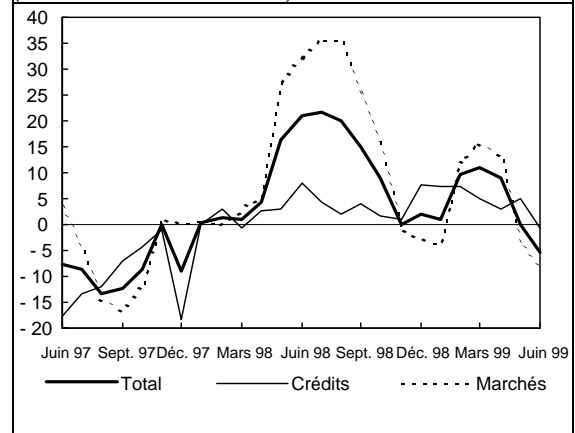
Accentuation de la baisse de l'endettement à l'étranger

La baisse sur un an de l'endettement à l'étranger s'est amplifiée (– 5,2 %, après – 0,1 % en mai) :

- les crédits obtenus auprès des non-résidents ont connu une légère diminution (– 0,6 % sur un an, après + 5,0 % en mai) ;
- l'encours des obligations émises à l'étranger s'est nettement contracté (– 8,4 %, après – 3,5 % en mai).

Endettement des agents non financiers à l'étranger

(taux de croissance annuel en %)

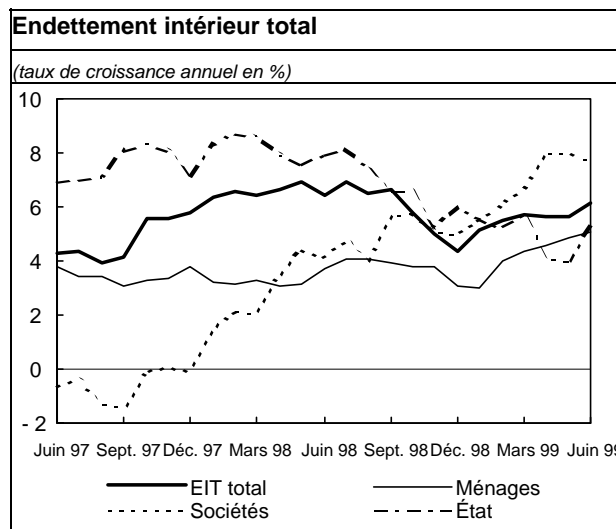


Accélération de la progression de l'endettement intérieur total

Globalement, le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total a progressé d'un mois à l'autre (+ 6,1 %, après + 5,6 % en mai).

L'analyse des comportements d'endettement par agents fait ressortir que :

- la progression annuelle de l'endettement des sociétés non financières s'est légèrement infléchi (+ 7,7 %, après + 8,0 % en mai) ;
- en revanche, les rythmes de croissance annuels de l'endettement des ménages (+ 5,1 %, après + 4,8 % en mai) et de l'État (+ 5,2 % en juin, après + 4,0 % en mai) se sont renforcés.



Le passage à l'euro a-t-il favorisé les émissions de titres des sociétés non financières ?

Le début d'année 1999 a été l'occasion d'importantes émissions de titres par les sociétés non financières. Une explication possible de ce mouvement est la réduction, pour les investisseurs, du risque de change due à l'introduction de l'euro qui aurait favorisé les émissions obligataires des sociétés. Néanmoins, l'analyse de l'endettement externe des sociétés, menée dans le cadre de celle de l'endettement intérieur total, amène à relativiser quelque peu cet effet. Les émissions obligataires semblent avoir davantage bénéficié d'une reprise conjoncturelle de l'endettement global des sociétés que de l'effet propre du passage à l'euro.

Le premier semestre de 1999 a été caractérisé par un net redressement de l'endettement global des sociétés, avec un flux de 49 milliards d'euros, alors qu'au second semestre de 1998, le flux n'avait été que de 3,8 milliards.

Endettement global des sociétés non financières

(flux semestriels nets, en milliards d'euros)

	1998		1999
	1 ^{er} semestre	2 ^e semestre	1 ^{er} semestre
Crédits	14,7	3,7	20,9
dont : Crédits bancaires	1,0	0,6	16,7
Titres	19,4	0,1	28,1
dont : Titres monétaires	4,6	2,7	9,3
Titres obligataires	14,8	- 2,6	18,8
Total	34,1	3,8	49,0

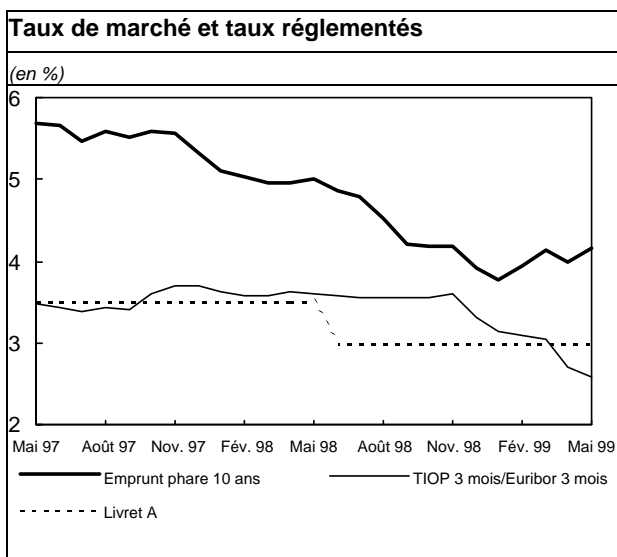
Notamment, les émissions de titres des sociétés ont été très soutenues au cours des six premiers mois de 1999. Toutefois, la comparaison avec le premier semestre 1998 conduit à relativiser la progression des émissions obligataires. Celles-ci étaient au début d'année 1998 d'un montant à peine inférieur à 14,8 milliards d'euros, contre 18,8 milliards au premier semestre 1999. La reprise de l'endettement s'est opérée davantage au travers d'émissions sur le marché monétaire, et surtout par une reprise nette des crédits bancaires, dont le flux sur le premier semestre est passé de 1 milliard d'euros en 1998 à près de 17 milliards en 1999.

Ainsi, l'accroissement des émissions de titres de sociétés non financières semble avoir été davantage conditionné par un mouvement général de reprise de leur endettement que par le seul effet du passage à l'euro.

2.3. Taux d'intérêt bancaires

Augmentation de la pente des taux

Malgré une légère reprise de l'Euribor 3 mois, la pente des taux, mesurée par l'écart entre les taux du marché à court terme et à long terme, a continué à augmenter. Le livret A est resté supérieur à son plafond théorique, défini par la moyenne des taux courts minorés de 0,5 point. L'abaissement de son taux à 2,25 %, à compter du 2 août, n'a pas complètement résorbé cet écart.

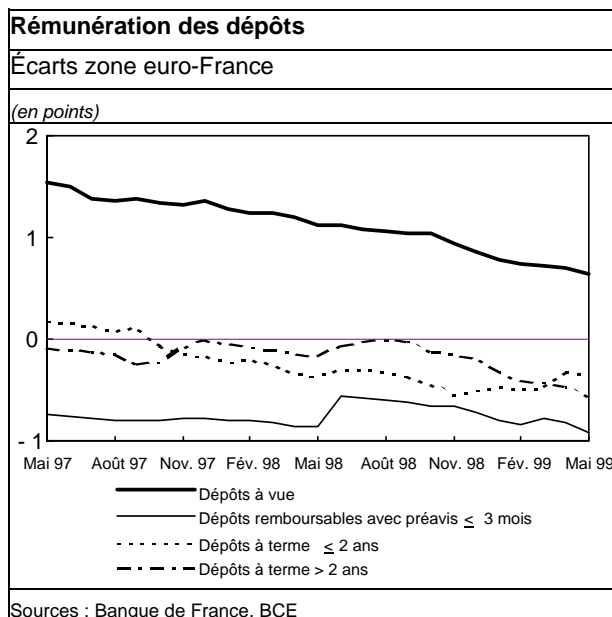


Réduction de la rémunération des dépôts moins rapide en France que dans la zone euro

Le taux de rémunération des dépôts à vue de la zone euro a poursuivi sa baisse, dans le sillage de la baisse générale des taux à court terme. L'écart avec la France, où ces dépôts ne sont pas rémunérés, a donc continué de se réduire.

En revanche, l'écart de rémunération s'est accru en faveur de la France pour les dépôts remboursables avec préavis inférieur ou égal à trois mois. En effet, cette catégorie est principalement constituée, en France, de produits à taux réglementés.

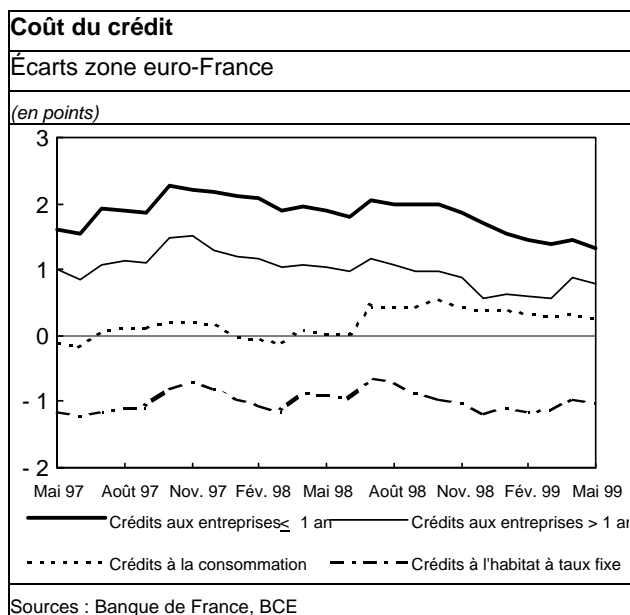
Pour les dépôts à terme d'une durée supérieure à 2 ans, l'écart de rémunération a continué d'augmenter, la répercussion de la hausse des taux à long terme ayant été plus sensible en France que dans l'ensemble de la zone.



Coût du crédit plus favorable en France, sauf pour l'habitat

Au mois de juin, l'écart de taux entre la zone euro et la France a été stable, en ce qui concerne les crédits aux particuliers. Les conditions débitrices appliquées aux prêts à l'habitat sont restées moins favorables dans notre pays, contrairement aux autres types de crédits.

L'écart de taux des prêts aux entreprises à moins d'un an continue de se resserrer légèrement, tandis que celui des prêts à plus d'un an se maintient à un niveau proche de celui du mois d'avril.



3. Les marchés de capitaux

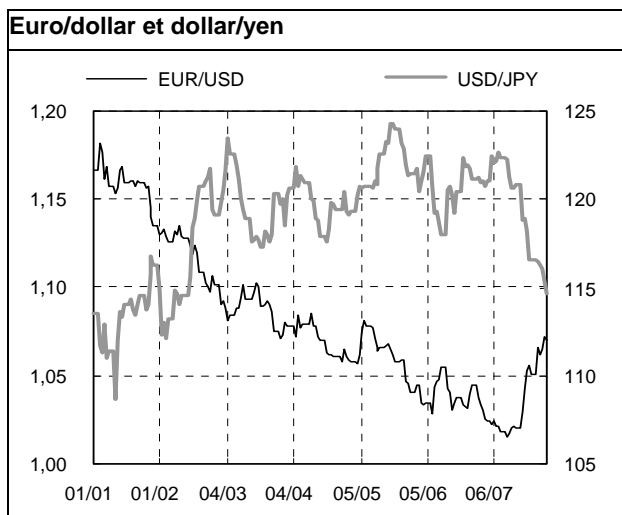
3.1. Vue d'ensemble

3.1.1. Les marchés financiers internationaux en juillet 1999

Les principaux développements sur les marchés internationaux de capitaux au cours du mois de juillet ont concerné : le repli du dollar à la fois contre l'euro et le yen, l'intégration dans les stratégies des participants de marché de l'amélioration des données et perspectives économiques de la zone euro, la poursuite de l'appréciation du yen qui a conduit, de nouveau, la Banque du Japon à intervenir sur les marchés de change et la montée des risques dans certains pays émergents.

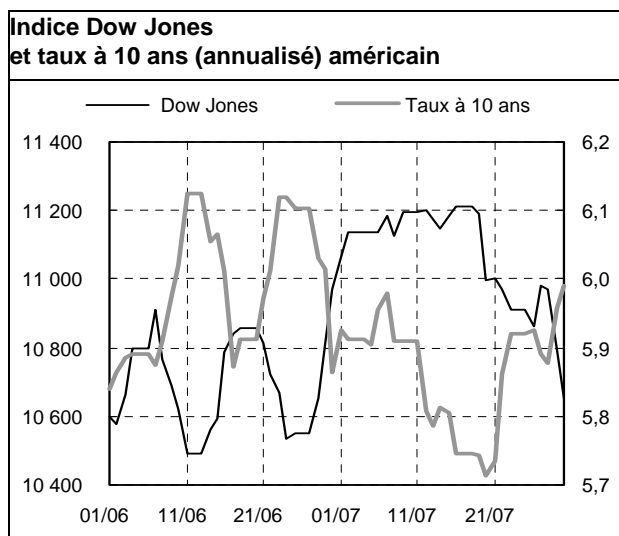
Le repli du dollar à la fois contre euro et yen

La devise américaine a enregistré un net mouvement de dépréciation, de l'ordre de 3,9 % contre l'euro et de 4,7 % contre le yen, au cours du mois de juillet. Cette tendance baissière s'est concentrée sur la seconde moitié du mois, en liaison avec la dégradation parallèle des marchés d'actifs financiers américains et la publication d'un déficit commercial pour mai plus élevé qu'attendu. D'autres facteurs, qui tiennent aux évolutions dans la zone euro et au Japon, rendent aussi compte de la baisse de la devise américaine.



Après avoir atteint de nouveaux plus hauts niveaux historiques au début du mois de juillet, les indices Dow Jones et Nasdaq ont été affectés par des prises de profit, en particulier sur les valeurs technologiques. Par la suite, les propos de M. Greenspan, lors du *Humphrey Hawkins Testimony* du 22 juillet, relatifs à l'éventuelle surévaluation des actifs boursiers américains ont

alimenté cette tendance baissière. Celle-ci a aussi été entretenue par l'accumulation de risques en provenance de certains pays émergents. Dans le même temps, le marché obligataire américain n'a pas profité du repli de la bourse, les attentes de resserrement monétaire, renforcées par la déposition de M. Greenspan du 22 juillet, ayant pesé sur la courbe des rendements.

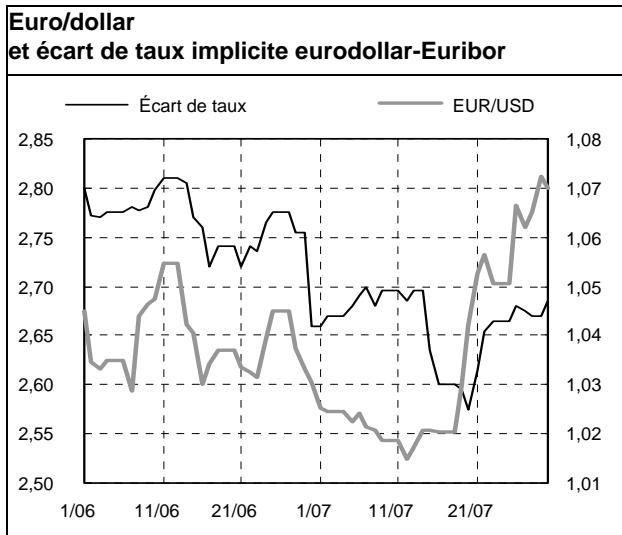


L'intégration, dans les stratégies des participants de marché, de l'amélioration des données et perspectives économiques de la zone euro

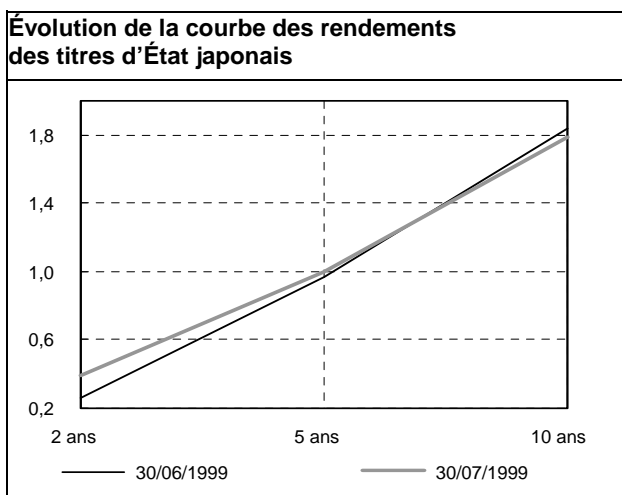
Au cours de la seconde moitié du mois de juillet, les participants de marché ont pris en compte les signes, déjà perceptibles, d'amélioration de la conjoncture au sein de la zone euro. À cet égard, la publication, le 20 juillet, de l'indice IFO, plus élevé qu'attendu, a servi de révélateur.

La prise en compte de ces indicateurs économiques a constitué un important facteur de soutien de l'euro. De même, les propos de M. Duisenberg, lors de la conférence de presse tenue à l'issue du Conseil des gouverneurs du 15 juillet, envisageant l'adoption d'un biais restrictif dans l'hypothèse d'une poursuite de l'expansion du crédit et des agrégats monétaires, ont provoqué une réduction de l'écart anticipé de taux courts entre les États-Unis et la zone euro et, partant, une appréciation de l'euro.

Bénéficiant dans un premier temps de l'appréciation de l'euro, les marchés obligataires de la zone ont, par la suite, été rapidement affectés par l'amélioration tant des indicateurs du moment que des perspectives macroéconomiques de la zone.



La poursuite de l'appréciation du yen a conduit, de nouveau, la Banque du Japon à intervenir sur les marchés de change



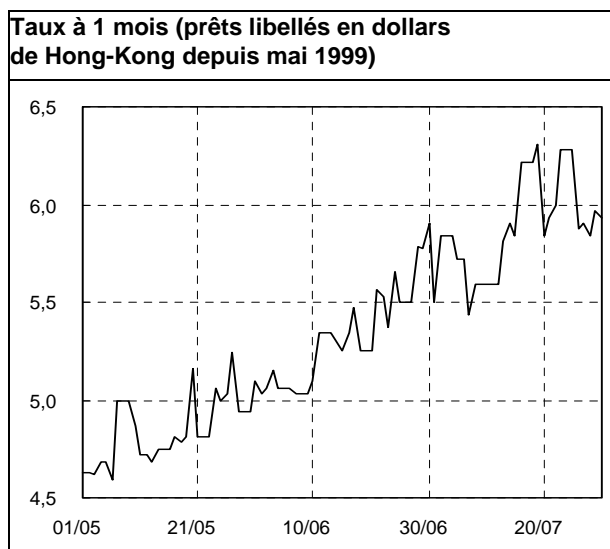
Le 20 juillet, la Banque du Japon a de nouveau été amenée à intervenir sur les marchés de change afin de contrer la hausse du yen. Cette intervention, effectuée par la Banque fédérale de réserve de New York pour le compte de la Banque centrale nipponne, n'a pas empêché la poursuite de la hausse vis-à-vis du dollar. Les signes d'une reprise économique au Japon (progression de 3 % de la production industrielle en juin) ont alimenté cette appréciation. Le marché obligataire a souffert de la publication de ces indicateurs plus positifs, ainsi que des inquiétudes relatives à l'offre abondante de titres publics. Parallèlement, dans un contexte de repli généralisé des principaux marchés boursiers, l'indice Nikkei a poursuivi sa progression (près de 2 % de hausse sur le mois), reflétant l'amélioration des perspectives économiques dans l'esprit des opérateurs.

La montée des risques dans certains pays émergents

Dans un contexte global plutôt bien orienté pour les pays émergents et caractérisé par la poursuite des révisions à la hausse des perspectives de croissance tant en Asie qu'en Amérique latine (à l'exception de l'Argentine), des risques en provenance de certains marchés émergents se sont, toutefois, accumulés au cours du mois de juillet.

La crise de liquidité du chaebol sud-coréen Daewoo, résolue par la restructuration de sa dette, rappelle la nécessité des réformes structurelles industrielles dans ce pays, en dépit de la nette amélioration macroéconomique. Cette crise a pesé fortement sur la bourse sud-coréenne et a engendré de fortes tensions sur les taux d'intérêt, les opérateurs ayant anticipé que les créanciers de Daewoo devront procéder à des ventes de titres, afin de se procurer les liquidités à injecter dans ce groupe, conformément au plan de restructuration.

Des rumeurs de dévaluation du yuan se sont accentuées à la faveur des tensions politiques apparues entre la Chine et Taïwan et de la dégradation, par l'agence Standard and Poor's, de la notation de la dette de la Chine libellée en devises. Ces rumeurs ont pesé sur les taux d'intérêt de court terme à Hong-Kong. Enfin, en Argentine, les interrogations sur la pérennité du régime de change, les rumeurs de moratoire de la dette ainsi que le contexte de campagne électorale n'ont pas été favorables aux actifs financiers argentins.



3.1.2. L'activité financière de la place de Paris

L'activité de la place de Paris est restée soutenue au cours du mois de juillet, dans un contexte dominé par une nette tension des taux à court et moyen termes, ainsi que par un recul prolongé des marchés d'actions.

Sur le marché interbancaire, l'activité s'est stabilisée avec un volume moyen de transactions traité dans la zone euro de 42 milliards de francs sur le jour le jour. À noter que les opérations à échéance de 6 mois, qui incorporent désormais le passage de fin d'année, commencent à être activement traitées par les banques.

Sur le marché de la pension livrée sur titres d'État français, les volumes se sont inscrits en repli de 11 %. Cette baisse d'activité est particulièrement nette sur le compartiment des OAT, qui a souffert d'une tension marquée des rendements à compter de la mi-juillet, à l'instar des autres grands marchés obligataires.

Sur le marché des bons du Trésor, les émissions ont légèrement progressé. Sur le marché secondaire, les rendements ont nettement augmenté sur les échéances supérieures à 6 mois, jusqu'à 34 points de base pour l'échéance à 5 ans, alors qu'ils sont restés stables sur les échéances les plus courtes, du fait de la rareté relative du papier.

Sur le marché des titres de créances négociables, l'encours global des titres émis s'est élevé à 223,9 milliards d'euros à la fin du mois de juillet, contre 228,4 milliards à fin juin. Cette diminution, caractéristique du passage d'un semestre à l'autre, trouve l'essentiel de son origine dans la baisse de l'encours des certificats de dépôt et des bons à moyen terme négociables, alors que l'encours des billets de trésorerie, à l'inverse, s'est accru de 1 milliard d'euros.

Le marché des bons à moyen terme négociables a continué de connaître une activité réduite, le volume global d'émission s'élevant à 1,3 milliard d'euros.

Sur le marché primaire obligataire, où les taux se sont nettement tendus, le montant des émissions brutes réglées en juillet sur le marché parisien par les résidents a fortement progressé d'un mois à l'autre.

Il s'élève à plus de 12 milliards d'euros en juillet, contre 9,2 milliards en juin, soit une augmentation de plus de 30 %.

Cette évolution est essentiellement due à une augmentation des capitaux levés par le secteur des sociétés non financières. Au cours des sept premiers mois de l'année 1999, les émissions brutes se sont élevées à 66,2 milliards d'euros contre 49,4 milliards sur la période correspondante de 1998, ce qui représente une hausse de 34 %. Les causes de cette évolution sont multiples et sont évoquées au 3.4.

Sur le marché secondaire obligataire, les taux d'intérêt européens ont poursuivi la remontée entamée au milieu du mois d'avril. Le taux d'intérêt de l'emprunt d'État français à 10 ans a ainsi gagné 29 points de base, pour s'établir à 4,95 % le 30 juillet. Cette hausse se distingue, toutefois, de celles des mois précédents par une relative déconnexion des marchés obligataires américain et européens, surtout en début de période, du fait du renforcement des perspectives de croissance en Europe. Il en est résulté un resserrement de l'écart de taux entre la France et les États-Unis, à 108 points de base, soit une baisse de 35 points de base.

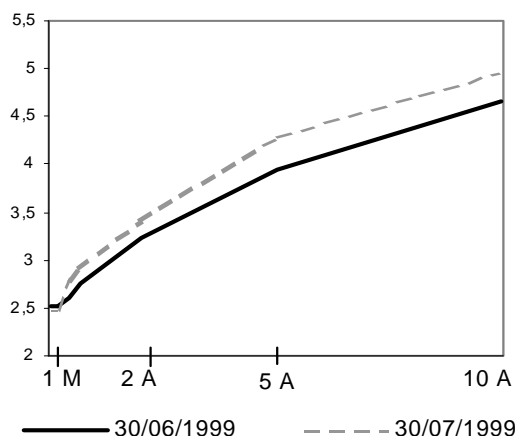
À l'instar de l'ensemble des bourses européennes, *la Bourse de Paris* s'est repliée au cours du mois de juillet, le CAC 40 s'établissant à 4 386 points le 31 juillet, en baisse de 3,40 % par rapport au 30 juin, après avoir atteint un nouveau plus haut niveau historique, à 4 698 points le 5 juillet. Les investisseurs ont, en effet, progressivement intégré dans les cours, notamment à partir de la mi-juillet, les conséquences sur la valorisation des entreprises de la hausse des taux longs. Les volumes de transaction ont de nouveau progressé (2,79 milliards d'euros d'échanges quotidiens, contre 2,63 milliards en juin).

Au mois de juillet, la croissance annuelle des titres d'OPCVM a connu un ralentissement sensible, essentiellement sous l'effet d'une performance moindre des portefeuilles actions et obligations. Cette croissance reste cependant soutenue à 10,8 % sur un an, après 12,2 % en juin. Seuls les OPCVM monétaires, bénéficiant de fortes souscriptions, ont affiché une croissance annuelle plus rapide que les mois précédents.

Activité financière sur la place de Paris Vue d'ensemble

Titres d'État

Courbe des taux de rendement

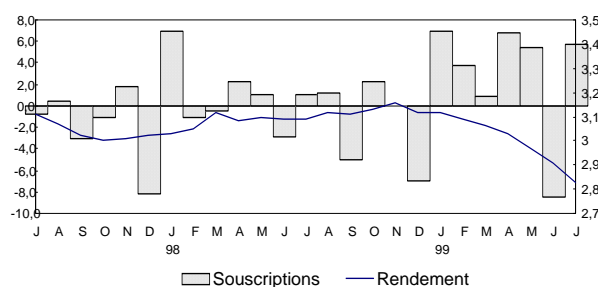


Sicav monétaires

Souscriptions nettes et rendement

en milliards d'euros

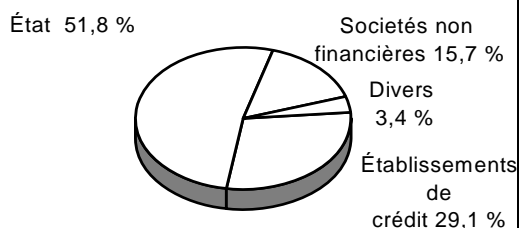
en %



Source : Fininfo

Obligations – Encours nominaux (résidents)

Ventilation par secteurs émetteurs – Juillet 1999



Obligations

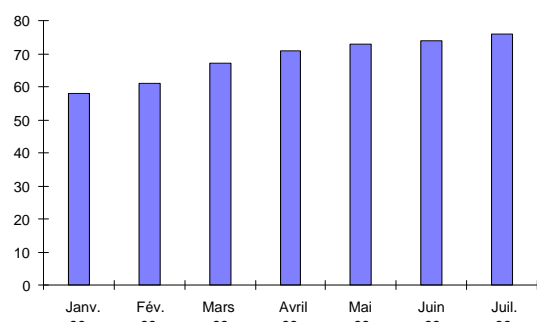
et titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en juillet 1999		Encours à fin juillet 1999
	brutes	nettes	
BTF et BTAN	9,2		195,3
Certificats de dépôt négociables	105,3	- 5,2	112,5
BMTN	1,3	- 0,3	62,9
Billets de trésorerie	50,1	1,1	48,5
Obligations	12,05	8,80	731,08
- État	3,90	3,90	378,97
- Établissements de crédit et assimilés	2,23	- 0,69	212,66
dont : Devises			0,92
- Sociétés non financières	5,09	4,78	114,48
- Autres émetteurs résidents	0,83	0,81	24,97

Encours nominal de la dette obligataire en euros

(en %)

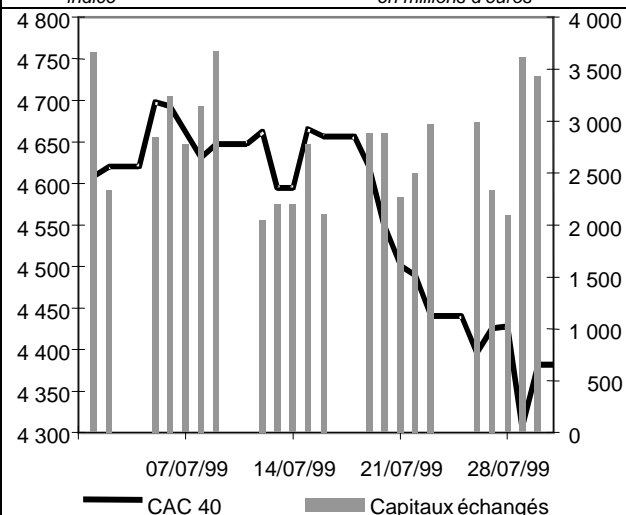


Bourse de Paris (Règlement mensuel)

Cours et volume traité

indice

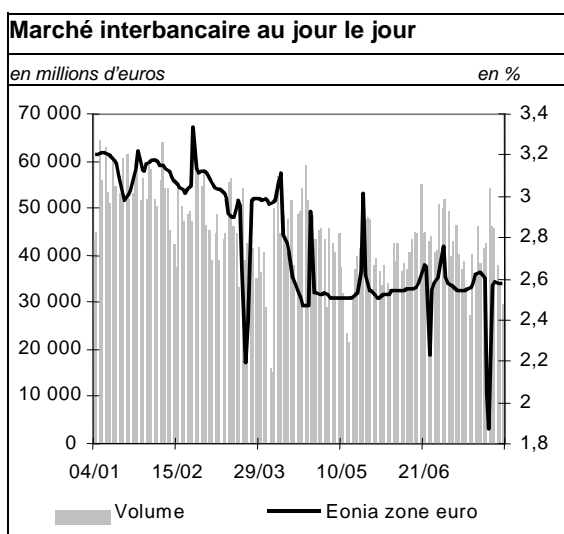
en millions d'euros



3.2. Le marché interbancaire

Au cours du mois de juillet, l'activité sur le compartiment au jour le jour du marché interbancaire s'est stabilisée autour d'un volume moyen quotidien de 42 milliards de francs pour l'ensemble de la zone euro. La part des banques françaises est restée prépondérante dans les volumes traités, avec environ 48 % des montants échangés. Sur l'ensemble de la période de réserves considérée (24 juin-23 juillet), la moyenne du taux Eonia s'est établie à 2,54 %, ce niveau étant sensiblement identique à la moyenne observée lors de la précédente période.

Au-delà du taux au jour le jour, le mois sous revue s'est caractérisé par une accentuation de la pente de la courbe des taux sur les échéances de 3 mois à 12 mois dans le sillage de la dégradation des *futures* (+ 21 points de base pour le taux implicite du contrat Euribor mars 2000). Des indicateurs économiques tendant à confirmer la vigueur de la reprise économique dans la zone euro et la perception d'un biais restrictif susceptible d'être adopté par la Banque centrale européenne (BCE) constituent pour l'essentiel les facteurs ayant déclenché ces mouvements de réduction de la durée et de la sensibilité des portefeuilles. En outre, l'activité sur le compartiment 6 mois incorporant désormais le passage de fin d'année s'est fortement accrue. L'intérêt pour cette échéance traduit le souci qu'ont les établissements de crédit de lever, dès à présent, des fonds en vue de s'assurer le financement nécessaire aux opérations entourant le passage du millénaire. Le renchérissement de la liquidité à cet horizon apparaît dans l'écart Euribor 6 mois/swap Eonia qui s'est élargi, atteignant 20 points de base, contre 12 points de base début juillet.



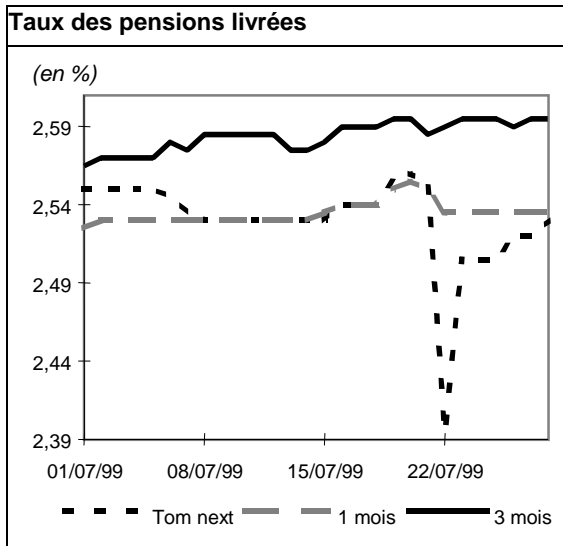
Le marché de la pension livrée sur titres d'État français a enregistré une légère baisse d'activité, pour revenir aux niveaux du mois de mai. Les volumes traités atteignaient 546 milliards d'euros (24,8 milliards par jour en moyenne), en retrait de 11 % par rapport au mois de juin.

La baisse des volumes s'est effectuée de façon similaire entre l'activité des pensions à taux fixe et à taux variables. Ainsi, la part des pensions à taux fixe dans le volume global représentait 47 % au mois de juillet, inchangée par rapport au mois précédent, confirmant l'accroissement de cette activité enregistré sur le mois de juin (hausse de plus de 50 % de l'activité des opérations à taux fixe). L'activité sur les BTAN est celle qui a le mieux résisté à la baisse des volumes traités sur le marché des pensions livrées, passant de 186 milliards d'euros en juin à 182 milliards en juillet. L'activité sur les BTF s'est réduite de façon proportionnelle, maintenant sa part de 8 % dans le volume global. En revanche, l'activité sur les OAT s'est sensiblement repliée, passant de 376 milliards d'euros en juin à 322 milliards en juillet, sa part dans le volume global s'inscrivant en repli, à 59 %, contre 62 % précédemment. Cette désaffection est à rapprocher du contexte de dégradation des courbes obligataires sur la période et des stratégies de réduction de durée des portefeuilles dans le contexte de renforcement des anticipations sur un durcissement de la politique monétaire en Europe. Les transactions restent essentiellement concentrées sur les échéances courtes : 67 % des opérations ont une échéance initiale inférieure ou égale à la semaine, dont 41 % négociées au jour le jour.

Activité sur le marché de la pension livrée

	Juin 1999		Juillet 1999	
	Volume en milliards d'euros	Part en %	Volume en milliards d'euros	Part en %
OAT	376	62	322	59
Pensions à taux fixe	174	28	149	27
Pensions à taux variables	202	33	173	32
BTAN	186	30	182	33
Pensions à taux fixe	93	15	89	16
Pensions à taux variables	93	15	93	17
BTF	49	8	42	8
Pensions à taux fixe	19	3	18	3
Pensions à taux variables	30	5	24	5
TOTAL	611	100	546	100
Pensions à taux fixe	286	47	256	47
Pensions à taux variables	325	53	290	53

Source : Sicovam SA



3.3. Les titres d'État

3.3.1. Le marché primaire

Adjudications des bons du Trésor à taux fixe					
Date d'adjudication	Catégorie	Durée	Servi	Ratio de couverture	Taux actuariel annuel moyen
	(a)		(b)		
5 juil. 1999	BTF	13 sem.	1 110	4,80	2,73
5 juil. 1999	BTF	24 sem.	504	5,93	2,90
12 juil. 1999	BTF	13 sem.	801	5,02	2,73
12 juil. 1999	BTF	52 sem.	804	2,75	3,04
15 juil. 1999	BTAN 3,0 %	2 ans	1 682	3,50	3,27
15 juil. 1999	BTAN 3,5 %	5 ans	1 175	4,26	4,12
19 juil. 1999	BTF	13 sem.	1 084	3,77	2,76
19 juil. 1999	BTF	51 sem.	563	4,57	3,09
26 juil. 1999	BTF	13 sem.	805	5,54	2,75
26 juil. 1999	BTF	29 sem.	507	4,71	3,02

(a) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés
BTAN : Bons du Trésor à intérêts annuels

(b) En millions d'euros

Sur le marché primaire des BTF, des volumes adjugés un peu plus importants (+ 5,6 % sur le 3 mois et + 29,0 % sur l'année par rapport au mois de juin), alors que les tombées ont été plus faibles (- 33,52 %), expliquent des ratios de couverture des émissions plus bas que le mois précédent sur l'ensemble des papiers adjugés.

Néanmoins, la rareté relative du papier a continué de peser lors des adjudications avec des taux moyens pondérés très bas sur les échéances 3 mois, systématiquement au-dessous de 2,5 %. Si le taux à 3 mois est resté stable, les taux des BTF à « 6 mois » et à « 12 mois » ont quelque peu augmenté, passant d'un rendement actuariel de 2,61 % à 2,72 % entre le 5 juillet et le 26 juillet pour le « 6 mois » et de 2,88 % à 2,96 % pour l'année entre le 12 juillet et le 19 juillet. Le « 12 mois » est resté peu demandé, en raison d'arbitrages contre le BTAN de même maturité.

Le Trésor a également procédé le 15 juillet à l'abondement de 1 682 millions d'euros de BTAN 2 ans et de 1 175 millions d'euros de BTAN 5 ans avec des ratios de couverture de, respectivement, 3,50 et 4,26, en baisse sur le « 2 ans », mais en forte hausse sur le « 5 ans ». L'adjudication s'est effectuée dans un contexte de forte volatilité, les rendements des BTAN 2 ans et 5 ans sur le marché secondaire augmentant de, respectivement, 14 points de base et 21 points de base dans la journée.

Émissions d'obligations (État)

(en millions d'euros)				
Date de règlement	Mai 99	Juin 99	Juillet 99	7 mois 99
OAT émises par voie d'adjudication				
OAT TEC 10 Janvier 2009				
Valeur nominale		456		1 005
Prix d'émission		100,05		
Émission brute		456		1 000
OAT 4 % Avril 2009				
Valeur nominale				12 550
Prix d'émission				
Émission brute				12 546
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale	571		576	2 562
Prix d'émission	102,18		100,88	
Émission brute	583		581	2 577
OAT 4 % Octobre 2009				
Valeur nominale	3 021	2 522	2 828	8 372
Prix d'émission	99,32	96,71	95,20	
Émission brute	3 001	2 439	2 693	8 132
OAT 5,50 % Avril 2029				
Valeur nominale			540	1 412
Prix d'émission			101,59	
Émission brute			549	1 535
OAT destinées aux particuliers				
OAT 4 % Avril 2009				
Valeur nominale				386
Prix d'émission				
Émission brute				393
OAT 4 % Octobre 2009				
Valeur nominale	60	62	70	192
Prix d'émission	101,36	98,76	97,25	
Émission brute	60	61	68	189
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale	16	52	11	150
Prix d'émission	104,22	104,49	103,31	
Émission brute	16	54	12	153
TOTAL				
Valeur nominale	3 668	3 092	4 025	26 626
Émissions brutes	3 660	3 010	3 903	26 525
Amortissements	6 934			11 597
Émissions nettes	- 3 274	3 010	3 903	14 928

S'agissant des échéances à plus long terme, les émissions brutes de l'État se sont élevées à 3,9 milliards d'euros en juillet (3 milliards en juin). La part de l'État représente 32,4 % de la collecte des résidents du mois de juillet sur la place de Paris et près de 52 % des encours du marché parisien en fin de période. Les fonds ont été levés sur l'OAT 4 % octobre 2009, l'OATi 3 % juillet 2009 et l'OAT 5,50 % avril 2029. Lors de l'adjudication du 1^{er} juillet 1999, qui portait sur les trois lignes d'OAT, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 3,3 milliards d'euros, auxquels il faut ajouter 34 millions d'euros de soumissions non

compétitives. Le taux de rendement de l'emprunt à 10 ans s'est établi à près de 4,59 %, en hausse de plus de 19 points de base par rapport à l'adjudication du 3 juin 1999. Les rendements actuariels des OATi 3 % juillet 2009 et 5,50 % avril 2029 ont été fixés à, respectivement, 2,90 % (soit une hausse de plus de 15 points de base par rapport à l'adjudication du 6 mai 1999) et 5,39 % (représentant une hausse de 66 points de base par rapport à l'adjudication de février 1999).

Les souscriptions auprès des personnes physiques (du 1^{er} juillet au 26 juillet) ont porté sur l'OATi 3 % juillet 2009 et sur l'OAT 4 % octobre 2009. Le règlement de ces deux lignes s'est élevé à 81 millions d'euros, soit une baisse de près de 30 % par rapport au mois précédent. Les rendements actuariels ont été fixés à 2,67 % pour l'OATi 3 % juillet 2009 et 4,34 % pour l'OAT 4 % octobre 2009.

À fin juillet 1999, l'État avait réalisé près de 60 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 45 milliards d'euros.

Sur la même période, l'abondement de la ligne d'OATi juillet 2009 représente plus de 2,7 milliards d'euros, soit plus de 10 % des valeurs émises par l'État depuis janvier 1999. Sur cette ligne, l'État a ainsi réalisé 45 % de ses prévisions de l'année, qui s'élèvent à 6 milliards d'euros. Par ailleurs, le gouvernement a annoncé le lancement, à l'automne, d'une nouvelle ligne d'OAT indexée sur l'inflation.

3.3.2. Le marché secondaire

Bons du Trésor

Sur l'ensemble du mois de juillet, les taux des bons du Trésor se sont tendus, la correction marquée en fin de période s'étant traduite par une pentification de la courbe. Les taux des échéances à 1 an, 2 ans et 5 ans se tendent de, respectivement, 26 points de base, 18 points de base et 33 points de base.

Les rendements des BTF sont restés plus stables, du fait d'un renouvellement seulement partiel des tombées, des effets de la baisse des taux administrés, qui a favorisé la réallocation des portefeuilles sur des placements alternatifs, et d'une préférence relative plus forte pour les échéances les plus courtes. L'élargissement du *spread* entre les titres du Trésor et les *swaps* sur le secteur court de la courbe (avec des BTF à 25 points de base de la courbe *swap*) illustre cette situation de relative cherté.

Le secteur court de la courbe des rendements des bons du Trésor français s'est ainsi notablement renchéri par rapport à son homologue belge ou italien.

Taux de rendement des titres d'État au sein de la zone euro au 30 juillet 1999				
<i>(en points de base)</i>				
Maturité	France	Allemagne	Italie	Belgique
3 mois	2,48	ns	11	15
6 mois	2,78	ns	14	7
12 mois	3,02	1	4	4
2 ans	3,41	- 6	2	ns
5 ans	4,28	1	11	16

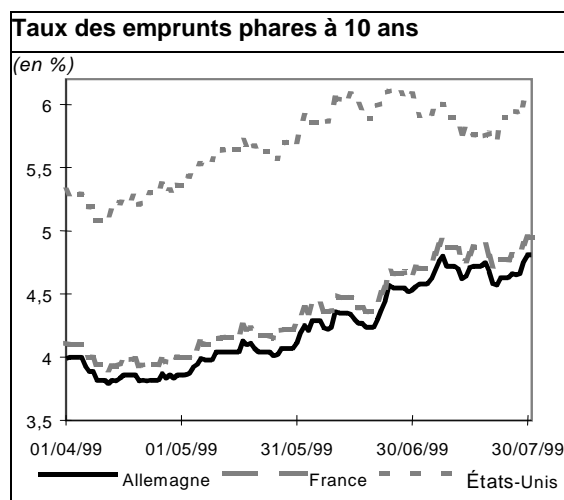
NB : Niveaux indicatifs en fin de mois à partir des titres les plus proches de l'échéance considérée
ns : non significatif

Au total, la courbe des rendements de la dette à court terme de l'État s'est nettement redressée, et l'écart entre le taux à 3 mois et le taux à 5 ans est passé de 145 points de base à 180 points de base entre le 1^{er} juillet et le 31 juillet.

Obligations

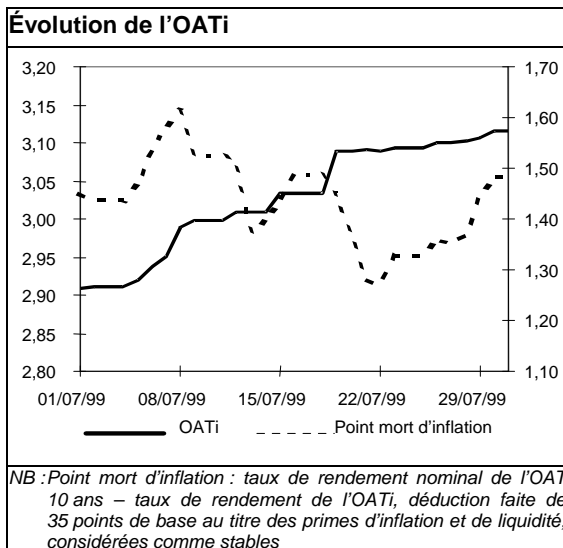
Dans le prolongement du mois précédent, les rendements obligataires se sont à nouveau nettement tendus en juillet. Le taux de l'emprunt phare français à 10 ans est passé de 4,66 % au 30 juin à 4,95 % au 31 juillet, soit une hausse de 29 points de base sur un mois. Sur deux mois, la hausse atteint 69 points de base.

Deux facteurs, en partie liés, ont contribué à cette évolution : un rapprochement des cycles de croissance économique à moyen terme entre l'Europe et les États-Unis, d'une part, les interrogations des intervenants des marchés, quant à l'évolution de l'euro par rapport au dollar, d'autre part.



Il en a résulté une certaine déconnexion entre l'évolution des taux de part et d'autre de l'Atlantique, sensible, notamment, la première quinzaine de juillet. Elle s'est manifestée par un resserrement d'une trentaine de points de base de l'écart de taux à 10 ans entre la France et les États-Unis, qui était ramené à 86 points de base le 19 juillet, soit un plus bas niveau depuis le 3 janvier 1999. L'amplitude et la rapidité de ce mouvement — l'écart s'était accru jusqu'à 162 points de base le 14 juin dernier — est à rapprocher de l'amélioration des perspectives économiques en Europe, qui a conduit à la hausse de l'ensemble de la courbe des rendements européens. Plus marquée sur le secteur 2 ans-5 ans, cette hausse s'est traduite par un aplatissement momentané de la courbe des rendements.

Dans le même temps, l'écart entre le rendement de l'OAT à 10 ans et celui des swaps à même échéance s'est élargi d'environ 10 points de base, traduisant un resserrement relatif des conditions de crédit du secteur privé.



Le rendement de l'OAT indexée sur l'inflation (OATi) s'est tendu de 21 points de base, en ressortant à 3,12 % au 31 juillet. Cette hausse, consécutive à celle du mois de juin, s'est réalisée dans le sillage de la tension sur les taux longs. Le point mort d'inflation — qui résulte de la différence entre le rendement de l'OAT classique et celui de l'OAT indexée, et qui sert de référence au calcul de l'inflation anticipée — s'est avéré extrêmement volatile, comme à chaque variation sensible du marché obligataire. Ainsi, le point mort a atteint son plus haut niveau, à 1,61 %, le 8 juillet, alors que le taux de l'OAT touchait 4,96 %, et son plus bas niveau à 1,27 % le 22 juillet, alors que le taux de l'OAT ressortait à 4,72 %. Cette déconnexion temporaire des deux marchés s'explique par les spécificités du marché secondaire des OAT indexées et par des stratégies de couverture

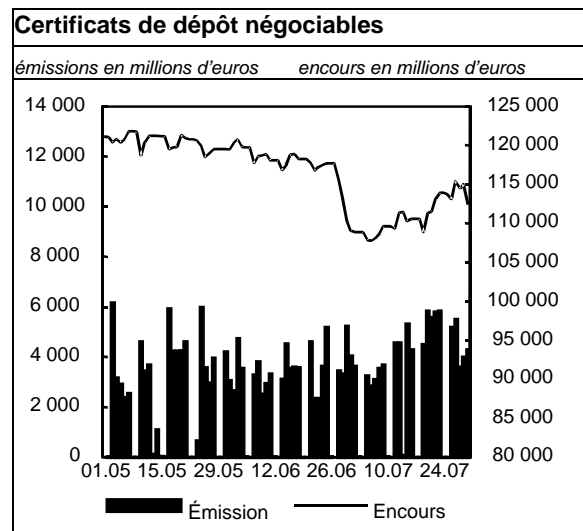
différentes de la part des investisseurs, les détenteurs d'OATi conservant généralement leurs titres jusqu'à l'échéance.

3.4. Les titres des entreprises financières et non financières

Les encours de titres des émetteurs du secteur financier ont eu tendance à décroître, les émissions du mois, notamment en certificats de dépôt, traduisent une préférence pour le raccourcissement des durées. En revanche, les émetteurs du secteur non financier ont continué de solliciter de manière assez intensive les différents compartiments de marché.

3.4.1. Les entreprises financières

Les émissions de certificats de dépôt négociables



Émissions de CDN en juillet 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	39,4	37,4
De 10 jours à moins de 1 mois	8,4	8,0
De 1 mois à moins de 3 mois	25,9	24,6
De 3 mois à moins de 6 mois	27,2	25,8
De 6 mois à 1 an	4,4	4,2
Total	105,3	100,0

Taux de rendement à l'émission des CDN

	(en pourcentage)				
	26 juin au 2 juil.	3 au 9 juil.	10 au 16 juil.	17 au 23 juil.	24 au 30 juil.
Certificats à 1 jour	2,67	2,59	2,60	2,53	2,61
Certificats à 10 jours	2,54	2,52	2,56	2,60	2,59
Certificats à 30 jours	2,63	2,63	2,62	2,65	2,63
Certificats à 90 jours	2,69	2,70	2,71	2,73	2,73

L'encours des certificats de dépôt s'établissait, en données provisoires, à 112,5 milliards d'euros le 30 juillet, contre 117,7 milliards à la fin du mois précédent (titres libellés en monnaie *in globalisés* en contre-valeur euros). Le creux saisonnier, caractéristique du passage d'un semestre à l'autre, s'est poursuivi en juillet.

Le nombre d'émetteurs gérant un encours s'est établi à 298 le 30 juillet. À cette date, seuls 3 d'entre eux, représentant 17 % de l'encours global, disposaient d'un encours supérieur à 5 milliards d'euros : la Banque fédérative du crédit mutuel (7,3 milliards), la Société générale (6,7 milliards) et le Crédit Lyonnais (5,2 milliards).

Face aux *tombées*, qui se sont élevées à 110,5 milliards d'euros, contre 72,7 milliards au mois de juin, les émissions ont porté sur un volume très nettement supérieur au mois précédent : elles ont atteint 105,3 milliards d'euros, contre 70,8 milliards en juin.

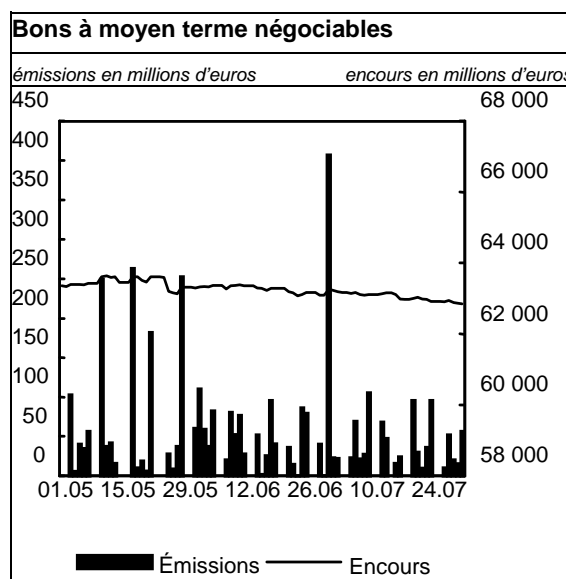
La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteur*, a été caractérisée par une présence plus marquée des établissements de crédit, qui ont représenté la part la plus forte des souscriptions, avec 33,4 % du montant global. Les sociétés et entreprises individuelles ont constitué 31,7 % du total, les OPCVM 21,7 % et les assurances, caisses de retraite et mutuelles 7,3 %.

La ventilation des opérations selon les *durées à l'émission* se caractérise par la poursuite de l'augmentation de la part des titres émis sur les échéances inférieures à 10 jours, essentiellement les opérations à 24 heures. Désormais, plus d'une centaine d'établissements y ont recours. Par ailleurs, les émissions de trois mois à six mois progressent et représentent désormais plus du quart du total des titres émis, la gestion du passage de fin d'année en étant très certainement la raison.

À l'exception des certificats de dépôt très courts, dont les taux ont fluctué parallèlement à ceux de l'Eonia, les *taux à l'émission* n'ont pas évolué de façon significative.

Le Journal officiel a publié, le 29 juin 1999, la loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière. Ce texte se décompose en deux parties : la première est consacrée à la réforme des caisses d'épargne, la seconde au renforcement de la sécurité financière : surveillance des établissements de crédit, des entreprises d'investissement, des entreprises d'assurances et des institutions de prévoyance, garantie des déposants, des assurés, des investisseurs et des cautions, réforme des sociétés de crédit foncier. Sur ce dernier point, la loi vise à améliorer le financement du logement et des collectivités locales et à développer l'attrait de la place financière de Paris, en s'inspirant du régime des Pfandbriefe en Allemagne. Les « obligations foncières » qui seront émises par les sociétés de crédit foncier bénéficieront d'une sécurité optimale (notamment au regard des dispositions de la loi n° 85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaire des entreprises), d'une pondération à 10 % pour le calcul du ratio de solvabilité, et de l'éligibilité aux procédures de refinancement du SEBC. Les premières émissions devraient intervenir au cours du dernier trimestre 1999.

Les émissions de bons à moyen terme négociables



Émissions de BMTN en juillet 1999		
Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	0,3	22,9
De 2 ans à moins de 3 ans	0,5	37,8
De 3 ans à moins de 5 ans	0,3	27,1
De 5 ans à moins de 7 ans	0,1	5,5
De 7 ans et plus	0,1	6,7
Total	1,3	100,0

Taux de rendement à l'émission des BMTN (en pourcentage)					
	26 juin au 2 juil.	3 au 9 juil.	10 au 16 juil.	17 au 23 juil.	24 au 30 juil.
Bons à 1 an 1 jour	2,92	2,87	3,15	3,03	3,15
Bons à 2 ans	3,31	3,31	3,61	3,22	3,70
Bons à 3 ans	–	3,65	3,88	3,60	3,80
Bons à 5 ans	–	4,32	–	4,40	4,40
Bons à 7 ans	ns	4,61	–	–	–
Bons à 10 ans	4,70	–	5,10	5,15	5,16

ns : non significatif

Au 30 juillet, l'encours total des BMTN, dont 98,3 % provenaient des entreprises financières, s'élevait à 62,9 milliards d'euros, contre 63,2 milliards le 25 juin et se répartissait entre 212 émetteurs, contre 209 à fin juin. Les 3 principaux émetteurs, disposant d'un encours égal ou supérieur à 3 milliards d'euros, étaient la Société générale (5,9 milliards), Paribas SA (3,7 milliards) et le Crédit Lyonnais (3 milliards).

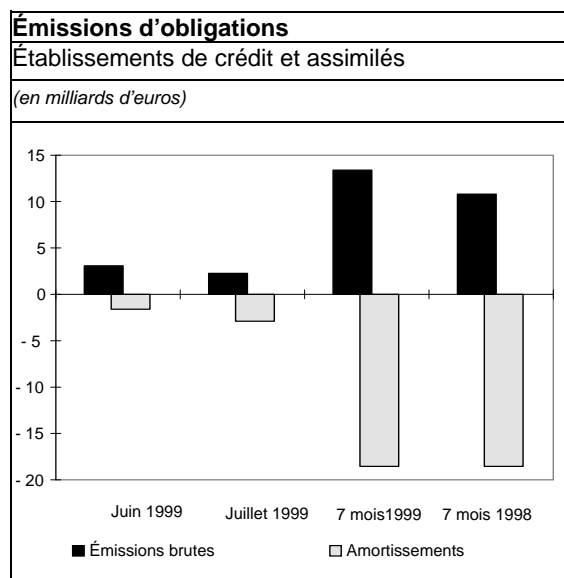
Le mois sous revue a été caractérisé par une légère diminution des émissions, qui ont atteint 1,3 milliard d'euros face à des tombées de 1,6 milliard, le Comptoir des entrepreneurs étant l'émetteur le plus actif (305 millions d'euros d'émissions) devant Paribas (81 millions).

La répartition mensuelle par catégories de souscripteurs fait apparaître la forte contribution des établissements de crédit, avec 71,3 % du montant global d'émissions, le solde se répartissant à raison de 14,8 % pour les sociétés et entreprises individuelles, de 9,6 % pour les OPCVM et seulement 3,4 % pour les assurances, caisses de retraite et mutuelles.

Les durées initiales des émissions du mois traduisent un certain allongement des durées par rapport au mois précédent. En effet, la part se rapportant aux opérations supérieures à trois ans recueille près de 40 % du total des émissions, contre 25 % le mois précédent.

Les émissions de titres à taux fixe — pour lesquels on a enregistré une certaine tension des prix sur la période — ont représenté 46 % du montant total des émissions. Les contrats à taux variable ont recueilli 41 % des émissions. Les indexations sur produits structurés en représentent 13 %.

Le marché obligataire (primaire et secondaire)



Le montant des émissions brutes d'obligations des établissements de crédit, au cours du mois de juillet, a sensiblement régressé par rapport à celui de juin (2,2 milliards d'euros, après 3,1 milliards le mois précédent). Compte tenu de l'importance des amortissements, l'endettement obligataire de ce secteur poursuit une baisse sensible depuis un an, les encours passant de 226,6 milliards d'euros en juillet 1998 à 212,6 milliards au cours du mois sous revue. À fin juillet 1999, ils représentent 29 % des encours totaux de l'endettement obligataire des résidents sur la place de Paris. Durant les sept premiers mois de l'année 1999, les émissions brutes se sont élevées à 13,3 milliards d'euros, enregistrant ainsi une hausse de plus de 22 % par rapport à la période correspondante de 1998.

Conversion de la dette en euros

Le secteur des établissements de crédit est un des plus actifs s'agissant de la conversion de la dette obligataire en euros. En effet, au cours du mois sous revue, deux établissements (la Caisse nationale de crédit agricole et la Banque de gestion privée) ont converti la totalité de leur dette et Natexis Banque a converti en euros les lignes de ses emprunts qui seront encore en vie en décembre 2001, fin de la période transitoire.

Signalons que tous émetteurs confondus, la totalité des titres réglés en juillet a été émise en euros, tandis que les émetteurs poursuivaient leur programme de conversion en euros. L'encours nominal de la dette en euros représente désormais près de 76 % du total des encours nominaux fin de mois des résidents sur la place de Paris.

Aucune conversion n'a été planifiée pour le mois d'août 1999 sur le calendrier publié le 11 mai 1999 par le Conseil des marchés financiers (CMF).

	26 juin au 2 juillet	3 au 9 juillet	10 au 16 juillet	17 au 23 juillet	24 au 30 juillet
Billets à 1 jour	2,73	2,61	2,63	2,69	2,72
Billets à 10 jours	2,66	2,67	—	2,71	2,67
Billets à 30 jours	2,68	2,69	2,69	2,69	2,67
Billets à 90 jours	2,72	2,73	2,75	2,77	2,77

Après avoir marqué une pause à la fin du premier semestre, le marché des billets de trésorerie a repris sa progression. L'encours total s'élevait à 48,5 milliards d'euros le 30 juillet, contre 47,5 milliards le 25 juin. Le montant des émissions a atteint 50,1 milliards d'euros, contre 31,9 milliards en juin et celui des tombées s'élève à 49 milliards, contre 32 milliards le mois précédent.

Le nombre d'émetteurs s'établissait, le 30 juillet, à 98 entités résidentes, contre 96 en juin. Le Réseau ferré de France est redevenu actif sur le marché, avec un encours de 301 millions d'euros. Une nouvelle structure SPV — Amedis Commercial Finance Ltd —, domiciliée à Jersey, s'est présentée sur le marché avec un programme de 762 millions d'euros (programme conçu par la BRED-Banque populaire). En fin de période, General Electric Capital ressortait comme le principal émetteur, avec un encours de 4,2 milliards d'euros, en augmentation de 500 millions par rapport au mois de juin, devant LVMH (2,4 milliards) et le groupe Vivendi (2,2 milliards), en retrait temporaire du marché.

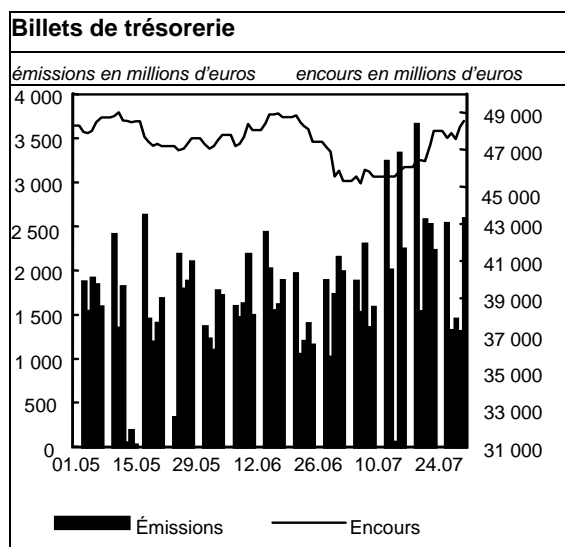
La répartition des émissions du mois selon le type de souscripteur révèle une présence constante des établissements de crédit, qui ont souscrit 61 % du montant des émissions comme précédemment. À l'inverse, la présence des sociétés industrielles a de nouveau progressé, pour atteindre 22 % ; les OPCVM reculent de 3 points, pour atteindre 13,6 %.

La structure des émissions, en terme de durée, a peu évolué, les opérations à moins de 10 jours représentant toujours un quart du montant total.

Après avoir connu une détente au cours de la première semaine, les taux de rendement à l'émission, à l'exception des titres à 24 heures, se sont inscrits en légère hausse sur l'ensemble des maturités, du fait du regain des anticipations de resserrement monétaire au sein de la zone euro.

3.4.2. Les entreprises non financières

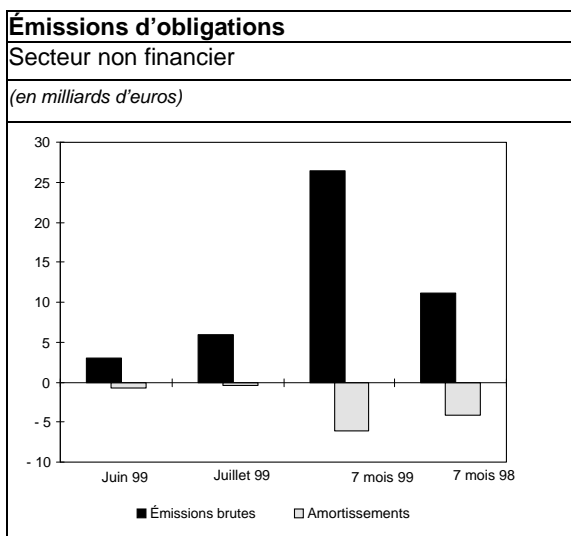
Les émissions de billets de trésorerie



Émissions de BT en juillet 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	12,7	25,4
De 10 jours à moins de 1 mois	4,8	9,6
De 1 mois à moins de 3 mois	24,9	49,8
De 3 mois à moins de 6 mois	6,6	13,1
De 6 mois à 1 an	1,1	2,1
Total	50,1	100,0

Les émissions obligataires



Au cours du mois sous revue, les sociétés non financières et les autres émetteurs ont levé près de 6 milliards d'euros, contre 3 milliards en juin 1999. Les emprunts obligataires convertibles en actions représentent plus de 340 millions d'euros, soit environ 6 % des émissions du secteur au cours du mois sous revue.

La RATP a levé 500 millions d'euros, ce qui porte le montant total des emprunts émis par les grandes entreprises nationales à plus de 2,5 milliards d'euros depuis le mois de janvier 1999.

Sur la même période, les émissions brutes du secteur non financier se sont élevées à plus de 26 milliards d'euros, représentant près de 41 % des émissions totales au cours des sept premiers mois de l'année 1999 (22 % au cours de la période correspondante de 1998).

Cet accroissement des émissions, généralisé à l'ensemble de la zone euro, s'explique par plusieurs raisons :

- la baisse tendancielle des rendements des titres d'État jusqu'en mai 1999 a incité les investisseurs à rechercher des taux plus rémunérateurs, ce qui a facilité les émissions privées. Le phénomène a pu être amplifié au cours des semaines récentes par les anticipations de hausse des taux, susceptibles d'inciter à accélérer certains projets d'émission ;
- les besoins de trésorerie de grands groupes engagés dans des opérations de fusion-acquisitions ;

Erreur ! Signet non défini. un effet spécifique lié à l'introduction de l'euro, qui incite les émetteurs à construire leur notoriété à l'étranger avant que le marché des émissions en euros n'arrive à sa maturité concurrentielle.

Il faut enfin ajouter que le développement du marché des obligations privées s'inscrit dans un cercle vertueux. En effet, l'augmentation des volumes entraîne une augmentation du nombre des teneurs de marché qui contribuent à assurer la liquidité du marché. Cette hausse de la liquidité favorise à son tour une baisse des taux, ce qui stimule les émissions.

3.5. Les actions

3.5.1. Le marché primaire

Émissions d'actions et de certificats d'investissement					
(en milliards d'euros)					
	Année 1998	6 mois 1998	6 mois 1999	Mai 1999	Juin 1999
Sociétés non financières	47,39	26,48	14,86	4,06	1,62
Établissements de crédit	1,34	0,78	0,52	0,26	0,20
Compagnies d'assurance	0,23	0,18	0,02	-	-
Administrations publiques	0,02	0,01	-	-	-
Total émis (a)	48,98	27,45	15,40	4,32	1,82
dont :					
Titres cotés (b)	10,54	5,87	5,38	3,27	1,13
Appel public à l'épargne (b)	7,19	3,27	4,34	3,13	0,88

a) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale
 b) Cote officielle, Second marché
 Sources : SBF-Bourse de Paris, Banque de France

Le mois de juin a été marqué par une très sensible diminution des émissions d'actions réglées en numéraire, qui sont passées de 4,32 milliards d'euros en mai³ à 1,82 milliard au cours du mois sous revue. Les sociétés non financières restent les acteurs principaux du marché.

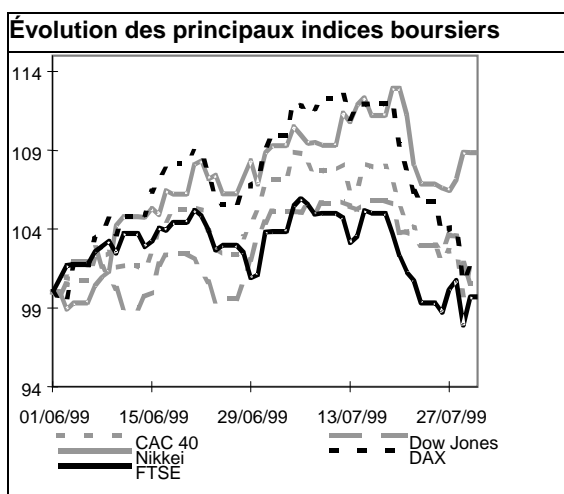
La principale émission d'actions en numéraire a été effectuée par la société Bouygues (500 millions d'euros).

Au cours du premier semestre de l'année 1999, le montant des émissions d'actions s'est élevé à 15,40 milliards d'euros, en recul de plus de 45 % d'une année à l'autre.

³ La connaissance tardive d'opérations parfois importantes conduit à conférer un caractère provisoire pendant six mois aux statistiques d'un mois donné.

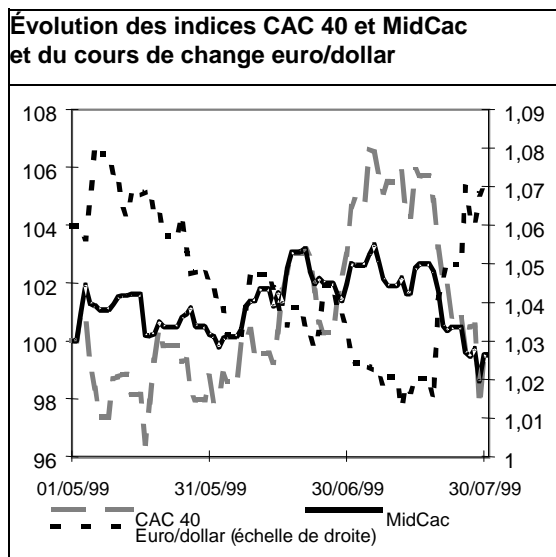
Sur la même période, les émissions de titres cotés sont revenues de 5,87 milliards d'euros en 1998 à 5,38 milliards. À fin juin, elles représentaient près de 35 % du montant total des émissions d'actions, contre plus de 21 % pour le premier semestre de l'année 1998. Outre l'attrait du marché obligataire évoqué précédemment, d'autres facteurs peuvent expliquer cette évolution : la progression de la capacité d'autofinancement des entreprises, l'absence de programmes de recapitalisation de grandes entreprises nationales, le besoin pour les entreprises d'une maîtrise accrue de la composition de leur capital dans un contexte d'ouverture internationale des marchés d'actions.

3.5.2. Le marché secondaire



Les cours des valeurs ont enregistré une évolution heurtée sur l'ensemble du mois. Après la vive progression du début du mois de juillet (pour le CAC 40, plus haut niveau, à 4 698 points, atteint le 5 juillet), l'ensemble des indices ont suivi des phases de repli, en raison de la montée des taux d'intérêt à long terme. Sur le mois de juillet, le CAC 40 a baissé de 3,40 %, terminant à 4 382 points le 30 juillet, contre 4 536 points le 30 juin. Cette évolution est proche de celle de la plupart des bourses européennes (- 3,28 % sur la même période pour l'indice STOXX 50).

À l'inverse de ce qui a pu être observé au cours du premier semestre, en dépit d'une hausse des taux longs, les investisseurs se sont montrés plus sensibles en juillet aux incertitudes concernant les taux d'intérêt à long terme qu'aux indicateurs économiques tendant à confirmer l'optimisme du début d'année sur l'évolution des bénéfices anticipés.



La volatilité constatée au mois de juillet, comparable à celle des autres grands marchés boursiers européens, s'explique également par l'effet sur les marchés boursiers :

- des restructurations : OPE réciproques des groupes Elf-Aquitaine et TotalFina, confrontation des projets de regroupement BNP – Société générale – Paribas, recomposition des tours de table de Framatome et Thomson CSF... ;
- des variations du cours de change euro/dollar : bien que les effets potentiels des fluctuations de change nécessitent une appréciation au cas par cas des entreprises cotées, selon la sensibilité de leurs résultats par rapport à ces fluctuations, l'appréciation de l'euro durant la seconde quinzaine du mois a coïncidé avec la phase principale de repli des indices européens (- 7,22 % pour l'indice STOXX 50, à comparer à - 4,75 % pour le Dow Jones). À noter que les valeurs moyennes, telles que celles de l'indice MidCac, ont été moins affectées, sans doute parce qu'elles sont davantage influencées par les perspectives propres de l'économie française ou européenne.

Les fluctuations se sont inscrites dans des volumes de transaction étoffés (2,79 milliards d'euros échangés par jour sur le mois de juillet, contre 2,63 milliards de capitaux en juin). L'activité du marché parisien a bénéficié de l'introduction en bourse de 10 sociétés — et de la cotation des actions ordinaires du Crédit Lyonnais le 8 juillet —, confirmant une tendance observée depuis 1997 d'élargissement de la cote, qui prend sa source

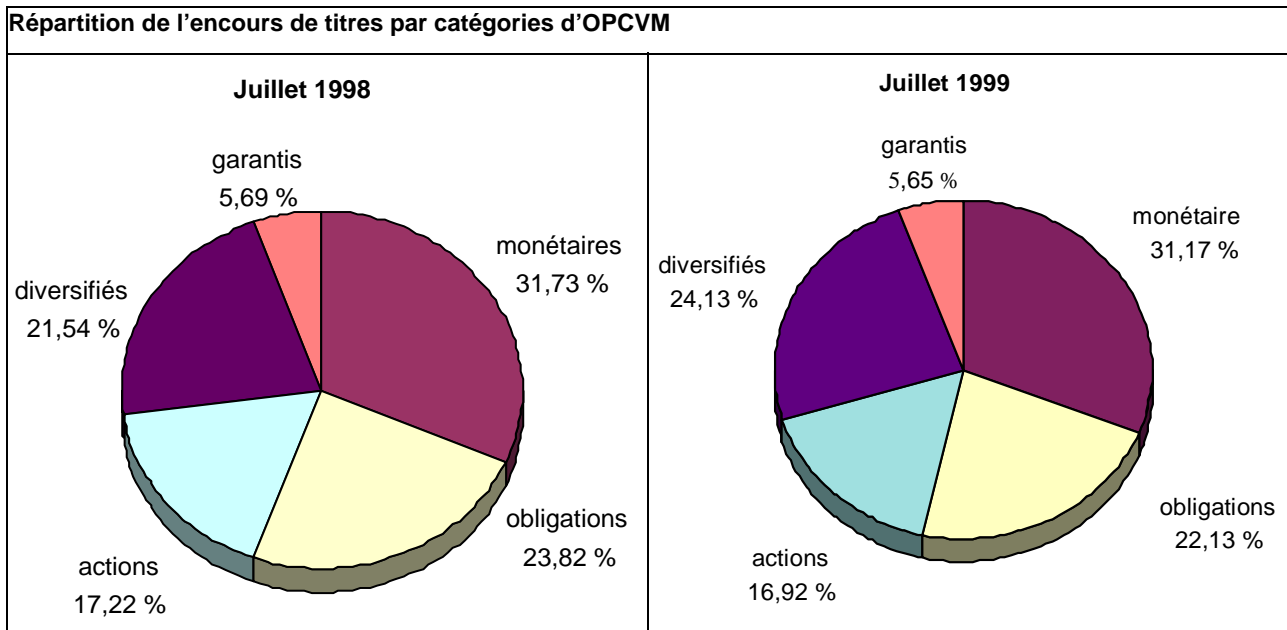
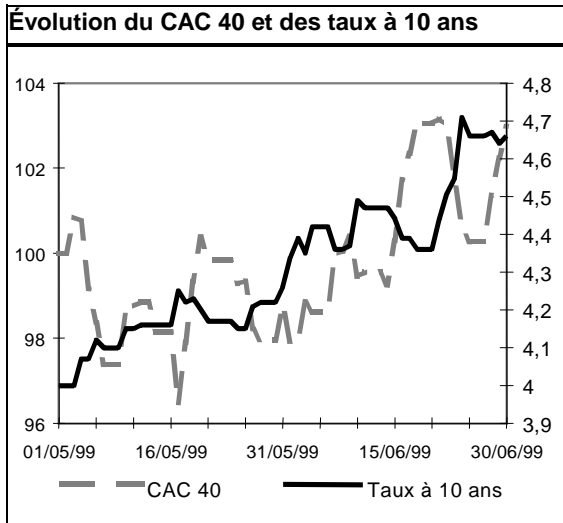
non seulement dans le programme de privatisations de l'État, mais aussi dans l'existence d'un gisement d'entreprises franchissant de nouveaux paliers de développement. Cette dynamique se traduit également par des transferts d'entreprises du Second marché vers le marché à règlement mensuel (Société Unilog pour le mois de juillet).

3.6. Les titres d'OPCVM

Bénéficiant de fortes souscriptions, l'encours des titres d'OPCVM monétaires s'est accru de 4,6 milliards d'euros, pour s'établir à 185,5 milliards. Sa progression annuelle s'est donc redressée sensiblement (8,8%), après le léger ralentissement enregistré en mai et juin (respectivement 7,8 % et 6,9 %).

L'encours des titres d'OPCVM obligataires a atteint 131,7 milliards d'euros. Les souscriptions et les performances négatives enregistrées en juillet ont entraîné un ralentissement de la croissance annuelle de ces placements (2,9 %, après 6,4 % en mai, et 4,5 % en juin).

Après un rebond au mois de juin, l'encours des titres d'OPCVM « actions » s'est situé en léger retrait, à 100,7 milliards d'euros. Bien que toujours soutenue, sa progression annuelle a continué de ralentir (8,9 %, après 12,5 % en juin et 11,5 % en mai), du fait de performances négatives liées à la baisse du marché boursier observée en juillet. Les titres d'OPCVM « diversifiés », dont l'encours a atteint 143,6 milliards d'euros, ont conservé un rythme de croissance annuel élevé (+ 24,1 %, après + 27,8 % en juin). L'encours des OPCVM garantis a été stable, à 33,6 milliards d'euros, enregistrant une progression annuelle de 10 %, après 16 % en juin.



Source : Commission des opérations de bourse

Composition, évolution et structure des PEA à la fin du deuxième trimestre de 1999

Selon les données communiquées par les établissements participant à l'enquête-titres de la Banque de France, l'encours des capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) s'élevait à 67,8 milliards d'euros à fin juin 1999, en progression de 10,5 % par rapport au trimestre précédent et de 23,0 % sur un an. Le nombre de PEA en fonctionnement (près de 4,4 millions) s'est accru de 7,5 % par rapport au trimestre précédent. La valeur moyenne d'un PEA était de 15 535 euros à fin juin, en progression de 2,8 % par rapport à mars 1999 ; à composition comparable, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était de 23 200 euros à fin décembre 1998 (derniers chiffres disponibles).

	Montants (millions d'euros)		Variations (%) Juin 1999/ Mars 1999	Structure (%)	
	Mars 1999 (a)	Juin 1999		Mars 1999	Juin 1999
Actions	27 587	31 296	13,4	45,0	46,2
Titres d'OPCVM					
« actions, diversifiés et garantis »	33 747	36 481	8,1	55,0	53,8
Total	61 334	67 777	10,5	100,0	100,0
Nombre de PEA	4 059 667	4 362 976	7,5		

(a) Données révisées

Dans un contexte de moindre progression des cours sur les marchés d'actions — l'indice SBF 250 a progressé de 15 % au premier semestre 1999, contre 39 % au cours de la période correspondante de 1998 —, le PEA a continué de susciter l'intérêt des ménages quel que soit le niveau de leurs placements (la valeur du PEA moyen varie entre 12 000 euros et 83 000 euros en fonction de l'établissement où le compte est ouvert). À partir des évolutions enregistrées au cours des deux années écoulées, on observe que les caractéristiques offertes par le PEA ont modifié les comportements de placement d'un grand nombre de ménages français, jusqu'ici peu intéressés par les placements boursiers classiques.

L'enquête fait ressortir à la fin du deuxième trimestre 1999 :

- une progression en volume des plans d'un trimestre à l'autre d'environ 4 % pour les actions et de 3 % pour les titres d'OPCVM ;
- une augmentation de leur nombre : + 303 000 d'un trimestre à l'autre et + 1 million sur un an ; cette progression exceptionnelle, qui fait suite à celle des deux trimestres précédents (environ 630 000 PEA supplémentaires), est due principalement aux privatisations intervenues au cours des neuf derniers mois (Caisse nationale de prévoyance, France Télécom, Air France et Crédit Lyonnais).

Le dernier chiffre connu des liquidités non rémunérées des PEA s'élevait à 2,9 milliards d'euros à fin décembre 1998.

4. Chronologie

6 juillet

À la fin mai, le déficit budgétaire s'est établi à FRF 182,7 milliards, soit près de 34 milliards de moins qu'à la fin mai 1998, grâce à une progression des dépenses limitée à 0,5 %, tandis que les recettes augmentaient de 7,4 %.

7 juillet

Le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement autorise les surenchères de la BNP sur la Société générale et Paribas, en précisant que son accord n'est valable que pour une prise de contrôle d'au moins 50,01 % des droits de vote des deux banques par la BNP.

8 juillet

Dans son rapport sur l'exécution du budget 1998, la Cour des comptes dénonce plusieurs anomalies, notamment sur l'affectation du produit de la privatisation du GAN, et juge de plus en plus urgente une réforme de la comptabilité de l'État.

11 juillet

Le Premier ministre transmet les lettres de cadrage pour le budget 2000 qui prescrivent une stabilité des dépenses en volume et donc une évolution au même rythme que les prix, soit 0,9 %. Seuls les ministères de l'Éducation, de la Justice, de l'Emploi et de l'Environnement voient leurs crédits augmenter.

Le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie décide de céder le Crédit foncier de France aux caisses d'épargne, pour environ 4,6 milliards de francs.

12 juillet

Parution au *Journal officiel* de la loi sur l'innovation et la recherche, adoptée le 1^{er} juillet par le Parlement, qui vise, notamment, à accorder aux chercheurs la possibilité de créer des entreprises valorisant leurs travaux ou favorisant l'innovation.

20 juillet

Le Conseil des marchés financiers a fixé au 6 août la clôture définitive des offres de la BNP et de la Société générale.

21 juillet

Suite aux recommandations du Comité des taux réglementés, le gouvernement baisse, à compter du 1^{er} août, de 75 points de base, à 2,25 %, les taux de rémunération du livret A, du Codevi et du livret bleu, et de 50 points de base, à 1,5 %, celui du compte épargne-logement. Il réduit également, mais à compter du 22 juillet, de 40 points de base, à 3,6 %, le taux relatif aux plans épargne-logement.

28 juillet

La ministre de l'Emploi et de la Solidarité présente, en Conseil des ministres, le projet de seconde loi sur la réduction du temps de travail qui confirme le passage aux 35 heures légales au 1^{er} janvier 2000 pour les entreprises de plus de 20 salariés et au 1^{er} janvier 2002 pour les autres.

L'adaptation des banques françaises au nouveau cadre opérationnel de la politique monétaire

Durant les six premiers mois de l'Union monétaire, le rôle de la Banque de France dans la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème a consisté, au-delà de l'exercice de diverses activités opérationnelles (prévisions de liquidité bancaire, exécution des appels d'offres, tenue des guichets des facilités permanentes, gestion des garanties et des systèmes de paiement, gestion des réserves obligatoires ...), à veiller à la bonne adaptation des banques au nouvel environnement de la monnaie unique, de manière à assurer au mieux l'intégration de la place parisienne dans le circuit des échanges interbancaires de la zone euro.

Par le nombre élevé de banques qui sont implantées à Paris, par l'importance des flux transfrontière qui y circulent et par la modernité et l'efficacité de ses infrastructures techniques, la place de Paris s'est de fait affirmée comme un pôle de premier plan dans le développement du marché monétaire unifié de la zone euro.

D'une manière générale, les établissements de crédit se sont très vite adaptés au nouveau cadre de la politique monétaire ; cela se perçoit au travers de leur politique de soumission aux appels d'offres, du mode de mobilisation des garanties utilisées pour la participation aux opérations de politique monétaire et aux systèmes de paiement, et des modalités de gestion des réserves obligatoires.

*Direction générale du Crédit
Direction des Marchés de capitaux*

Depuis le 1^{er} janvier 1999, la Banque de France met en œuvre, sur le territoire français, la politique monétaire de l'Eurosystème¹.

Celle-ci repose, en effet, sur deux principes : d'une part, un processus décisionnel concentré entre les mains des instances dirigeantes de la Banque centrale européenne (BCE) — Conseil des gouverneurs, Directoire —, ce qui va de soi dans le cadre d'un marché monétaire unifié ; d'autre part, une mise en œuvre décentralisée de cette politique par les banques centrales nationales (BCN), chacune agissant selon des modalités et procédures diverses mais très largement harmonisées.

Au terme d'un premier semestre d'exercice de la politique monétaire de l'Eurosystème, peuvent être mises en lumière les conditions dans lesquelles les établissements de crédit français se sont adaptés aux nouvelles procédures de politique monétaire, même si cette période de six mois est trop courte encore pour en tirer des enseignements définitifs.

Après avoir rappelé les principaux traits de l'environnement technique et financier dans lequel les banques françaises opèrent sur la place de Paris, le présent article s'attache à décrire l'évolution de leurs comportements au cours du premier semestre 1999 dans deux domaines essentiels de la conduite de la politique monétaire unique : la participation aux appels d'offres de l'Eurosystème d'une part, la constitution des réserves obligatoires d'autre part.

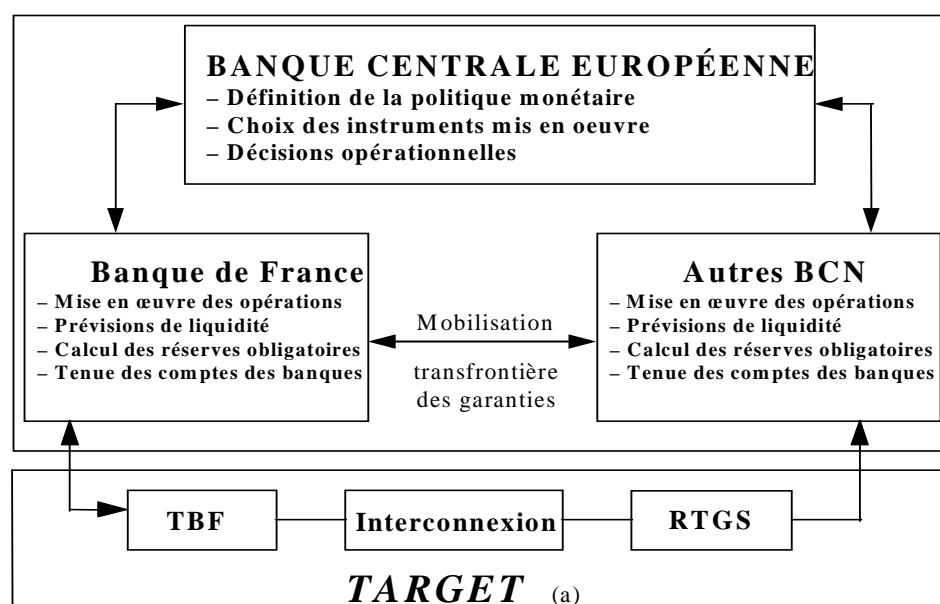
1. La mise en œuvre de la politique monétaire unique sur la place de Paris : environnement technique et financier

Le cadre opérationnel de la politique monétaire en France s'insère désormais dans le dispositif harmonisé qui est celui de l'Eurosystème. Comme ses homologues, la Banque de France met en œuvre les appels d'offres réguliers orchestrés par la Banque centrale européenne et octroie les refinancements obtenus par les banques françaises dans le cadre de ces adjudications périodiques de monnaie centrale (hebdomadaires, mensuelles). Elle tient les guichets des facilités permanentes de prêt marginal et de dépôt à 24 heures auxquelles les banques françaises ont accès. Elle gère les comptes de règlement ouverts au nom des établissements de crédit sur ses livres, dont les soldes journaliers servent au calcul des réserves obligatoires.

¹ Le terme « Eurosystème » a été adopté par le Conseil des gouverneurs de la BCE pour désigner l'ensemble regroupant la BCE et les banques centrales nationales des onze États membres qui ont adopté l'euro. Le Système européen de banques centrales (SEBC) désigne, dans le traité sur l'Union européenne, l'ensemble constitué par la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales des Quinze États membres. Le SEBC comprend donc l'Eurosystème et les quatre banques centrales des pays qui ne participent pas encore à l'euro.

Mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème

Le dispositif opérationnel général



(a) Target (*Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer*) se compose des quinze systèmes nationaux de règlement brut en temps réel (« RTGS » — dont, pour la France TBF : *Transferts Banque de France* —) et du mécanisme de paiement de la BCE, reliés entre eux au moyen du mécanisme d'interconnexion.

Tout en s'intégrant dans ce dispositif unifié, les places financières de la zone euro continuent de présenter une certaine diversité, reflet des différences d'environnements juridiques, de structures des marchés et des systèmes bancaires d'un pays à l'autre, ainsi que des choix techniques effectués en matière d'organisation des paiements et des transactions financières.

Sont successivement passés en revue ci-après trois domaines caractéristiques du contexte de mise en œuvre de la politique monétaire en France : les outils, les acteurs et la situation de liquidité.

1.1. Les outils : sécurisation et automatisation

Pour l'octroi de refinancements, la Banque de France privilégie deux instruments juridiques et un système d'affectation des garanties répondant au souci d'atteindre un degré élevé de sécurisation. Dans ce cadre, les systèmes mis en œuvre assurent une automatisation poussée des traitements, adaptée à la diversité des acteurs et au volume des opérations.

1.1.1. Les instruments juridiques

La Banque de France effectue ses opérations de politique monétaire et de prêts intrajournaliers soit sous la forme de prises en pension livrée, lorsqu'elle mobilise des titres négociables, soit sous la forme de prêts garantis, lorsqu'elle mobilise des créances non négociables.

Les opérations de prises en pension livrée de titres négociables sont régies par la convention-cadre qui a été approuvée par le gouverneur de la Banque de France en décembre 1994 et qui prévaut sur le marché de la pension livrée de la place de Paris. Des dispositions complémentaires ont été adjointes à ce texte pour tenir compte des spécificités des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème.

Les opérations de prêt garanti par des créances privées non négociables sont régies par des conventions dites de mobilisation globale signées entre la Banque de France et ses contreparties. Aux termes de ces textes, les contreparties peuvent céder à la Banque de France, à dates régulières, des créances privées représentatives de crédits consentis à des entreprises de bonne signature², selon la procédure de cession préalable prévue par la loi Dailly. Ces contreparties peuvent ensuite utiliser les créances cédées en garantie d'opérations de politique monétaire ou de prêts intrajournaliers.

1.1.2. Les modes de mobilisation

Suivant les systèmes juridiques et opérationnels nationaux, les banques centrales nationales de l'Eurosystème privilégient l'un ou l'autre des deux systèmes de mobilisation suivants :

- soit l'affectation d'actifs dûment identifiés en garantie de chaque concours (système dit de « *earmarking* ») ;
- soit la mise en réserve commune de garanties — système dit de « *pooling* » — qui consiste, pour chaque contrepartie, à constituer une réserve d'actifs mobilisables, dont la banque centrale peut disposer pour assurer la couverture des crédits qu'elle consent. Les actifs remis en garantie ne sont pas liés à des opérations spécifiques.

La Banque de France utilise le système d'affectation des garanties dans le cadre de ses prises en pension de titres. Pour les prêts garantis par créances privées toutefois, la cession préalable des créances à titre de garantie s'apparente à la technique du « *pooling* ».

1.1.3. Les systèmes

À ces différents instruments et procédures de mobilisation correspond l'usage de divers dispositifs techniques.

- S'agissant du traitement des garanties domestiques, les pensions livrées contre titres se dénouent selon le mode « livraison contre paiement » dans le système de règlement-livraison RGV (Relit grande vitesse), pour la branche titres, et dans le système de règlement brut en temps réel TBF (Transferts Banque de France) pour la branche espèces. Les fichiers de créances privées cédées pour la mise en place de prêts garantis transitent par le système automatisé TRICP³, qui assure une parfaite identification des créances dont la Banque est cessionnaire.

² La qualité des signatures est déterminée par le système de cotation des entreprises de la Banque de France. Cf. article paru dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 56, août 1998 : « Le système TRICP : nouvelles modalités d'utilisation des créances privées en garantie des opérations de politique monétaire et des systèmes de paiement »

³ Cf. article précité « Le système TRICP »

– Pour la mobilisation transfrontière des garanties, les contreparties de la Banque de France ont utilisé principalement au cours du premier semestre le Modèle de la banque centrale correspondante (*Correspondant Central Banking Model ou CCBM*). En vertu de ce modèle, les contreparties peuvent apporter en garantie d'un refinancement de la Banque de France des actifs situés dans un autre pays de la zone euro. Ces actifs sont alors livrés à la Banque de France sur un compte ouvert à son nom dans les livres de la banque centrale du pays où ils sont déposés, qui joue le rôle de correspondant de la Banque de France, préalablement à l'octroi du financement. Seuls les titres négociables ont, pour le moment, été mobilisés par ce moyen, mais les titres non négociables, tels que les créances privées, peuvent être traités également dans ce cadre.

Depuis le 31 mai 1999 toutefois, les titres déposés par des établissements de crédit chez les dépositaires centraux allemand, autrichien, italien et néerlandais peuvent également être remis en garantie directement auprès de la Banque de France, grâce à une interconnexion mise en place entre le dépositaire central français Sicovam SA et les dépositaires centraux de ces pays.

– Pour la mise en œuvre des opérations de politique monétaire, la Banque de France est reliée à la BCE par des systèmes de messagerie sécurisée adaptés aux flux de données à échanger (prévisions nationales de liquidité, opérations sur appels d'offres, données relatives à l'utilisation des facilités permanentes, données afférentes aux actifs mobilisables déposés en France...).

Les communications entre la Banque de France et ses contreparties sont effectuées *via* le système de télétraitement des soumissions aux appels d'offres *TELMA* qui permet de diffuser les messages d'annonce d'appels d'offres auprès de l'ensemble des banques de la place, de recueillir par télétransmission leurs soumissions et de les agréger pour envoi à la BCE, puis de signifier à chaque établissement de crédit le montant de refinancement qui lui a finalement été alloué. Celui-ci permet également le traitement des demandes de recours aux facilités permanentes. Soixante et un établissements de crédit ont à ce jour adhéré à ce système, les établissements n'étant pas équipés pouvant y accéder indirectement.

1.2. Les acteurs : diversité des profils et des comportements

Le profil des acteurs du marché monétaire de la place de Paris présente une grande diversité. Des acteurs globaux, de taille mondiale ou européenne, côtoient des établissements conservant une base essentiellement domestique et des établissements d'origine étrangère. Ces acteurs présentent des caractéristiques très typées quant à la taille de leurs opérations sur le marché interbancaire, leur recours au refinancement de l'Eurosystème ou encore leur utilisation des systèmes de règlement.

Les grands acteurs traditionnels du marché interbancaire parisien, qui concentrent l'essentiel des opérations du marché interbancaire (ils constituent 15 % des contreparties et représentent entre les deux tiers et les trois quarts des soumissions), ont totalement intégré la nouvelle dimension du marché euro, en particulier pour l'arbitrage de leurs conditions de refinancement. Ils recourent massivement aux systèmes de règlement transfrontière — principalement *Target* pour les règlements bruts en temps réel, mais aussi le système de règlement net de l'Association bancaire pour l'euro (ABE) — utilisant leurs portefeuilles d'actifs mobilisables pour garantir la liquidité intrajournalière obtenue dans le système de règlement TBF. Leur refinancement auprès de la Banque s'opère contre une large gamme de garanties, les titres français et étrangers étant prédominants.

À leur côté, *des acteurs de taille moyenne tournés vers le marché domestique*, banques régionales ou établissements spécialisés, observent un comportement plus traditionnel. Leur refinancement auprès de la Banque s'effectue en forte proportion, voire exclusivement, contre créances privées au travers du dispositif TRICP. Ils font peu d'échanges transfrontière.

Enfin, *les établissements de crédit d'origine étrangère* ont une présence importante sur la place de Paris : on dénombre 320 implantations, dont 57 % originaires de l'Espace économique européen, leur implantation et leur développement ayant été largement stimulés, depuis plus de 10 ans, par la modernisation des marchés de capitaux français et la suppression de tous les obstacles à la concurrence et à la libre circulation des capitaux. On ne peut pas dégager de comportement typé propre à cette catégorie, au sein de laquelle les modes de participation et l'intensité de l'activité sur le marché interbancaire sont très variables.

1.3. La circulation de la liquidité dans la zone euro : le rôle important de la place de Paris

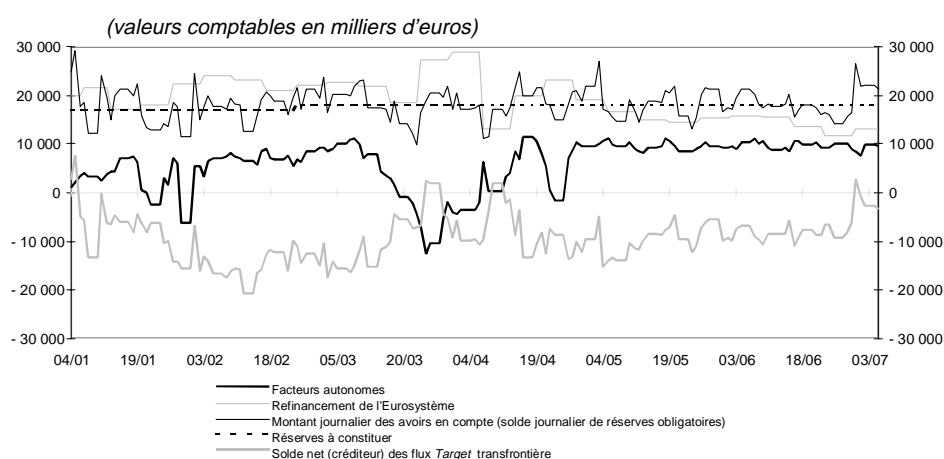
1.3.1. Le bouclage du circuit de la liquidité bancaire

À considérer les développements du premier semestre 1999, l'environnement technique et financier précédemment décrit s'est révélé bien adapté aux nouvelles conditions de circulation de la monnaie centrale liées à la mise en place de l'UEM.

En effet, et à l'instar de ses homologues des autres États de la zone euro, le système bancaire français est passé d'un circuit fermé — où l'offre et la demande de liquidité s'ajustent au plan national, en fonction de l'évolution des facteurs domestiques de la liquidité — à un circuit ouvert sur l'ensemble de la zone euro et dans lequel intervient un nouveau paramètre : les flux représentatifs des mouvements transfrontière de monnaie centrale (cf. encadré).

Ces flux de monnaie centrale attestent de l'intensité de l'activité du marché monétaire unifié de la zone euro. Au jour le jour, ils permettent d'équilibrer la liquidité bancaire entre places globalement excédentaires et places globalement déficitaires. Les situations différenciées des places sont déterminées par les stratégies des établissements de crédit en matière de soumission aux appels d'offres, de constitution des réserves obligatoires — ces points étant analysés en parties 2. et 3. du présent article — et compte tenu de l'évolution des facteurs autonomes, qui demeure marquée par des spécificités nationales (variation des soldes du compte du Trésor, variation de la demande de billets...). Dans le cas du système bancaire français, on observe notamment une relation inverse entre l'évolution des facteurs autonomes nationaux et les flux transfrontière de monnaie centrale.

Facteurs autonomes, flux transfrontière et montant journalier de réserves constituées France



Il convient de souligner que le montant des opérations transfrontière dépasse le cadre d'un simple ajustement de la situation de liquidité des banques françaises. Par exemple, sur la situation comptable de la Banque de France publiée au 30 juin, on observe la coexistence de flux « d'importation » (cf. créances vis-à-vis des banques des pays *out* connectés à *Target*) et « d'exportation » (cf. solde net intra-Eurosystème) de liquidité, semblant témoigner d'un rôle actif de recyclage de la monnaie centrale dans la zone euro.

Bilan résumé de la Banque de France Situation comptable du 30 juin 1999

(en milliards d'euros)

Or et devises	63,5	Billets	42,2
Créances		Comptes	
vis-à-vis des banques des pays <i>out</i>	42,0	des établissements de crédit	26,5
Concours aux établissements de crédit	15,3	Solde net intra-Eurosystème	39,2
Trésor (solde net)	0,7	Autres	13,6
Total	121,5	Total	121,5

Le bouclage du circuit de la liquidité au sein de la zone euro

La liquidité bancaire correspond à la somme des avoirs en monnaie centrale disponibles sur les comptes des établissements de crédit auprès des banques centrales.

Le niveau de la liquidité bancaire est conditionné au premier chef par l'évolution des facteurs autonomes et des refinancements consentis par la Banque centrale. Les facteurs autonomes, qui déterminent habituellement un besoin structurel de refinancement du secteur bancaire, se décomposent schématiquement entre les quatre postes suivants : or et devises, billets, solde du Trésor, divers.

*Avoirs en comptes (liquidité bancaire) = concours aux établissements de crédit
– facteurs autonomes*

Dans le cadre national et du circuit fermé de la liquidité bancaire qui prévalait avant le 1^{er} janvier 1999, la Banque de France « calibre » ses concours en fonction de ses prévisions d'évolution des facteurs autonomes et du niveau souhaitable des avoirs en comptes — compte tenu du niveau de réserves obligatoires à constituer.

Depuis le 1^{er} janvier 1999, le calibrage de la liquidité bancaire n'a de sens qu'à l'échelle de la zone euro et est du ressort de la Banque centrale européenne, qui s'appuie sur les données relatives aux facteurs autonomes fournies par les 11 banques centrales nationales pour déterminer le besoin de refinancement des banques de la zone euro. Sur cette base, la BCE détermine le montant global de refinancement à allouer pour la zone, lequel est octroyé principalement par le canal des appels d'offres hebdomadaires.

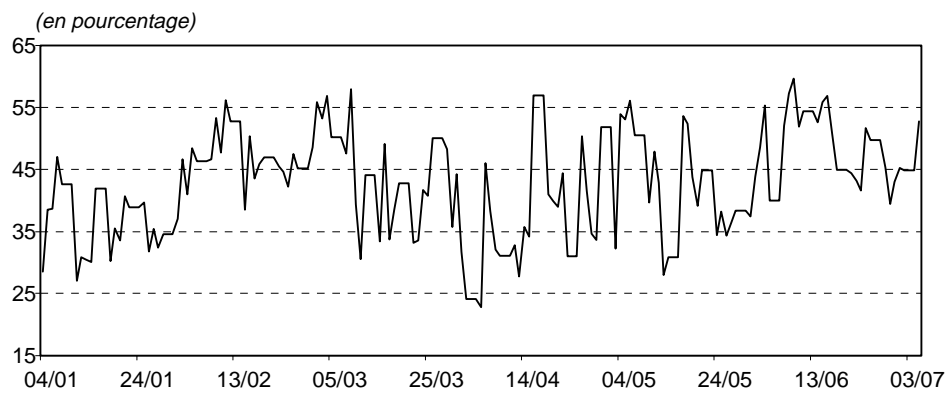
La monnaie centrale ainsi allouée circule ensuite entre les établissements de crédit sur les différentes places via les systèmes de paiement nationaux et le système Target qui permettent le règlement d'opérations domestiques et transfrontière valeur jour. Le marché interbancaire de la zone euro a très rapidement assuré (dès le début de l'année) une circulation fluide de la liquidité, attestée par une identité du taux au jour le jour traité sur les différentes places.

Depuis l'avènement de l'UEM, l'encours de la monnaie centrale détenue à un instant donné par les banques françaises dépend donc non seulement de l'évolution des postes du bilan de la Banque de France représentatifs des facteurs autonomes et du montant du refinancement qu'elles détiennent auprès de la Banque de France, mais aussi du solde net de leurs transactions avec les banques commerciales des autres pays participant au système Target.

1.3.2. Le rôle des banques françaises au sein de l'Eurosystème

Les établissements français ont été prompts à jouer un rôle actif sur le marché monétaire de l'euro. Cette réactivité est tout d'abord illustrée par les volumes qu'ils traitent en blanc sur le marché interbancaire de l'argent au jour le jour. Depuis le début de l'année, en effet, sur les 46 milliards d'euros qui s'échangent en moyenne chaque jour entre les établissements de la zone euro sur le marché en blanc — qui permet d'établir la valeur de l'Eonia, taux d'intérêt au jour le jour correspondant au taux moyen pondéré des transactions réalisées par un panel d'établissements de premier plan —, la part de marché des établissements français représente plus de 40 %.

Part des banques françaises dans les volumes traités en blanc sur le marché de l'argent au jour le jour (Eonia)



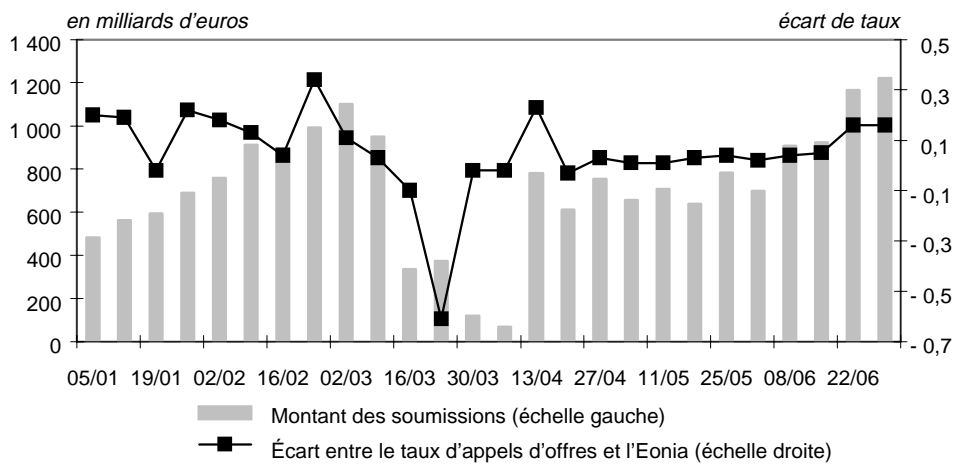
La forte activité des établissements de crédit français sur le marché monétaire au cours du premier semestre s'est également manifestée sur le marché de la pension livrée contre valeurs du Trésor. D'une façon générale, bien qu'ils apparaissent en retrait par rapport à l'année précédente, les montants échangés sur ce marché restent étoffés et s'établissent, en moyenne quotidienne, sur les six premiers mois de l'année 1999, à plus de 30 milliards d'euros. Très actif car établi de longue date et animé par un cercle de teneurs de marché, le marché de la pension livrée reste très concentré sur les échéances les plus courtes : près de 80 % des volumes échangés correspondent à des opérations de moins de deux semaines de durée initiale, les transactions au jour le jour représentant à elles seules environ 50 % du volume total des échanges.

2. Le comportement des établissements de crédit français aux appels d'offres : modalités de refinancement et mobilisation des garanties

2.1. Participation aux opérations de politique monétaire

Depuis le 1^{er} janvier 1999, la mise en œuvre opérationnelle de la politique monétaire par les BCN de l'Eurosystème repose sur la conduite des appels d'offres hebdomadaires à taux fixe et des appels d'offres mensuels à taux variable ainsi que sur la tenue des guichets des facilités permanentes de prêt ou de dépôt.

Soumissions aux appels d'offres hebdomadaires des banques de l'Eurosystème et évolution de l'écart entre Eonia et taux d'appels d'offres



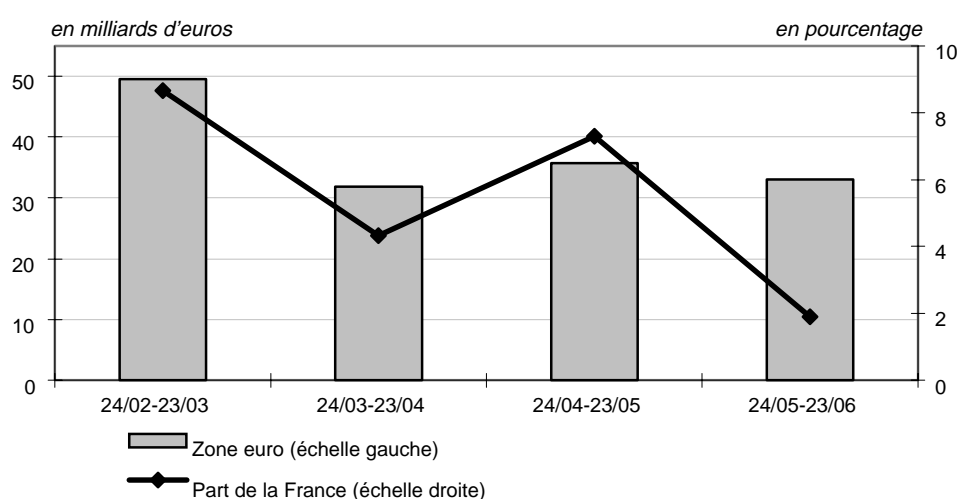
Le graphique ci-dessus présente la relation entre l'écart Eonia-taux d'appels d'offres d'une part, le montant des soumissions des banques de l'Eurosystème d'autre part. Il illustre la forte réactivité des banques au taux de l'argent au jour le jour représenté par la valeur de l'Eonia : le montant global de leurs soumissions est élevé lorsque l'écart de taux Eonia/taux d'appels d'offres est positif ; inversement, il est sensiblement en retrait lorsque l'écart devient négatif, un refinancement dans le marché devenant alors plus attractif. Cela a été particulièrement notable en mars et avril, lorsque se sont développées de fortes anticipations de baisse du taux d'appels d'offres. Il en a résulté une forte variation du pourcentage des soumissions finalement servi aux établissements, le besoin de refinancement global variant dans des proportions bien moindres.

Dans ce contexte, le comportement des banques françaises a consisté pour les grands établissements à moduler le recours aux appels d'offres et au marché interbancaire pour assurer la couverture de leurs besoins de liquidité, n'hésitant pas à s'abstenir totalement de soumissionner lorsqu'elles anticipaient que le taux de marché s'établirait en dessous du taux d'appels d'offres. Les établissements plus spécialisés ont en revanche fait preuve d'un comportement beaucoup plus stable, adossant systématiquement certains compartiments de leurs activités prêteuses au refinancement obtenu auprès de la Banque de France.

– Les banques françaises ont été en moyenne faiblement servies dans le cadre des *appels d'offres mensuels* à taux variable. Si le montant de leurs soumissions, de l'ordre de 15 % de l'ensemble des soumissions recueillies, se situe dans une moyenne normale, compte tenu de l'importance du système bancaire national, les taux soumissionnés se situent dans l'ensemble au-dessous des taux demandés par les établissements des autres places. Bénéficiant d'un marché de la pension livrée actif et liquide, qui leur permet de bénéficier de bonnes conditions de refinancement sur le marché, elles n'ont manifesté jusqu'à présent que peu d'intérêt pour ces opérations dans un contexte, il est vrai, où elles n'anticipaient pas, à brève échéance, de remontée des taux directeurs.

– L'efficacité conjuguée des systèmes, des acteurs et des marchés a permis aux établissements français de recourir de manière très limitée aux facilités permanentes y compris, par contraste avec certains autres systèmes bancaires de la zone euro, en fin de période de constitution des réserves.

Recours aux facilités permanentes dans l'Eurosystème sur les quatre dernières périodes Part de la France



NB : Les données relatives à la première période (1^{er} janvier-23 février) ne sont pas reproduites, compte tenu de son caractère atypique.

2.2. Mobilisation des garanties

La manière dont les établissements de crédit sélectionnent le type de garantie utilisée pour la couverture des opérations mises en place dénote une volonté d'exploiter au mieux les caractéristiques propres à chaque catégorie d'actifs mobilisables dont ils disposent. Ces garanties, qui répondent à des normes de qualité rigoureusement identiques dans l'ensemble de la zone euro, peuvent être divisées en quatre grandes familles d'actifs dont actuellement seules les trois premières sont effectivement utilisées par les établissements de crédit français :

- les titres mobilisables français — principalement les titres d'État ;
- les titres mobilisables étrangers ;
- les créances privées représentatives de crédits accordés à des entreprises françaises dont la qualité de signature est reconnue par la Banque de France ;
- les créances privées étrangères mobilisables.

Les conditions de mobilisation de ces actifs diffèrent, notamment, dans la mesure où ils ne sont pas gérés par le même dépositaire et sont cédés en garantie par des canaux différents (Sicovam SA pour les titres français, dépositaires étrangers pour les autres titres, système TRICP géré par la Banque de France pour les créances privées françaises...).

Enfin, les actifs peuvent être mobilisés en garantie soit des refinancements accordés par la Banque de France au titre des appels d'offres de l'Eurosystème, soit de pensions livrées intrajournalières (PLI) ou prêts garantis intrajournaliers (PGI) pour assurer les règlements dans les systèmes TBF et *Target*.

– Le recours à la mobilisation de titres étrangers durant cette période, essentiellement par le mécanisme de la banque centrale correspondante pour la garantie des concours sur appels d'offres hebdomadaires, est particulièrement important en France, 42 % des montants alloués à ce titre étant garantis par ce type de support. La hiérarchie de l'appréciation portée sur les titres d'État au sein de la zone euro ainsi que les différences de fonctionnement des divers marchés de pensions conduisent naturellement les établissements à remettre en garantie des opérations de politique monétaire les papiers les moins recherchés, notamment les titres d'État étrangers sur lesquels elles ont moins d'opportunités à travailler sur le marché de la pension livrée.

– Les crédits intrajournaliers, qui représentent quelque 60 % de la monnaie centrale octroyée par la Banque à la place, garantissent la fluidité des règlements dans le système TBF⁴. Les établissements de crédit intègrent donc cette dimension dans la gestion de leurs actifs éligibles en réservant une part substantielle de leur gisement de titres français et de créances privées à la garantie des prêts intrajournaliers. Ces deux catégories d'actifs couvrent ainsi environ 80 % des concours octroyés dans le cadre de TBF.

3. La gestion des réserves obligatoires par les établissements de crédit français

3.1. Rapidité d'acclimatation et profil typé de constitution des réserves

Si le système de réserves obligatoires en vigueur depuis le 1^{er} janvier 1999 a représenté une nouveauté pour les banques françaises, elles s'y sont rapidement acclimatées. Deux traits de comportement se dégagent d'ores et déjà : une certaine récurrence du profil de constitution des réserves et une propension à prendre plus d'avance à l'intérieur de chaque période mensuelle de constitution que les autres établissements de la zone.

– ***Une nouveauté pour les banques françaises : un contexte de fluctuations quotidiennes de l'Eonia***

Dans le cadre des préparatifs à l'euro, la Banque de France avait mis en place dès le 16 octobre 1998 un système de réserves obligatoires préfigurant celui de l'Eurosystème. Il s'agissait notamment de faciliter l'apprentissage de nombreux établissements de tailles petite et moyenne qui n'étaient pas assujettis antérieurement.

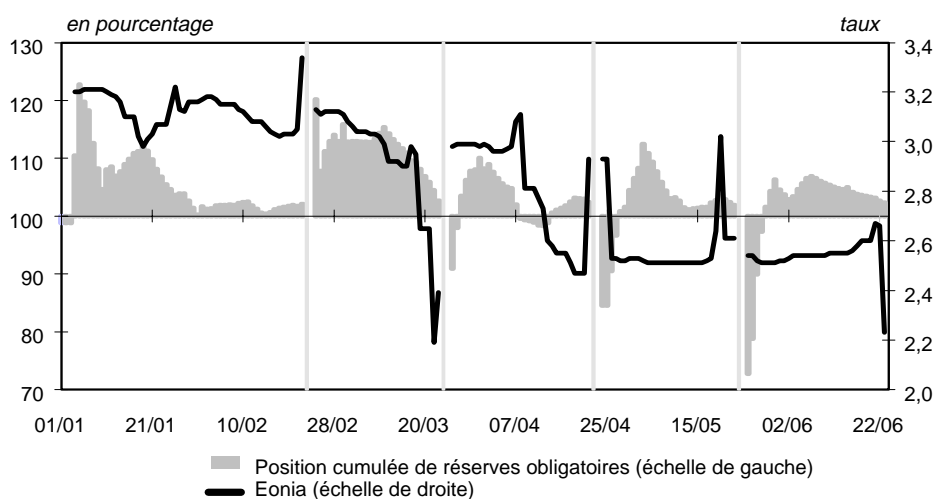
Actuellement 1 200 établissements de crédit sont assujettis aux réserves obligatoires auprès de la Banque de France. En pratique, toutefois, la moitié d'entre eux ne constituent pas de réserves, parce que, en raison de leur activité, ils ne portent pas d'exigibilités entrant dans l'assiette des avoirs assujettis au taux de 2 %.

⁴ La liquidité obtenue dans TBF peut être utilisée par les établissements pour dénouer des opérations dans d'autres systèmes (PNS et RGV).

Les réserves obligatoires sont à constituer sur une période de un mois, qui débute le 24^e jour du mois et se termine le 23^e jour du mois suivant⁵. Elles sont rémunérées au taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. Chaque établissement doit accomplir ses obligations en matière de constitution de réserves en moyenne sur le mois et peut donc moduler à sa guise le niveau des avoirs de réserves qu'il détient en compte effectivement chaque soir.

Ainsi, grâce à ce mécanisme de constitution en moyenne, les réserves peuvent-elles permettre d'amortir des chocs temporaires de liquidité sur le marché interbancaire et contribuer à stabiliser le taux de l'argent au jour le jour. En cas de resserrement de la liquidité bancaire, par exemple, les banques peuvent différer la constitution de leurs réserves, ce qui contribue à diminuer leur demande de fonds sur le marché interbancaire et à limiter la hausse du taux de l'argent au jour le jour. Ce lien est illustré par le graphique ci-après.

France – Position cumulée de réserves obligatoires et Eonia



NB : Une position cumulée supérieure à 100 % correspond à une avance

On observe que l'effet d'amortisseur des réserves obligatoires sur les fluctuations de l'Eonia ne joue plus dans les derniers jours de chaque période de constitution de réserves, puisque les banques n'ont alors plus d'autre choix que d'ajuster leurs réserves au niveau requis au titre de l'ensemble de la période. L'existence des facilités permanentes (prêts ou dépôts à 24 heures) permet néanmoins de limiter, dans ce cas, les variations du taux de l'argent au jour le jour en instaurant un plancher et un plafond aux conditions de refinancement.

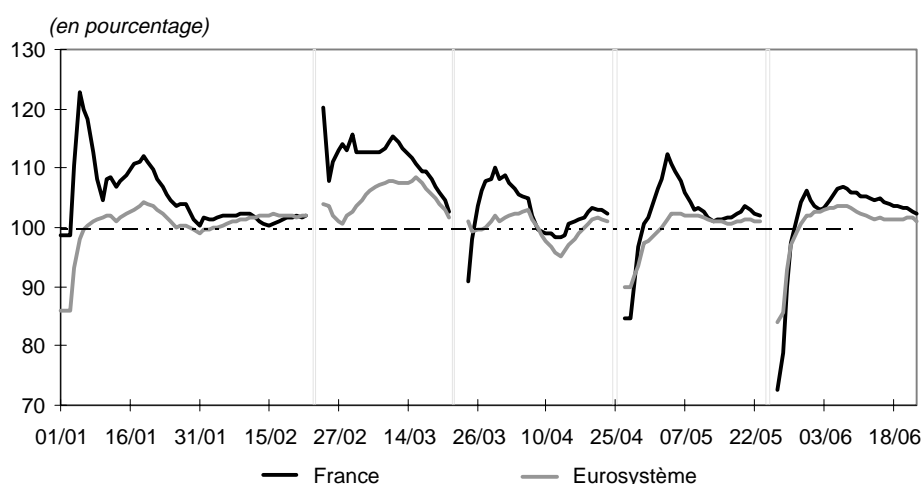
Ce mécanisme de stabilisation et les modalités d'ajustement de fin de période représentent une nouveauté pour les banques françaises, habituées, avant le passage en Union monétaire, à un taux au jour le jour (TMP) quasi constant et dont la stabilité était assurée par des interventions quotidiennes de la Banque de France sur le marché monétaire. La chronologie de constitution de leurs réserves obligatoires importait peu puisque le coût du refinancement sur le marché monétaire ne variait pas. En outre, jusqu'en octobre 1998, le montant des réserves obligatoires à constituer était trop faible pour qu'elles jouent pleinement un rôle d'amortisseur des fluctuations du taux au jour le jour.

⁵ La première période de réserves obligatoires comportait exceptionnellement 54 jours, du 1^{er} janvier 1999 au 23 février 1999.

– *Une propension à constituer plus d'avances de réserves obligatoires que la moyenne des banques de la zone euro*

Sur les six premiers mois de l'Union monétaire, les banques françaises ont développé sur chaque période de réserves un comportement de constitution caractérisé par l'accumulation systématique d'une avance proportionnellement supérieure à celle de l'ensemble des banques de la zone euro. Depuis le 1^{er} janvier 1999, le système bancaire français ne s'est trouvé en retard de réserves obligatoires que 20 jours sur un total de 170 jours, contre 52 jours pour le système bancaire de la zone euro pris dans son ensemble.

Position cumulée de réserves obligatoires en France et dans la zone euro



NB : Une position cumulée supérieure à 100% correspond à une avance.

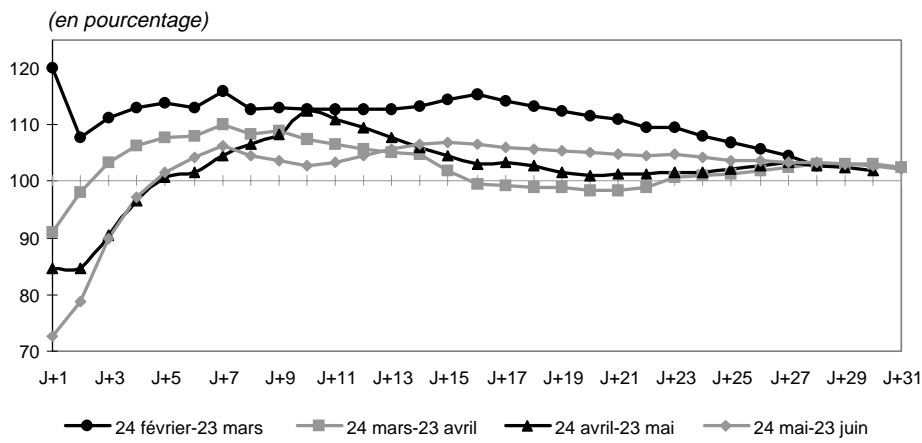
– *Une certaine récurrence du profil de constitution de réserves*

Outre cette propension à conserver une avance jusqu'en fin de période, le « scénario moyen » de constitution de réserves par les établissements de crédit français apparaît assez homogène d'une période à l'autre ⁶.

Le début de période correspond généralement à une position cumulée négative, retard qui est ensuite résorbé dans un délai de 2 jours à 4 jours. Les excédents de réserves obligatoires commencent alors à s'accumuler, l'avance maximale de la période étant généralement atteinte entre le cinquième jour et le dixième jour. Une fois ce pic atteint, les banques françaises résorbent leur avance progressivement sur les quelque 20 jours restant à courir et terminent la période avec une position légèrement excédentaire.

⁶ La deuxième période de réserves dénote toutefois un profil quelque peu atypique du fait du choix de la BCE d'entretenir une situation de liquidité abondante afin de favoriser la convergence du taux de l'argent au jour le jour vers le taux des opérations principales de refinancement dès le début de la période de constitution de réserves.

Profil de constitution des réserves des banques françaises sur quatre périodes



NB : Une position cumulée supérieure à 100 % correspond à une avance.

3.2. Comportement des banques françaises suivant leur taille

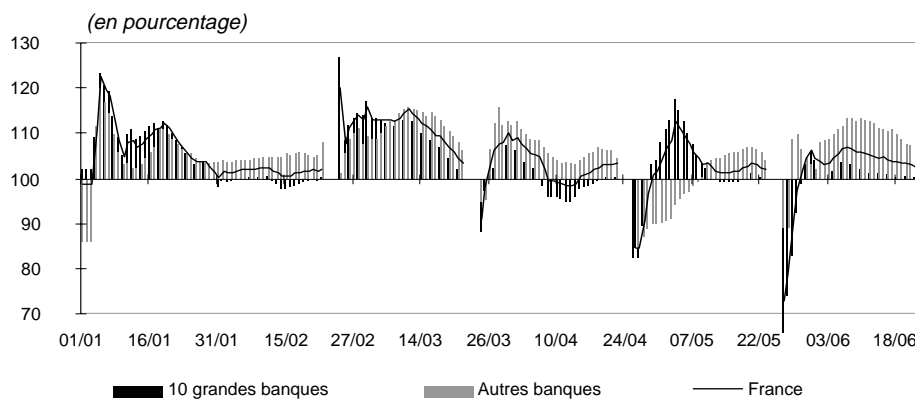
Le comportement de constitution global de réserves obligatoires du système bancaire français recouvre néanmoins une diversité selon les établissements. Cette diversité tient principalement à la taille, les grands établissements adoptant un comportement très différent de celui du reste des établissements.

– En cours de période

Les grands établissements qui constituent des montants élevés de réserves (60 % environ du total des réserves du système bancaire français) mettent en œuvre une gestion active de leur trésorerie. Ils réduisent ainsi au minimum les surplus cumulés de réserves obligatoires, source d'un manque à gagner quand le taux prêteur au jour le jour sur le marché interbancaire est supérieur au taux de rémunération des réserves (cf. taux d'appels d'offres hebdomadaire). Très actifs sur le marché interbancaire et le marché de la pension livrée, ces grands acteurs ont, en effet, la possibilité de lever rapidement des capitaux importants pour ajuster en tant que de besoin le niveau de leurs comptes à leurs obligations de réserves.

Ainsi, dans un contexte où ils n'anticipent pas de hausse du taux de l'argent au jour le jour en fin de période, ils cherchent à retarder la constitution de leurs réserves contrairement au reste des établissements, qui tendent à « caler » leur constitution quotidienne de réserves sur la moyenne requise. Sur les cinq premières périodes de constitution de réserves, le nombre de jours où les grandes banques ont affiché un retard de constitution de leurs réserves, soit 52 jours sur 170 jours, excède largement celui des autres établissements, qui n'ont été dans cette situation que 22 jours. Sur les deux semaines qui ont précédé la baisse des taux directeurs de la BCE, le 8 avril, le retard de réserves obligatoires accumulé par le système bancaire français provenait majoritairement des dix plus grandes banques, qui différaient la constitution de leurs réserves dans l'attente de se refinancer à un moindre coût.

France – Profil de constitution des réserves obligatoires selon la taille des établissements

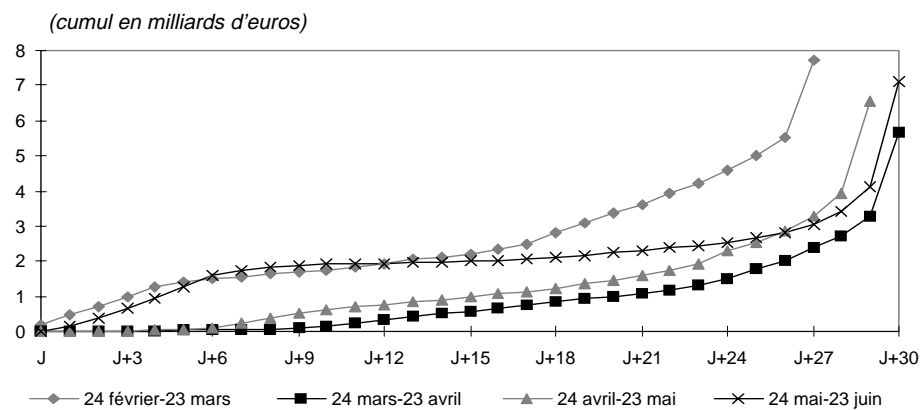


NB : Une position cumulée supérieure à 100 % correspond à une avance.

– En fin de période

La différence de comportement des grandes banques par rapport aux autres banques est aussi particulièrement sensible en fin de période de réserves. Les réserves excédentaires⁷ n'étant ni rémunérées ni reportables et les insuffisances de constitution étant sanctionnées par des pénalités dissuasives⁸, les banques cherchent à afficher le dernier jour de la période une avance de précaution, mais aussi réduite que possible. Ce réglage de la constitution des réserves obligatoires est conduit de façon plus fine par les grandes banques. Ainsi, le surplus cumulé des grandes banques le dernier jour de la période est relativement moins important que pour les autres assujettis.

Réserves excédentaires sur quatre périodes de réserves



Enfin, on relève des différences dans les contributions des diverses catégories d'établissements à la formation des excédents de réserves. Les excédents sont essentiellement le fait de banques de petite taille, qui préfèrent accumuler des surplus de réserves non rémunérés plutôt que d'acquitter des pénalités pour insuffisance de constitution. Le montant des réserves excédentaires en fin de période pour l'ensemble des établissements a varié entre 5 milliards d'euros et 8 milliards sur les quatre dernières périodes de réserves.

⁷ Les réserves excédentaires correspondent au surplus constitué par les banques par rapport à leurs obligations de réserves globales sur le mois.

⁸ Actuellement, les cas courants d'infraction sont pénalisés au taux de la facilité de prêt marginal : + 2,5 %.

Enquête financière – Deuxième trimestre 1999

Direction de la Conjoncture
Service des synthèses conjoncturelles

Méthodologie de l'enquête

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

Vue d'ensemble

Les principales évolutions financières observées au deuxième trimestre 1999 sont les suivantes.

Situation des entreprises et des particuliers

– La situation financière des *entreprises*, déjà très aisée, s'est améliorée, tout particulièrement celle des petites et moyennes entreprises. Les difficultés de paiement se sont de nouveau réduites, grâce, notamment, à la forte progression des résultats d'exploitation. Les entreprises n'en ont pas moins accru assez nettement leur endettement à court terme, compte tenu du niveau particulièrement attractif des taux d'intérêt.

Les dépenses d'investissement ont sensiblement augmenté et ont concerné, pour une part importante, des projets d'extension de capacité. Aussi, les utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes ont-elles fortement progressé.

– Le patrimoine financier des *ménages* s'est renforcé, essentiellement grâce à la valorisation des portefeuilles d'actions. *Le niveau d'endettement global des particuliers* n'a guère varié, après la forte hausse enregistrée le trimestre précédent ; il demeure, ainsi, à son plus haut niveau depuis le début de l'enquête en 1991. Les utilisations nouvelles de prêts immobiliers ont, quant à elles, enregistré leur plus forte hausse depuis cette même date.

Au cours du troisième trimestre 1999, selon les établissements bancaires interrogés, la demande de crédit des entreprises et des particuliers devrait s'inscrire encore en nette hausse.

Situation des établissements de crédit

La compétition entre établissements de crédit s'est avivée dans le domaine du crédit, alors qu'elle s'allégeait en matière de placements.

En liaison avec la baisse des taux de marché, les conditions créditrices, et plus encore les conditions débitrices, ont diminué ; le mouvement a été toutefois nettement moins marqué qu'auparavant.

La tendance à l'amenuisement des marges s'est poursuivie.

1. Le comportement des établissements de crédit

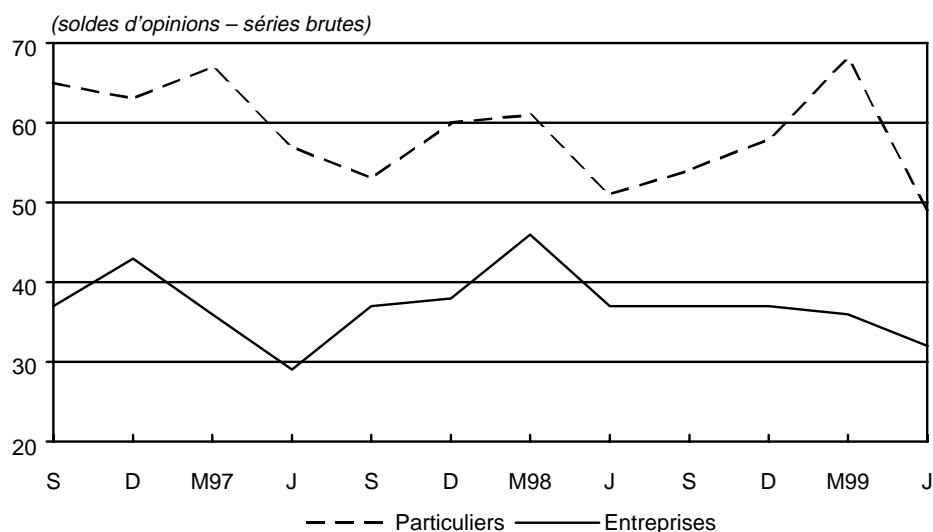
Au cours du deuxième trimestre 1999, la concurrence, déjà forte, s'est renforcée dans le domaine de la distribution du crédit, alors qu'elle s'allégeait quelque peu en matière de collecte des fonds. Le mouvement de baisse des taux s'est poursuivi, toujours un peu plus marqué pour les conditions débitrices que pour les conditions créditrices ; son ampleur est, toutefois, nettement moins grande qu'au cours des trimestres précédents. Ainsi, l'amenuisement des marges bancaires se poursuit mais de façon quelque peu atténuée.

Le comportement des établissements de crédit – solde des opinions

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1 ^{er} trim. 1999	2 ^e trim. 1999
Concurrence sur les placements								
des particuliers	20	27	19	23	14	12	15	11
des entreprises	15	17	25	19	11	13	9	8
Concurrence sur les crédits								
aux particuliers	70	69	70	69	74	75	69	71
aux entreprises	53	54	61	64	56	52	45	50
Stratégie prévue								
pour les placements								
des particuliers	41	47	45	38	36	33	36	25
des entreprises	21	23	24	17	20	19	14	11
Stratégie prévue pour les crédits								
des particuliers	53	60	61	51	54	58	68	49
des entreprises	37	38	46	37	37	37	36	32
Rémunération des placements								
des particuliers	- 14	- 10	- 14	- 41	- 26	- 22	- 29	- 6
des entreprises	- 6	- 3	- 10	- 11	- 19	- 22	- 24	- 7
Taux des crédits								
aux particuliers	- 28	- 24	- 36	- 35	- 52	- 49	- 52	- 12
aux entreprises	- 28	- 16	- 35	- 38	- 43	- 43	- 43	- 6
Prix des services								
aux particuliers	9	11	21	11	11	9	20	10
aux entreprises	9	13	22	4	5	1	14	13
Marges bancaires	- 33	- 28	- 31	- 27	- 27	- 19	- 27	- 18
Évolution prévue de la demande de crédit	27	35	46	46	36	34	43	46

Stratégie prévue pour les crédits



En matière de crédit

La concurrence s'est encore renforcée, tant à l'égard des entreprises que des particuliers, dans un contexte de demande accrue de l'ensemble des agents non financiers. La stratégie des établissements de crédit paraît un peu plus offensive à l'égard des *particuliers*, dont le marché semble plus porteur. L'action des banques est, notamment, très dynamique dans le domaine des crédits immobiliers, qui apparaissent davantage comme un produit d'appel, permettant l'offre ultérieure de crédits à la consommation, ou de fidélisation de la clientèle, qu'un moyen de dégager des marges importantes.

Sur le marché des *entreprises*, la compétition s'est également accrue. Les stratégies, dans ce domaine, sont diversifiées : quelques rares établissements, soucieux de préserver leur marge d'intermédiation, se fixent des limites en deçà desquelles ils refusent d'intervenir : ces établissements ont ainsi, dans un contexte concurrentiel exacerbé, relevé leur taux (de 0,2 % à 0,5 %). Mais la majorité des établissements recherchent surtout la conquête de parts de marché, au détriment de la rentabilité immédiate. Au total, les taux demeurent, dans l'ensemble, très attractifs.

En matière de placements

Dans un contexte de trésoreries larges et aisées, la concurrence est très modérée et s'est encore quelque peu allégée ce trimestre. La stratégie des banques reflète leur volonté de capter une partie des dépôts à vue, en vive progression ; elle vise surtout l'offre de produits d'OPCVM et de produits d'assurance-vie, toujours privilégiés. Dans l'ensemble, les banques cherchent à développer des produits innovants permettant d'offrir à une clientèle, dont les exigences sont croissantes et diversifiées, des placements à la fois globaux et personnalisés (produits à base d'assurance et de service dans le domaine de la gestion du patrimoine, par exemple).

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

Les taux débiteurs et créditeurs ont de nouveau diminué au deuxième trimestre, suivant l'évolution des taux de marché, alors que la remontée récente des taux longs n'avait pas encore modifié les conditions de l'offre et de la demande de fonds. Le mouvement de baisse s'atténue toutefois fortement par rapport aux trimestres précédents. Les prix des services ont été légèrement revus à la hausse, notamment par le biais du développement du système des forfaits par clients. Plus généralement, les frais de dossiers et d'assurance sont systématiquement facturés et les exonérations de moins en moins fréquentes. Dans ce contexte, l'amenuisement des marges se poursuit mais de façon moins marquée qu'au cours du trimestre précédent.

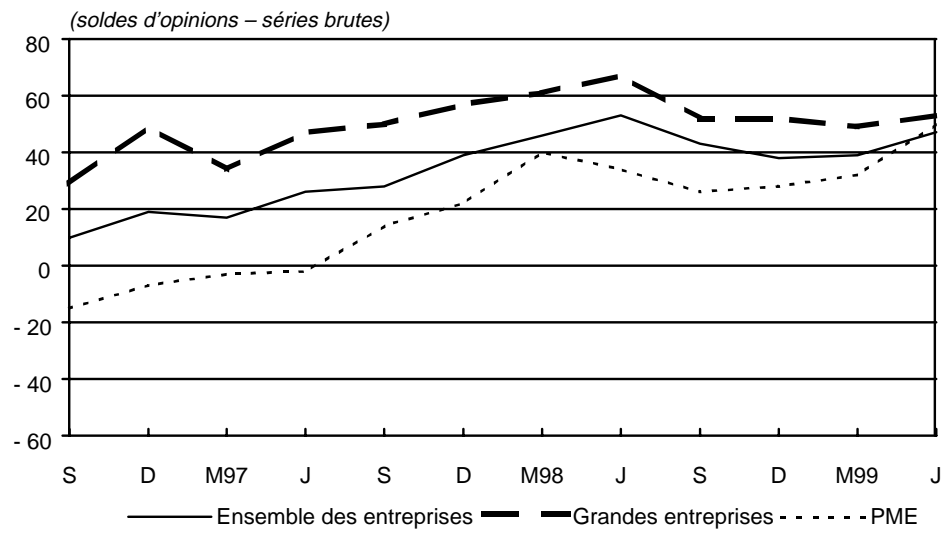
Évolution prévue de la demande de crédit

Les établissements interrogés prévoient une progression plus soutenue de la demande de crédit au cours du troisième trimestre 1999, grâce à un courant d'investissement des entreprises toujours important et au dynamisme de la demande de crédit émanant des particuliers.

2. Le comportement des entreprises**Solde des opinions portées par les établissements de crédits sur l'ensemble des entreprises***(en données brutes)*

Évolutions passées, sauf indications contraires	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1 ^{er} trim. 1999	2 ^e trim. 1999
Situation de trésorerie en fin de période								
Ensemble des entreprises	28	39	46	53	43	38	39	50
Grandes entreprises	50	57	61	67	52	52	49	53
PME	14	22	40	34	26	28	32	50
Situation de trésorerie prévue								
Ensemble des entreprises	15	15	26	29	16	16	12	25
Grandes entreprises	27	29	39	39	20	23	19	32
PME	4	16	23	20	7	6	9	18
Difficultés de paiement	- 9	- 16	- 22	- 33	- 29	- 27	- 21	- 18
Résultats bruts d'exploitation	17	33	34	56	37	29	34	38
Besoins en fonds de roulement	- 2	- 4	2	15	9	12	9	19
Investissements globaux	14	34	41	53	43	37	24	56
Autorisations nouvelles et renouvellements de crédits à court terme	- 4	- 5	- 6	3	4	- 1	0	13
Utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes	10	32	34	47	39	28	28	53
Situation de l'endettement global	- 26	- 12	- 14	- 9	- 5	- 10	- 6	11
Dépôts à vue (encours moyen)	25	32	32	36	32	22	25	28
Placements nouveaux liquides	- 14	- 11	- 1	- 8	1	- 10	- 20	- 4
Placements nouveaux en titres négociables	10	13	15	11	12	8	13	19
dont : Titres d'OPCVM	12	14	20	17	15	10	16	25
Évolution prévue de la demande de crédit de trésorerie	8	6	5	10	8	11	6	15
Évolution prévue de la demande de crédit à moyen et long termes	25	36	44	48	27	21	29	44

Situation de trésorerie des entreprises



La situation de trésorerie des entreprises apparaît très satisfaisante au deuxième trimestre 1999, grâce, en particulier, à une sensible amélioration de la situation financière des petites et moyennes entreprises, qui atteint son plus haut niveau depuis le début de l'enquête, au troisième trimestre 1991. Les trésoreries des grandes entreprises sont également considérées comme très aisées. Au total, seules quelques entreprises du secteur agro-alimentaire ont enregistré un resserrement de leur trésorerie au deuxième trimestre, dû à une baisse de leurs ventes consécutive à une sensibilité accrue des consommateurs aux questions de sécurité alimentaire.

Au cours des prochains mois, la trésorerie des grandes comme des petites et moyennes entreprises connaîtrait un nouveau redressement.

Les difficultés de paiement se sont de nouveau réduites au cours de ce trimestre, sous l'effet, notamment, d'une hausse notable des résultats bruts d'exploitation. Les ventes à l'étranger semblent, en effet, s'être nettement redressées au deuxième trimestre, alors que la vigueur de l'investissement a soutenu la demande interne. Les *besoins en fonds de roulement* ont, néanmoins, continué d'augmenter. Cette progression provient, en partie, d'un effet saisonnier, les entreprises ayant reconstitué leurs stocks à la fin du premier semestre dans la perspective des congés d'été. Par ailleurs, et malgré une situation financière très satisfaisante, les utilisations nouvelles de crédits à court terme se sont inscrites en hausse, en raison, notamment, du niveau particulièrement attractif des taux à court terme. Ce recours aux crédits à court terme est le plus fort observé depuis quatre ans.

Le rythme de croissance des *dépenses d'investissement* s'est très fortement redressé au deuxième trimestre 1999, après la décélération qui avait été observée en début d'année. La progression des dépenses d'investissement observée ce trimestre est ainsi la plus forte depuis le début de l'enquête. Ce mouvement a concerné, en grande partie, des investissements d'extension des capacités de production et, notamment, des dépenses en bâtiments industriels. Les investissements de productivité, de renouvellement de matériel et de matériels informatiques ont, par ailleurs, continué d'être très dynamiques.

Au total, les investissements réalisés au deuxième trimestre 1999 apparaissent nettement supérieurs à ce qui était prévu en début d'année et sont même légèrement supérieurs à ceux effectués sur la période correspondante de l'année précédente. Les utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes ont ainsi nettement progressé au cours de ce trimestre. Elles ont également été soutenues par le niveau particulièrement avantageux des taux offerts, un nombre croissant d'entreprises préférant à présent recourir à l'emprunt, plutôt qu'à l'autofinancement, pour leurs investissements.

Le niveau de l'endettement global s'est accru au deuxième trimestre et apparaît supérieur à la normale, sans que, toutefois, les établissements de crédit interrogés ne jugent cette situation inquiétante.

L'encours des dépôts à vue s'est légèrement accru pour le deuxième trimestre consécutif. Les placements liquides effectués par les entreprises se sont quelque peu contractés, alors que les placements nouveaux en titres d'OPCVM continuaient de progresser.

Au cours des prochains mois, la demande de crédits de trésorerie devrait enregistrer une nouvelle hausse. La demande de prêts à moyen et long termes s'accroîtrait de nouveau à un rythme toujours soutenu. Les anticipations d'investissement pour le second semestre 1999 apparaissent, en effet, bien orientées.

3. Le comportement des particuliers

3.1. Les comportements d'épargne

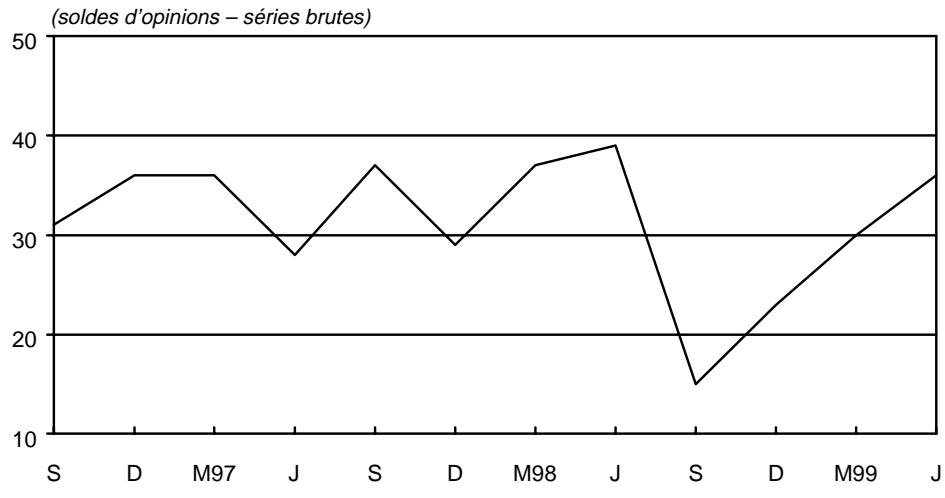
Le patrimoine financier des ménages s'est encore amélioré au cours du deuxième trimestre, sous l'effet, notamment, de la progression des cours de bourse. Ainsi, les réallocations de portefeuille, encore importantes, ont été particulièrement favorables aux placements en actions.

Solde des opinions portées par les établissements de crédits sur l'épargne des particuliers

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1 ^{er} trim. 1999	2 ^e trim. 1999
Situation du patrimoine financier	37	29	37	39	15	23	30	36
Encours moyens des dépôts à vue	40	38	6	50	38	33	23	44
Encours moyens des livrets	65	36	58	5	19	- 8	- 11	0
Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôt	- 55	- 49	- 42	- 36	- 33	- 41	- 44	- 46
Placements nouveaux en PEL	35	29	33	27	6	21	42	12
Placements nouveaux en PEP	21	24	12	- 6	- 14	- 12	- 30	- 33
Placements en actions	31	33	46	48	- 20	39	38	60
Placements en obligations	- 5	- 8	- 5	- 6	- 2	1	- 8	- 6
Placements en OPCVM court terme	- 28	- 39	- 28	- 28	- 16	- 12	- 8	6
Placements en autres OPCVM	29	6	36	49	16	37	45	49

Patrimoine financier des particuliers



Contrairement aux trimestres précédents, les encours moyens des dépôts à vue des particuliers se sont assez sensiblement accrus. En raison de la baisse des taux, le coût d'opportunité du maintien d'encaisses non rémunérées apparaît, en effet, très faible. Toutefois, ces dépôts à vue devraient, à court terme, être utilisés pour des placements en actions (notamment dans le cadre de la privatisation du Crédit Lyonnais au mois de juillet) ou pour le financement d'achats immobiliers.

Les mouvements de réallocation de portefeuille effectués au cours du deuxième trimestre 1999 se sont faits au détriment des plans d'épargne populaire, des comptes à terme, des certificats de dépôt et, dans une moindre mesure, des placements en obligations et sur livrets.

Les arbitrages des particuliers, par contre, ont été favorables aux placements en actions, qui ont connu leur plus forte progression depuis le quatrième trimestre 1993. Ce mouvement, qui provient très largement du dynamisme général de la bourse, a été soutenu par quelques opérations de grande envergure (ouverture du capital de Vivendi, privatisation de Matra Aérospatiale). Les OPCVM actions ont connu un succès encore plus grand, puisqu'ils ont attiré au cours du trimestre les flux de placements les plus importants depuis le début de l'enquête au troisième trimestre 1991. Par ailleurs, de nombreuses ouvertures de plans d'épargne en actions ont été observées.

Les placements nouveaux en produits d'assurance-vie ont, eux aussi, nettement augmenté.

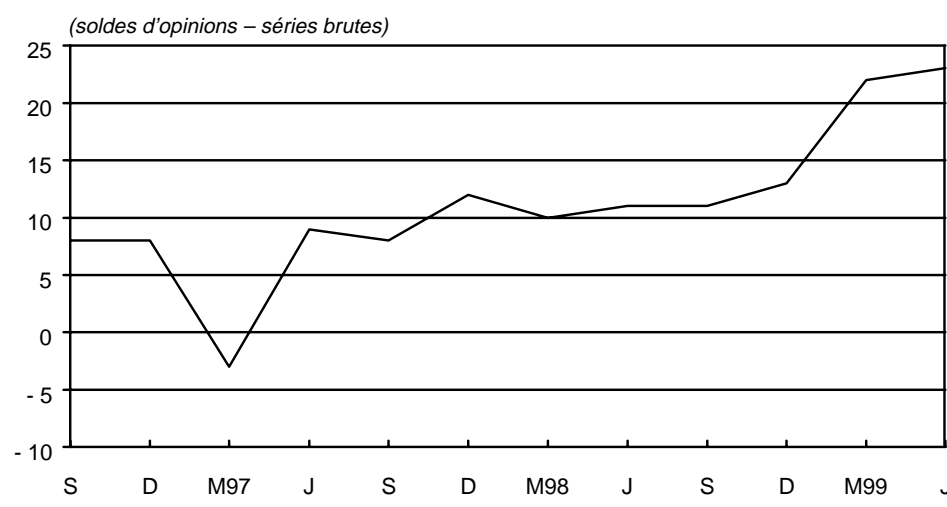
3.2. Les comportements d'endettement

Solde des opinions portées par les établissements de crédit sur l'endettement des particuliers

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1 ^{er} trim. 1999	2 ^e trim. 1999
Situation de l'endettement global	8	12	10	11	11	13	22	23
Difficultés de paiement	- 5	- 2	- 5	- 7	- 6	- 5	- 4	- 2
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie	18	31	28	34	23	37	16	33
Utilisations nouvelles de prêts personnels	35	45	48	58	43	65	51	61
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers	48	64	42	71	54	68	73	101
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie	27	31	51	46	41	33	39	28
Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers	39	30	60	54	46	47	59	39

Endettement global des particuliers



Le niveau d'endettement global des particuliers n'a guère varié, après la progression notable qui avait été observée au trimestre précédent.

La hausse de l'endettement des particuliers ne s'est pas traduite par une augmentation de leurs difficultés financières. Ainsi, les incidents de paiement ont très légèrement diminué, alors que les utilisations nouvelles de prêts personnels et, dans une moindre mesure, de crédits de trésorerie, sont apparues très dynamiques.

Les utilisations nouvelles de prêts immobiliers ont connu leur plus forte hausse depuis le début de l'enquête. Cette croissance particulièrement vive, alors que prenait fin le dispositif « Périssol », s'explique essentiellement par un contexte de taux très attractifs. Les mouvements de renégociation de prêts immobiliers ont de nouveau été nettement inférieurs aux utilisations nouvelles.

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

Les marchés de matières premières au deuxième trimestre 1999

Au deuxième trimestre, les marchés mondiaux de matières premières se sont, dans l'ensemble, redressés.

Les prix des produits minéraux se sont accrus, notamment l'aluminium, le cuivre et le nickel.

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

Les cours de la pâte à papier se sont inscrits en hausse.

Les cours des denrées alimentaires, mis à part ceux du café de qualité Arabica et des tourteaux de soja, ont fléchi.

Sur le trimestre, l'indice Moody, exprimé en dollars, a augmenté de 0,4 %, tandis que l'indice Reuter, libellé en livres sterling, a diminué de 1,07 %. En moyenne en juin 1999, l'euro s'établissait à 1,04 dollar et à 0,65 livre sterling.

L'indice Banque de France, qui reflète le coût en monnaie nationale des matières premières importées, hors énergie, est ressorti en hausse de 8,2 %. Les indices partiels relatifs aux coûts des produits alimentaires et des produits agricoles à usage industriel ont progressé de, respectivement, 5,52 % et 8,99 %. Le sous-indice synthétisant les coûts des produits minéraux a augmenté de 8,75 %.

Les cours du pétrole se sont accrus en raison de l'orientation à la baisse de la production et des stocks. Les prix du Brent, brut de référence de la Mer du Nord, ont augmenté de 26,82 % par rapport à ceux de mars 1999, cotant en moyenne 15,89 dollars en juin 1999, contre 12,53 dollars en mars 1999. Les cours du Dubaï et du WTI se sont appréciés de, respectivement, 25,89 % et 22,59 %.

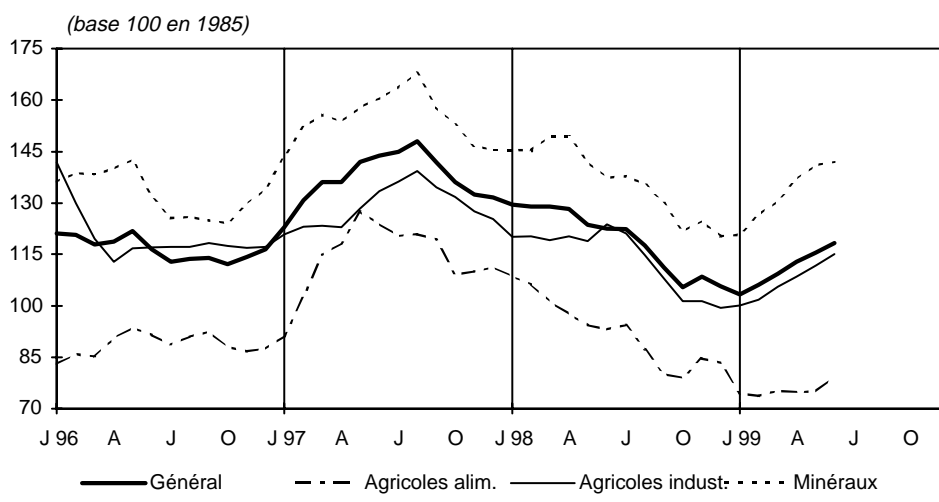
Évelyne FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Matières premières hors énergie

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

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

Évolution de l'indice Banque de France et des indices partiels



1.1. Produits alimentaires

Selon l'indice Banque de France, les prix des produits alimentaires importés, après un repli de 9,81 % au premier trimestre 1999, ont enregistré une hausse de 5,52 % au deuxième trimestre.

Céréales (blé : - 4,93 % ; maïs : - 1,16 % en cents/boisseau)

— Les prix du *blé* se sont réduits de 4,93 % et se situent à leur plus bas niveau depuis 20 ans mais les perspectives sont plutôt orientées à la hausse.

La *production* mondiale de blé devrait s'élever à 579 millions de tonnes, soit un recul d'environ 2,7 % par rapport à la saison précédente.

Parallèlement, la *consommation* mondiale pourrait atteindre le niveau record de 595 millions de tonnes.

Cette campagne déficitaire se traduirait alors par une baisse de 11,3 % des *stocks* de blé, à 122 millions de tonnes.

– S’agissant du *maïs*, les prix se sont repliés de 1,16 % au cours de la période sous revue (après + 2,05 % au trimestre précédent) dans la mouvance des cours du blé, malgré un déficit de l’*offre* attendu pour la campagne actuelle.

Soja (tourteaux : + 3,95 % en dollars/tonne ; graines : – 2,91 % en cents/boisseau)

Au cours du deuxième trimestre, les variations suivantes ont été enregistrées : + 3,95 % pour les tourteaux et – 2,91 % pour les graines.

L’*offre* est abondante.

Ainsi, selon le département américain de l’Agriculture (USDA), la récolte américaine de graines de soja devrait augmenter à 78,4 millions de tonnes durant la campagne 1999-2000, contre 75,02 millions de tonnes la saison précédente, en raison de conditions climatiques favorables mais aussi de l’augmentation de la surface plantée.

Deuxième exportateur mondial, le Brésil devrait lui aussi engranger une collecte 1999-2000 abondante.

De son côté, la *demande* est plutôt terne, notamment aux États-Unis où elle ralentirait.

Café (Robusta : – 18,92 % en dollars/tonne ; Arabica : + 2,88 % en cents/livre britannique)

Au deuxième trimestre 1999, les cours du *café* de qualité Robusta ont chuté de 18,92 %, en raison d’une *offre* surabondante, tandis que ceux du café de qualité Arabica ont progressé de 2,88 %.

Pour la prochaine campagne 1999-2000, la production mondiale de café devrait s’inscrire en légère baisse, en recul de 1,8 %, à 102,07 millions de sacs de 60 kg.

Le recul est surtout sensible pour le café de qualité Arabica dont l’*offre* devrait se réduire de 8,3 %, à 66,03 millions de sacs.

En revanche, la collecte de Robusta pourrait se redresser de 12,5 %, à 36,04 millions de sacs.

L’Indonésie et le Vietnam, deux grands producteurs de café Robusta, devraient, en effet, connaître des récoltes record, en hausse de 25 % sur la saison précédente.

En regard, la *demande*, plutôt maussade au Japon, se redresse en Europe occidentale et aux États-Unis.

Au total, la consommation mondiale serait en hausse limitée de 1,5 % et s’établirait à 100 millions de sacs.

Les *stocks* mondiaux devraient augmenter.

Cacao (– 9,57 % en livres sterling/tonne)

Affaiblis par la surabondance de l’*offre*, les cours du *cacao* se sont repliés de 9,57 % au deuxième trimestre 1999 et se situent à leur plus bas niveau depuis 7 ans.

La production de cacao, estimée à 2,73 millions de tonnes pour 1998-1999, devrait atteindre 3,01 millions de tonnes pour la campagne suivante, en hausse de 10 % sur un an.

En outre, en septembre prochain, la commercialisation des fèves de cacao sera totalement libéralisée en Côte d'Ivoire (premier producteur mondial) provoquant l'arrivée sur le marché de gros tonnages de fèves.

Parallèlement, la croissance de la *consommation* est faible : + 0,3 % sur un an.

Les *stocks* mondiaux s'alourdissent.

Sucre (– 5,28 % en dollars/tonne)

Après avoir reculé de 18,2 % au trimestre précédent, les cours du *sucre* ont fléchi de 5,28 % au deuxième trimestre, en raison de la conjugaison d'une offre importante et d'une faible demande.

Les *stocks* mondiaux sont estimés à 15 millions de tonnes, soit le niveau le plus élevé depuis plus de 10 ans.

La *production* mondiale de sucre pourrait augmenter légèrement, pour atteindre le record de 132 millions de tonnes pour la campagne 1999-2000.

La prochaine récolte européenne devrait dépasser 16,1 millions de tonnes.

Avec une *consommation* estimée à 125 millions de tonnes, le marché devrait être largement excédentaire. C'est pourquoi les neuf principaux producteurs mondiaux pourraient s'entendre pour limiter le recul des cours mondiaux, en réduisant leur production d'environ 10 %.

1.2. Produits agricoles à usage industriel

Après avoir enregistré une progression de 8,25 % au premier trimestre 1999, les cours des produits agricoles à usage industriel retenus dans l'indice Banque de France se sont accrus de 8,99 % au deuxième trimestre 1999.

Pâte à papier (+ 13,04 % en dollars/tonne)

Soutenus par des perspectives toujours favorables, les cours de la *pâte à papier* ont augmenté de 13,04 % au deuxième trimestre 1999.

Les inventaires de pâte à papier de la zone Norscan (Amérique du Nord et Scandinavie) ont reculé et se situent à un niveau inférieur à 1,5 million de tonnes, notamment, en raison d'une baisse des inventaires en Amérique du Nord.

La *demande* américaine demeure vigoureuse. Par ailleurs, il semble que la consommation asiatique, et en particulier coréenne, enregistre une certaine reprise.

L'*offre* est restée stable par rapport au trimestre précédent.

Textiles (coton : - 12 % en cents/livre britannique ;
laine : + 0,98 % en cents australiens/kilogramme)

Les prix du *coton* sont en repli de 12 % au deuxième trimestre 1999.

La *production* mondiale pourrait s'élever à 19,15 millions de tonnes pour la prochaine campagne (contre 18,42 millions de tonnes pour la saison en cours), en nette progression en Ouzbekistan, aux États-Unis, en Australie, en Argentine et en Afrique de l'Ouest, en raison, notamment, de l'expansion des surfaces consacrées à la culture du coton.

De son côté, la *consommation* dépasserait 19 millions de tonnes en 1999-2000, contre 18,83 millions de tonnes pour la campagne actuelle.

Toutefois, le coton se heurte à la concurrence croissante des fibres synthétiques.

Les *stocks* de coton sont importants.

Pour leur part, les cours de la *laine* sont en légère progression dans un contexte de repli simultané de l'*offre* et de la *demande*.

La *production* mondiale lainière, qui s'affiche déjà en net déclin sur la période 1998-1999 (1,4 million de tonnes) devrait de nouveau reculer lors de la prochaine campagne et se situer à son plus bas niveau depuis 40 ans.

Parallèlement, la *demande* est en baisse sensible, les fibres synthétiques se substituant de plus en plus aux fibres animales.

Caoutchouc (- 8,05 % en cents/kilogramme)

Les cours du *caoutchouc*, en repli depuis le début de l'année 1996, ont enregistré une baisse de 8,05 % au deuxième trimestre 1999, en raison d'une surabondance de l'*offre* conjuguée à un manque de dynamisme de la *demande*.

Pour 1999, la *production* mondiale est estimée à 6,93 millions de tonnes.

En regard, la *consommation* mondiale atteindrait 6,81 millions de tonnes.

Faute de moyens financiers, le *stock* régulateur géré par l'INRO (organisation internationale du caoutchouc naturel) est dans l'incapacité d'intervenir pour soutenir les prix.

1.3. Produits minéraux

Les prix des produits minéraux retenus dans l'indice Banque de France ont progressé de 8,75 %, avec une hausse particulièrement marquée pour l'aluminium.

Aluminium (+ 11,15 % en dollars/tonne)

Les cours de l'*aluminium*, après avoir enregistré une baisse de 5,34 % au premier trimestre, se sont accrus de 11,15 % au deuxième trimestre 1999, en raison de perspectives plus favorables.

Les *stocks* détenus par le *London Metal Exchange* (LME) sont restés stables au cours des trois derniers mois et représentent environ 757 000 tonnes.

La *consommation* en Asie amorce une reprise : après avoir chuté de 41,0 % en 1998, elle devrait augmenter de 1,6 % en 1999. Aux États-Unis, la demande est soutenue.

Parallèlement, le canadien Alcan a décidé de fermer des fonderies dès la fin de l'année, réduisant ainsi sa capacité de production de 90 000 tonnes.

L'américain Alcoa devrait fermer son site au Surinam, entraînant une réduction de production de 30 000 tonnes.

La *production* mondiale est attendue en hausse de 2 % pour 1999.

Le marché de l'aluminium, qui connaît depuis trois ans une *offre* supérieure à la *demande*, pourrait toutefois être encore excédentaire de 700 000 tonnes cette année.

Cuivre (+ 3,19 % en dollars/tonne)

Après avoir reculé depuis plus d'un an pour se situer à leur plus bas niveau depuis plus de douze ans, les cours du *cuivre* ont augmenté de 3,19 %.

Les *stocks* entreposés au LME se sont légèrement contractés au cours du mois de juin, et s'établissent à 755 625 tonnes.

Si la *demande* de cuivre reste très ferme aux États-Unis, elle s'essouffle en Europe.

Quant à l'Asie (qui absorbait plus de 33 % de la demande mondiale avant la crise), les achats de cuivre ont repris en Corée du Sud et à Taïwan ; dans les autres pays de la zone, ils restent faibles. Ainsi, la demande nipponne n'est toujours pas revenue au niveau de la mi-1997 (le Japon comptait pour 9,4 % environ de la demande mondiale de cuivre).

En regard, la *production* ne faiblit pas et reste largement excédentaire, notamment, en raison de l'ouverture de nouvelles mines en Indonésie et en Amérique latine où les coûts sont plus bas.

La production supplémentaire pour la période 1999-2000 pourrait atteindre 1,72 million de tonnes.

Étain (- 1,75 % en dollars/tonne)

Au cours du deuxième trimestre, les prix de l'*étain* ont baissé de 1,75 %.

Soutenus au début du trimestre par une forte *demande* européenne, les cours de l'*étain* se sont ensuite repliés en raison d'importantes ventes des pays producteurs, notamment de la Chine, de la Malaisie et de l'Indonésie.

Les *stocks* entreposés au LME ont progressé au deuxième trimestre et représentent environ 10 165 tonnes.

Nickel (+ 3,69 % en dollars/tonne)

Après avoir bondi de 29,28 % au premier trimestre 1999, les prix du *nickel* ont augmenté de 3,69 % en raison de perspectives favorables.

Les *stocks* gérés par le LME se sont régulièrement contractés au deuxième trimestre et se situent à environ 53 000 tonnes.

La *demande* de nickel reste vigoureuse en Europe ainsi qu'aux États-Unis.

Elle reprend en Asie, notamment en Corée du Sud et en Chine.

En regard, l'*offre* diminue, du fait de la baisse de production de certaines exploitations.

Au total, grâce aux réductions de capacités réalisées et aux perspectives d'une *demande* soutenue, le marché du nickel pourrait enregistrer, cette année, un léger déficit à la place de l'excédent attendu jusqu'ici.

Plomb (– 2,27 % en dollars/tonne)

Au cours du deuxième trimestre 1999, les prix du *plomb* ont enregistré une baisse de 2,27 %.

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

Les *stocks* de plomb entreposés au LME ont progressé régulièrement au deuxième trimestre 1999 et s'établissent à 132 825 tonnes.

L'*offre* est restée stable par rapport au trimestre précédent.

Zinc (– 3,04 % en dollars/tonne)

Les cours du *zinc* ont reculé de 3,04 % au deuxième trimestre 1999 dans un contexte de repli simultané de l'*offre* et de la *demande*.

La *consommation* en Europe s'est ralentie.

S'agissant de l'*offre*, des réductions de production sont attendues au Japon et en Corée du Sud.

Les *stocks* détenus par le LME sont stables depuis le début de l'année ; ils se situent à 297 000 tonnes.

Métaux précieux (or : – 8,35 % en dollars/onçe ; argent : – 2,64 % en dollars/onçe ; platine : – 3,77 % en dollars/onçe)

Au deuxième trimestre 1999, les cours des *métaux précieux* se sont repliés. La baisse a été de 8,35 % pour l'*or*, de 2,64 % pour l'*argent* et de 3,77 % pour le *platine*.

– Les cours de l'*or* continuent de s'effriter et se situent à leur plus bas niveau depuis 23 ans.

La Banque d'Angleterre a décidé de se défaire de près de la moitié de ses réserves d'*or*. Par ailleurs, le FMI a annoncé la vente d'*or* pour financer son programme d'aides aux pays les plus pauvres et la Banque nationale suisse a prévu de céder la moitié de son stock d'*or* pour financer le Fonds de dédommagement aux victimes du nazisme.

– Les cours de l'*argent* ont baissé dans le sillage de l'*or*.

– Les prix du *platine* ont fléchi en raison d'un afflux subit de métal russe sur le marché.

2. Le pétrole

Les cours du *Brent*, le brut de référence de la Mer du Nord, se sont accrus de 26,82 % par rapport à mars 1999, cotant en moyenne 15,89 dollars en juin (soit une hausse de 29,82 % sur un an). Ils se situent à leur plus haut niveau depuis 18 mois.

Les cours du *Dubai* et du *WTI* ont augmenté de, respectivement, 25,89 % et 22,59 % au cours du trimestre.

Les prix se sont redressés en raison d'un resserrement de l'*offre* et d'une réduction des *stocks*.

– Les principaux pays producteurs de pétrole ont, de nouveau, réduit leur production au cours du trimestre.

S'agissant de l'OPEP, sa production a reculé, pour s'établir à 25,85 millions de barils par jour en juin (contre 26,31 millions de barils par jour en avril).

Si on soustrait l'*offre* de l'Irak (2,42 millions de barils par jour), non concerné par la diminution de production du cartel en raison de l'embargo, la production de l'OPEP, en juin, n'atteint plus que 23,43 millions de barils par jour, se rapprochant ainsi de son *quota* officiel fixé à 22,976 millions de barils par jour.

Ces données confirment donc le regain de cohésion affiché par les membres du cartel à l'occasion de leur dernier sommet tenu à Vienne le 23 mars 1999.

– Cette politique de baisse de production menée par l'OPEP associée à quelques autres pays producteurs a permis un recul des *stocks*.

Aux États-Unis notamment, leur baisse est importante ; les stocks de brut américains ne seraient plus que de 331,26 millions de barils.

– Parallèlement, si la *consommation* stagne aux États-Unis et en Europe, elle est soutenue, en revanche, au Japon ainsi qu'en Corée du Sud.

Au total, selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), la demande mondiale pourrait atteindre 74,85 millions de barils par jour en 1999, soit une hausse de 950 000 barils par jour par rapport à 1998.

Brent
(marché de Londres)



Indices généraux des cours des matières premières

(moyennes annuelles)

	Banque de France (en francs) Base 100 en 1985	INSEE (en francs) Base 100 en 1990	Moody (en dollars) Base 100 en 1931	Reuter (en livres sterling) Base 100 en 1931
1993	90,41	81,24	1 056,55	1 668,91
1994	108,93	97,48	1 287,78	1 978,22
1995	119,84	102,67	1 471,83	2 229,50
1996	116,68	94,59	1 491,01	2 013,29
1997	137,21	109,96	1 536,71	1 917,86
1998	119,40	92,48	1 319,62	1 581,00

**Indices des cours des matières premières
(hors énergie)**

(moyennes mensuelles – variations en pourcentage)

Indices	Mars 1999	Avril 1999	Mai 1999	Juin 1999	Variation Juin 1999/ Mars 1999
Banque de France (en francs) (Base 100 en 1995)	109,32	112,84	115,51	118,28	8,20
– Produits alimentaires (23,43 %)	75,21	74,92	75,11	79,36	5,52
– Produits agricoles à usage industriel (25,21 %)	105,51	108,61	111,84	115,00	8,99
– Produits minéraux (51,35 %)	130,54	137,00	141,07	141,96	8,75
Moody (en dollars) (Base 100 le 31.12.1931)	1 162,60	1 148,06	1 167,62	1 167,20	0,40
Reuter (en livres sterling) (Base 100 le 18.09.1931)	1 378,75	1 333,30	1 374,12	1 363,97	- 1,07
Cours de l'euro/dollar (Paris)	1,09	1,07	1,06	1,04	- 4,59
Cours de l'euro/livre sterling (Paris)	0,67	0,66	0,66	0,65	- 2,99

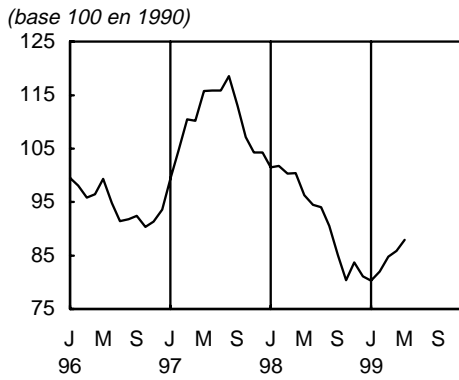
Évolution des cours des principaux produits sur leur place de cotation

(moyennes mensuelles – variations en pourcentage)

Produits (pondération dans l'indice Banque de France)	Places de cotation	Unités	Mars 1999	Avril 1999	Mai 1999	Juin 1999	Variation Juin 1999/ Mars 1999
PRODUITS ALIMENTAIRES							
Blé	Chicago	Cents/boisseau	268,28	261,15	254,01	255,06	- 4,93
Maïs	Chicago	Cents/boisseau	220,01	218,05	218,17	217,45	- 1,16
Café Robusta (1,99 %)	Londres	Dollars/tonne	1 733,1	471,95	1 441,16	1 405,05	- 18,92
Café Arabica (3,42 %)	New York	Cents/livre britannique	104,59	100,88	111,97	107,60	2,88
Soja – tourteaux(9,61%)	Chicago	Dollars/tonne	131,17	132,91	131,48	136,35	3,95
Soja – graines (1,46 %)	Chicago	Cents/boisseau	476,66	483,11	467,36	462,80	- 2,91
Sucre	Paris	Dollars/tonne	196,96	178,63	176,39	186,56	- 5,28
Cacao (3,53 %)	Londres	Livres sterling/tonne	834,43	747,48	656,68	754,59	- 9,57
PRODUITS AGRICOLES INDUSTRIELS							
Pâte à papier (11,51 %)	Paris	Dollars/tonne	460,00	480,00	500,00	520,00	13,04
Caoutchouc (2,17 %)	Kuala Lumpur	Cents/kg	66,70	58,17	59,74	61,33	- 8,05
Coton (2,55 %)	New York	Cents/livre britannique	62,49	59,37	58,37	54,99	- 12,00
Laine (3,37 %)	Sydney	Cents australiens/kg	550,17	584,67	580,53	555,55	0,98
PRODUITS MINÉRAUX							
Aluminium (13,07 %)	Londres	Dollars/tonne	1 181,59	1 274,87	1 320,05	1 313,30	11,15
Cuivre (12,94 %)	Londres	Dollars/tonne	1 378,20	1 460,19	1 507,50	1 422,20	3,19
Étain (0,62 %)	Londres	Dollars/tonne	5 356,74	5 383,21	5 637,11	5 263,18	- 1,75
Nickel (4,33 %)	Londres	Dollars/tonne	5 011,41	5 087,14	5 361,18	5 196,14	3,69
Plomb (0,22 %)	Londres	Dollars/tonne	507,52	517,98	539,12	495,99	- 2,27
Zinc (1,48 %)	Londres	Dollars/tonne	1 029,61	1 016,65	1 038,25	998,35	- 3,04
Or	New York	Dollars/once	285,94	282,56	276,95	262,06	- 8,35
Argent (1,73 %)	New York	Dollars/once	518,33	507,95	525,49	504,67	- 2,64
Platine (1,33 %)	New York	Dollars/once	371,00	358,30	357,17	357,01	- 3,77
PÉTROLE Prix spot depuis le 01.01.90							
<i>BRENT</i>	Londres	Dollars/baril	12,53	15,29	15,30	15,89	26,82
<i>DUBAÏ</i>	Londres	Dollars/baril	12,36	14,95	15,35	15,56	25,89
<i>WTI</i>	Londres	Dollars/baril	14,65	17,23	17,72	17,96	22,59

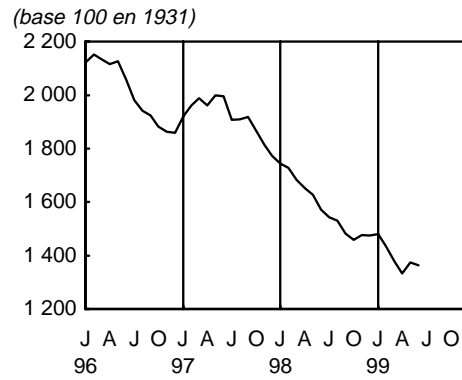
Indices généraux

INSEE en francs



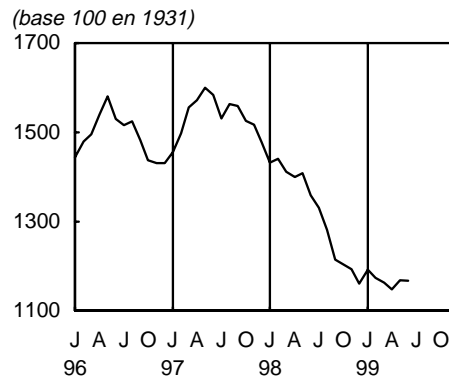
Importations françaises

Reuter en livres sterling



Commerce britannique

Moody en dollars



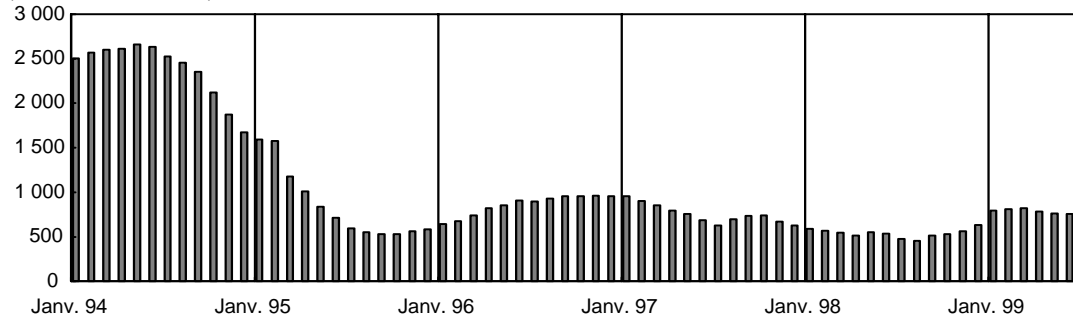
Commerce américain

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

Métaux non ferreux
Évolution des stocks

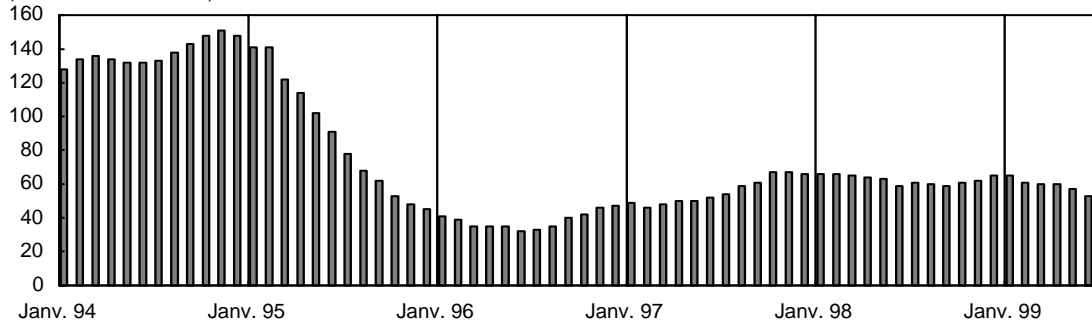
Aluminium

(en milliers de tonnes)



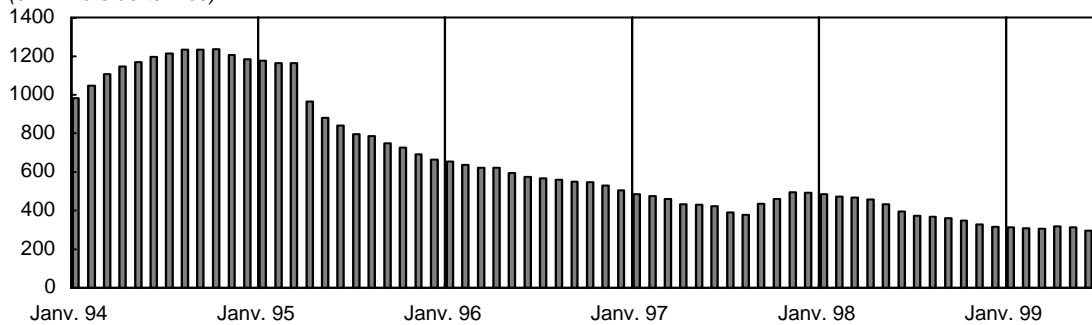
Nickel

(en milliers de tonnes)

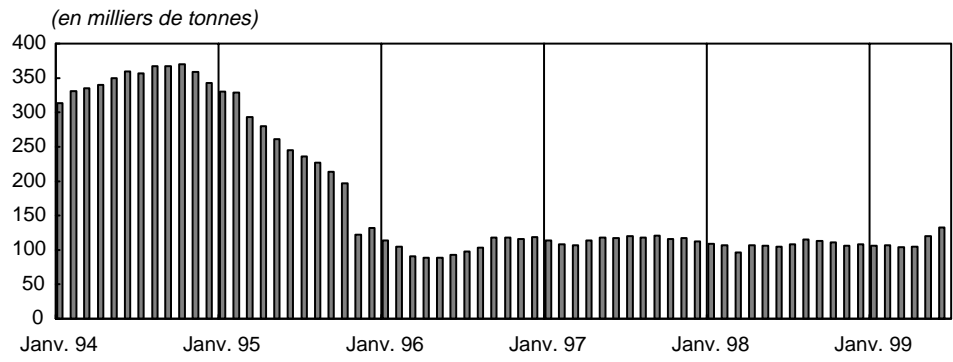


Zinc

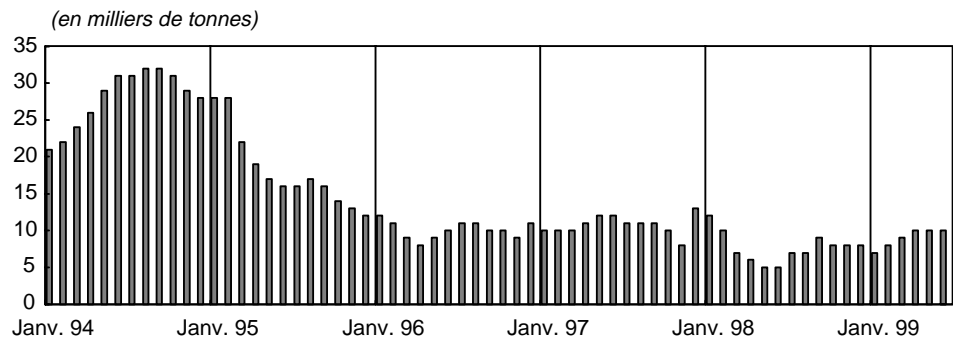
(en milliers de tonnes)



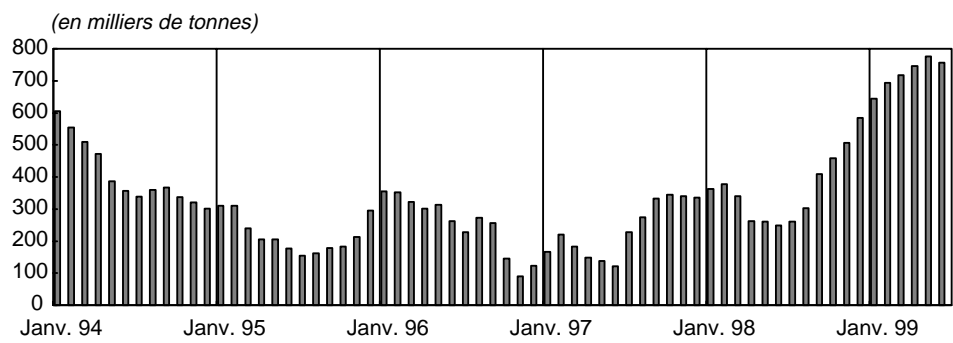
Plomb



Étain



Cuivre



Composition, évolution et structure des PEA à la fin du deuxième trimestre de 1999

Selon les données communiquées par les établissements participant à l'enquête-titres de la Banque de France, l'encours des capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) s'élevait à 67,8 milliards d'euros à fin juin 1999, en progression de 10,5 % par rapport au trimestre précédent et de 23,0 % sur un an. Le nombre de PEA en fonctionnement (près de 4,4 millions) s'est accru de 7,5 % par rapport au trimestre précédent. La valeur moyenne d'un PEA était de 15 535 euros à fin juin, en progression de 2,8 % par rapport à mars 1999 ; à composition comparable, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était de 23 200 euros à fin décembre 1998 (derniers chiffres disponibles).

Dans un contexte de moindre progression des cours sur les marchés d'actions — l'indice SBF 250 a progressé de 15 % au premier semestre 1999, contre 39 % au cours de la période correspondante de 1998 —, le PEA a continué de susciter l'intérêt des ménages quel que soit le niveau de leurs placements (la valeur du PEA moyen varie entre 12 000 euros et 83 000 euros en fonction de l'établissement où le compte est ouvert). À partir des évolutions enregistrées au cours des deux années écoulées, on observe que les caractéristiques offertes par le PEA ont modifié les comportements de placement d'un grand nombre de ménages français, jusqu'ici peu intéressés par les placements boursiers classiques.

L'enquête fait ressortir à la fin du deuxième trimestre 1999 :

– une progression en volume des plans d'un trimestre à l'autre d'environ 4 % pour les actions et de 3 % pour les titres d'OPCVM ;

– une augmentation de leur nombre : + 303 000 d'un trimestre à l'autre et + 1 million sur un an ; cette progression exceptionnelle, qui fait suite à celle des deux trimestres précédents (environ 630 000 PEA supplémentaires), est due principalement aux privatisations intervenues au cours des neuf derniers mois (Caisse nationale de prévoyance, France Télécom, Air France et Crédit Lyonnais).

Le dernier chiffre connu des liquidités non rémunérées des PEA s'élevait à 2,9 milliards d'euros à fin décembre 1998.

Monique CHOCRON
Lydie MARCHAND
*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études sur les valeurs mobilières*

Cette étude trimestrielle sur la composition des PEA a été réalisée, comme les précédentes, à partir des portefeuilles-titres de la clientèle des principaux établissements dépositaires¹. Les données présentées permettent d'apprécier l'évolution des titres placés sous dossier PEA au cours du deuxième trimestre de 1999. Leur rapprochement avec les données sur les avoirs en titres des ménages provenant des enquêtes-titres permet de comparer les comptes PEA avec les portefeuilles de valeurs mobilières — actions, OPCVM « actions, diversifiés et garantis » et obligations —, dont ils sont une composante.

La première partie de cette étude est consacrée aux résultats obtenus pour l'ensemble des établissements sur la période considérée.

La seconde partie fournit une information détaillée en fonction du type d'établissement dans lequel les titres sont déposés : les banques d'affaires ou de portefeuilles et les sociétés de bourse, les trois grandes banques et les autres établissements.

1. Les résultats globaux

1.1. Évolution des titres placés sous dossier PEA

Composition, évolution et structure des PEA bancaires

(montants en millions d'euros, variations et structure en %)

	Montants		Variations	Structure	
	Mars 1999 (a)	Juin 1999	Juin 1999/ Mars 1999	Mars 1999	Juin 1999
Actions	27 587	31 296	13,4	45,0	46,2
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	33 747	36 481	8,1	55,0	53,8
Total	61 334	67 777	10,5	100,0	100,0
Nombre de PEA	4 059 667	4 362 976	7,5		

(a) Données révisées

En juin 1999, la valeur des titres placés sous dossier PEA a progressé de 10,5 % par rapport à mars 1999 et s'élève à 67,8 milliards d'euros (contre 61,3 milliards à fin mars 1999), auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 2,9 milliards (dernier chiffre disponible à fin décembre 1998).

Corrigés de l'évolution des indices de cours², les encours d'actions et de titres d'OPCVM éligibles au PEA ont augmenté de, respectivement, 4,0 % et 2,8 %.

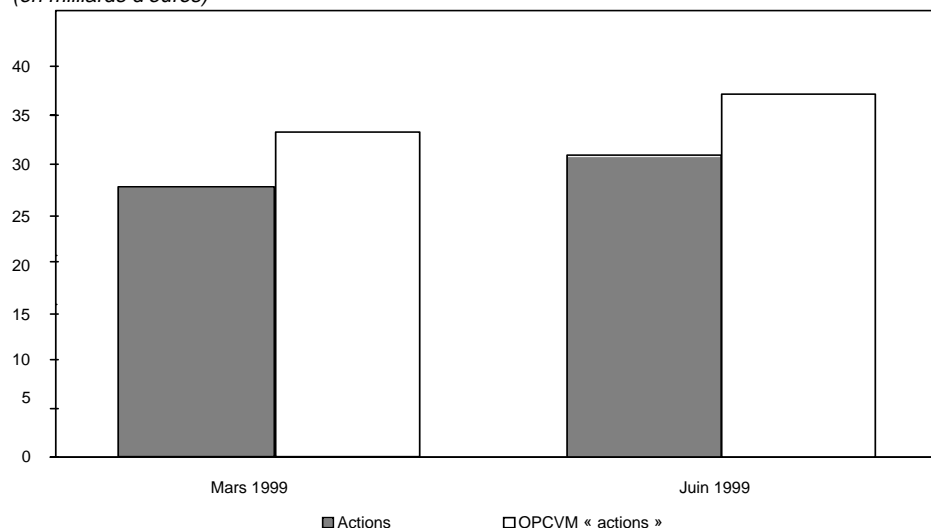
Le nombre de PEA, qui atteint pratiquement 4,4 millions, est en augmentation de 7,5 % par rapport au trimestre précédent. Il poursuit la progression régulière amorcée en 1997.

¹ Les principales banques, les sociétés de bourse, la Caisse des dépôts et consignations, les caisses d'épargne, La Poste et le Trésor public

² Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : + 9,4 % au deuxième trimestre 1999 et indice pondéré Europerformance pour les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » : + 5,3 %

Évolution des composantes du PEA

(en milliards d'euros)



1.2. Comparaison entre les portefeuilles-titres et les PEA

Pour les établissements participant à l'enquête, une comparaison a pu être effectuée entre la composition des PEA et celle des portefeuilles limités aux catégories de titres éligibles au PEA (actions et OPCVM « actions, diversifiés et garantis »)³, appréhendés à partir des données trimestrielles de l'enquête-titres (derniers chiffres disponibles : décembre 1998). On constate ainsi que, dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » était nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 14 points), alors que, au sein des dossiers PEA à fin juin 1999, elle l'emporte de près de 8 points.

Encours et structure des portefeuilles-titres en décembre 1998

(montants en millions d'euros, répartition en %)

	Montants	Répartition
Actions	79 836	57,3
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	59 561	42,7
Total	139 397	100,0

³ Selon la classification de la Commission des opérations de bourse (COB) entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1994

1.3. Part des valeurs gérées sous dossier PEA

Poids du PEA dans les portefeuilles-titres

	(en %)	
	Mars 1999	Juin 1999
Actions	34,6	39,2
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	56,7	61,2
Total	44,0	48,6
Total des portefeuilles (a)	21,0	23,2

(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères

À la fin du deuxième trimestre 1999, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 23 % du total des portefeuilles-titres à fin décembre 1998 (derniers chiffres disponibles).

L'importance relative dans les portefeuilles des titres gérés sous PEA a été, dès l'origine, plus grande pour les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » que pour les actions gérées en direct : l'écart atteignait 22 points à fin juin 1999, près de 61 % des titres d'OPCVM éligibles étant contenus dans les plans d'épargne en actions.

1.4. Composition du compte-titres moyen et du PEA moyen

Portefeuilles moyens

	(montants en euros)		
	Compte-titres moyen	PEA moyen	
	Déc. 1998	Mars 1999	Juin 1999
Actions françaises	6 349	6 795	7 173
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	4 736	8 313	8 361
Autres titres (a)	12 117	-	-
Total	23 202	15 108	15 535

(a) Obligations françaises, valeurs étrangères et autres titres d'OPCVM

Au 31 décembre 1998, on dénombrait environ 12 575 000 comptes-titres.

Selon l'enquête, 303 000 PEA supplémentaires ont été enregistrés au cours du deuxième trimestre 1999.

Le montant moyen du PEA s'élevait à 15 535 euros à fin juin 1999, en progression de 2,8 % par rapport au trimestre précédent. Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen, toutes valeurs réunies, qui atteignait au 31 décembre 1998 environ 23 200 euros.

2. Les résultats détaillés

2.1. Évolution des titres placés sous dossier PEA

Composition et structure des PEA bancaires

(montants en millions d'euros, structure et variations en %)

	Montants		Structure		Variations
	Mars 1999	Juin 1999	Mars 1999	Juin 1999	Juin 1999/ Mars 1999
<i>Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse</i>					
Actions	4 216	4 631	79,9	80,1	9,8
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	1 060	1 150	20,1	19,9	8,5
Total	5 276	5 781	100,0	100,0	9,6
Nombre de PEA	64 918	69 257			6,7
<i>Les trois grandes banques</i>					
Actions	9 567	11 528	48,2	51,9	20,5
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	10 294	10 702	51,8	48,1	4,0
Total	19 861	22 230	100,0	100,0	11,9
Nombre de PEA	955 021	1 007 944			5,5
<i>Autres établissements</i>					
Actions	13 804	15 137	38,1	38,1	9,7
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	22 393	24 629	61,9	61,9	10,0
Total	36 197	39 766	100,0	100,0	9,9
Nombre de PEA	3 039 728	3 285 775			8,1

Le tableau ci-dessus montre que l'encours des PEA a augmenté chez les trois groupes d'établissements : d'environ 12 % chez les trois grandes banques et 10 % chez les deux autres groupes.

La répartition par catégories d'établissements du nombre de comptes-PEA est restée relativement stable : 1,6 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 23,1 % pour les trois grandes banques et 75,3 % pour les « autres établissements ».

Les évolutions qui sont intervenues au deuxième trimestre 1999 n'ont pas modifié de manière sensible la structure des PEA pour les banques d'affaires, les sociétés de bourse et les « autres établissements ». En revanche, pour les trois grandes banques, le report des titres d'OPCVM vers les actions, amorcé au quatrième trimestre de l'année précédente, s'est poursuivi et amplifié, se traduisant par une progression en volume des actions d'environ 11 %.

2.2. Part des valeurs gérées sous dossier PEA

Poids du PEA dans les portefeuilles-titres selon le type d'établissement

(en pourcentage)

	Mars 1999	Juin 1999
<i>Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse</i>		
Actions	28,4	31,2
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	21,8	23,6
Total	26,8	29,4
Total des portefeuilles (a)	15,7	17,2
<i>Les trois grandes banques</i>		
Actions	34,2	41,2
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	44,5	46,2
Total	38,9	43,5
Total des portefeuilles (a)	20,0	22,4
<i>Autres établissements</i>		
Actions	37,2	40,8
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	71,0	78,1
Total	52,8	58,0
Total des portefeuilles (a)	22,8	25,0

(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères

À fin juin 1999, les PEA représentaient 58,0 % des portefeuilles d'actions et d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » chez les « autres établissements », 43,5 % chez les trois grandes banques et 29,4 % chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentent respectivement, environ 22 % et 25 % du total pour les trois grandes banques et les « autres établissements », et 17 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

2.3. Comparaison des valeurs moyennes des comptes-titres et des PEA

À fin juin 1999, la valeur moyenne des PEA représentait 55,5 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 70,0 % chez les « autres établissements » et 70,4 % chez les trois grandes banques⁴.

Le PEA moyen géré par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisait par une forte proportion d'actions (80 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » étaient majoritaires dans le PEA moyen des « autres établissements » (62 %). Pour les trois grandes banques, les parts respectives d'actions et de titres d'OPCVM étaient à peu près équivalentes.

⁴ Les résultats d'enquête plus détaillés sont disponibles sur demande (Tél. 01 42 92 52 87).