

**BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 57**

**SEPTEMBRE 1998**

# ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# LA POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LA PERSPECTIVE DU PASSAGE À L'EURO

À partir du 1<sup>er</sup> janvier 1999, le Système européen de banques centrales sera investi de la responsabilité de conduire la politique monétaire unique dans l'ensemble constitué par les onze pays de l'Union européenne entrant en Union monétaire.

À la même date, le Conseil des gouverneurs de la BCE aura annoncé les orientations stratégiques de la politique monétaire unique, dont l'objectif final, défini par le Traité sur l'UEM, est la stabilité des prix. Les banques centrales nationales auront effectué les derniers tests des instruments et procédures permettant sa mise en œuvre. Enfin, nous disposerons d'un tableau de bord statistique complet et harmonisé des indicateurs économiques, monétaires et financiers de la zone euro. La politique monétaire du SEBC s'inscrira naturellement dans une grande continuité avec les politiques monétaires conduites ces dernières années en Europe, conformément au principe de la convergence vers le meilleur niveau de stabilité et de crédibilité monétaire.

D'ici à la fin de l'année, dans la ligne du dernier communiqué des ministres et des gouverneurs du G 7 daté du 14 septembre 1998, la contribution des pays européens de la zone euro à la stabilité économique et financière internationale peut être éclairée par trois considérations.

En premier lieu, les taux d'intérêt d'intervention des banques centrales les plus bas en Europe, et en particulier à Paris, sont déjà à un niveau historiquement faible. La réduction rapide des taux d'intérêt à court terme opérée depuis le début de 1995 dans les pays de la zone euro, de près de 3 points pour les taux nominaux, conjuguée à la forte baisse des taux à long terme, s'est traduite par une détente très sensible des conditions monétaires et financières, ces dernières se situant désormais au plus bas niveau observé depuis 50 ans dans notre pays et dans plusieurs autres. Les taux d'intervention les plus bas de la future zone euro, et en particulier le taux des appels d'offres de la Banque de France, se situent à 3,30 %. Les taux équivalents se situent à 5,50 % aux États-Unis.

En deuxième lieu, la plupart des économies qui vont fonder l'Union monétaire en 1999 se trouve aujourd'hui dans une phase relativement robuste du cycle conjoncturel et, compte tenu des effets décalés des baisses de taux intervenues dans la période récente, va tirer tout le bénéfice de conditions monétaires et financières favorables, contribuant ainsi positivement à la croissance mondiale. Il est intéressant de noter, à cet égard, comme le souligne le communiqué du G 7, « les développements encourageants concernant la croissance de la demande intérieure au sein de l'Europe continentale ».

En troisième lieu, une détente monétaire supplémentaire apparaît probable dans une partie de la future zone euro avant la fin de l'année. Elle se manifestera vraisemblablement par des baisses des taux d'intervention des banques centrales dans certaines économies et pas dans celles dont les taux d'intervention sont déjà au plus bas niveau de la future zone euro.

# DÉCLARATION DES MINISTRES DES FINANCES ET DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES DU G 7 DU 14 SEPTEMBRE 1998

Les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays du G 7 sont demeurés en contact étroit ces derniers jours afin de discuter des développements récents de l'économie mondiale et des marchés financiers internationaux, et de rechercher les moyens de relever les défis qu'affronte actuellement le système financier international.

Étant données les pressions exceptionnelles sur les marchés financiers et les perspectives de détérioration de la croissance dans de nombreuses régions du monde, les ministres et gouverneurs se sont mis d'accord sur l'approche suivante.

– Premièrement, ils ont convenu que l'inflation est faible ou en diminution dans de nombreuses parties du monde. Ils ont salué les développements encourageants concernant la croissance de la demande intérieure au sein de l'Europe continentale. Cependant, en raison de la baisse de la demande, spécialement parmi les économies émergentes, la nature des risques dans l'économie mondiale s'est modifiée. Ils ont insisté sur leur engagement de préserver ou créer les conditions d'une croissance intérieure soutenable et la stabilité financière dans leurs propres économies. Dans ce contexte, ils ont noté l'importance en ces circonstances d'une coopération étroite entre eux.

– Deuxièmement, les ministres et gouverneurs ont salué les mesures courageuses prises dans de nombreux pays émergents et les progrès significatifs réalisés pour établir les bases de la stabilité et de la reprise. Ils sont convenus de rechercher les moyens de renforcer les programmes existants en faveur de la croissance, par des efforts accélérés pour promouvoir des programmes complets de restructuration du secteur financier et industriel, et une transparence améliorée des décisions politiques. De plus, ils sont convenus d'étudier des mesures destinées à alléger les effets de la crise sur les catégories sociales les plus pauvres de la société, en incluant si nécessaire la fourniture d'une assistance financière dispensée en premier lieu par les banques de développement multilatérales.

– Troisièmement, les ministres et gouverneurs ont souligné que les développements négatifs de l'environnement externe rendent encore plus importante l'adoption par ces pays de mesures appropriées pour renforcer ces politiques et améliorer la confiance. Les pays qui envisagent des actions unilatérales concernant leur dette comme un substitut aux réformes et à la coopération affectent les perspectives de l'économie de leur propre pays et du système mondial.

– Quatrièmement, les ministres et gouverneurs se sont mis d'accord pour soutenir une approche de coopération internationale pour aider les pays qui ont été atteints par les développements récents sur les marchés financiers et qui appliquent des programmes économiques vigoureux. Ils ont exprimé leurs préoccupations à l'égard de l'ampleur des retraits de capitaux généralisés des marchés émergents, qui ne prennent pas en compte la diversité des perspectives économiques et les progrès significatifs qui ont été réalisés dans de nombreux pays grâce à la mise en œuvre de politiques macro-économiques vigoureuses et de réformes structurelles qui améliorent les perspectives de croissance à long terme. Ils

ont reconnu l'urgence d'une mise en œuvre rapide de l'augmentation de quotes-parts du FMI et des Nouveaux accords d'emprunt.

– Enfin, ils sont convenus de continuer à soutenir l'octroi par le FMI, qui restera au centre du système monétaire et financier international, d'une assistance financière appuyant des politiques vigoureuses avec, le cas échéant, la participation du secteur privé. Dans ce contexte, ils sont convenus de soutenir la mise en œuvre des Accords généraux d'emprunt si les circonstances l'exigent, en consultation avec les autres participants à ces accords. Ils ont également rappelé le rôle actif que doivent avoir la Banque mondiale et les autres banques multilatérales de développement dans leurs actions de coopération, de financement et d'assistance technique à l'égard de leurs États membres dans cette période difficile. Un accent particulier devra être mis sur le soutien aux groupes sociaux vulnérables et à la restructuration du secteur financier.

Les ministres et gouverneurs maintiendront des contacts étroits entre eux et avec les principales institutions financières de leurs pays qui ont un intérêt vital au fonctionnement harmonieux et efficace des marchés et à la promotion de la stabilité financière.

# 1. SYNTHÈSE

## L'économie française au deuxième trimestre 1998

Le rythme de croissance de l'économie française s'est maintenu à un haut niveau au deuxième trimestre. Le dynamisme de la demande interne s'est confirmé durant cette période sous l'effet d'une nette progression de la consommation des ménages ainsi que d'une orientation toujours favorable de l'investissement des entreprises. La vigueur du marché intérieur a permis de compenser les effets sur la croissance du ralentissement des ventes à l'étranger de produits industriels. Ce développement continu de l'activité n'a pas engendré de tensions inflationnistes particulières, en raison, notamment, de la baisse des prix des produits importés et de la maîtrise des coûts de production. Les agents économiques, dont la situation financière demeure, dans l'ensemble, aisée, ont accru leur recours au crédit, dans un contexte caractérisé par la fermeté de la demande et des taux d'intérêt historiquement faibles. La mise en place prochaine de l'euro rend la zone de l'UEM attractive pour de nombreux détenteurs de capitaux. L'activité devrait continuer de progresser au cours des prochains mois.

### Une croissance soutenue par la consommation des ménages...

D'après les premiers résultats des comptes nationaux, le rythme de croissance du produit intérieur brut, en glissement annuel, s'est maintenu à un haut niveau au deuxième trimestre 1998, pour atteindre 3,0 % (comme à la fin de 1997), contre 3,5 % au trimestre précédent et 2,5 % au deuxième trimestre 1997.

Le raffermissement de la consommation finale des ménages, amorcé dès le troisième trimestre 1997, s'est poursuivi au cours du deuxième trimestre 1998, puisqu'elle a augmenté de 1,0 % au cours de cette période (+ 0,7 % le trimestre précédent), selon les résultats publiés par l'INSEE. Parallèlement, la confiance des ménages, mesurée par l'indicateur résumé d'opinion (cvs) de l'INSEE, s'est de nouveau sensiblement redressée en juillet.

Cette amélioration a été soutenue par des créations d'emplois nettement plus dynamiques, l'emploi salarié dans l'ensemble des secteurs marchands non agricoles augmentant de 0,5 % au deuxième trimestre 1998, contre + 0,7 % au trimestre précédent, soit un volume de créations nettes d'emplois de 65 100 postes, contre 99 700 au trimestre précédent. Sur un an, l'économie française a ainsi créé 266 100 postes. Le taux de chômage s'est établi à 11,8 % en juillet 1998 (- 0,8 point sur un an). À l'augmentation de la masse salariale s'est ajoutée la progression du pouvoir d'achat du revenu des ménages pour favoriser l'essor de la consommation. Le taux de salaire horaire a, notamment, progressé de 0,7 % au deuxième trimestre 1998, après + 0,5 % au trimestre précédent, soit un gain de pouvoir d'achat de 1,4 % sur un an, grâce à la modération de l'inflation.

Le rythme de progression des exportations apparaît, quant à lui, sensiblement moins élevé au premier semestre 1998 que celui atteint au cours des deuxième et troisième trimestres de 1997, même si la demande en provenance des pays de l'OCDE hors Union européenne, et des États-Unis en particulier, est restée importante. Les importations n'ayant, dans le même temps, que faiblement augmenté, le solde cumulé de la balance commerciale sur les six premiers mois de l'année s'est élevé à 83,23 milliards de francs, contre 77,76 milliards sur la période correspondante de 1997. Le solde cumulé de la balance des opérations courantes a atteint 107,06 milliards de francs sur les six premiers mois de

l'année (+ 107,48 milliards sur la période correspondante de 1997), contribuant ainsi à la solidité du franc sur les marchés de change et de taux.

### **... et l'investissement des entreprises**

Après s'être accrue de 1,4 % au premier trimestre de 1998, la production manufacturière a poursuivi sa progression au cours du deuxième trimestre (+ 0,8 %).

Ce dynamisme a permis au taux d'utilisation des capacités de production de se maintenir, au cours du trimestre, à un niveau particulièrement haut, nettement supérieur à sa moyenne de longue période. Mesuré par les enquêtes de la Banque de France, il s'est ainsi élevé de 1 point de juin 1997 à juin 1998, pour atteindre 86 % à la fin du premier semestre. Par ailleurs, les goulots de production dans l'industrie manufacturière sont demeurés importants au cours du trimestre, selon l'enquête trimestrielle de l'INSEE dans l'industrie, puisque la proportion d'entreprises qui y sont confrontées reste proche de 30 %.

Les anticipations d'investissement des chefs d'entreprise apparaissent, de ce fait, toujours bien orientées à la fin du premier semestre 1998. L'investissement des entreprises, qui a déjà fortement progressé (+ 3,0 %) au premier trimestre de l'année, a de nouveau augmenté de 1,8 % au deuxième trimestre. Selon les résultats des enquêtes trimestrielles de la Banque de France sur le comportement financier des entreprises industrielles, les dépenses d'investissement ont été financées par un recours accru aux crédits bancaires. Selon les banquiers interrogés, la demande de crédit à moyen et long terme devrait demeurer favorablement orientée au cours des prochains mois. Ainsi, à la fin du mois de juin 1998, les crédits bancaires aux sociétés destinés à l'investissement enregistraient une hausse de 5,1 % sur douze mois. Cette évolution a été facilitée par la baisse des conditions de financement pratiquées par les banques dans un contexte de taux directeurs très bas (3,30 %). Au troisième trimestre 1998, le coût moyen du crédit aux entreprises s'établissait, selon l'enquête de la Banque de France, à 4,69 % pour les crédits à moyen et long terme, contre 5,44 % sur la période correspondante de l'année précédente.

Par ailleurs, les enquêtes les plus récentes montrent que la situation de trésorerie des entreprises est, dans l'ensemble, satisfaisante. L'endettement s'est réduit, les difficultés de paiement demeurent faibles, en général, tandis que les besoins en fonds de roulement se sont légèrement développés sous l'effet du renforcement de l'activité. Ainsi, les premiers résultats semestriels publiés par les entreprises font, globalement, apparaître des hausses assez nettes des chiffres d'affaires et des résultats.

Malgré l'orientation peu favorable des prix de vente industriels et la diminution du prix des matières premières depuis le début de 1998, le mouvement de reconstitution des stocks devrait se poursuivre au second semestre, comme l'indiquent les chefs d'entreprise de l'industrie et du commerce, après s'être déjà élevé de, respectivement, 1,5 milliard de francs et 1,8 milliard aux premier et deuxième trimestres de l'année.

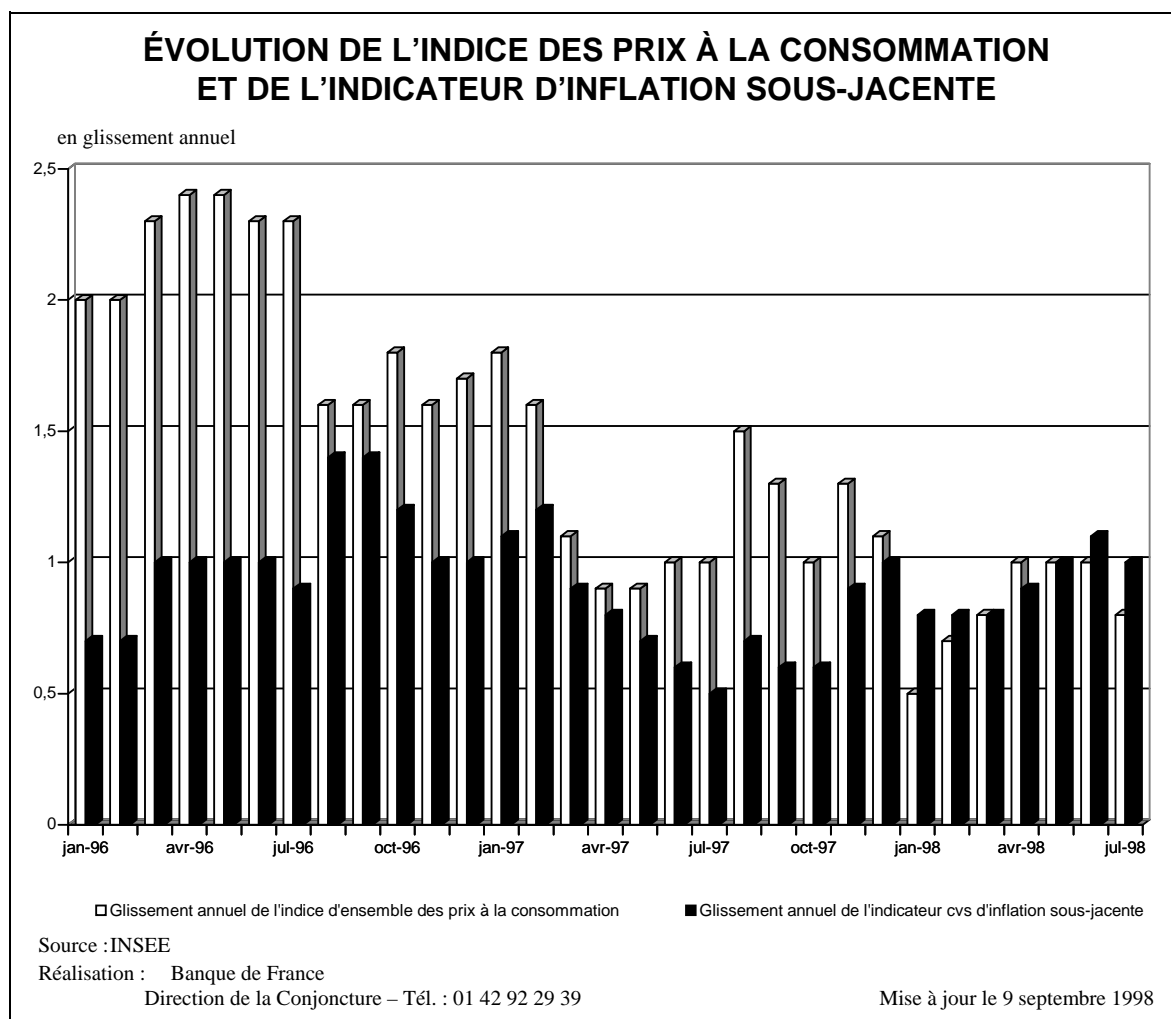
### **L'inflation demeure maîtrisée**

Cette accélération de l'activité est intervenue dans un contexte de modération de l'inflation.

La diminution des prix des matières premières importées, affectées notamment par les effets de la crise asiatique (- 5,1 % du deuxième trimestre, selon l'indice Banque de France) et du pétrole (- 34,4 % sur la même période) a, en effet, contribué à limiter les hausses de prix. Aussi, le rythme de progression, en glissement annuel, des prix de vente des biens intermédiaires est-il en repli de 0,7 % à la fin du premier semestre 1998.

Ce mouvement a eu un impact sensible sur l'évolution des prix de l'énergie nationaux qui ont reculé, en données mensuelles cumulées, de 4,7 % sur les huit premiers mois de l'année, contribuant négativement pour 0,4 point à la hausse, sur la même période, de l'indice des prix à la consommation.

Selon l'INSEE, l'indice provisoire des prix de détail (base 100 en 1990) est en hausse de 0,7 % sur douze mois en août, contre + 1,1 % en décembre 1997. La tendance de fond de la progression des prix, mesurée par les indicateurs d'inflation sous-jacente (en glissement annuel), est, quant à elle, demeurée nettement plus stable sur la même période (+ 1,0 % en juillet 1998, comme en décembre 1997). Il est vrai que, par construction, cet indice n'est pas affecté par certains facteurs conjoncturels qui font varier, à la hausse ou à la baisse, l'indice d'ensemble.



## Les taux d'intérêt restent stables

Les taux d'intérêt à court terme ont fait preuve d'une très grande stabilité au cours des derniers mois, s'établissant à 3,56 % en août, en moyenne mensuelle, pour les taux nominaux à trois mois, comme le mois précédent et 3,57 % à la fin du premier trimestre 1998. Les taux longs se sont, quant à eux, de nouveau repliés au cours des derniers mois, pour atteindre 4,52 % en août, en moyenne mensuelle pour les taux nominaux à dix ans, contre 4,78 % le mois précédent et 4,95 % à la fin du premier trimestre 1998.

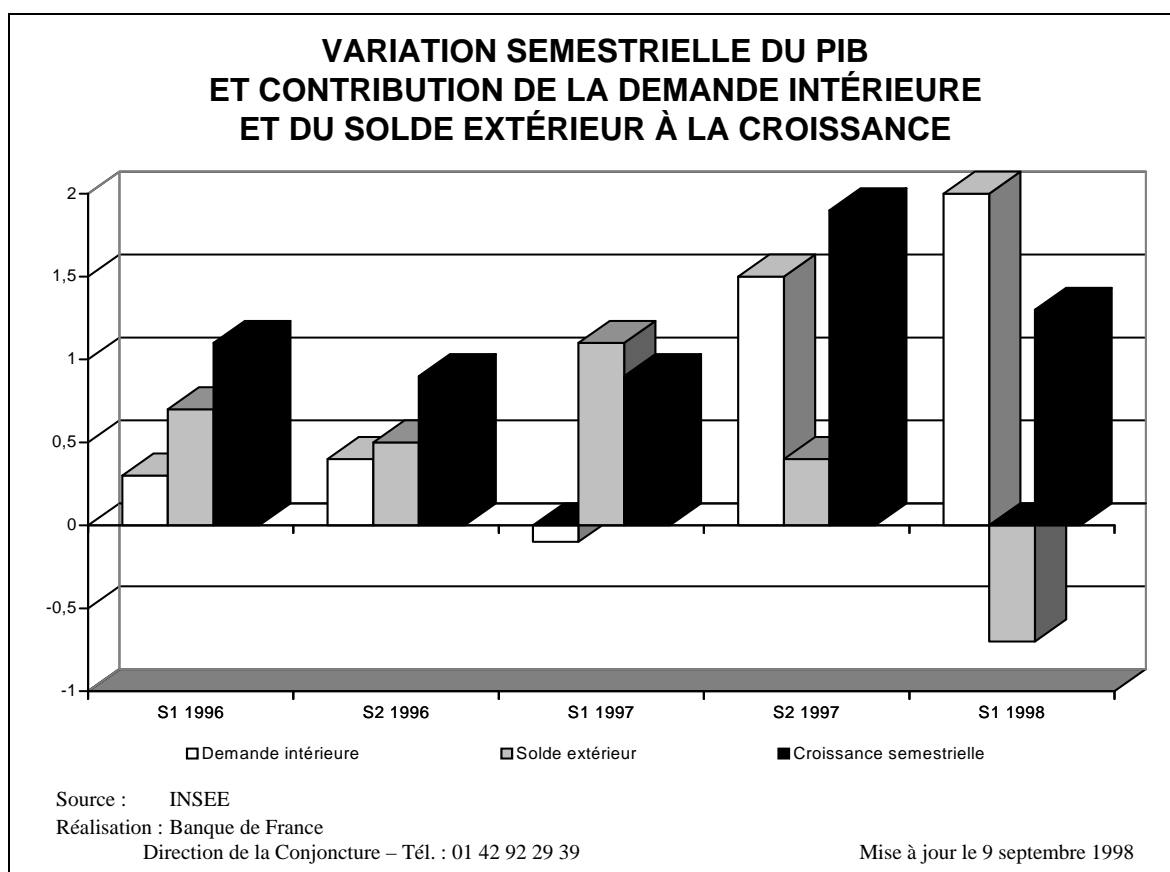


Dans ce contexte, les placements des résidents non financiers s'orientent davantage vers les produits à court terme.

Ainsi, depuis octobre 1997, M3 a augmenté à un rythme annuel de plus en plus soutenu (de + 0,6 % en octobre 1997 à + 4,5 % en juillet 1998). Cette accélération reflète la faiblesse du coût de détention d'encaisses monétaires et la vigueur de la croissance économique. Dans le même temps, P1 a entamé une phase de décélération, même si son taux de croissance annuel est resté dynamique (de + 14,9 % en octobre 1997 à + 8,1 % en juillet 1998). Ce mouvement s'explique à la fois par une réallocation des placements des résidents facilitée par l'arrivée à maturité de certains de ces placements (PEP et PEL).

### Au total, le premier semestre de 1998 a été marqué par une croissance soutenue due à la vigueur de la demande interne

Le produit intérieur brut aux prix de 1980 a, en effet, progressé de 1,3 %, en variation semestrielle, au premier semestre de 1998, après avoir déjà augmenté de 1,9 % au second semestre de 1997, contre un accroissement de 0,9 % sur la période correspondante de l'année précédente.



La demande intérieure (définie comme le total des ressources moins les exportations) a contribué positivement à hauteur de 2 points à la croissance au premier semestre 1998 (1,5 point le semestre précédent), alors que le solde extérieur contribuait, quant à lui, négativement à la croissance semestrielle pour 0,7 point au premier semestre 1998, contre une contribution positive de 0,4 point au second semestre 1997.

La réorientation de la croissance sur des bases internes s'est donc poursuivie au premier semestre de l'année.

## **Des perspectives de croissance favorables à court terme**

Les premiers résultats sectoriels actuellement disponibles et les enquêtes de conjoncture de la Banque de France et de l'INSEE les plus récentes confirment l'affaiblissement de la demande étrangère en provenance des zones extérieures à l'Europe occidentale à la fin du premier semestre et au début du second semestre 1998. Cette inflexion tend à pénaliser diverses branches de l'économie, comme le secteur des biens intermédiaires, et certaines entreprises, fortement exportatrices sur ces zones ou concurrencées par des productions dont les coûts ont été allégés à la suite de dépréciations monétaires.

Toutefois, à court terme, les perspectives d'activité apparaissent satisfaisantes grâce, essentiellement, au recentrage de la croissance sur des bases internes. Le niveau particulièrement bas du coût de financement des entreprises et des ménages favorise, en effet, l'autonomie de la croissance française par la vigueur de l'investissement et de la consommation.

Par ailleurs, l'Europe apparaît comme une zone de stabilité favorisant le dynamisme des échanges intra-européens.

Au total, le troisième trimestre 1998 devrait enregistrer une croissance soutenue.

*Achévé de rédiger le 11 septembre 1998*

## 2. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

### 2.1. La conjoncture économique en août 1998

#### Les indicateurs

En août, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), la hausse des prix de détail a atteint 0,2 %, après une baisse de 0,4 % en juillet. Sur un an, l'indice des prix à la consommation s'est accru de 0,7 %, contre + 0,8 % le mois précédent.

D'après les premiers résultats publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut total a augmenté de 0,7 % en volume (aux prix de l'année 1980) au deuxième trimestre 1998, après une progression de 0,6 % au trimestre précédent. Le glissement annuel du produit intérieur brut a atteint 3,0 % à la fin du premier semestre, contre + 3,4 % à la fin du premier trimestre. L'acquis de croissance du PIB à l'issue du deuxième trimestre est de 2,5 % pour l'année 1998.

Au cours du deuxième trimestre 1998, les ventes de logements neufs ont enregistré une hausse sensible par rapport au trimestre précédent (+ 5,7 %). Cette augmentation est due aussi bien aux maisons individuelles qu'aux logements en immeubles collectifs. Les ventes ont ainsi atteint un niveau très élevé, supérieur de près de 28 % à celui observé un an plus tôt.

En juin, la consommation des ménages en produits manufacturés s'est accrue de 0,2 % (après + 0,4 % en mai) ; au deuxième trimestre, elle augmente de 0,9 %, après une hausse de 1,5 % au premier trimestre. Limités au champ du commerce, les achats des ménages ont progressé de 2,6 % en juin (+ 0,6 % en mai). Sur douze mois, la hausse s'établit à 8,5 %.

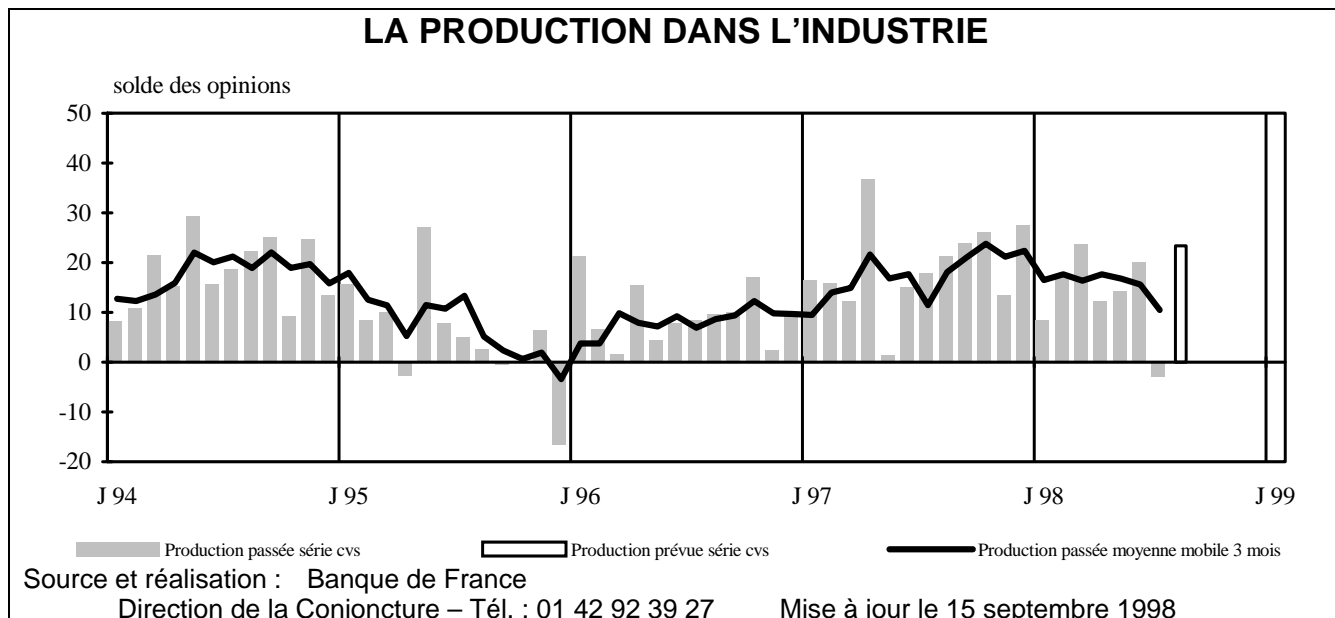
L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 0,5 % au cours du deuxième trimestre 1998 (résultats provisoires) et s'est établi à 13 652 400 emplois, ce qui correspond à une création nette d'emplois de 65 100, après 99 700 le trimestre précédent. En glissement sur un an, 266 100 emplois ont été créés (soit + 2,0 %, après + 1,8 % le trimestre précédent).

Entre fin mai et fin juillet, le nombre des demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1) a diminué de 15 000 personnes, atteignant 2 964 600 unités, contre 2 979 600 en mai ; sur un an, il a reculé de 4,8 %. Le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1 + 6) a baissé de 0,4 % sur deux mois, s'établissant à 3 468 400 unités.

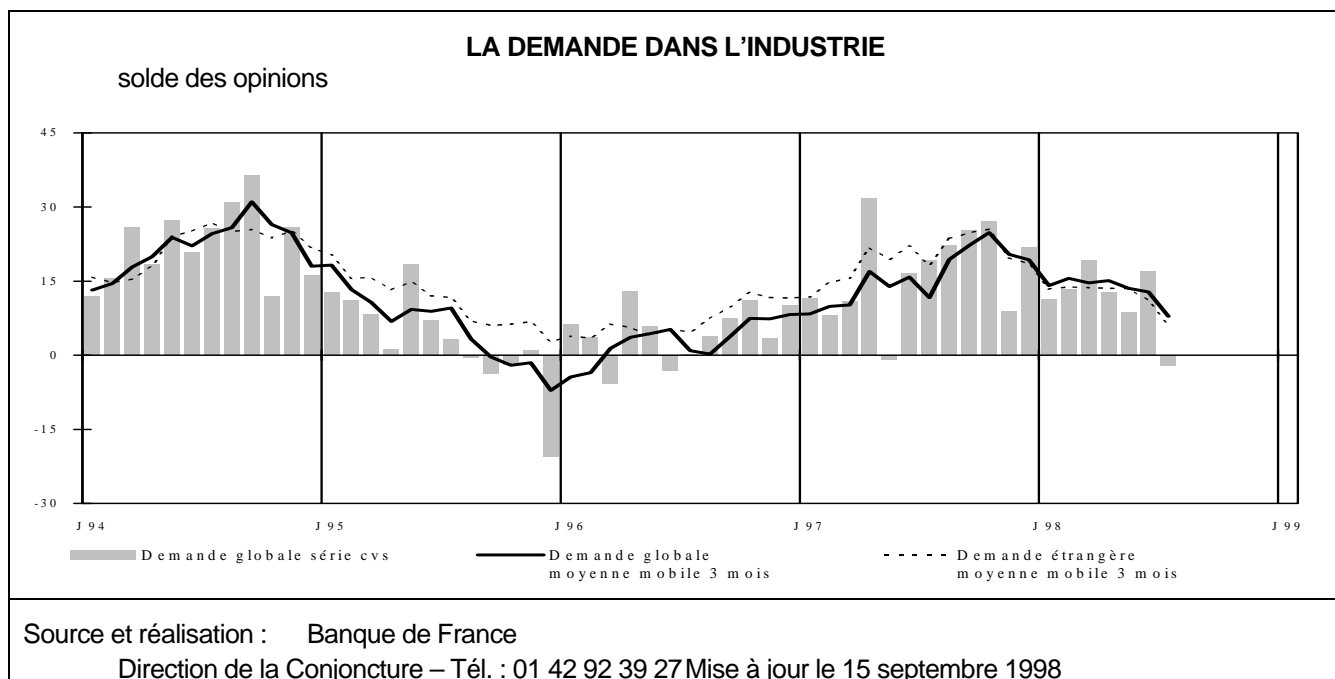
Le taux de chômage (au sens du BIT) s'est établi à 11,8 % de la population active.

La Banque de France publie, pour la première fois, une enquête de conjoncture dans l'industrie portant sur le mois de juillet. Selon les chefs d'entreprise interrogés l'*activité industrielle* s'est, dans l'ensemble, maintenue au niveau élevé atteint en juin.

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

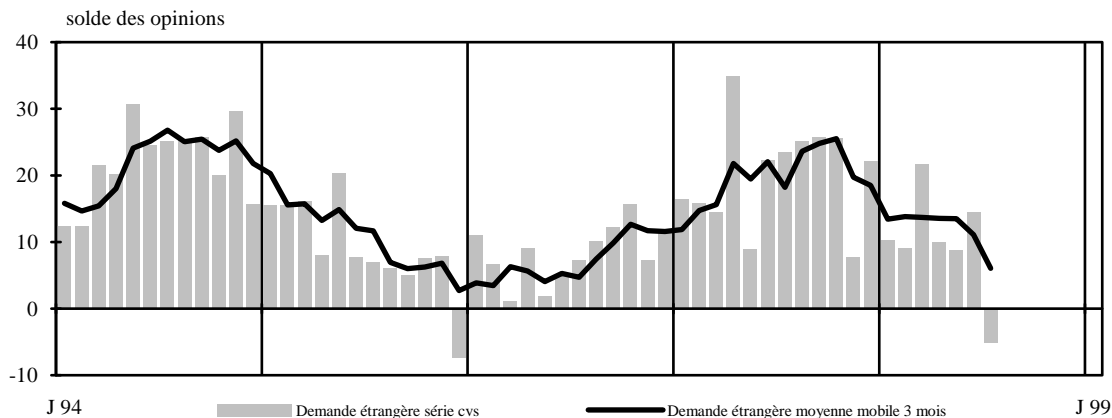


La Banque de France publie, pour la première fois, une enquête de conjoncture dans l'industrie portant sur le mois de juillet. Selon les chefs d'entreprise interrogés l'*activité industrielle* s'est, dans l'ensemble, maintenue au niveau élevé atteint en juin.



La *demande globale* s'est quelque peu infléchie. Sa composition s'est modifiée : le marché intérieur demeure ferme grâce, notamment, à une demande interindustrielle dynamique ; à l'exportation, les débouchés tendent à se réduire avec un repli sensible des ventes vers l'Asie du Sud-Est ; les conséquences de la crise russe apparaissent limitées.

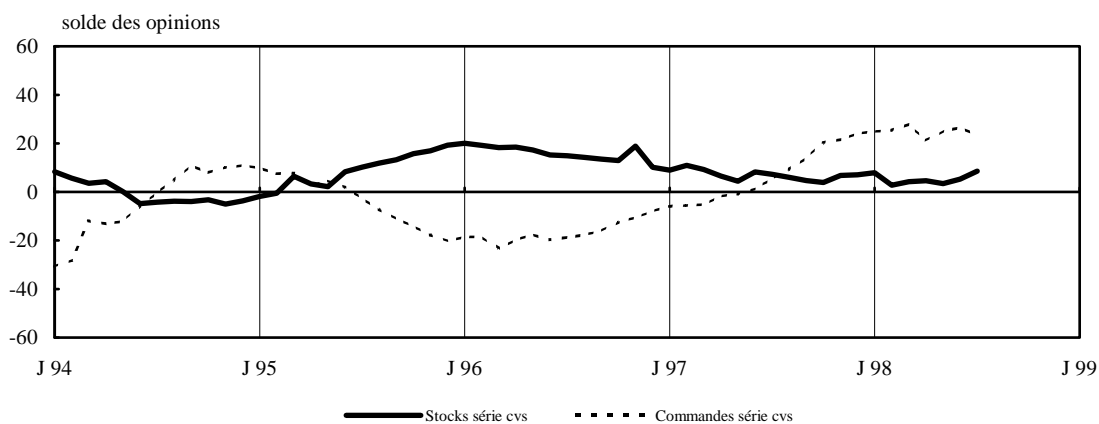
## LA DEMANDE ÉTRANGÈRE DANS L'INDUSTRIE



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

Mise à jour le 15 septembre 1998

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

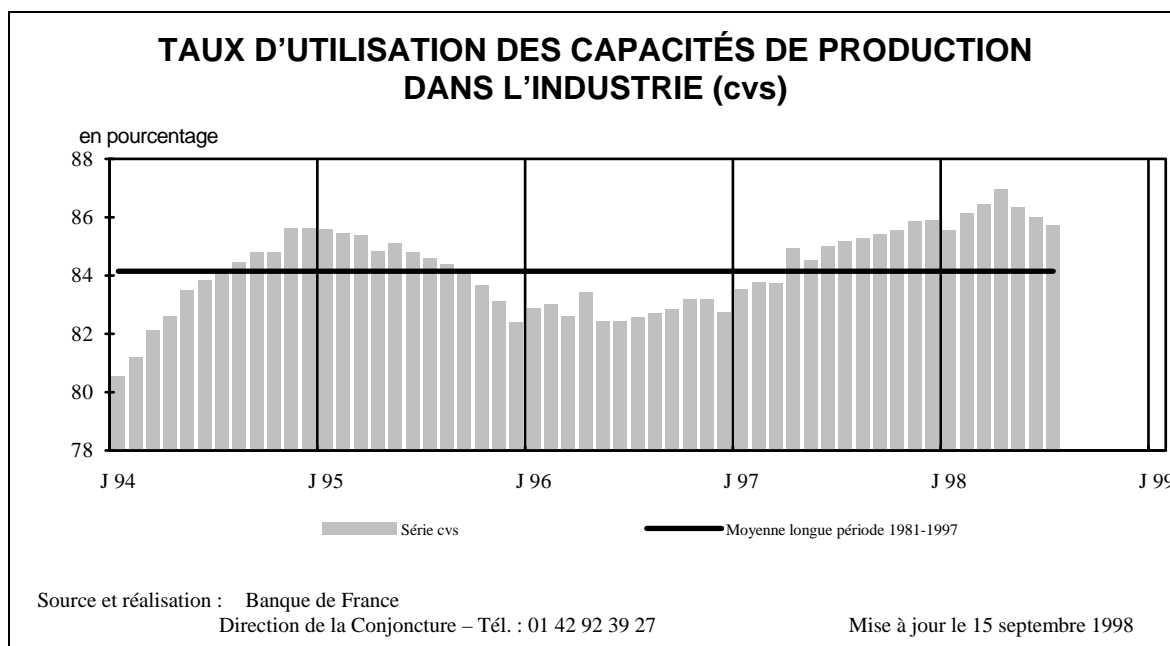


Source et réalisation : Banque de France  
 Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

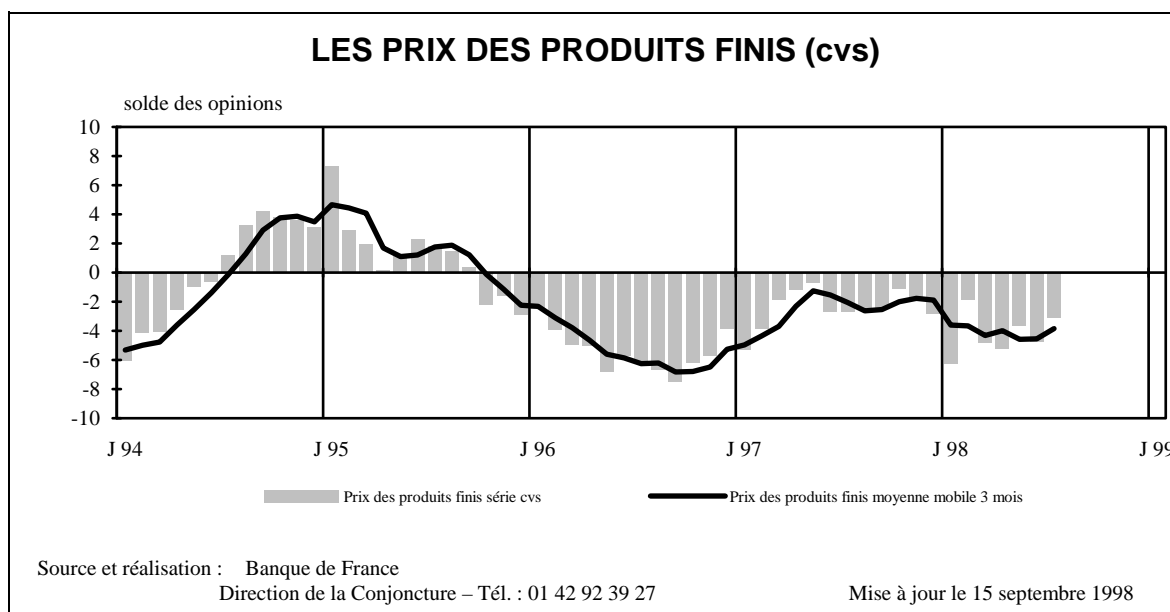
Mise à jour le 15 septembre 1998

Les *carnets de commandes*, à l'issue des congés d'été, apparaissent toujours bien garnis, à l'exception de l'agro-alimentaire où ils sont considérés comme proches de la normale ; les *stocks* demeurent très voisins du niveau souhaité.

*Au cours des prochains mois*, l'activité devrait progresser sensiblement dans tous les secteurs.



Le *taux d'utilisation* des capacités de production s'est très légèrement tassé.



Les *prix des matières premières* sont restés stables en moyenne ; des baisses ont été enregistrées dans certaines branches des industries agro-alimentaires et dans les biens intermédiaires. Les *prix des produits finis* sont demeurés, dans l'ensemble, inchangés.

Les projets d'*investissement* retenus pour 1998 ont été globalement réalisés. Dans certains cas, des investissements de capacité supplémentaires ont été décidés pour résorber les goulots de production. Par ailleurs, les dépenses d'équipement informatique continuent de progresser à un rythme soutenu.

Après un repli en juillet, l'*activité commerciale* s'est redressée en août. Sur le bimestre, elle s'inscrit en léger recul par rapport à la période antérieure mais en nette hausse sur un an.

Les *effectifs* permanents ont peu varié dans l'industrie et le commerce ; ils se sont renforcés dans le bâtiment et les services marchands. Le recours au travail intérimaire et aux contrats à durée déterminée, habituel à cette époque de l'année, a été fort ; des embauches définitives sont de plus en plus fréquemment signalées.

## 2.2. La balance des paiements en juin 1998

L'excédent du compte de transactions courantes subit un net ralentissement en juin (14,5 milliards de francs en données brutes, après 20,1 milliards en mai). L'avance de 8,5 milliards de francs qui subsistait à fin mai pour les cinq premiers mois de l'année par rapport à la période correspondante de l'an dernier a disparu fin juin, le cumul sur le premier semestre portant sur un excédent équivalent d'une année à l'autre (114,7 milliards de francs, contre 114,4 milliards).

Le recul constaté en juin provient essentiellement des revenus, notamment de portefeuille, qui sont devenus déficitaires, tout en restant excédentaires sur l'ensemble du premier semestre. L'excédent des voyages a fortement progressé, de 5,6 milliards de francs à 8,6 milliards d'un mois à l'autre, consolidant l'amélioration de l'excédent constaté depuis le début de l'année (32,6 milliards, contre 30,6 milliards à fin juin 1997).

Le compte financier enregistre également un solde positif, imputable pour une large part aux opérations du secteur bancaire (58,6 milliards de francs), alors que les investissements directs, moins amples que le mois précédent du côté des investissements français à l'étranger, et les investissements de portefeuille sont à l'origine de sorties de capitaux, respectivement à hauteur de 3,5 milliards et 60,4 milliards.

Dans un contexte marqué par la poursuite de la progression des principales bourses internationales et par la baisse des taux obligataires, les achats de titres étrangers par les résidents ont atteint près de 100 milliards de francs en juin (98,8 milliards, contre 67,4 milliards en mai) répartis entre les principales catégories de titres (obligations, instruments du marché monétaire et actions, ces dernières connaissant un net regain d'intérêt en juin). Les opérations du mois de juin portent le total acquis par les résidents sur le premier semestre à 454 milliards de francs, investis à près de 70 % en valeurs libellées dans les devises de l'Union monétaire. Pour leur part, les non-résidents ont maintenu leur intérêt pour les titres français, privilégiant les obligations (36,3 milliards de francs), notamment celles du secteur public. Ces achats continus depuis plusieurs mois ont fait progresser le taux de détention de la dette de l'État par les non-résidents de 13,9 % à 14,5 % en un mois.

Enfin, les avoirs de réserve se sont à nouveau renforcés, de 5,6 milliards de francs, portant à 50,9 milliards leur augmentation sur le premier semestre.

## BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

*(données brutes – en millions de francs)*

	Année 1997 (a)	Année 1996 (a)	Mars 1998 (b)	Avril 1998 (c)	Mai 1998 (c)	Juin 1998 (c)	6 mois 1997 (a)	6 mois 1998 (c)
<b>COMPTE</b>								
<b>DE TRANSACTIONS COURANTES ....</b>	<b>230 117</b>	<b>104 984</b>	<b>17 741</b>	<b>17 749</b>	<b>20 134</b>	<b>14 505</b>	<b>114 383</b>	<b>114 654</b>
<i>Biens .....</i>	164 298	76 515	15 827	16 470	13 979	13 708	72 779	82 417
<i>Services.....</i>	102 623	77 281	8 587	7 662	9 425	11 212	46 418	47 655
<i>Autres biens et services .....</i>	0	5 965	0	0	0	0	0	0
<i>Total « Biens et services » .....</i>	<b>266 921</b>	<b>159 761</b>	<b>24 414</b>	<b>24 132</b>	<b>23 404</b>	<b>24 920</b>	<b>119 197</b>	<b>130 072</b>
<i>Revenus.....</i>	19 161	- 10 019	- 589	- 2 123	1 715	- 4 774	8 713	3 286
<i>Transferts courants .....</i>	- 55 965	- 44 758	- 6 084	- 4 260	- 4 985	- 5 641	- 13 527	- 18 704
<b>COMPTE DE CAPITAL.....</b>	<b>8 564</b>	<b>6 295</b>	<b>- 329</b>	<b>537</b>	<b>88</b>	<b>319</b>	<b>5 258</b>	<b>3 129</b>
<b>COMPTE FINANCIER.....</b>	<b>- 264 400</b>	<b>- 115 872</b>	<b>- 34 764</b>	<b>- 21 685</b>	<b>- 21 162</b>	<b>7 649</b>	<b>- 161 099</b>	<b>- 123 295</b>
<i>Investissements directs .....</i>	- 72 436	- 43 275	- 5 715	16 017	- 23 564	- 3 521	- 24 454	- 35 145
– Français à l'étranger .....	- 207 688	- 155 615	- 20 887	- 22 747	- 32 733	- 16 526	- 80 037	- 120 638
– Étrangers en France .....	135 252	112 340	15 172	38 764	9 169	13 005	55 583	85 493
<i>Investissements de portefeuille.....</i>	- 149 078	- 308 995	1 504	- 17 874	- 23 908	- 60 405	- 51 883	- 236 092
– Avoirs .....	- 415 255	- 271 414	- 55 169	- 41 915	- 67 384	- 98 832	- 137 491	- 453 236
– Engagements.....	266 177	- 37 581	56 673	24 041	43 476	38 427	85 608	217 144
<i>Autres investissements.....</i>	- 8 607	237 627	- 24 649	117	35 051	77 201	- 65 312	198 859
– Avoirs .....	- 304 794	136 858	- 45 761	61 882	59 573	17 981	- 91 383	6 524
– Engagements.....	296 187	100 769	21 112	- 61 765	- 24 522	59 220	26 071	192 335
<i>Avoirs de réserve.....</i>	- 34 279	- 1 229	- 5 904	- 19 945	- 8 741	- 5 626	- 19 450	- 50 917
<b>ERREURS ET OMISSIONS NETTES...</b>	<b>25 719</b>	<b>4 593</b>	<b>17 352</b>	<b>3 399</b>	<b>940</b>	<b>- 22 473</b>	<b>41 458</b>	<b>5 512</b>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 3 septembre 1998



## BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

### Compte de transactions courantes et compte de capital

*(données brutes – en millions de francs)*

	Année 1997 (a)	Année 1996 (a)	Mai 1998 (b)	Juin 1998 (b)	6 mois 1997 (a)	6 mois 1998 (b)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES..</b>	<b>230 117</b>	<b>104 984</b>	<b>20 134</b>	<b>14 505</b>	<b>114 383</b>	<b>114 654</b>
<b>Biens .....</b>	<b>164 298</b>	<b>76 515</b>	<b>13 979</b>	<b>13 708</b>	<b>72 779</b>	<b>82 417</b>
<i>Marchandises générales .....</i>	<i>154 741</i>	<i>65 853</i>	<i>13 553</i>	<i>13 306</i>	<i>68 946</i>	<i>78 505</i>
<b>Services .....</b>	<b>102 623</b>	<b>77 281</b>	<b>9 425</b>	<b>11 212</b>	<b>46 418</b>	<b>47 655</b>
<i>Transports .....</i>	<i>- 2 158</i>	<i>- 2 306</i>	<i>434</i>	<i>- 170</i>	<i>- 1 666</i>	<i>1 579</i>
– Transports maritimes .....	- 7 852	- 6 082	- 324	- 779	- 3 802	- 3 936
– Transports aériens.....	- 285	- 1 811	57	- 2	- 468	405
– Autres.....	5 979	5 587	701	611	2 604	5 110
<i>Voyages .....</i>	<i>66 732</i>	<i>54 287</i>	<i>5 622</i>	<i>8 579</i>	<i>30 561</i>	<i>32 553</i>
<i>Autres services aux entreprises .....</i>	<i>32 742</i>	<i>21 216</i>	<i>2 551</i>	<i>3 088</i>	<i>15 894</i>	<i>12 926</i>
<i>Services personnels, culturels et récréatifs .....</i>	<i>- 2 379</i>	<i>- 2 139</i>	<i>7</i>	<i>- 630</i>	<i>- 871</i>	<i>- 1 644</i>
<b>Autres biens et services .....</b>	<b>0</b>	<b>5 965</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Total « Biens et services » .....</b>	<b>266 921</b>	<b>159 761</b>	<b>23 404</b>	<b>24 920</b>	<b>119 197</b>	<b>130 072</b>
<b>Revenus .....</b>	<b>19 161</b>	<b>- 10 019</b>	<b>1 715</b>	<b>- 4 774</b>	<b>8 713</b>	<b>3 286</b>
<b>Transferts courants .....</b>	<b>- 55 965</b>	<b>- 44 758</b>	<b>- 4 985</b>	<b>- 5 641</b>	<b>- 13 527</b>	<b>- 18 704</b>
<i>dont : Secteur des administrations publiques.....</i>	<i>- 46 836</i>	<i>- 40 301</i>	<i>- 3 738</i>	<i>- 4 471</i>	<i>- 10 724</i>	<i>- 15 311</i>
<b>COMPTE DE CAPITAL .....</b>	<b>8 564</b>	<b>6 295</b>	<b>88</b>	<b>319</b>	<b>5 258</b>	<b>3 129</b>
<i>dont : Acquisitions d'actifs non financiers.....</i>	<i>- 128</i>	<i>- 94</i>	<i>- 34</i>	<i>15</i>	<i>- 37</i>	<i>- 228</i>

*(données cvs-cjo – en millions de francs)*

	Année 1997 (a)	Année 1996 (a)	Mai 1998 (b)	Juin 1998 (b)	6 mois 1997 (a)	6 mois 1998 (b)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES..</b>	<b>228 525</b>	<b>105 033</b>	<b>22 388</b>	<b>11 152</b>	<b>107 480</b>	<b>107 057</b>
<b>Biens .....</b>	<b>163 795</b>	<b>78 048</b>	<b>13 843</b>	<b>15 207</b>	<b>71 977</b>	<b>81 523</b>
<i>Marchandises générales .....</i>	<i>154 023</i>	<i>67 513</i>	<i>12 999</i>	<i>14 270</i>	<i>68 380</i>	<i>77 798</i>
<b>Services .....</b>	<b>101 261</b>	<b>77 004</b>	<b>11 200</b>	<b>8 040</b>	<b>49 274</b>	<b>50 644</b>
<i>Transports .....</i>	<i>- 2 174</i>	<i>- 2 388</i>	<i>290</i>	<i>- 184</i>	<i>- 1 496</i>	<i>1 815</i>
– Transports maritimes .....	- 7 802	- 6 027	- 445	- 816	- 3 783	- 3 916
– Transports aériens.....	- 417	- 1 838	117	- 37	120	1 110
– Autres.....	6 095	5 599	624	603	2 436	4 930
<i>Voyages .....</i>	<i>66 189</i>	<i>54 187</i>	<i>5 717</i>	<i>5 856</i>	<i>31 806</i>	<i>33 880</i>
<i>Autres services aux entreprises.....</i>	<i>32 511</i>	<i>21 021</i>	<i>3 724</i>	<i>2 640</i>	<i>16 064</i>	<i>11 379</i>
<b>Revenus .....</b>	<b>21 326</b>	<b>- 9 250</b>	<b>- 2 118</b>	<b>- 6 172</b>	<b>15 265</b>	<b>12 243</b>
<i>Rémunération des salariés .....</i>	<i>10 853</i>	<i>10 652</i>	<i>728</i>	<i>862</i>	<i>5 167</i>	<i>5 399</i>
<i>Revenus des investissements .....</i>	<i>10 623</i>	<i>- 19 913</i>	<i>- 3 066</i>	<i>- 6 366</i>	<i>10 594</i>	<i>7 412</i>
– Revenus des investissements directs.....	22 715	32 263	1 019	818	21 108	19 208
– Revenus des investissements de portefeuille ....	- 48 067	- 65 117	- 7 099	- 8 299	- 23 655	- 19 386
– Autres revenus des investissements .....	23 193	20 559	1 585	2 438	12 127	16 212
<b>Transferts courants.....</b>	<b>- 55 326</b>	<b>- 45 532</b>	<b>- 4 724</b>	<b>- 4 434</b>	<b>- 17 962</b>	<b>- 21 718</b>
<i>dont : Secteur des administrations publiques.....</i>	<i>- 45 005</i>	<i>- 40 677</i>	<i>- 3 189</i>	<i>- 2 917</i>	<i>- 13 354</i>	<i>- 16 991</i>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 3 septembre 1998

## 2.2.1. Les transactions courantes

Avec un excédent de 11,2 milliards de francs en données cvs, les opérations de transactions courantes ont marqué au mois de juin un recul sensible à la fois par rapport au mois précédent et par rapport à juin 1997. Il s'agit également du troisième mois consécutif de baisse par rapport aux mois correspondants de 1997.

La stabilité sur le premier semestre par rapport à la période correspondante de 1997, alors que jusqu'à la fin du mois de mai l'excédent cumulé des transactions courantes s'avérait supérieur à celui de l'année précédente, marque donc une inflexion de tendance.

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

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

Avec 15 milliards de francs cvs, l'excédent du commerce extérieur s'inscrit en hausse de 2 milliards par rapport au mois de mai. Cette évolution s'explique, d'une part, par la progression des exportations qui dépassent pour la troisième fois de l'année le niveau élevé de 149 milliards de francs et, d'autre part, par un léger tassement des importations. Ces dernières enregistrent depuis trois mois une lente érosion, après les pics de février et mars, en grande partie liée à la réduction des importations d'énergie. En revanche, elles progressent sur les six premiers mois de l'année par rapport au second semestre de 1997 (+ 2,7 %), en particulier dans le secteur automobile et les biens d'électronique grand public. Par rapport aux six premiers mois de 1997, la hausse est de 7,7 %, et concerne notamment les biens d'équipement (+ 17,6 %).

De leur côté, les exportations ont cessé de s'accroître au deuxième trimestre et n'ont augmenté que de 1,5 % d'un semestre à l'autre, enregistrant peu à peu les effets de la crise asiatique, puis un repli des ventes à l'Union européenne. Cependant, les ventes de biens d'équipement industriels, notamment grâce à l'aéronautique, se développent rapidement au deuxième trimestre (+ 5,6 %), après une légère contraction au trimestre précédent.

Les échanges commerciaux dégagent, en cumul à fin juin 1998, un excédent de 83,2 milliards de francs, contre 77,8 milliards pour la période correspondante de 1997. Ce résultat, en revanche, s'inscrit en retrait par rapport à celui du semestre précédent (+ 91,4 milliards de francs).

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

– Après trois mois consécutifs de repli, les exportations vers les *pays de l'Union européenne* sont de nouveau bien orientées en juin, à 92,6 milliards de francs, principalement vers l'Allemagne (+ 4,1 %), le Royaume-Uni (+ 7,6 %) et l'Espagne (+ 5,3 %). Grâce à un tassement conjugué des importations (– 0,6 %), l'excédent avec la zone se renforce pour se rapprocher du niveau de la moyenne de 1997. Les ventes d'aéronefs au Royaume-Uni et à l'Espagne, de biens d'équipement professionnels (notamment de composants électroniques) à l'Allemagne et d'automobiles au Royaume-Uni et à l'Allemagne, pays avec lequel le déficit bilatéral se réduit (de 1,6 milliard de francs à 0,2 milliard) sont à l'origine de ces résultats. En baisse avec la majorité des pays partenaires, les importations demeurent toutefois globalement à un niveau élevé (85,7 milliards de francs).

– Grâce à de fortes ventes d'aéronautique, les exportations vers les *États-Unis* demeurent soutenues, à plus de 11 milliards de francs, tandis que les importations enregistrent un tassement assez sensible de 5 %, à 11,8 milliards, après une moyenne sur les six derniers mois de 12,8 milliards. Au total, le déficit se situe à l'un des niveaux les plus faibles depuis dix ans.

En revanche, le solde des échanges avec le *Japon* se dégrade à nouveau, principalement sous l'effet d'une contraction des exportations de plus de 20 %, liée à l'absence de ventes aéronautiques et à de moindres ventes de vins.

– La contraction de l'excédent avec les *pays hors OCDE* s'explique par la réduction des opérations exceptionnelles enregistrées en mai avec la zone « reste du monde ». En revanche, le

mois de juin est marqué par une réduction sensible du déficit avec les *pays d'Asie à économie en développement rapide*, dont les achats aéronautiques ont été, malgré la crise, relativement soutenus (+ 2,9 milliards de francs). Dans les autres secteurs, les exportations vers ces pays ont, en revanche, nettement reculé. Les excédents s'améliorent avec les *pays du Moyen-Orient* et les *pays de l'Est*, vis-à-vis desquels les exportations s'avèrent dynamiques (au-dessus de 6 milliards de francs). Le solde est, en revanche, stable avec les *pays d'Afrique*, malgré une nette poussée des importations.

*Évolution par produits (évolutions mensuelles en données CAF-FAB cvs, évolutions annuelles en données CAF-FAB brutes)*

– Après trois mois à moins de 9,5 milliards de francs, l'*excédent industriel et militaire* se renforce sensiblement grâce à un solde civil en progression de 3,2 milliards de francs, les exportations militaires ayant, en revanche, fléchi.

Les biens d'équipement professionnels bénéficient toujours de la très bonne orientation des ventes aéronautiques (14 *Airbus* en juin, pour un montant de 5,9 milliards de francs, et près de 1 milliard concernant des appareils d'affaires ou d'occasion) et de la construction navale. Ces bonnes performances permettent à l'excédent de la branche d'atteindre son niveau le plus élevé de ces trente-six derniers mois.

Après plusieurs mois à plus de 33 milliards de francs, les exportations de biens intermédiaires, malgré une légère progression en juin, de 0,8 %, confirment le tassement observé en mai (moindres ventes au Royaume-Uni, à la Belgique et à l'Allemagne). L'atténuation du déficit du mois repose essentiellement sur le recul des importations, principalement imputable aux demi-produits non métalliques. Toujours soutenues par les marchés espagnols et britanniques, les exportations automobiles ont également enregistré une poussée en Allemagne, progressant globalement à leur plus haut niveau. Dans un contexte de reprise du marché français, les achats se renforcent et retrouvent un niveau comparable à ceux de fin 1995-début 1996. L'excédent atteint 5 milliards de francs pour le secteur automobile et celui des pièces détachées et matériel utilitaire.

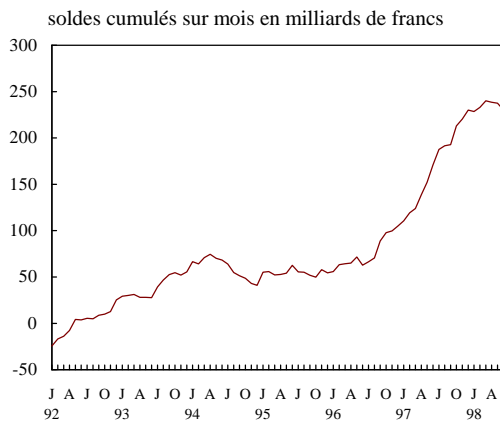
Le déficit des biens d'équipement électroménager et d'électronique grand public se creuse sous l'effet d'une diminution des exportations, alors que les achats demeurent importants, à plus de 3,2 milliards de francs depuis quatre mois, après un pic en janvier et février. Enfin, les échanges de biens de consommation se stabilisent, se soldant par un déficit inchangé, à – 0,8 milliard de francs.

– Le nouveau repli de l'*excédent agro-alimentaire* vient d'une contraction des exportations de produits bruts. Exception faite du mois d'avril et malgré la légère progression observée en juin, les exportations de produits transformés demeurent en deçà des niveaux enregistrés notamment au troisième trimestre 1997 à la suite de moindres ventes d'alcools et de viande et d'un retournement des cours du sucre.

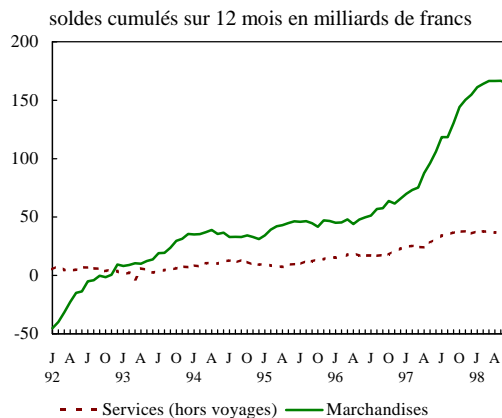
– La contraction des achats, avec un prix du baril plus bas, permet une stabilisation du *déficit énergétique* à un niveau très faible.

## BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

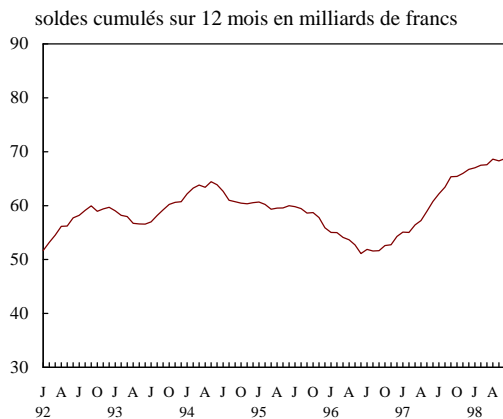
### Transactions courantes



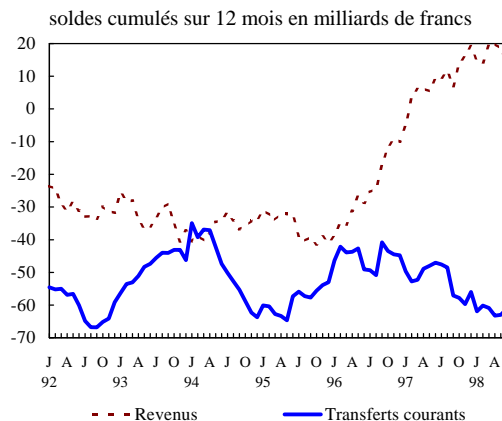
### Marchandises et services (hors voyages)



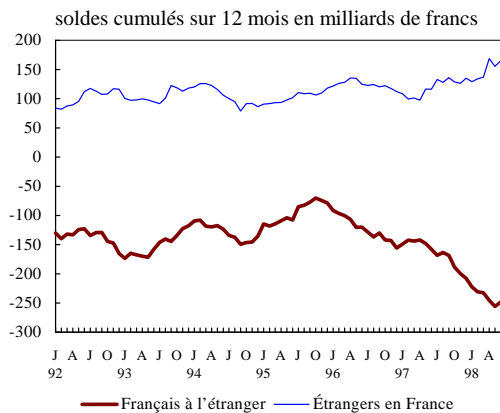
### Voyages



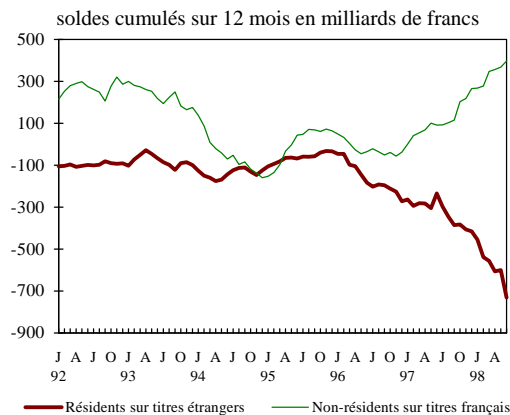
### Autres lignes des transactions courantes



### Investissements directs (a)



### Investissements de portefeuille (a)



(a) En signe de balance

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85 Mise à jour le 3 septembre 1998

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

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

Grâce à la nouvelle hausse de l'excédent du commerce extérieur, celui des biens, qui s'était stabilisé depuis quatre mois entre 13 milliards de francs et 14 milliards, progresse à 15,2 milliards, soit le solde le plus élevé depuis le début de l'année, mais inférieur cependant à celui enregistré en juin 1997 (17,5 milliards). Le solde cumulé sur les six premiers mois conserve toutefois son avance par rapport à celui à fin juin 1997, même si celle-ci tend à se réduire.

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

Après un pic au mois de mai à 11,2 milliards de francs en données cvs, l'excédent des échanges de services se contracte en juin à 8 milliards de francs, sous l'effet d'une progression beaucoup plus rapide des dépenses (+ 14,2 %) que des recettes (+ 2,8 %).

Au terme du premier semestre, l'augmentation des dépenses par rapport aux six premiers mois de 1997 (+ 7,9 %) demeure supérieure à celle des recettes (+ 6,8 %) dont la progression s'avère deux fois moins rapide qu'en 1997, réduisant l'écart de solde entre les deux années.

– Les services de *transports* enregistrent un tassement en juin, à – 0,2 milliard de francs, après cinq mois de léger excédent. La baisse, observable sur deux des trois postes des transports (mer et air) concerne cependant avant tout les transports maritimes, dont le déficit se creuse à 0,8 milliard de francs, après seulement 0,4 milliard en mai, pour devenir le plus important depuis le début de l'année. Le solde des transports aériens, quant à lui, devient juste équilibré, tandis que celui des transports routiers, ferroviaires et autres se stabilise autour de 0,6 milliard de francs.

– Les *voyages*, premier poste des services, enregistrent une progression modérée de leur excédent, malgré une forte poussée des recettes (+ 10,7 %), presque entièrement compensée par des dépenses en hausse plus sensible (+ 16,6 %). En effet, favorisées par une situation économique mieux orientée, les dépenses des Français à l'étranger, se maintenant depuis 10 mois à un niveau élevé de plus de 8 milliards de francs, ont atteint un pic en juin, à 9,5 milliards, avec comme destinations privilégiées l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne ainsi que les États-Unis. En cumul depuis le début de l'année, elles excèdent de 6 % celles à fin juin 1997 avec toujours une prédominance de l'Union européenne (Allemagne, Italie et Royaume-Uni, alors que l'Espagne recule) et de l'Amérique du Nord. En juin, le niveau particulièrement élevé des dépenses tend à masquer, en solde, la progression des recettes, liée en grande partie à l'événement de la Coupe du monde de football, qui a essentiellement attiré Allemands, Italiens et Néerlandais, mais aussi, semble-t-il, des ressortissants des États-Unis dont les dépenses en France sont également en hausse marquée. À la fin du premier semestre, les recettes totales de la France en matière touristique continuent de s'accroître d'une année à l'autre (+ 6 %), confortant sa situation privilégiée dans ce secteur.

– Les soldes des autres postes des services évoluent globalement à la baisse en juin, principalement celui des *services de construction* ainsi que celui des *services divers aux entreprises* (regroupant notamment la coopération technique, la participation aux frais de gestion entre sociétés mères et filiales et les frais de publicité), pour lesquels la hausse des dépenses s'est doublée d'un fléchissement des recettes. Pour la ligne des services de construction, qui avait accumulé depuis le début de l'année des recettes en hausse marquée (4 milliards de francs de plus à fin mai par rapport aux cinq premiers mois de 1997) — correspondant aux versements d'acomptes de la part des maîtres d'ouvrage étrangers, sans que les dépenses, liées au déroulement des chantiers, n'aient augmenté dans les mêmes proportions — la tendance s'est inversée au mois de juin. Sur six mois, les règlements nets concernant les chantiers en cours n'ont cependant pas enregistré le tassement constaté de l'activité hors métropole des sociétés résidentes, en particulier au premier trimestre. Enfin, l'excédent cumulé des services de *négoce international*, malgré une amélioration en juin, s'est réduit par rapport à 1997, notamment pour le secteur des négociants céréaliers.

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

Les *revenus* dégagent pour le deuxième mois consécutif un solde négatif, après quatre mois d'excédent, résultant d'une quasi-stabilité des recettes, alors que les dépenses progressent de 13,8 %, évolution entièrement imputable aux revenus des investissements.

– Le solde des *revenus d'investissements directs*, s'il demeure positif, enregistre un repli pour le quatrième mois consécutif, malgré une légère remontée des dividendes perçus par les résidents en juin, les versements par les sociétés résidentes à leurs actionnaires étrangers ayant augmenté plus rapidement. À fin juin, le montant des dividendes nets perçus par les résidents s'avère inférieur de 2 milliards de francs à ceux perçus à l'issue de la période correspondante de 1997.

– L'évolution des revenus provenant des *investissements de portefeuille* se traduit par un accroissement des versements de dividendes et coupons à des non-résidents, sans remettre toutefois en cause la tendance à la hausse plus rapide des recettes que des dépenses observée depuis le début de l'année, dans un contexte de très nette poursuite du développement des échanges de titres et donc des versements des revenus associés. Le montant cumulé à fin juin des coupons et dividendes perçus de l'étranger dépasse, en effet, celui des revenus perçus pour l'année 1996 et représente 70 % de ceux reçus pour l'année 1997, témoignant de l'accroissement du nombre de titres étrangers détenus par les résidents, une évolution comparable étant constatée pour les titres français détenus par les non-résidents.

– Enfin, les revenus liés aux *autres investissements* (placements, prêts, emprunts...) ont dégagé un excédent en progression par rapport à mai. Les intérêts perçus par les résidents depuis le début de l'année, et notamment par le secteur bancaire, s'améliorent de 4 milliards de francs par rapport à la période correspondante de 1997.

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

Le déficit des transferts courants continue de se creuser en juin (5,6 milliards de francs, contre 5 milliards en mai) essentiellement imputable aux transferts des administrations publiques, principalement avec les institutions de l'Union européenne, vis-à-vis desquelles le déficit s'accroît, passant de 1,9 milliard de francs à 2,2 milliards. À une légère diminution des recettes s'ajoute une plus forte contribution de la France au titre du PNB, ainsi qu'une cotisation « sucre » majorée. Sur les six premiers mois de l'année, le déficit des administrations publiques s'établit à –3,3 milliards de francs, contre un excédent de 3,9 milliards en 1997.

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

(en données brutes)

Le solde excédentaire des transferts en capital se renforce en juin grâce à de plus forts versements de l'Union européenne au titre du Féoga-orientation. Toutefois, au terme du premier semestre, les transferts en capital en provenance de l'Union européenne, qui représente l'essentiel du poste, sont beaucoup moins importants que l'année précédente (4 milliards de francs, contre 7,1 milliards pour les six premiers mois de 1997).

### 2.2.3. Le compte financier

Compte tenu d'erreurs et omissions fortement négatives, le compte financier présente, en juin, un excédent qui traduit des placements nets de l'étranger en France sous forme d'investissements de portefeuille et de dépôts dans le secteur bancaire.

Sur le premier semestre, au contraire, bien que les résidents aient plus que triplé leurs achats de titres étrangers, le compte financier fait apparaître des sorties de capitaux de moindre ampleur qu'au premier semestre de l'année précédente (123,3 milliards de francs, contre 161,1 milliards).

#### **Investissements directs**

Les investissements directs (y compris les bénéfiques réinvestis) ont été à l'origine de sorties nettes de 3,5 milliards de francs, après 23,6 milliards le mois précédent, sous l'effet conjugué d'un fléchissement des flux nets d'investissements français à l'étranger, après un mois de mai particulièrement fort, et d'une reprise des flux nets d'investissements étrangers en France.

Les flux nets d'*investissements français à l'étranger* reviennent de 32,7 milliards de francs à 16,5 milliards, dont 0,7 milliard d'apports nets en capital social et 14,9 milliards au titre des « autres opérations ». Le repli des flux nets d'apports en capital tient à plusieurs opérations de désinvestissement, la principale concernant le secteur des assurances. En outre, les prêts à court terme et les flux de trésorerie entre affiliés, recensés sous la rubrique des « autres opérations », se sont soldés par de moindres sorties nettes.

En revanche, les *investissements étrangers en France* ont enregistré une sensible reprise en juin, pour s'établir à 13 milliards de francs, après 9,2 milliards en mai. Cette évolution résulte à la fois des opérations en capital (4,8 milliards de francs, au lieu de 2,1 milliards) et des « autres opérations » (7,9 milliards de francs, contre 6,8 milliards).

Au cours des six premiers mois de 1998, les flux nets d'investissements directs ont augmenté, dans les deux sens, de moitié par rapport à la période correspondante de 1997, principalement en raison d'une progression marquée des « autres opérations ».

#### **Investissements de portefeuille**

Des sorties nettes de 60,4 milliards de francs ont été enregistrées en juin (produits financiers dérivés inclus).

Les *achats nets de titres étrangers par les résidents* ont atteint 98,8 milliards de francs. Ces acquisitions ont porté sur les obligations (libellées à près de 70 % en monnaies de l'Union monétaire), pour 35,7 milliards de francs, sur les actions, à hauteur de 32,7 milliards et sur les instruments du marché monétaire, pour 25,2 milliards.

Depuis le début de 1998, les investissements de portefeuille des résidents s'élèvent à 453,2 milliards de francs, soit plus du triple du chiffre atteint au cours des six premiers mois de 1997 (137,5 milliards). Cet accroissement a concerné plus particulièrement les instruments du marché monétaire, dont les achats par les résidents ont décuplé, mais également les actions et les obligations.

Les *non-résidents* ont été acquéreurs de *titres français*, à hauteur de 38,4 milliards de francs. Dans le sillage de la baisse des taux longs, les achats d'obligations et assimilés se sont élevés à 36,3 milliards de francs, dont 18,8 milliards pour les OAT. Les acquisitions d'actions, dans un contexte haussier du marché boursier parisien, ont atteint 6,4 milliards de francs. En revanche, les instruments du marché monétaire ont fait l'objet de cessions nettes pour 12,3 milliards de francs, dont 1 milliard en ce qui concerne les BTF.

Au cours des six premiers mois, les acquisitions des non-résidents atteignent ainsi 217,1 milliards de francs, soit plus de deux fois et demi le montant enregistré au titre de la période correspondante de 1997 (85,6 milliards de francs). Cette progression résulte d'une très forte poussée des achats d'obligations (+ 638 %) et d'une hausse marquée des achats d'actions (+ 66 %), mais les non-résidents ont également procédé à d'importants dégagements sur les instruments du marché monétaire français.

### ***Autres investissements***

En juin, les « autres investissements » ont été à l'origine d'entrées nettes de 77,2 milliards de francs, sous l'effet conjugué d'une hausse des engagements de 59,2 milliards et d'une diminution des avoirs de 18 milliards.

L'analyse par secteurs souligne la contribution essentielle à ce mouvement des opérations du secteur bancaire qui dégagent un solde positif net de 58,6 milliards de francs. Les engagements des banques vis-à-vis des non-résidents ont sensiblement augmenté (48,7 milliards de francs), affectant tout particulièrement ceux à court terme libellés en francs (50,8 milliards). À l'inverse, l'encours des créances s'est contracté de 9,9 milliards de francs, mais l'évolution résulte principalement du fléchissement des prêts en devises consentis aux non-résidents (46,5 milliards) compensés, en partie, par l'accroissement des prêts en francs, à hauteur de 36,9 milliards.

Parallèlement, les flux financiers des autres secteurs ont donné lieu à des entrées de 18,2 milliards de francs, en liaison notamment avec les liquidations d'avoirs des résidents à l'étranger.

Au premier semestre 1998, les mouvements de capitaux des « autres investissements » se sont traduits par des entrées nettes de 198,9 milliards de francs, pour l'essentiel initiés par le secteur bancaire (+ 235,9 milliards) et partiellement compensés par les sorties au titre des autres secteurs (- 37 milliards).

### ***Avoirs de réserve***

En juin 1998, les avoirs de réserve bruts ont enregistré une augmentation de 5,6 milliards de francs. Au total, sur les six premiers mois de l'année 1998, ils se sont accrus de 50,9 milliards de francs, contre 19,5 milliards pour la période correspondante de 1997.



### 3. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Les moyens de paiement ( $M1$ ) se sont repliés de 0,2 % en juillet 1998, après avoir progressé de 0,2 % en juin. En dépit d'un léger fléchissement, leur glissement annuel est demeuré élevé (+ 8,4 %, après + 10,0 % en juin). Après s'être stabilisés en juin, les placements recensés dans  $M2 - M1$  se sont accrus de 0,3 % en juillet et ont enregistré une variation annuelle de + 8,0 %. Ces évolutions sont notamment imputables au dynamisme des livrets d'épargne populaire et des livrets soumis à l'impôt, qui a plus que compensé le nouveau repli observé sur les livrets A et bleus, suite à la baisse de leurs rémunérations intervenue en juillet. Les placements liquides rémunérés à des taux indexés sur ceux du marché monétaire ( $M3 - M2$ ) se sont redressés en juillet (+ 0,8 %, contre - 0,2 %) et leur glissement annuel, tout en demeurant négatif, s'est inscrit dans une tendance au ralentissement de leur contraction (- 2,1 %, après - 4,0 % en juin). La croissance mensuelle de  $M3$  s'est établie à 0,3 %, et sa progression sur un an s'est stabilisée à 4,5 %. Au total,  $M3 + P1$  continue de croître à un rythme soutenu (+ 5,5 %, après + 5,7 % en juin).

Sur un an, la croissance de l'*endettement intérieur total* est revenue à + 3,5 % à la fin juin 1998, après + 4,2 % à fin mai 1998. Après avoir enregistré une progression annuelle de 2,0 % au cours des deux mois précédents, les crédits à l'économie ont marqué un net fléchissement en juin (+ 0,7 %), sous l'effet du mouvement de désendettement des collectivités locales. Le ralentissement de la croissance des financements levés sur les marchés internes s'est poursuivi en juin (+ 5,1 %, après + 6,3 % à fin mai).

## AGRÉGATS

*(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)*

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle (a)	Variation sur 12 mois (b)
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>			
À FIN JUILLET 1998			
M1 .....	1 913,4	- 0,2	8,4
M2 .....	3 670,4	0,0	8,2
M3 .....	5 528,2	0,3	4,5
<b>AGRÉGATS DE PLACEMENT</b>			
À FIN JUILLET 1998			
P1 .....	2 256,4	1,0	8,1
M3 + P1 .....	7 784,6	0,5	5,5
<b>AGRÉGATS DE FINANCEMENT</b>			
À FIN JUIN 1998			
Endettement intérieur total .....	11 474,4	- 0,3	3,5
dont : <i>État</i> .....	3 986,3		8,0
<i>Crédits à l'économie (c)</i> .....	6 439,9	0,0	0,7
<b>ESTIMATION DES PRÊTS NOUVEAUX</b>			
À FIN JUIN 1998 (d) .....			
	–	–	8,2
(a) Calculée à partir des encours fin de mois cvs			
(b) Calculée à partir des encours fin de mois bruts			
(c) Distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents			
(d) Flux cumulés depuis le 1 <sup>er</sup> janvier			
Données portant sur un échantillon d'établissements de crédit			
Source et production : Banque de France			
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14			
Mise à jour le 2 septembre 1998			

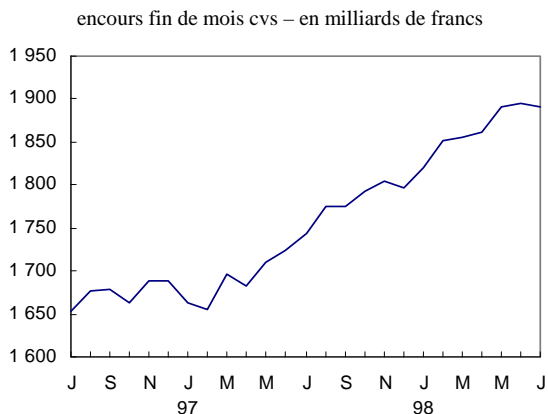
### 3.1. Les agrégats de monnaie et de placement

(à fin juillet 1998)

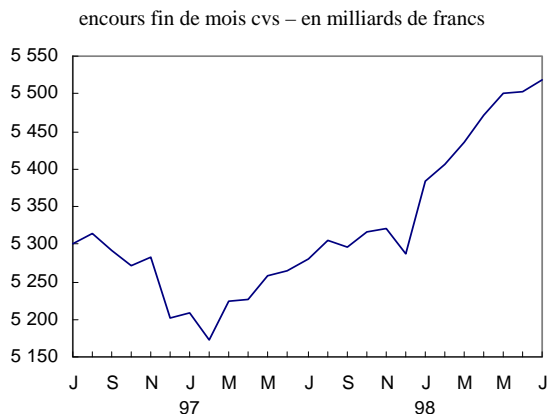
(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours	Variation mensuelle		Variation sur 12 mois	
	fin de mois brut	des encours fin de mois cvs		des encours fin de mois bruts	
	Juillet 1998	Juin 1998	Juillet 1998	Décembre 1997	Juillet 1998
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>					
<i>Billets et monnaies</i>	268,0	- 1,5	1,0	1,1	2,3
<i>Dépôts à vue</i>	1 645,4	0,5	- 0,4	7,4	9,5
<b>Total M1</b>	<b>1 913,4</b>	<b>0,2</b>	<b>- 0,2</b>	<b>6,5</b>	<b>8,4</b>
M2 – M1	1 757,0	0,0	0,3	9,2	8,0
<i>Livrets A</i>	702,5	- 0,8	- 0,5	3,0	3,2
<i>Livrets bleus</i>	98,4	- 0,2	- 0,1	4,2	5,7
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	167,5	0,4	0,4	5,5	5,4
<i>Codevi</i>	228,7	0,7	0,5	8,1	8,6
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	221,3	2,4	2,2	20,1	17,6
<i>Livrets jeunes</i>	30,5			17,6	11,1
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	308,1	- 0,1	1,3	24,2	15,1
<b>Total M2</b>	<b>3 670,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>
M3 – M2	1 857,8	- 0,2	0,8	- 8,3	- 2,1
<i>Dépôts et TCN en devises</i>	135,4			4,3	10,7
<i>Dépôts à terme (a)</i>	322,7	0,7	- 1,6	- 12,8	- 4,9
<i>Bons de caisse et d'épargne</i>	147,9	- 1,3	- 2,2	- 3,8	- 11,4
<i>Titres de créances négociables (b)</i>	294,8	- 1,4	4,5	2,8	- 1,5
– Certificats de dépôt et BMTN	282,5			5,6	- 0,4
– Bons et BMTN des ISF	12,3			- 39,0	- 20,8
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	947,8	1,2	- 0,0	- 11,6	- 1,3
<i>Parts de fonds communs de créances</i>	9,3				
<b>Total M3</b>	<b>5 528,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>1,9</b>	<b>4,5</b>
M4 – M3	102,9	2,3	1,1	52,0	- 9,6
<i>Bons du Trésor négociables</i>	83,2			80,6	- 4,7
<i>Billets de trésorerie et BMTN (b)</i>	19,7			- 20,3	- 25,5
<b>Total M4</b>	<b>5 631,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>4,2</b>
<b>AGRÉGATS DE PLACEMENT</b>					
<i>Plans d'épargne-logement</i>	1 091,2	1,2	1,3	13,8	8,5
<i>Autres comptes d'épargne (c)</i>	28,1				
<i>Plans d'épargne populaire</i>	657,2	- 1,3	0,9	12,6	7,4
– dont : Entreprises d'assurance	163,8				
<i>Titres d'OPCVM garantis</i>	182,1			41,4	32,3
<i>Bons de capitalisation</i>	297,8	- 0,1	- 0,0	- 1,2	- 0,7
<b>Total P1</b>	<b>2 256,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>13,1</b>	<b>8,1</b>
<b>Total M3 + P1</b>	<b>7 784,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>
<p>(a) Comptes à terme, comptes d'affacturage indisponibles et opérations à terme sur titres</p> <p>(b) Les titres de créances négociables en francs détenus par les agents non financiers résidents sont classés dans M3 – M2 s'ils sont émis par des établissements de crédit (et assimilés), ou dans M4 – M3 s'ils sont émis par des agents non financiers résidents.</p> <p>(c) Comptes espèces associés aux plans d'épargne en actions, contrats de crédit différé et autres comptes d'épargne à régime spécial</p>					
<p>Source et réalisation : Banque de France</p> <p>DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14</p> <p>Mise à jour le 2 septembre 1998</p>					

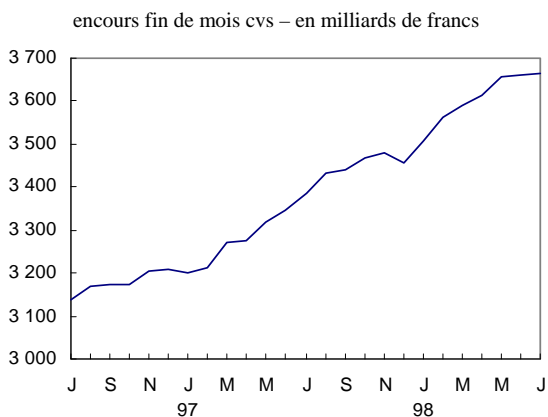
### AGRÉGAT M1



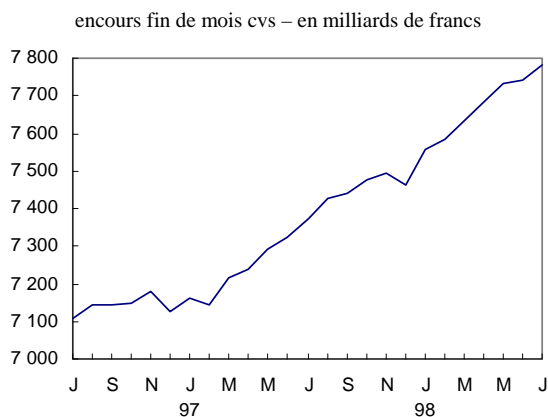
### AGRÉGAT M3



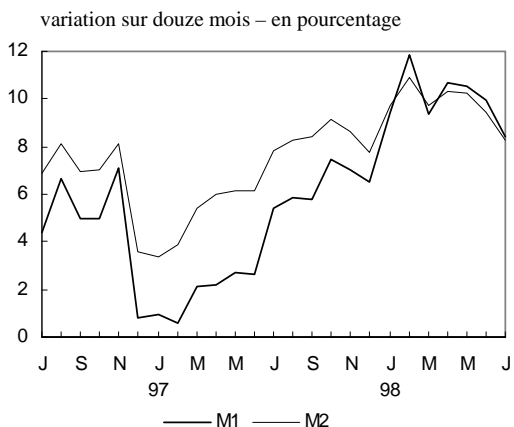
### AGRÉGAT M2



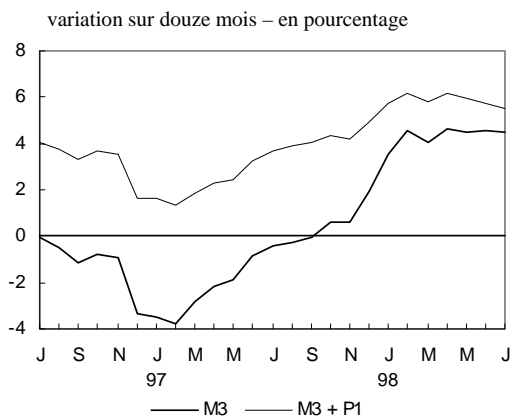
### AGRÉGAT M3 + P1



### AGRÉGATS M1 ET M2



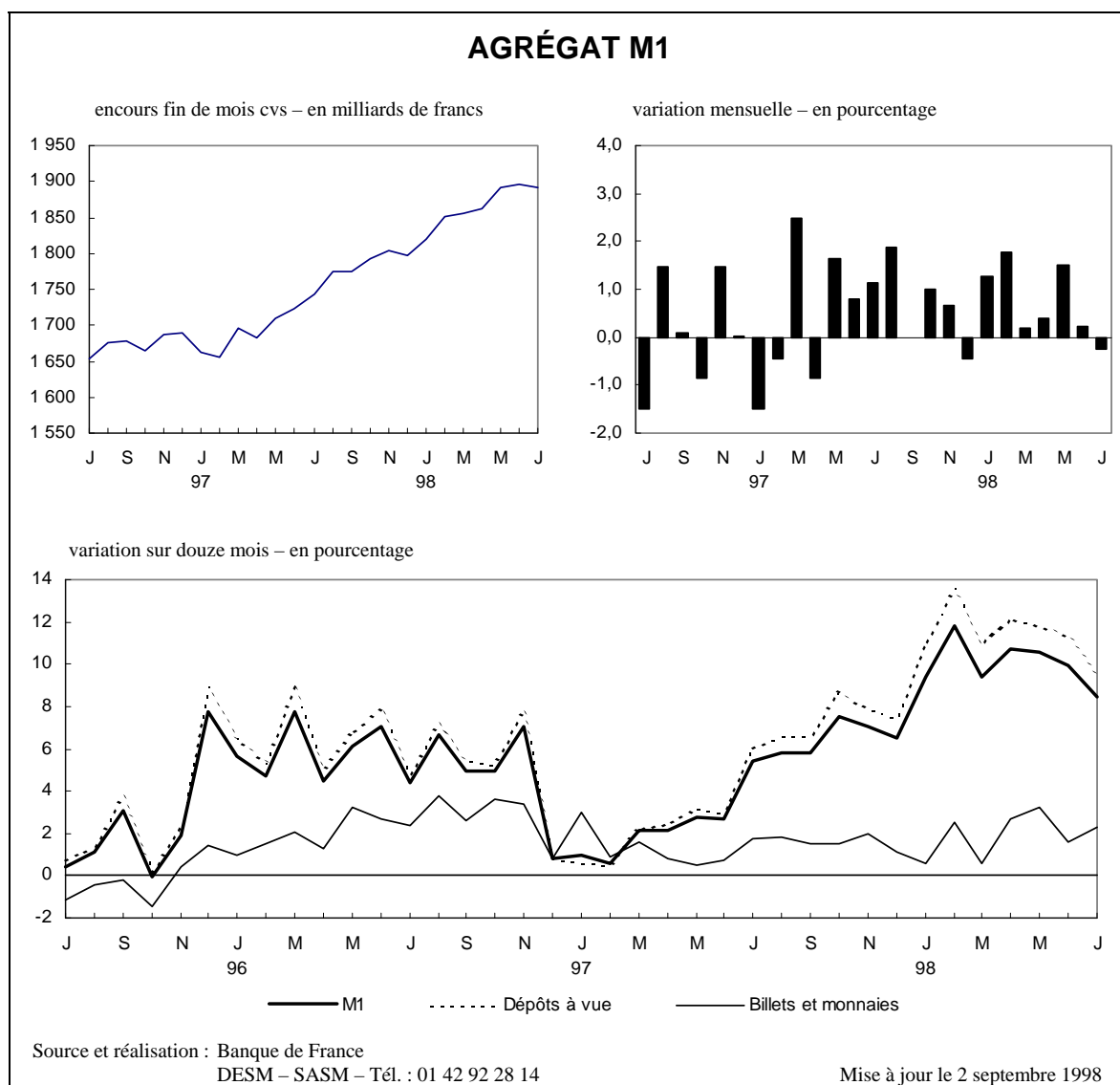
### AGRÉGATS M3 ET M3 + P1



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

Mise à jour le 2 septembre 1998

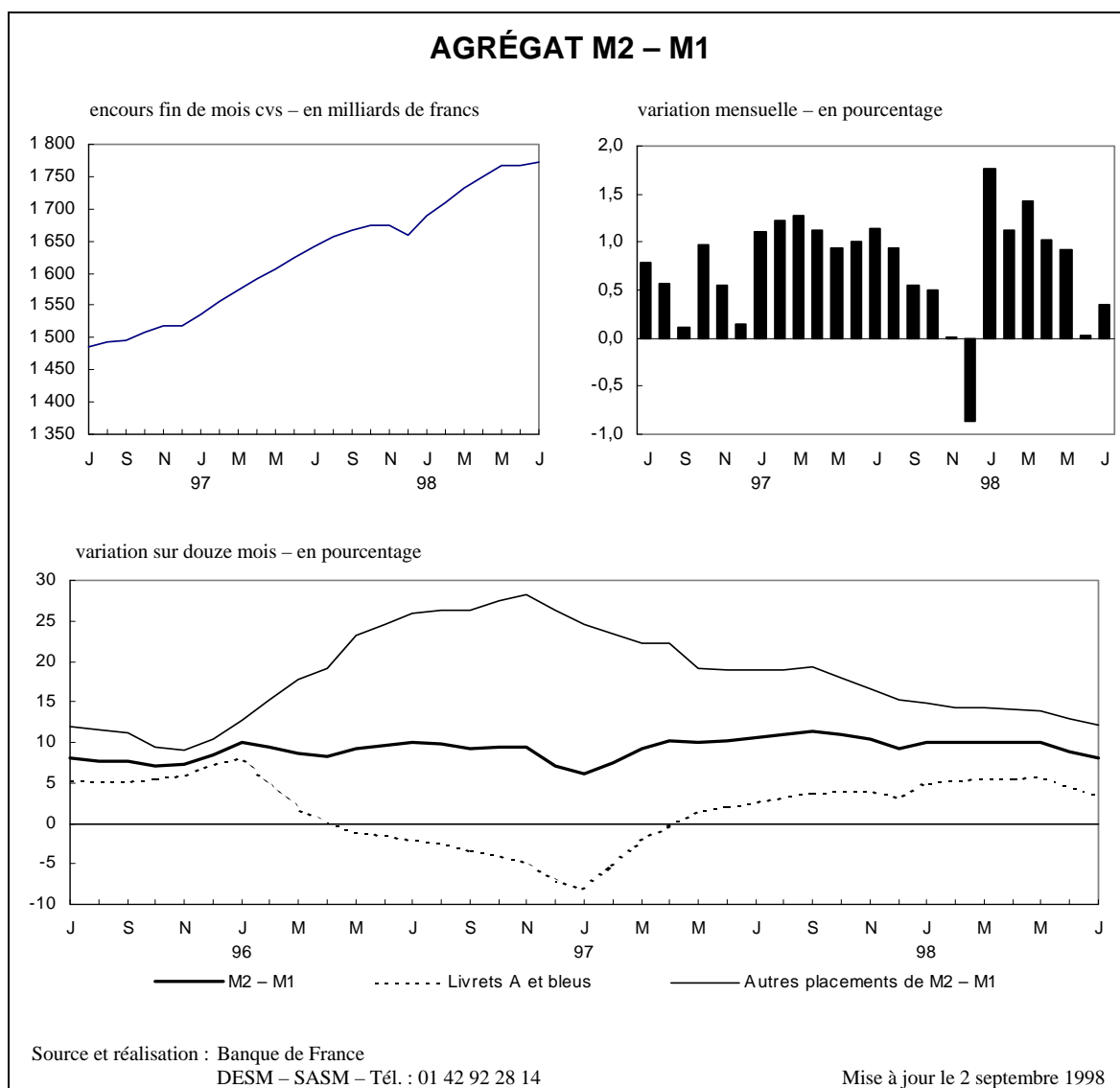
### 3.1.1. Les moyens de paiement (M1)



En juillet, l'agrégat M1 s'est replié de 0,2 %, après avoir progressé de 0,2 % en juin. Son encours brut s'est élevé à 1 913,4 milliards de francs.

En glissement annuel, et bien que toujours très soutenu, l'accroissement de M1 (+ 8,4 %) a confirmé le ralentissement observé en mai et juin (respectivement + 10,5 % et + 10,0 %). L'érosion du taux de croissance annuelle des dépôts à vue, composante essentielle de cet agrégat, s'est poursuivie (+ 9,5 %, après + 11,4 % en juin). Pour sa part, l'encours des billets et monnaies s'est renforcé (+ 2,3 %).

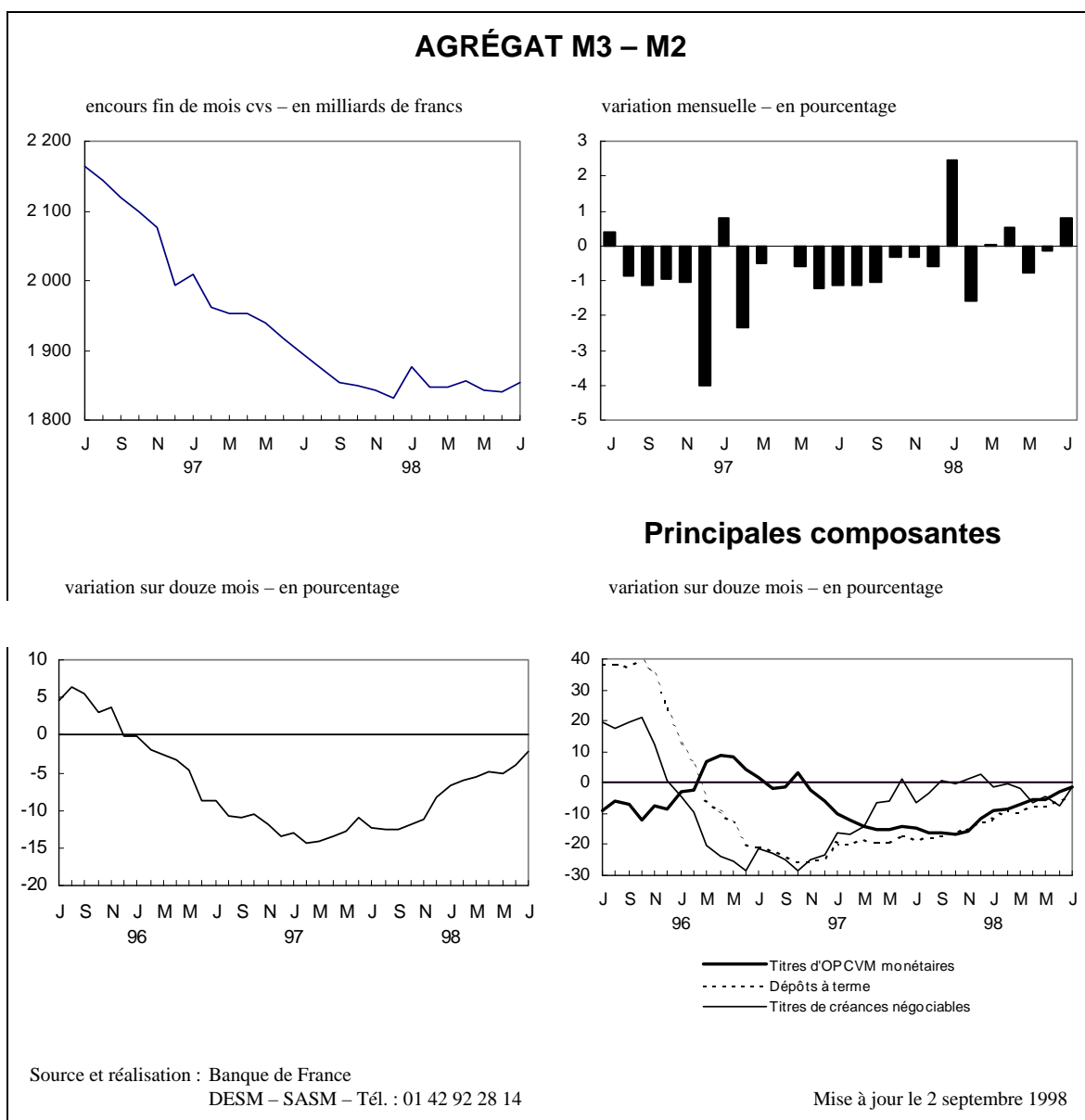
### 3.1.2. Les placements à vue à taux réglementé (M2 – M1)



Après être resté stable en juin, l'agrégat M2 – M1 a progressé de 0,3 % en juillet, notamment sous l'effet du développement des livrets d'épargne populaire (+ 2,2 %) et des livrets soumis à l'impôt (+ 1,3 %) qui a plus que compensé la baisse des premiers livrets (- 0,5 %). Son encours brut s'est établi à 1 757 milliards de francs.

En glissement annuel, l'accroissement de cet agrégat, quasi constant et proche de 10 % depuis le début de l'année, s'est de nouveau ralenti (+ 8,9 % en juin et + 8,0 % en juillet). Ce mouvement, amorcé le mois dernier, résulte notamment du fléchissement des rémunérations des placements à vue, à l'exception des livrets d'épargne populaire dont le taux n'a pas été modifié (4,75 %). L'encours des livrets A et bleus a augmenté de 3,5 % (après + 5,7 % en mai et + 4,5 % en juin) et celui des livrets soumis à l'impôt de + 15,1 % (après + 19,6 % en mai et + 16,7 % en juin).

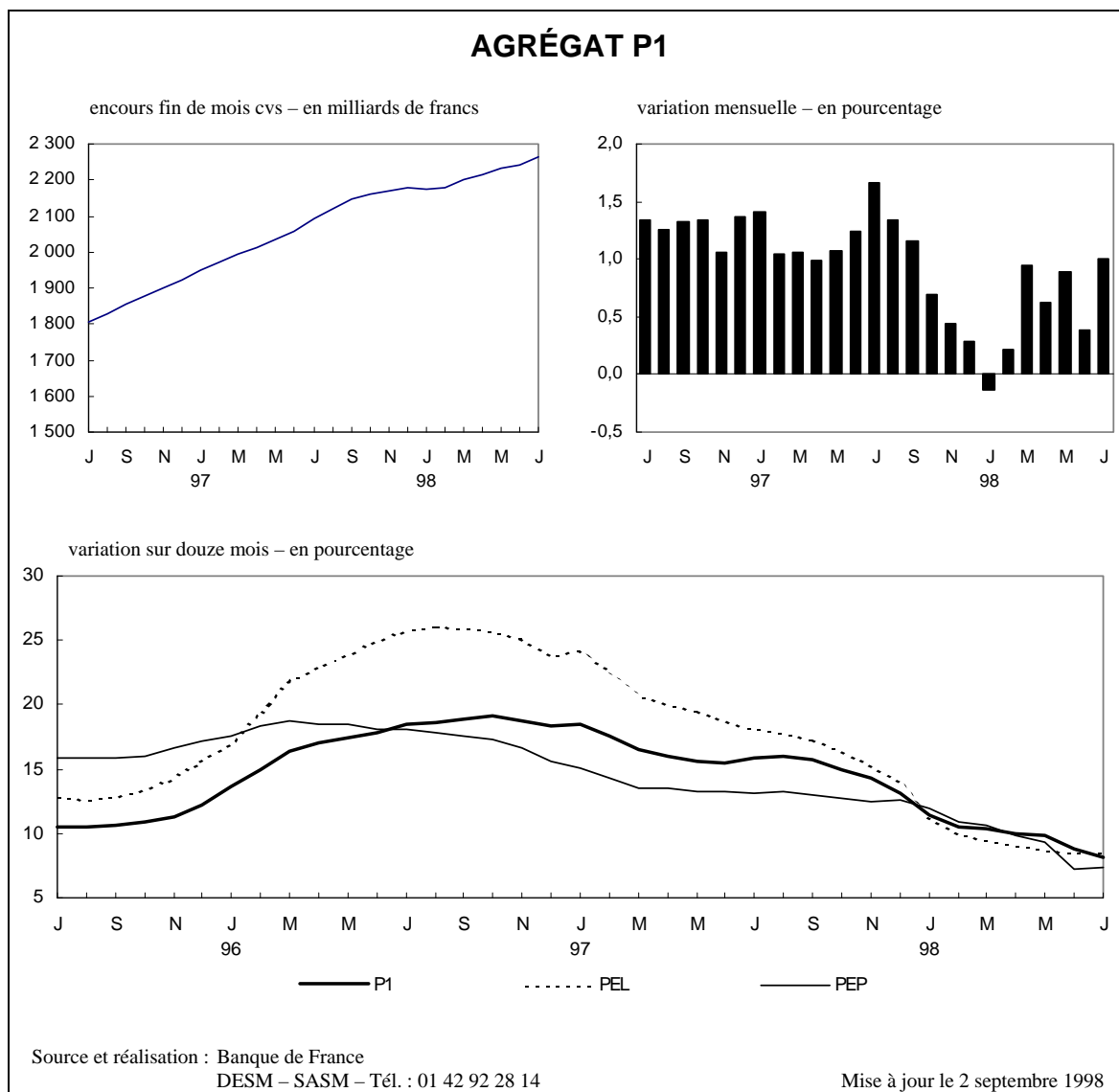
### 3.1.3. Les placements liquides à taux de marché (M3 – M2)



L'agrégat M3 – M2 s'est accru de 0,8 %, après s'être légèrement replié en juin (-0,2 %). Son encours brut s'est établi à 1 857,8 milliards de francs.

En glissement annuel, la contraction de cet agrégat s'est prolongée, mais à un rythme qui a continué de s'inscrire dans une tendance au ralentissement (-2,1 % en juillet, après -4,0 % en juin et -8,3 % en décembre 1997). La baisse des placements en titres de créances négociables s'est sensiblement atténuée (-1,5 %, après -7,8 % en juin), leur évolution demeurant toutefois très erratique. La moindre désaffection des épargnants vis-à-vis des titres d'OPCVM monétaires, observée depuis plusieurs mois, s'est traduite par un ralentissement du recul de leur encours (-1,3 %, après -3,1 % en juin et -14,7 % en juillet 1997). Le rythme du repli des placements à terme est resté inchangé (-7,0 %), la progression des dépôts en devises, bien que toujours élevée (10,7 %), s'est sensiblement réduite depuis avril (+21,1 %).

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

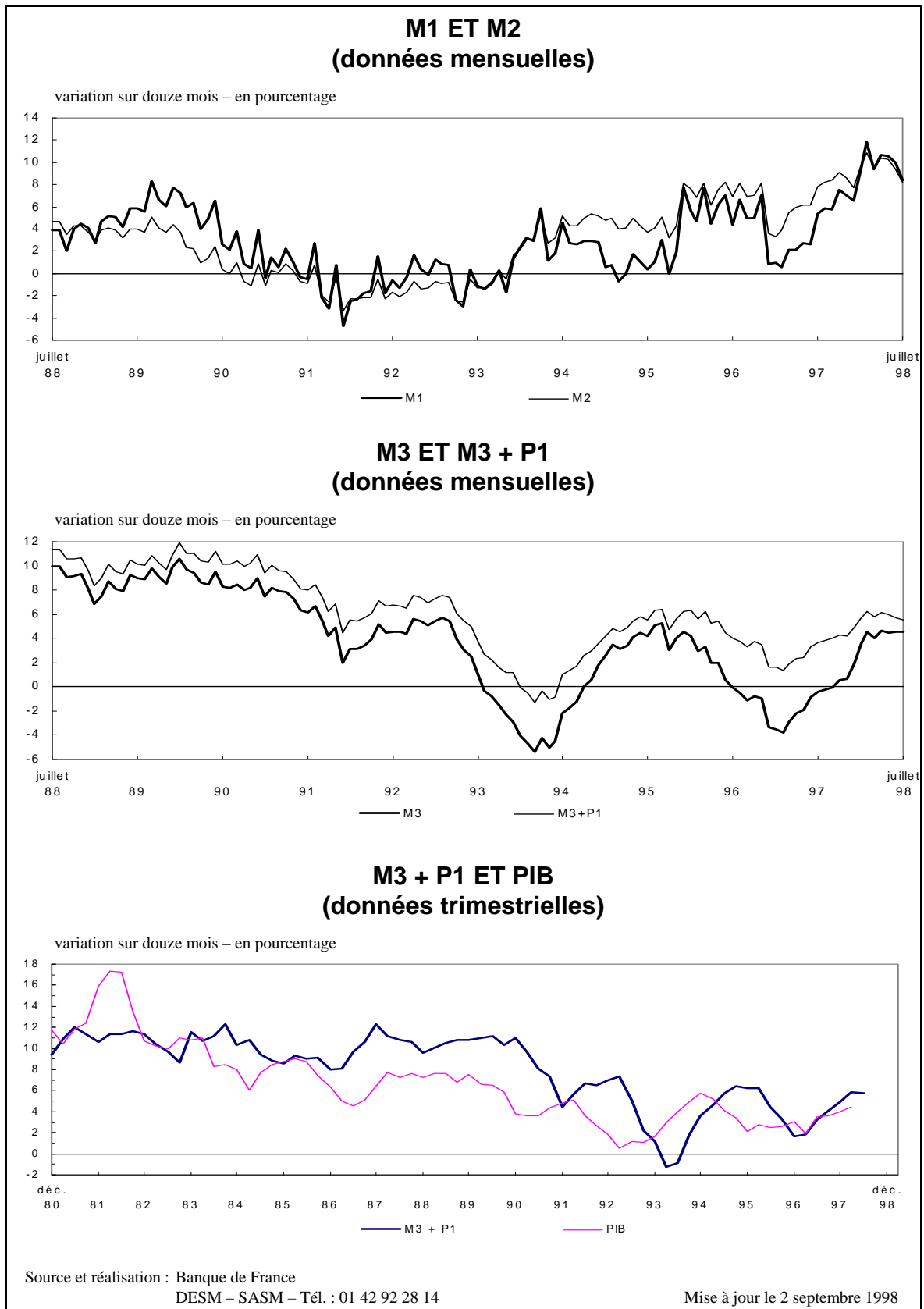


La progression de l'agrégat P1 est ressortie à 1,0 % en juillet et son encours brut a atteint 2 256,4 milliards de francs.

La progression annuelle de P1 s'est de nouveau affaiblie (+ 8,1 %, après + 8,8 % en juin et + 9,8 % en mai). La tendance au ralentissement de la croissance des plans d'épargne-logement et des plans d'épargne populaire, observée depuis plusieurs mois, s'est maintenue (respectivement + 8,5 % et + 7,4 %, après + 8,6 % et + 7,3 % en juin). L'accroissement des OPCVM garantis est resté très soutenu (+ 32,3 %).



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



## 3.2. Le financement de l'économie

(à fin juin 1998)

<b>L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)</b>					
<i>(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>					
	Encours	Variation mensuelle		Variation sur 12 mois	
	fin de mois brut	des encours fin de mois cvs (a)		des encours fin de mois bruts (a)	
	Juin 1998	Mai 1998	Juin 1998	Décembre 1997	Juin 1998
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL</b>	<b>11 474,4</b>	<b>0,3</b>	<b>- 0,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>
– État	3 986,3			7,2	8,0
– Sociétés	3 833,8			- 0,1	2,0
– Ménages	2 691,3			3,8	2,9
– Autres (b)	963,0			5,9	- 5,1
<b>CRÉDITS À L'ÉCONOMIE</b>	<b>6 439,9</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	<b>0,7</b>
– Sociétés	2 941,9	- 0,4	- 1,0	0,2	0,8
– Ménages	2 691,3	0,1	0,4	3,8	2,9
– Autres (b)	806,6	2,3	- 0,4	4,7	- 6,3
<b>DETTE NON NÉGOCIABLE</b>					
<b>NETTE DE L'ÉTAT (c)</b>	<b>414,3</b>	<b>20,9</b>	<b>5,3</b>	<b>6,3</b>	<b>55,2</b>
<b>FINANCEMENTS SUR</b>					
<b>LES MARCHÉS INTERNES (d)</b>	<b>4 388,6</b>	<b>- 1,0</b>	<b>- 0,8</b>	<b>6,9</b>	<b>5,1</b>
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>1 552,7</i>	<i>- 5,2</i>	<i>- 0,2</i>	<i>8,9</i>	<i>7,6</i>
– État	1 306,1			10,8	7,2
– Sociétés	225,0			- 0,2	10,6
– Autres (b)	21,7			–	–
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>2 835,8</i>	<i>1,7</i>	<i>- 1,2</i>	<i>5,9</i>	<i>3,8</i>
– État	2 237,9			6,3	2,6
– Sociétés	487,7			2,3	9,1
– Autres (b)	110,3			–	–
<b>CRÉDITS OBTENUS</b>					
<b>AUPRÈS DES NON-RÉSIDENTS</b>	<b>115,6</b>	<b>- 1,5</b>	<b>- 1,6</b>	<b>- 18,4</b>	<b>3,0</b>
<b>OBLIGATIONS ÉMISES</b>					
<b>À L'ÉTRANGER</b>	<b>116,1</b>	<b>0,7</b>	<b>- 11,5</b>	<b>0,4</b>	<b>- 12,9</b>

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

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

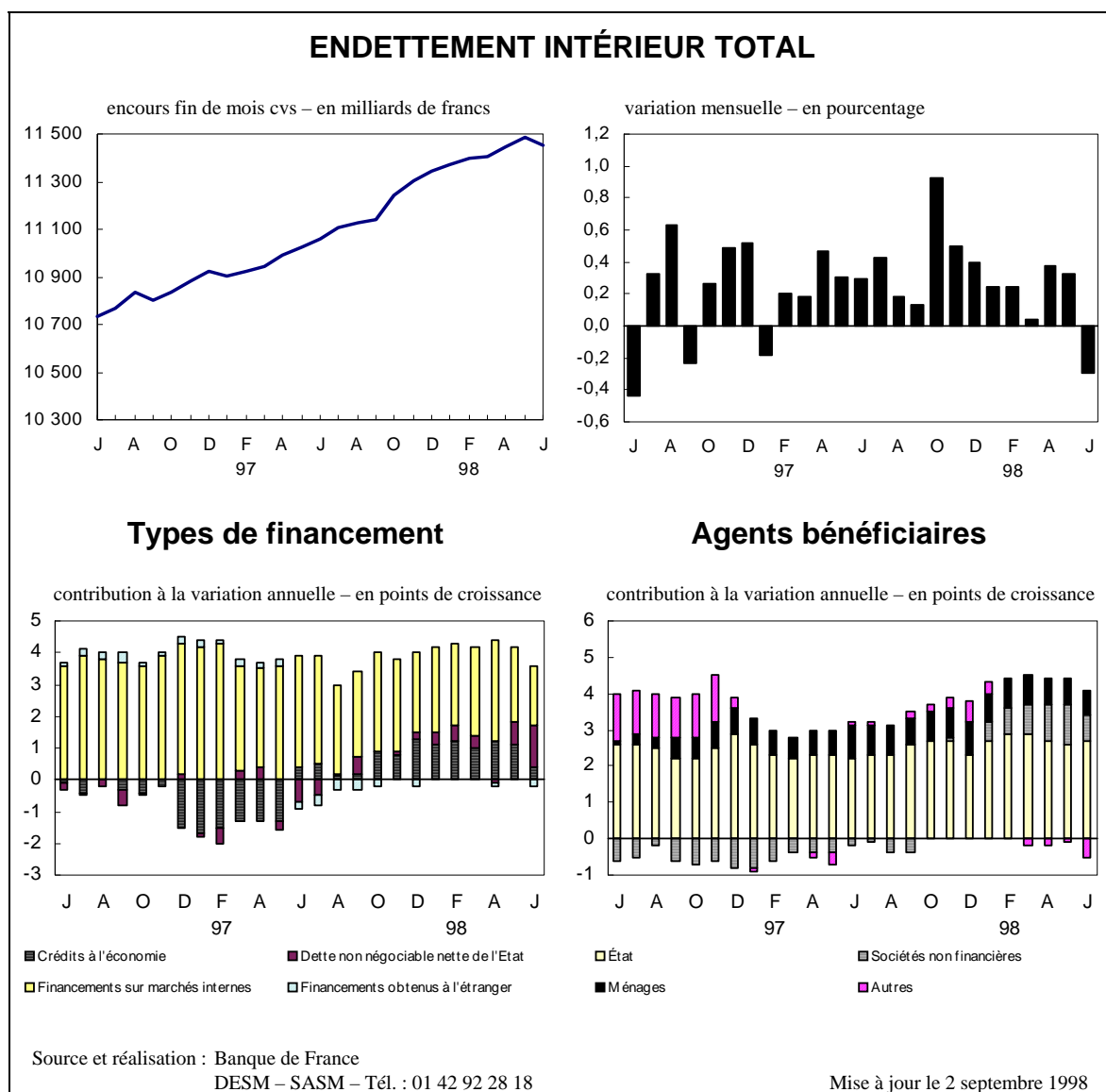
(c) Ce poste reprend le total des monnaies divisionnaires en circulation, des dépôts collectés par le Trésor, du net des comptes à la Banque de France et des remises de dettes (Dakar 1 et 2), après déduction des opérations de pension sur titres réalisées avec les institutions financières.

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

Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 18

Mise à jour le 2 septembre 1998

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

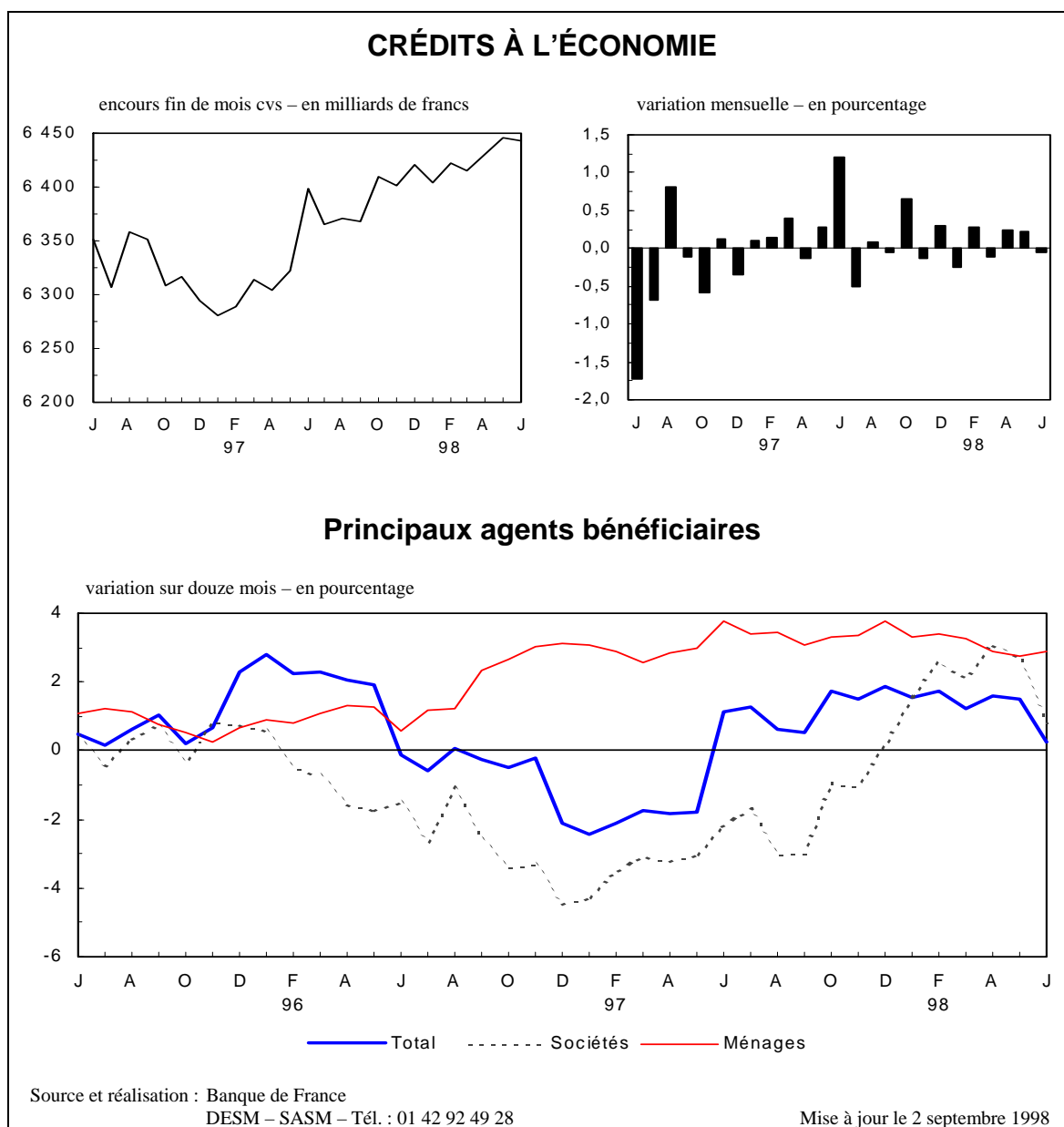


L'endettement intérieur total a enregistré une baisse de 0,3 % en juin 1998, après une hausse de même ampleur le mois précédent (+ 0,3 % en mai). Son encours brut s'est établi à 11 474,4 milliards de francs.

En glissement annuel, la croissance de l'EIT est revenue de + 4,2 % en mai à + 3,5 % en juin. En juin, la progression de l'endettement des sociétés s'est ralentie (+ 2,0 %, après + 3,3 % en mai), celle des ménages est restée quasiment stable (+ 2,9 %, après + 2,8 % en mai), alors que celle de l'État s'est légèrement renforcée (+ 8,0 %, après + 7,6 % en mai).

Sur un an, l'encours des crédits à l'économie s'est contracté (+ 0,7 %, après + 2,0 % en mai). La croissance des financements obtenus sur les marchés internes s'est poursuivie à un rythme inférieur à celui constaté le mois précédent (+ 5,1 %, après + 6,3 % en mai), notamment sur le marché monétaire (+ 7,6 %, après + 9,2 % en mai) et, dans une moindre mesure, sur le marché obligataire (+ 3,8 %, après + 4,8 % en mai).

### 3.2.2. Les crédits <sup>1</sup>

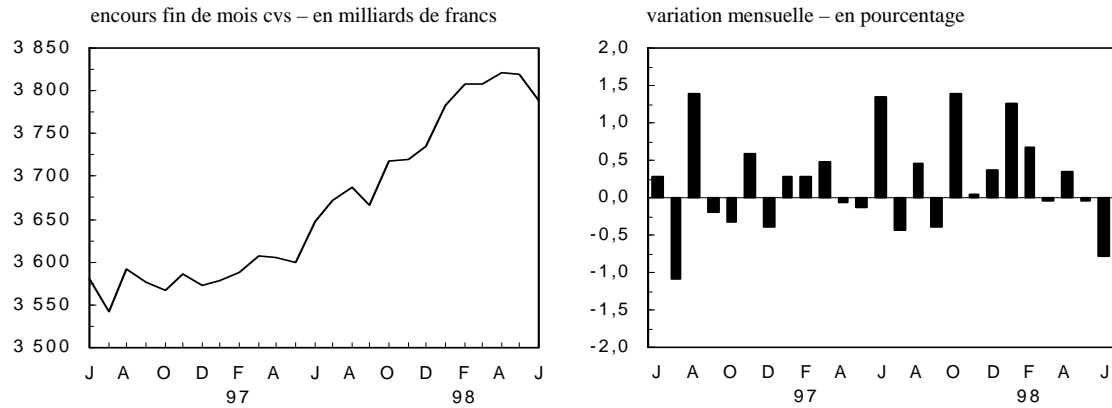


En juin 1998, les crédits à l'économie ont atteint 6 439,9 milliards de francs (encours brut), marquant une quasi-stabilité par rapport au niveau atteint à la fin du mois précédent, alors qu'ils s'étaient accrus de 0,2 % en mai.

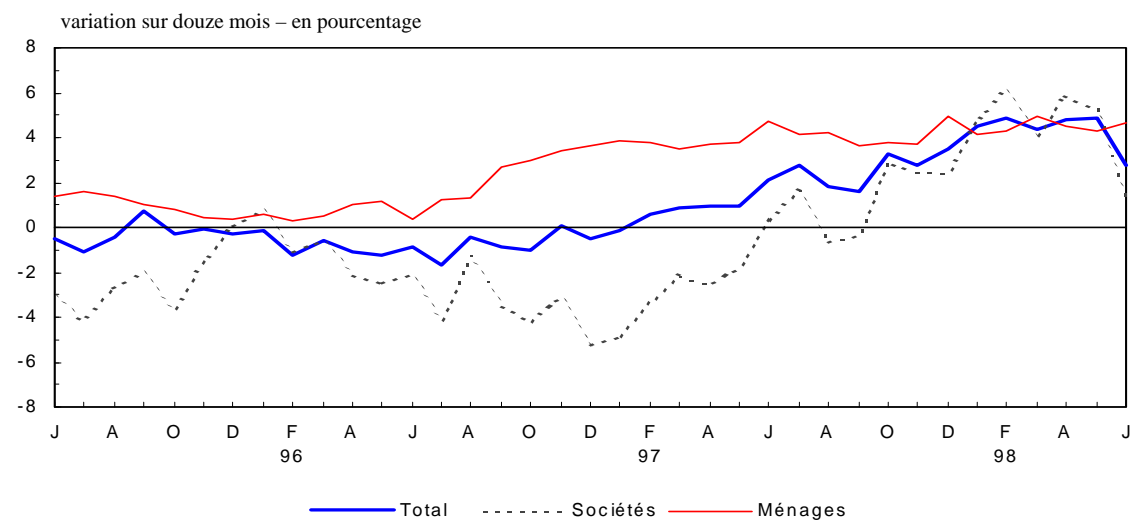
En glissement annuel, ils ont enregistré une variation de + 0,7 %, après + 2,0 % en mai. Hors concours à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (Acoss), le glissement annuel des crédits à l'économie s'est établi à + 1,5 %. Sur un an, les crédits aux ménages ont progressé (+ 2,9 %, après + 2,8 % le mois précédent), tandis que ceux attribués aux sociétés ont vu leur croissance se ralentir (+ 0,8 %, après + 2,7 % le mois précédent).

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

## CRÉDITS BANCAIRES



## Principaux agents bénéficiaires



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

Mise à jour le 2 septembre 1998

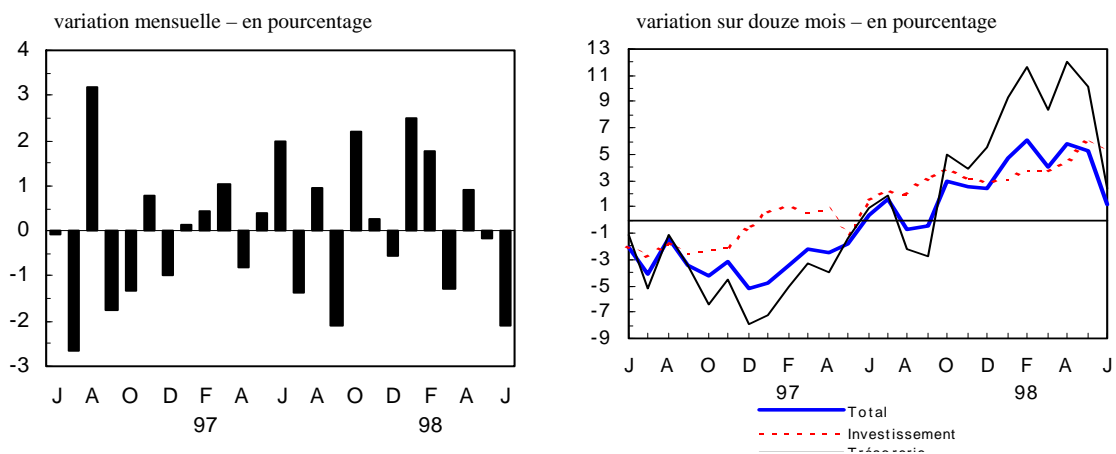
En juin, les crédits bancaires ont atteint 3 807,5 milliards de francs (encours brut) ; ils se sont légèrement repliés (-0,8 %), après s'être stabilisés en mai.

Leur glissement annuel s'est établi à +2,9 %<sup>1</sup>. Cette évolution a notamment résulté de la hausse des crédits aux sociétés (+1,2 %) et de celle des crédits aux ménages (+4,7 %).

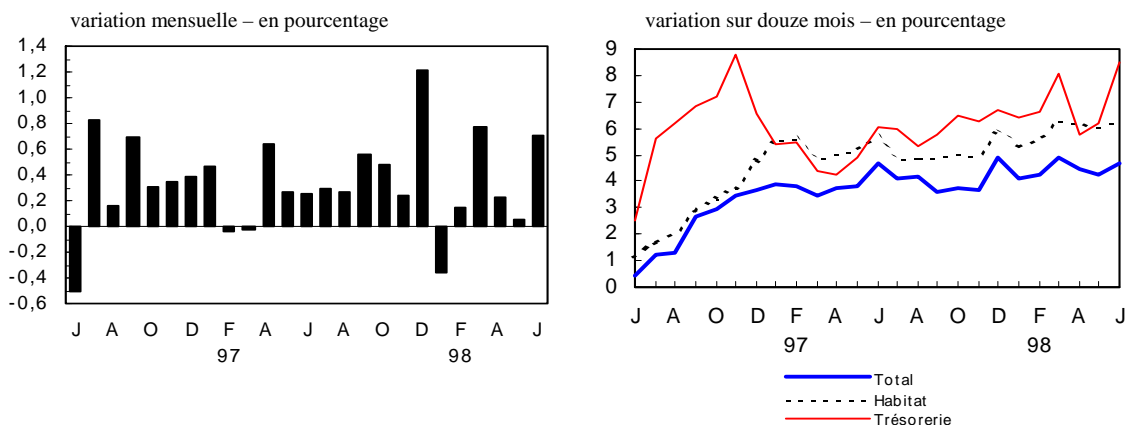
<sup>1</sup> Après correction de l'effet positif induit par la reprise des encours du Crédit national par la BFCE, devenue Natexis Banque

## CRÉDITS BANCAIRES PAR AGENTS ET PAR OBJETS

### Sociétés



### Ménages



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

Mise à jour le 2 septembre 1998

Les crédits bancaires aux sociétés ont baissé de 2,1 % en juin, après une contraction de 0,2 % en mai. Sur un an, leur hausse s'est établie à 1,2 %, après + 5,3 % en mai<sup>1</sup>. Ce ralentissement est notamment imputable au net fléchissement de la croissance des crédits de trésorerie (+ 2,5 %, après + 10,2 % en mai) et au recul de l'encours des créances douteuses incluses dans les autres crédits (- 35 milliards de francs sur un an). En revanche, les crédits d'investissement ont continué de progresser (+ 5,1 %) à un rythme soutenu.

Les crédits bancaires aux ménages ont augmenté de 0,7 %, après une hausse de 0,1 % en mai. En glissement annuel, ils se sont accrus de 4,6 %. La hausse des concours aux particuliers s'est élevée à 6,2 %, tandis que les prêts aux entrepreneurs individuels ont augmenté de 1,6 %. La croissance des crédits à l'habitat (+ 6,3 %) et des crédits de trésorerie des particuliers (+ 8,5 %) est restée soutenue.

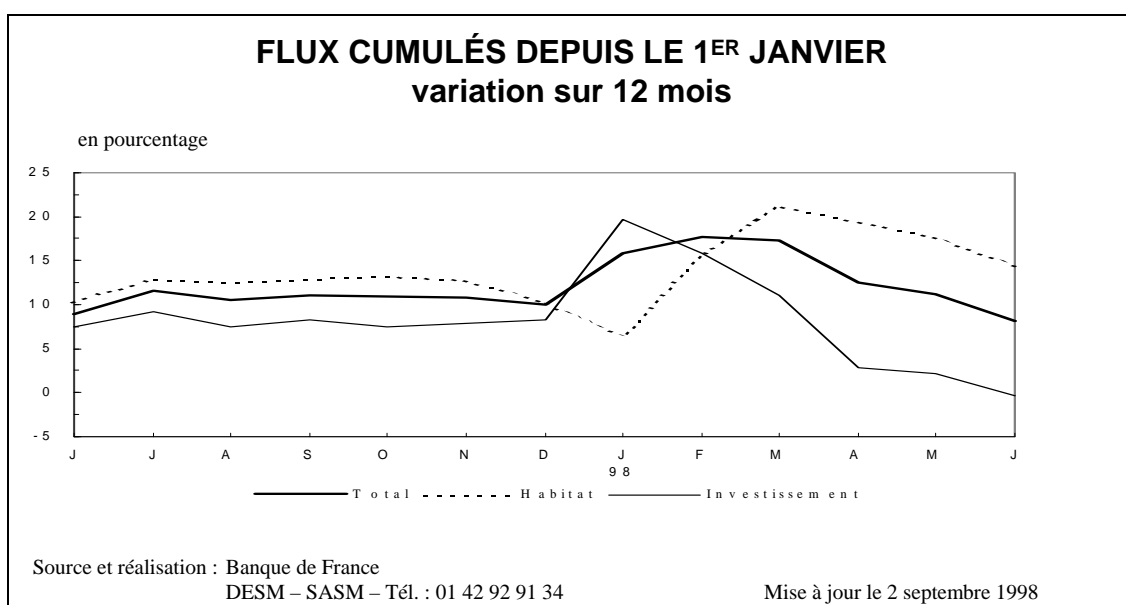
<sup>1</sup> Après correction de l'effet positif induit par la reprise des encours du Crédit national par la BFCE, devenue Natexis Banque

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

<b>DÉCAISSEMENTS DE PRÊTS NOUVEAUX</b>				
flux cumulés depuis le 1 <sup>er</sup> janvier				
<i>(variation sur douze mois en pourcentage)</i>				
	Total	Habitat	Investissement	Autres prêts
1997				
Juin	8,9	10,3	7,5	8,5
Juillet	11,6	12,9	9,2	14,0
Août	10,5	12,5	7,5	12,4
Septembre	11,0	12,9	8,3	12,3
Octobre	10,9	13,2	7,4	12,9
Novembre	10,9	12,8	7,9	12,7
Décembre	10,1	10,2	8,3	14,3
1998				
Janvier	15,9	6,3	19,6	39,5
Février	17,7	15,7	15,9	28,7
Mars	17,3	21,1	11,1	21,7
Avril	12,5	19,5	2,9	18,0
Mai	11,2	17,7	2,2	15,5
Juin	8,2	14,4	-0,4	11,8

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

Mise à jour le 28 août 1998



Les prêts nouveaux décaissés au cours du premier semestre de l'année 1998 se sont accrus de 8,2 % par rapport à la période correspondante de 1997.

Cette progression globale, un peu en retrait par rapport aux évolutions passées, s'est caractérisée par un contraste marqué entre, d'une part, le dynamisme des prêts à l'habitat (+ 14,4 % sur un an pour les flux du premier semestre de l'année) et, d'autre part, la légère baisse des prêts à l'investissement (- 0,4 % sur un an pour le flux de janvier à juin), notamment imputable au mouvement de désendettement des administrations publiques locales.

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

# 4. LES MARCHÉS DE CHANGE ET DE L'OR

## 4.1. L'évolution des principales devises

Le mois d'août a été marqué par les développements de la crise financière en Russie et ses effets de contagion sur les marchés émergents d'Amérique latine et d'Europe centrale et orientale.

Le yen a profité de prises de bénéfices par des fonds spéculatifs (*hedge funds*) qui ont ainsi cherché à compenser leurs pertes subies sur ces marchés émergents.

Le bas niveau atteint par les prix des matières premières a, en outre, entraîné une forte dépréciation des monnaies liées aux cours de produits de base.

---

Le **rouble** s'est fortement déprécié contre dollar en liaison avec les difficultés financières du pays. L'USD/RUB est ainsi passé de 6,24 le 31 juillet à 11,10 le 31 août. Lundi 17 août, le gouvernement et la Banque centrale ont annoncé un accroissement des marges de fluctuation du rouble (6 à 9,5 USD/RUB). Un moratoire de 90 jours dans le remboursement de la dette extérieure et une limitation des investissements étrangers dans les instruments financiers en roubles ont aussi été décidés.

La Banque centrale russe a annoncé jeudi 27 août que les transactions sur le rouble ne reprendraient pas le vendredi 28 août sur les marchés de change de Moscou, confirmant ainsi l'inconvertibilité de fait du rouble. Des suspensions répétées des cotations officielles avaient précédé cette décision.

L'annonce des modalités de restructuration de la dette russe, retardée à plusieurs reprises et peu favorable aux investisseurs, avait dès le 25 août accéléré la chute du rouble.

À cette crise financière s'est ajoutée une montée des incertitudes politiques. Vendredi 21 août après-midi, la Douma avait voté une motion demandant la démission du président Eltsine. Ce dernier a révoqué M. Kirienko pour le remplacer par M. Tchernomyrdine au poste de Premier ministre, présentant ce dernier comme son successeur pour la prochaine élection présidentielle. Jeudi 27 août après-midi, des rumeurs persistantes, relayées par les chaînes de télévision CNN et CBS, mais démenties ensuite, annonçaient la démission du président Eltsine. Lundi 31 août, la Douma a rejeté l'investiture de M. Tchernomyrdine au poste de Premier ministre.

---

La crise du rouble s'est propagée sur les bourses d'Europe centrale et orientale ainsi qu'aux devises de ces pays émergents. Face au dollar, le **zloty polonais**, la **couronne tchèque** et le **forint hongrois** ont été sous pression. La **hryvnia ukrainienne** a beaucoup plus souffert, passant de 2,1314 à 2,250 USD/UAH d'une fin de mois à l'autre.



---

En liaison avec la forte baisse de leurs bourses, les devises d'Amérique latine se sont fortement repliées. Le **peso mexicain** a atteint son plus bas niveau historique face au dollar, à 10,005 USD/MXN le 31 août (contre 8,9075 en début de mois). Le **real brésilien** et le **bolivar vénézuélien** ont également fortement reculé. Le gouvernement vénézuélien, qui a démenti toute intention de dévaluer, a cependant décidé de laisser sa monnaie évoluer avec plus de flexibilité dans sa bande de fluctuation.

---

Au terme d'une évolution fortement contrastée, le **dollar** s'est déprécié face au franc suisse (– 3,01 %) et face à la livre sterling (– 2,41 %), vis-à-vis du yen (– 1,92 %) et par rapport au deutschemark (– 0,94 %) et au franc français (– 0,96 %).

Dans un premier temps, la dévaluation de fait du rouble intervenue le lundi 17 août avait permis au dollar de s'apprécier temporairement, les opérateurs estimant notamment que les banques allemandes étaient les plus exposées face au risque russe.

Dans un second temps, la monnaie américaine a surtout pâti de la forte baisse du Dow Jones (dont elle a été très dépendante en fin de mois), de la chute des marchés émergents d'Amérique latine, de l'annonce des pertes de plusieurs grandes banques américaines (en liaison avec la crise russe) et des arbitrages au profit du yen. En outre, les opérateurs ont redouté, en fin de période, que les autorités monétaires soient tentées d'adopter une politique plus accommodante.

---

Les développements de la crise financière en Russie et ses effets de contagion sur les marchés émergents et les bourses occidentales ont profité à la **livre sterling** et au **franc suisse** qui ont joué à cette occasion le rôle de valeur-refuge. Le franc suisse a aussi bénéficié de l'accord survenu sur le problème des avoirs juifs en déshérence.

---

En août, le **franc français** a enregistré de faibles variations face aux principales devises du mécanisme de change européen. Il a progressé de 0,94 % face au dollar, pour s'établir en fin de période à 5,9203.

Les indicateurs publiés pendant la période sous revue ont confirmé la vigueur d'une croissance économique non inflationniste. La balance des paiements courants a affiché un excédent de 18,5 milliards de francs en mai, après 21 milliards en avril. L'excédent de la balance commerciale en juin s'est établi à 15,3 milliards de francs, après 14,3 milliards en mai. L'indice des prix à la consommation s'est inscrit en recul de 0,4 % en juillet, en hausse de 0,8 % sur un an. Le taux de chômage est demeuré inchangé en juillet, s'établissant à 11,8 % de la population active.

---

Le **deutschemark**, ponctuellement affecté par les craintes entourant la situation financière des banques allemandes (en particulier après la dégradation de AAA à AA1 de la note de la Deutsche Bank par Standard & Poor's), s'est légèrement apprécié vis-à-vis de la plupart des monnaies européennes. Les chiffres publiés ont confirmé la modération de l'inflation allemande : l'indice final des prix à la consommation s'est élevé en juillet à 0,9 % sur un an, contre 1,2 % en juin. Le nombre des demandeurs d'emploi a diminué de 37 000 en juillet en données cvs, confirmant ainsi la bonne orientation de l'économie allemande.

Jeudi 27 août, des devises appartenant au mécanisme de change européen ont été temporairement sous pression. Elles ont souffert de rumeurs de report de l'UEM en provenance de Londres, qui ont suscité des ventes de liras, de **pesetas**, mais aussi de **florins**, et qui se sont accompagnées de légères tensions sur les taux d'intérêt. La drachme s'est aussi repliée face aux autres devises européennes, affectée en outre par le retard de la privatisation de la Ionian Bank qui a fait craindre aux opérateurs non résidents un retard dans le processus de privatisation en Grèce.

---

Le **yen** s'est apprécié face au dollar et aux monnaies européennes.

Les déclarations répétées des officiels japonais sur de possibles interventions sur les marchés de change ont provoqué un raffermissement de la monnaie japonaise. Mardi 18 août, des rumeurs de ventes de bons du Trésor américains, parfois attribuées à la Banque du Japon, ont renforcé ces craintes d'interventions.

La monnaie japonaise a ensuite bénéficié d'arbitrages contre dollar australien et surtout de prises de bénéfices sur des positions courtes par des fonds spéculatifs qui ont ainsi cherché à compenser leurs pertes subies sur les marchés émergents. Elle a aussi profité des rapatriements de capitaux opérés par les entreprises japonaises à un mois de la clôture du premier semestre de l'année fiscale.

Les inquiétudes des opérateurs sur l'état de santé du secteur bancaire japonais demeurent toutefois : le gouvernement éprouve des difficultés à faire passer son projet de restructuration sur la LTCB devant la Diète (en liaison avec la controverse politique sur l'utilisation des fonds publics pour financer le sauvetage) et des rumeurs de faillites de plusieurs banques japonaises ont circulé.

---

La bonne tenue du yen face au dollar a globalement profité aux **devises asiatiques**.

---

La chute des cours des matières premières (y compris l'or et le pétrole) a fortement pénalisé certaines monnaies.

Ainsi, la **couronne norvégienne**, affectée par les bas cours du *Brent*, mais aussi par les interrogations sur l'orthodoxie financière du gouvernement d'Oslo, s'est fortement repliée face aux devises européennes. Sa chute a été accélérée après que la Banque centrale a décidé de la laisser flotter à l'issue du septième relèvement de ses taux depuis le début de l'année (de 100 points de base) le lundi 24 août (vendredi 21 août, un relèvement de 150 points de base des taux directeurs norvégiens avait été décidé). La forte dépréciation de la couronne norvégienne a temporairement mis sous pression la **couronne danoise** et la **couronne suédoise**.

---

Toujours en liaison avec la chute du prix des matières premières, le **dollar canadien** a atteint le 26 août, face au dollar américain, son plus bas niveau depuis sa création en 1858. Jeudi 27 août, la Banque centrale a annoncé un relèvement de 100 points de base de ses taux directeurs, obtenant ainsi une stabilisation du cours de sa monnaie.

Les matières premières constituant les deux tiers des recettes d'exportation de l'Australie, le **dollar australien** a temporairement atteint, face au dollar américain, son plus bas niveau depuis 12 ans, dans un contexte où la maîtrise de l'inflation ne justifie pas une hausse des taux dans ce pays.

Le **rand sud-africain** a également pâti de la faiblesse des cours de l'or, accentuée par des craintes de ventes de métal précieux par la Russie.

## COURS DE CHANGE À PARIS

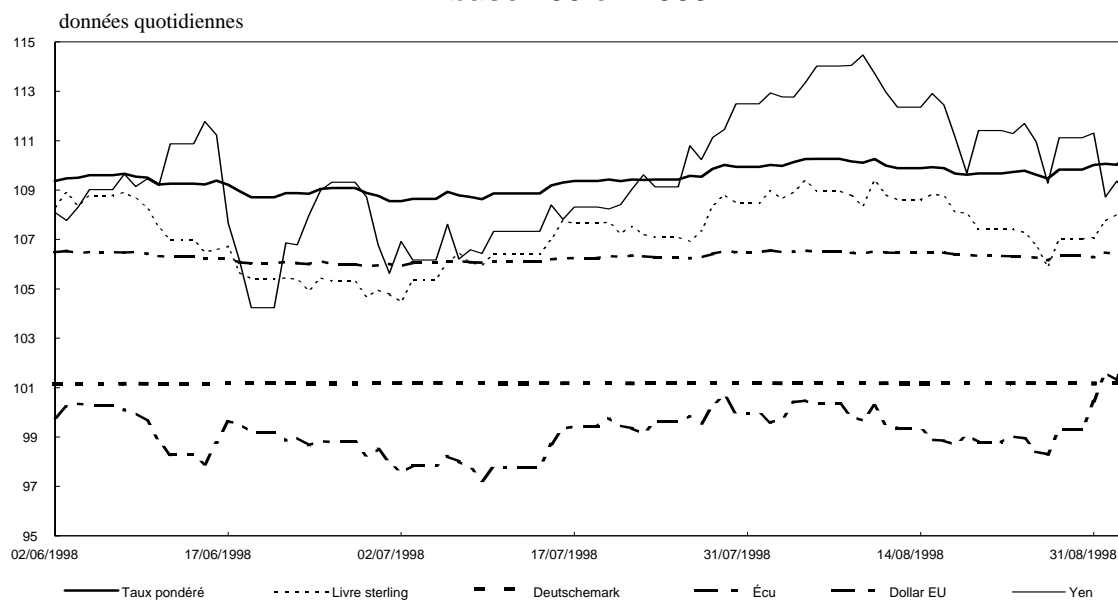
(en francs)

Principales monnaies étrangères à Paris		31 juillet 1998	31 août 1998	Variation (en pourcentage)
États-Unis .....	1 USD	5,9628	5,9335	- 0,49
Écu privé .....	1 XEU	6,608	6,6205	0,19
Allemagne .....	100 DEM	335,27	335,32	0,01
Belgique .....	100 BEF	16,2585	16,2575	- 0,01
Pays-Bas .....	100 NLG	297,335	297,105	- 0,08
Danemark .....	100 DKK	87,975	88,06	0,09
Espagne .....	100 ESP	3,948	3,949	0,03
Portugal .....	100 PTE	3,275	3,27	- 0,15
Irlande .....	1 IEP	8,4235	8,4165	- 0,08
Royaume-Uni .....	1 GBP	9,7625	9,89	1,31
Italie .....	1 000 ITL	3,398	3,3935	- 0,13
Grèce .....	100 GRD	2,0165	1,9485	- 3,37
Suède .....	100 SEK	75,275	73,315	- 2,61
Finlande .....	100 FIM	110,33	110,195	- 0,12
Autriche .....	100 ATS	47,649	47,655	0,01
Norvège .....	100 NOK	79,02	75,14	- 4,91
Suisse .....	100 CHF	399,65	408,08	2,11
Japon .....	100 JPY	4,13335	4,17765	1,07

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

Mise à jour le 31 août 1998

## TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS base 100 en 1988



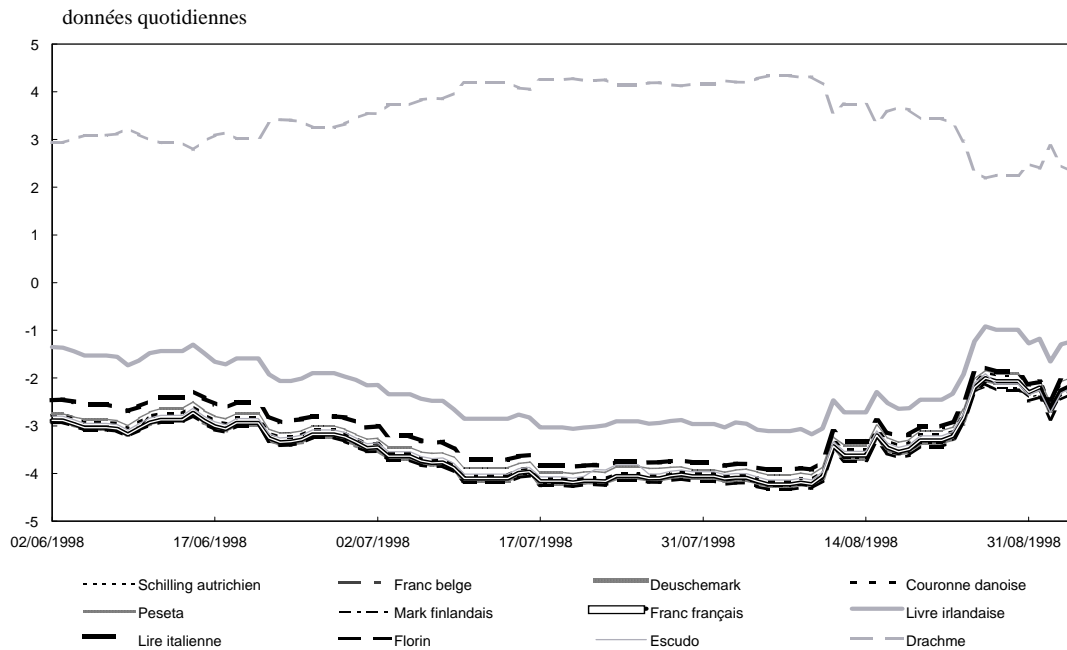
Le graphique ci-dessus retrace l'évolution des indices des cours de change du franc contre différentes devises et vis-à-vis d'un panier de 19 monnaies, dans lequel le poids de chaque monnaie est pondéré par un coefficient représentatif de sa part dans le commerce international.

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

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

Mise à jour le 7 septembre 1998

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

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

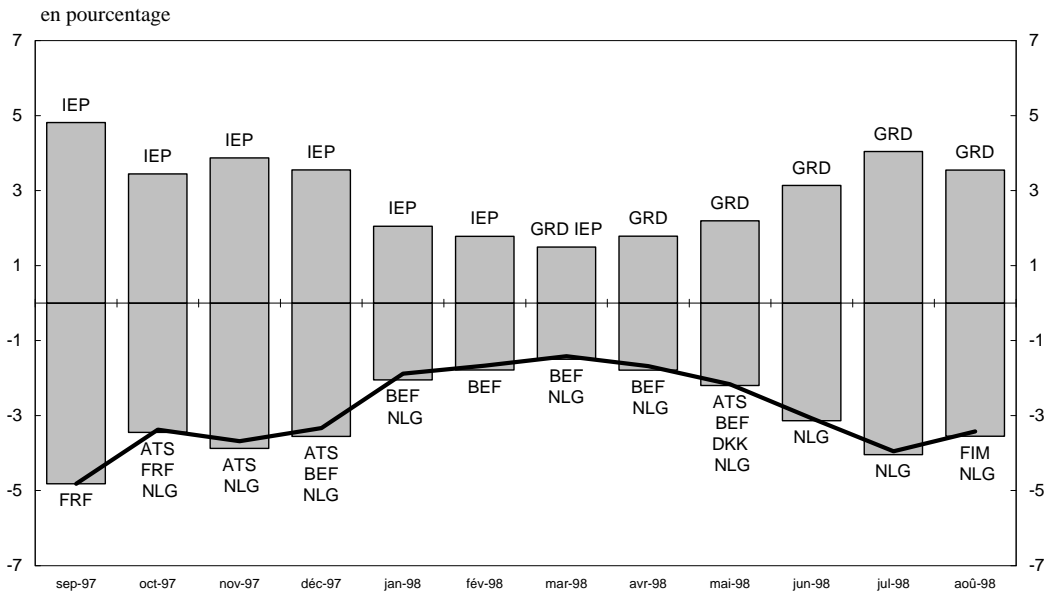
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 7 septembre 1998

En août, la drachme, tout en demeurant en tête du Système, a eu tendance à se replier, entraînant un rétrécissement des écarts au sein du mécanisme de change européen. Le franc français est resté situé au-dessus du deutschemark, du florin et du franc belge.

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



Le graphique fait ressortir la moyenne mensuelle des écarts à la médiane des devises en opposition, pondérée par le nombre de jours pendant lesquelles elles sont restées en position extrême au sein du SME. Les devises dont l'écart positif moyen est le plus important apparaissent dans la partie supérieure de la figure ; à l'inverse, celles dont l'écart négatif moyen est le plus important sont mentionnées dans la partie inférieure. Les devises sont représentées par leur code ISO, à savoir : ATS, schilling autrichien ; BEF, franc belge ; DEM, deutschemark ; DKK, couronne danoise ; ESP, peseta ; FIM, mark finlandais ; FRF, franc français ; GRD, drachme ; IEP, livre irlandaise ; ITL, lire italienne ; NLG, florin ; PTE, escudo.

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

Source et réalisation : Banque de France

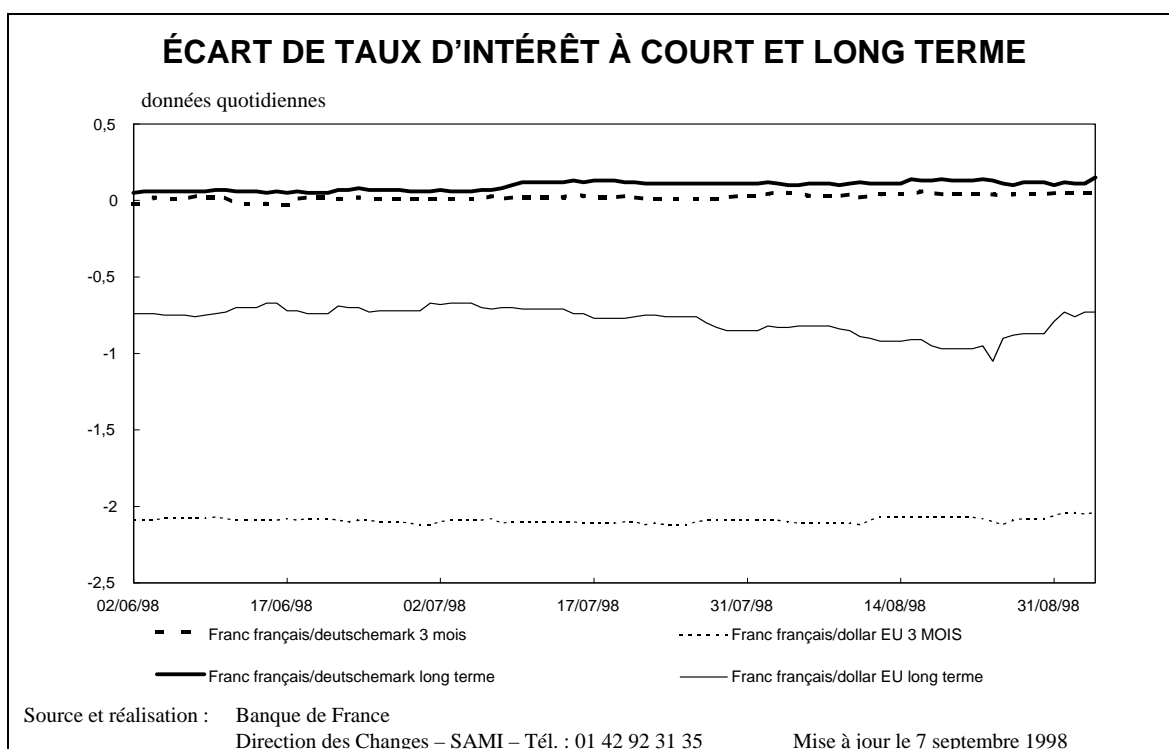
Direction des Changes – SAMI – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 7 septembre 1998

À l'intérieur de la bande communautaire, la drachme a enregistré en août l'écart positif moyen le plus important. Cette monnaie est restée durant toute la période en opposition avec le florin et le mark finlandais. Globalement, l'écart s'est réduit.

<b>TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES</b>				
<i>(en pourcentage)</i>				
	1 mois		3 mois	
	31 juillet 1998	31 août 1998	31 juillet 1998	31 août 1998
	Dollar .....	5,59	5,54	5,61
Livre sterling .....	7,50	7,625	7,7	7,5625
Deutschemark .....	3,43	3,39	3,48	3,43
Franc suisse .....	1,75	1,4375	1,9	1,5
Franc français .....	3,45	3,44	3,51	3,48

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31  
 Mise à jour le 31 août 1998



En août, l'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne est demeuré voisin de zéro, du fait de la quasi-stabilité des taux dans les deux pays. De même, l'écart négatif entre taux français et américains a peu varié.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart de taux entre la France et l'Allemagne est resté relativement stable d'une fin de période à l'autre. L'écart négatif entre taux français et américains, de son côté, a évolué de manière irrégulière, la baisse des taux américains ayant été un peu plus accentuée que celle des taux français.

## 4.2. Le marché de l'or

Le cours au comptant de l'or a de nouveau nettement reculé pendant le mois, pour atteindre au minimum 271,75 dollars l'once, soit son plus bas niveau depuis 18 ans. La baisse s'explique par une accélération des ventes, en particulier de la part de producteurs australiens, le cours de l'or exprimé en dollars australiens atteignant des cours attractifs (supérieurs à AUD 500/once), en liaison avec la forte dépréciation de cette devise. L'annonce par la Banque centrale polonaise d'un achat de 75 tonnes d'or au cours du deuxième trimestre 1998 n'a pas suffi à limiter la dépréciation du cours de l'once d'or. L'Institut d'émission a expliqué que cet achat était destiné à rapprocher le pourcentage d'or dans les réserves polonaises de celui observé dans les banques centrales d'Europe de l'Ouest.

Une nouvelle détente des taux de prêt d'or a également été observée, en particulier sur les échéances les plus courtes. Le taux à 1 mois a ainsi atteint 0,30 %, contre 0,45 % en début de période, tandis que le taux à 2 ans se repliait de 2,10 % en juin à 1,80 % en août.

<b>COURS DE L'OR</b>			
	31 juillet 1998	31 août 1998	Variation (en pourcentage)
<b>À PARIS (en francs français)</b>			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	55 700,00	53 000,00	- 4,84
Lingot (le kg).....	56 150,00	54 200,00	- 3,47
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	322,00	315,00	- 2,17
Vreneli .....	323,00	320,00	- 0,93
Union latine .....	323,00	313,00	- 3,10
Souverain .....	444,00	430,00	- 3,15
20 dollars .....	2 740,00	2 920,00	6,57
Peso mexicain .....	2 075,00	2 040,00	- 1,69
<b>À LONDRES</b>			
Fixage (l'once en dollars)	288,85	273,40	- 5,35
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31			Mise à jour le 31 août 1998



# 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

L'évolution des marchés de capitaux au mois d'août a été marquée par un nouveau repli des taux d'intérêt. Ce mouvement ayant été particulièrement marqué sur les taux à long terme, il en est résulté un fort aplatissement de la courbe des rendements.

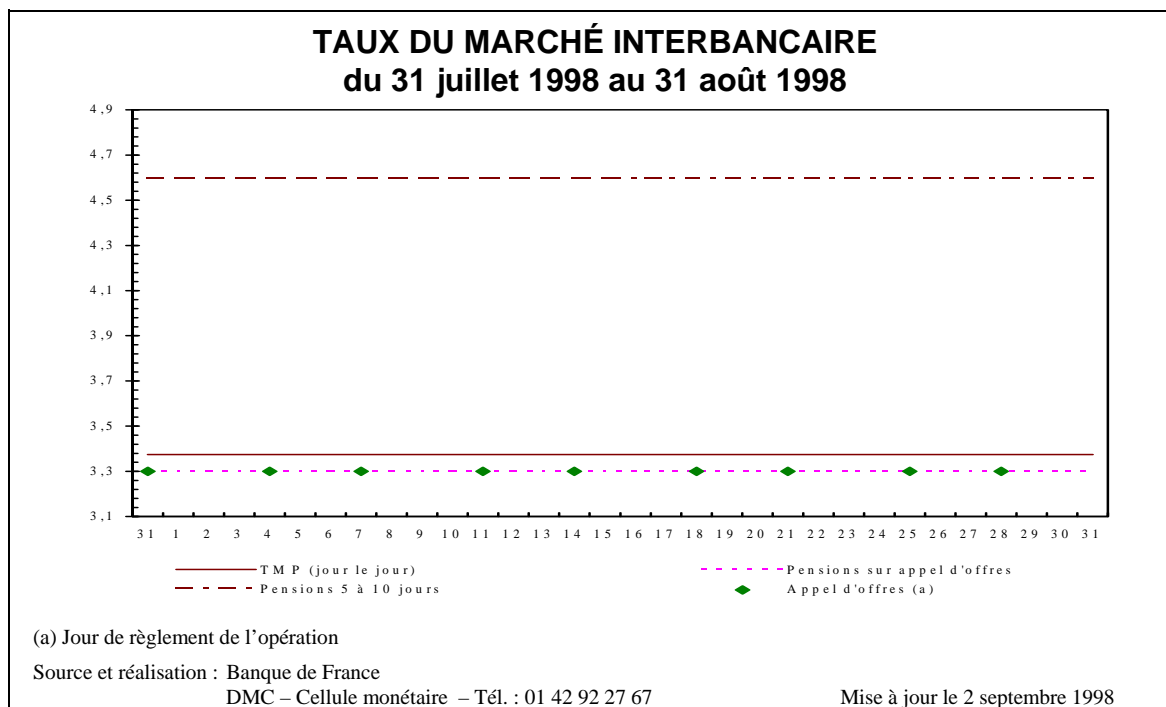
Sur les taux à court terme, ce mouvement a été lié à l'inflexion des anticipations relatives à la politique monétaire. Les marchés ont progressivement privilégié des scénarios de baisse de taux aux États-Unis et de stabilité dans la zone euro, sous l'effet combiné des nouvelles secousses financières en Asie, de la détérioration de la situation russe et des répercussions présumées de ces crises sur le ralentissement de la croissance.

Sur les taux à long terme, l'impact des anticipations relatives aux politiques monétaires a été renforcé par un basculement des placements boursiers vers les titres obligataires, les investisseurs privilégiant les placements moins risqués. Ce mouvement s'est accompagné d'une divergence relative des taux longs entre les pays européens. Les emprunts d'État allemands et français ont, en effet, davantage bénéficié du mouvement de détente que les dettes souveraines des autres pays de la zone euro, les placements les plus liquides étant privilégiés dans un contexte de volatilité accrue. Au Royaume-Uni, les marchés obligataires ont bénéficié d'un mouvement de détente plus marqué, plusieurs indicateurs ayant confirmé un ralentissement relatif de l'économie.

Au total, sur le marché français, les taux à 10 ans ont baissé de 45 points de base sur le mois, revenant à 4,29 %, l'écart entre les fonds d'État à 10 ans et 1 an revenant de 95 points de base fin juillet à 77 points de base fin août.

Enfin, l'écart de taux entre la France et les États-Unis sur l'emprunt phare à 10 ans est resté stable.

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

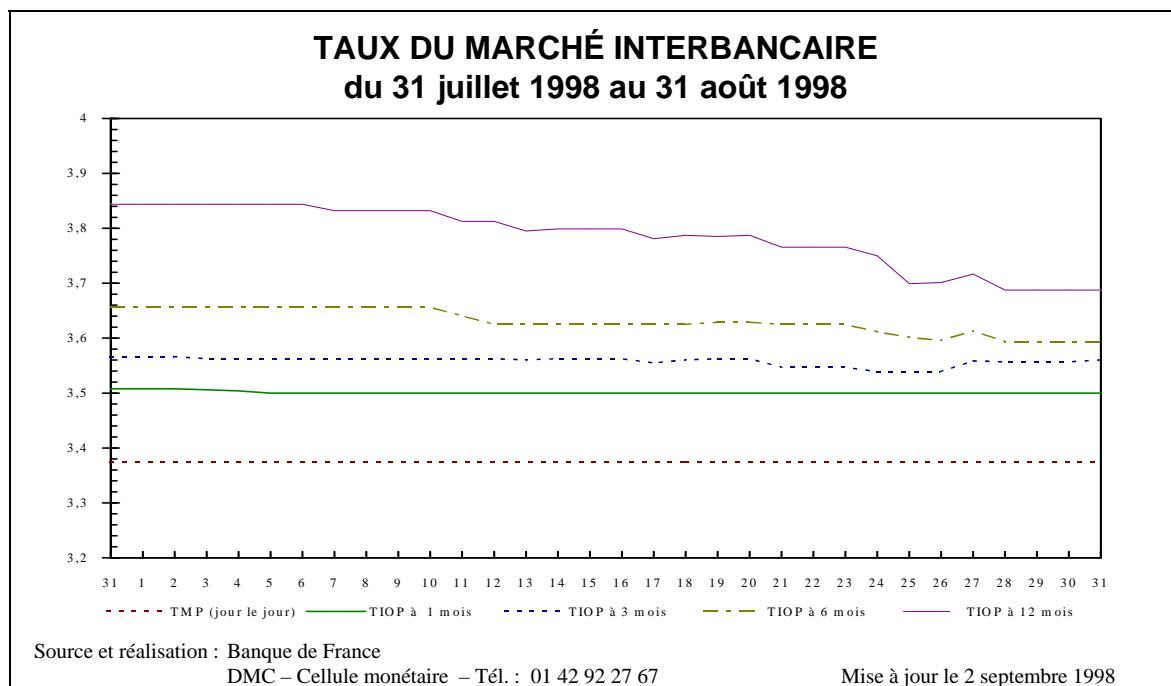


Le loyer de l'argent au jour le jour est demeuré stable tout au long du mois dans une fourchette de 3 5/16 %-3 7/16 %.

Les réserves obligatoires constituées au cours de la période allant du 16 juin au 15 juillet se sont établies à 24,1 milliards de francs (dont 16,6 milliards sous forme d'encaisses en billets et monnaies) pour une moyenne requise de 21,3 milliards.

<b>ÉVOLUTION EN MOYENNE MENSUELLE DES FACTEURS AGISSANT SUR LA LIQUIDITÉ DES BANQUES</b>			
<i>(en milliards de francs)</i>			
	Juillet 1998	Août 1998	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	- 267,9	- 267,1	0,8
RÉSERVES OBLIGATOIRES (a) .....	- 5,8	- 5,2	0,6
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	194,6	203,4	8,8
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	8,2	7,9	- 0,3
DIVERS .....	- 2,1	- 1,1	1,0
<b>TOTAL .....</b>	<b>- 73,0</b>	<b>- 62,1</b>	<b>10,9</b>
<b>CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>			
– Opérations sur appels d'offres .....	41,7	39,4	- 2,3
– Autres pensions .....	18,1	8,1	- 10,0
– Bons du Trésor achetés ferme .....	17,9	18,2	0,3
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	- 4,7	- 3,6	1,1
<b>TOTAL .....</b>	<b>73,0</b>	<b>62,1</b>	<b>- 10,9</b>
<i>NB</i> : Les facteurs précédés du signe négatif agissent dans le sens d'une diminution de la liquidité.			
(a) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.			
Source et réalisation : Banque de France DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67 Mise à jour le 2 septembre 1998			

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

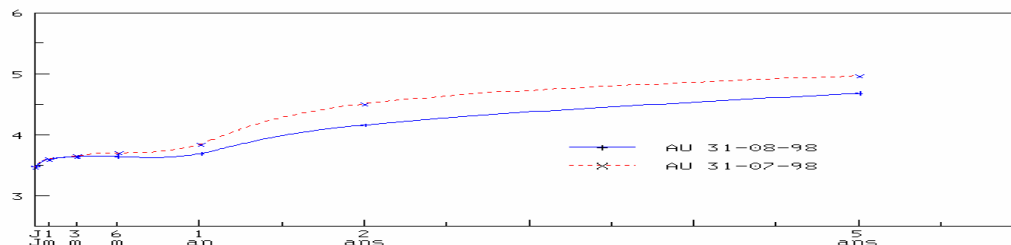


Les rendements courts se sont détendus dans des proportions significatives (de 6 à 15 points de base) sur les échéances les plus éloignées (6 mois et 1 an), en raison de la révision des anticipations de politique monétaire. Cette orientation favorable s'est opérée dans un contexte caractérisé par deux éléments principaux :

- l'aggravation des difficultés asiatiques et les développements de la crise russe et des répercussions présumées de ces événements sur le ralentissement de la croissance ;
- des éléments qui témoignent de la faiblesse persistante des risques inflationnistes.

<b>ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES</b>			
	31 juillet 1998	31 août 1998	Variation
TIOP à 1 mois.....	3,50781	3,50000	- 0,00781
TIOP à 3 mois.....	3,56640	3,56054	- 0,00586
TIOP à 6 mois.....	3,65625	3,59375	- 0,06250
TIOP à 1 an.....	3,84375	3,68750	- 0,15625
Taux à 2 ans.....	4,51000	4,16000	- 0,35000
Taux à 5 ans.....	4,97000	4,68000	- 0,29000

## STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 3 septembre 1998

Alors que le taux à 3 mois au comptant a peu varié au cours du mois, les taux implicites des contrats Pibor se sont détendus tout au long de la période, de manière plus marquée en début et en fin de mois, évoluant au rythme de la poursuite de la crise asiatique puis en liaison avec l'aggravation de la crise russe et ses répercussions aux pays d'Amérique latine. Les troubles monétaires dans de nombreuses économies émergentes renforcent, en effet, les risques aux yeux des opérateurs :

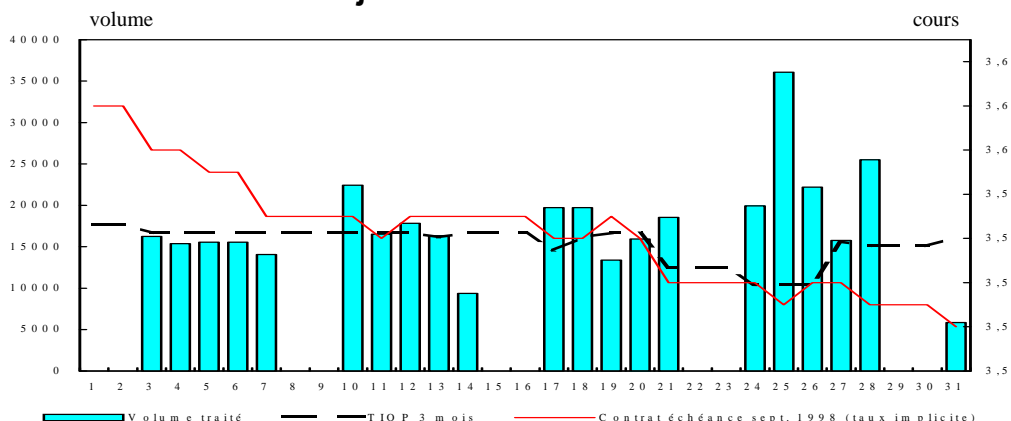
- de ralentissement économique par la réduction de la demande mondiale ;
- de poursuite du mouvement de baisse des prix des produits importés dans les pays industrialisés (notamment le prix des matières premières).

Ce contexte a donc entraîné une disparition progressive des anticipations de hausse des taux directeurs de la future zone euro.

À la fin du mois d'août, le taux à 3 mois implicite à l'échéance septembre 1998 avait ainsi rejoint le niveau du taux à 3 mois comptant, à 3,52 %, contre 3,62 % un mois plus tôt.

Le taux à 3 mois implicite à l'échéance décembre 1998 ressortait à 3,58 % (3,83 % fin juillet), et celui de l'échéance mars 1998 s'établissait au même niveau que l'échéance décembre, ce qui illustre les anticipations de stabilité des taux directeurs.

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



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 2 septembre 1998

### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

#### Adjudications

Au cours du mois d'août, le Trésor a procédé à l'adjudication de 119,3 milliards de francs de bons du Trésor (99,8 milliards de francs de BTF et 19,5 milliards de francs de BTAN).

L'encours total de bons du Trésor en circulation s'élevait au 31 août à 1 383,1 milliards de francs, contre 1 343,6 milliards le mois précédent.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXE									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis- sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués		Taux actuariel annuel moyen	Taux inter- bancaire (f)
					(d)	(e)			
3 août 1998	BTF	5 sem.	27 788	6 052	138	3,36	3,39	3,46	3,51
3 août 1998	BTF	13 sem.	57 863	20 470	2 726	3,42	3,43	3,51	3,66
3 août 1998	BTF	26 sem.	26 059	4 565	620	3,52	3,57	3,60	3,74
10 août 1998	BTF	13 sem.	50 924	15 654	1 648	3,42	3,42	3,51	3,66
10 août 1998	BTF	41 sem.	21 437	4 534	533	3,61	3,61	3,68	3,77
17 août 1998	BTF	13 sem.	51 199	9 013	0	3,40	3,41	3,49	3,66
17 août 1998	BTF	29 sem.	23 718	5 005	0	3,49	3,50	3,57	3,71
20 août 1998	BTAN 4,0 %	2 ans	31 308	7 544	40	100,20	100,30	3,82	3,83
20 août 1998	BTAN 4,5 %	5 ans	21 850	9 706	2 176	101,40	101,60	4,13	4,14
24 août 1998	BTF	13 sem.	44 765	9 284	275	3,39	3,40	3,49	3,64
24 août 1998	BTF	28 sem.	23 000	4 184	181	3,46	3,47	3,54	3,70
31 août 1998	BTF	13 sem.	52 335	7 919	951	3,39	3,39	3,48	3,66
31 août 1998	BTF	52 sem.	17 050	5 507	503	3,50	3,51	3,55	3,74

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

Source : Banque de France  
DT – SATGTCN – Tél. : 01 42 92 55 99  
Réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

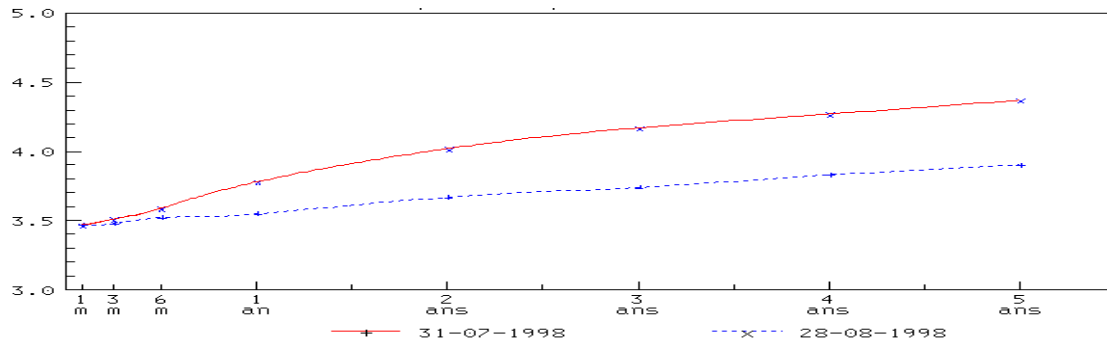
Mise à jour le 2 septembre 1998

Entre les dernières adjudications des mois de juillet et d'août, les taux à l'émission se sont détendus de 5 points de base sur les BTF 28 semaines (3,59 % au 31 juillet à 3,54 % au 31 août). Le mouvement de baisse est plus marqué en ce qui concerne les BTAN 5 ans, puisqu'il atteint 31 points de base, passant de 4,44 % au 31 juillet à 4,13 % au 31 août.

## Marché secondaire

### BONS DU TRÉSOR TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE au 31 août 1998

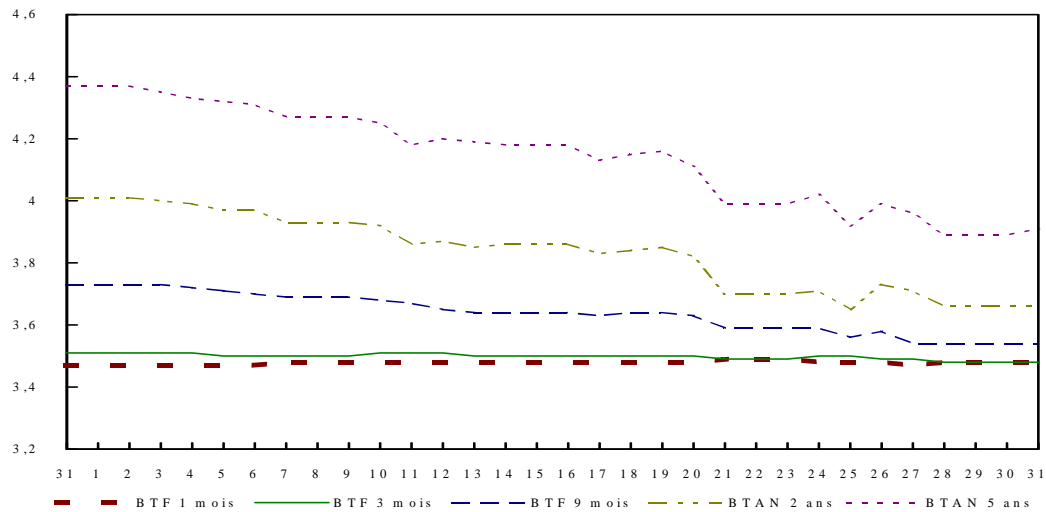
Taux actuariels établis par interpolation linéaire sur 9 échéances normalisées



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

Mise à jour le 11 septembre 1998

### TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 31 juillet 1998 au 31 août 1998

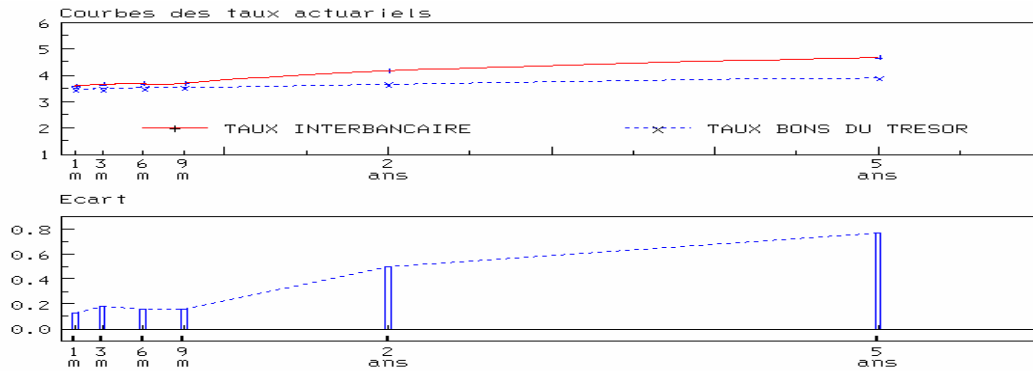


Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 2 septembre 1998

La courbe des rendements des bons du Trésor a poursuivi son mouvement d'aplatissement initié depuis 4 mois. Cette évolution a cependant été beaucoup plus marquée en août, en raison d'un contexte très favorable à la progression des marchés obligataires. Alors que les taux des bons du Trésor à 3 mois ont reculé de 3 points de base, ils se sont repliés de, respectivement, 35 points de base et 48 points de base sur les maturités 2 ans et 5 ans. En fin de période, l'écart de taux 3 mois-2 ans se fixait à 18 points, et l'écart de taux 2 ans-5 ans à 23 points.

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



Source et réalisation : Banque de France

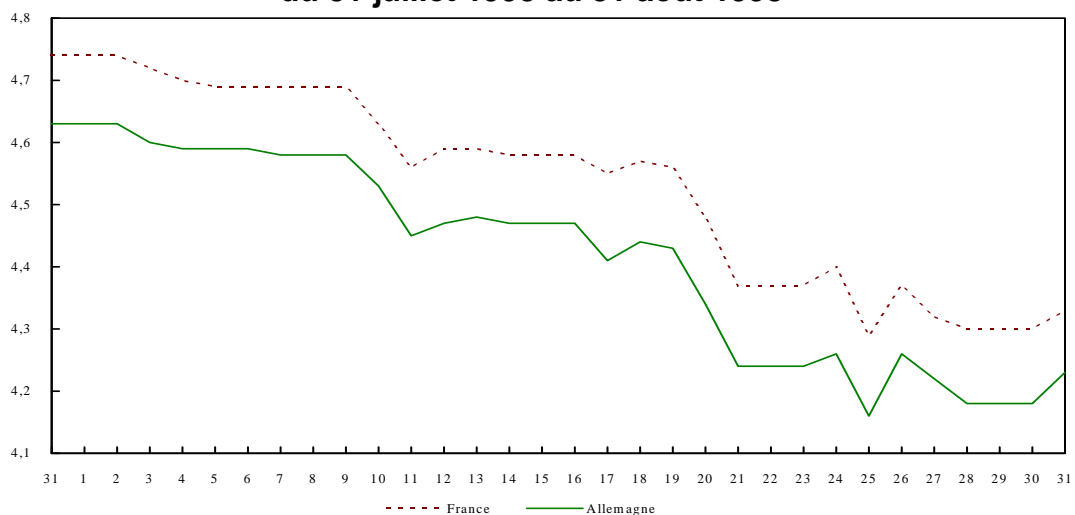
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 11 septembre 1998

Au 31 août, le taux du BTF 3 mois s'établissait à 3,39 %, contre 3,56 % pour le taux Pibor de même échéance, soit un écart de 17 points de base, à comparer à un écart de 14 points de base qui prévalait fin juillet.

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

#### ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 31 juillet 1998 au 31 août 1998



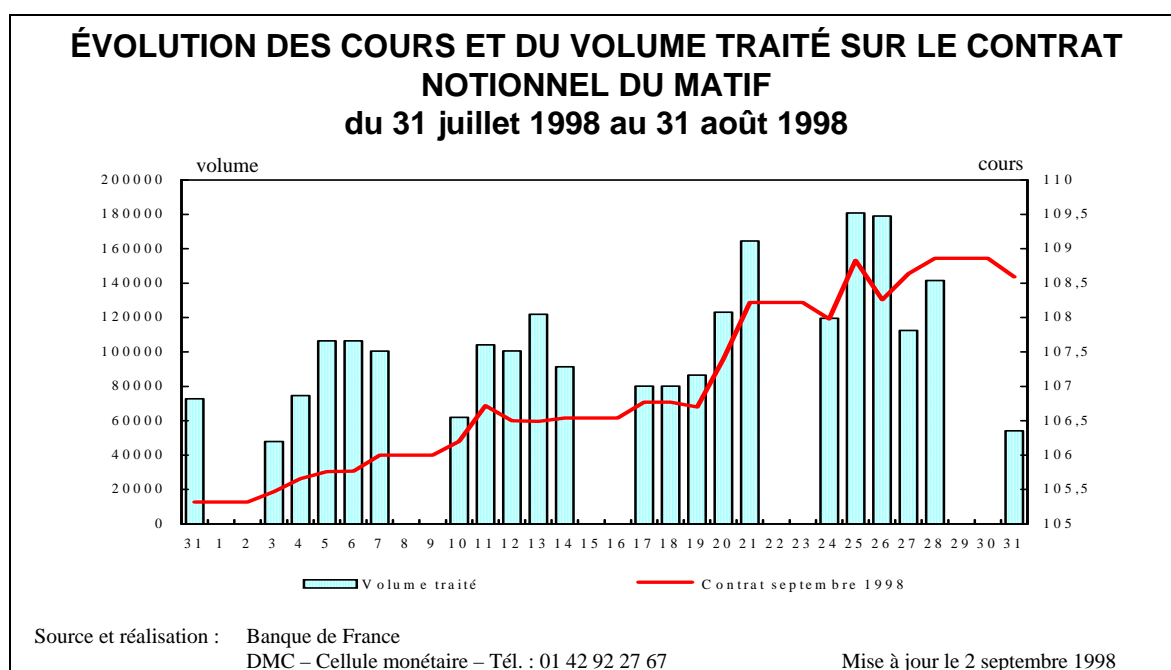
Taux de négociation sur le marché secondaire de la ligne d'emprunt d'État considérée comme la plus représentative

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 2 septembre 1998

Les inquiétudes suscitées par le contexte international — en particulier la rapide aggravation de la situation financière et politique en Russie, couplée à des perspectives pessimistes sur l'évolution économique en Amérique latine — ont soutenu les marchés obligataires des pays occidentaux. Dans ce contexte, les taux obligataires à 10 ans ont atteint de nouveaux plus bas niveaux historiques, l'OAT avril 2008 touchant ponctuellement un niveau de 4,29 %. En août, le taux de l'emprunt phare français a ainsi reculé de 41 points de base. D'une fin de mois à l'autre, l'écart de taux à 10 ans entre la France et l'Allemagne s'est maintenu sur un niveau de 10 points de base, même si l'écart de taux a pu temporairement s'élargir à 14 points.

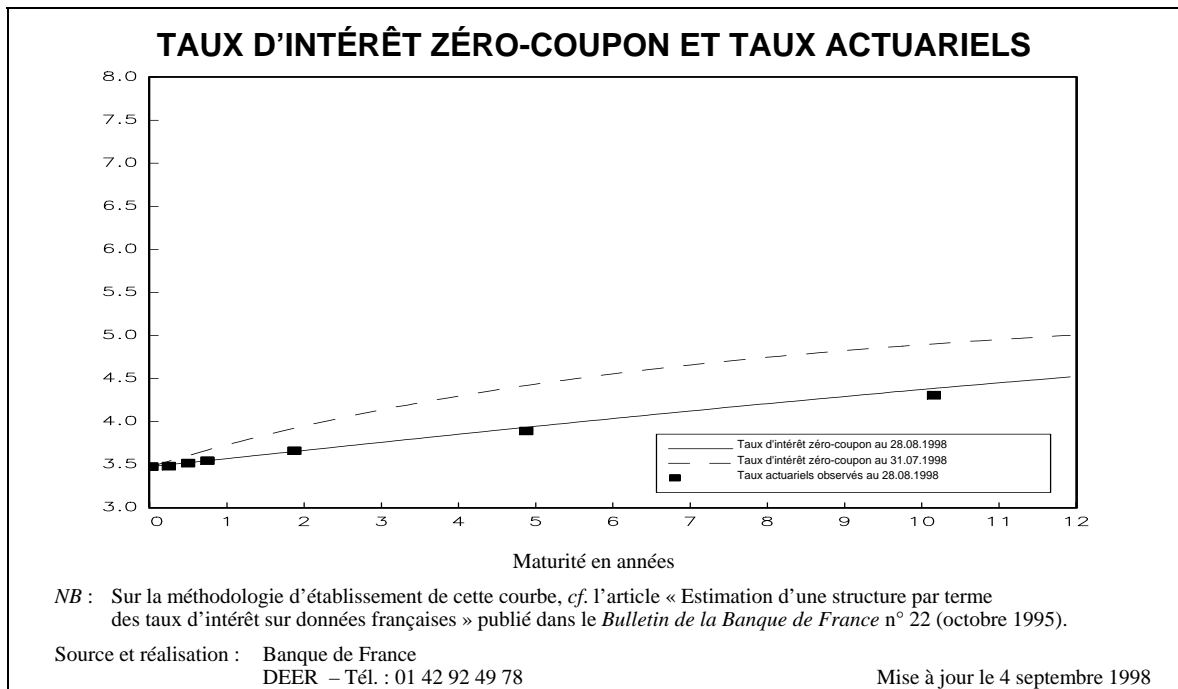


Les marchés à terme ont connu une activité très animée durant le mois d'août.

Sur le Matif, la moyenne des transactions quotidiennes sur contrat notionnel a atteint 106 000 lots, soit une progression de 40 % par rapport au mois précédent.

En fin de période, la position ouverte sur ce contrat se montait à 136 000 lots.





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

(arrêtée au 8 septembre)

Le marché des taux courts a évolué dans des marges étroites (2 à 3 points de base). Ainsi, des prises de bénéfice ont succédé aux courtes phases de progression sur le marché des contrats Pibor à 3 mois. En fin de période toutefois, des anticipations plus franches d'assouplissement de politique monétaire (États-Unis) ou de *statu quo* au niveau actuel (Europe) se sont affirmées.

Les taux à 10 ans se sont stabilisés à 10 points de base environ au-dessus des plus bas niveaux historiques touchés à la fin du mois d'août.

## 5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est élevé à 1 288,8 milliards de francs à la fin du mois d'août, contre 1 289,9 milliards à fin juillet. Cette stabilité recouvre des évolutions divergentes selon la nature des titres concernés. L'encours des certificats de dépôt progresse de 14,3 milliards de francs et celui des bons des institutions et des sociétés financières regagne 6,1 milliards de francs. À l'opposé, du fait d'un marché globalement peu actif, l'encours des billets de trésorerie se rétracte de 22,6 milliards de francs. Enfin, avec un montant de 415,7 milliards de francs, l'encours des bons à moyen terme négociables reste stable à un niveau proche de celui atteint depuis le milieu du mois de juin.

Les taux de rendement à l'émission relatifs aux titres émis à moins d'un an révèlent une quasi-stabilité par rapport aux niveaux relevés à la fin du mois de juillet. À l'inverse, les rémunérations observées pour les bons à moyen terme négociables traduisent une détente particulièrement perceptible à partir de la deuxième semaine du mois sous revue.

Dans un contexte caractérisé par des taux à long terme à leur plus bas niveau historique, le montant des émissions obligataires réglées en août a fortement reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte d'une diminution de la demande de capitaux des émetteurs autres que l'État.

### 5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

#### ***Certificats de dépôt (CDN)***

L'encours des certificats de dépôt s'établissait, en données provisoires, à 615,2 milliards de francs le 28 août, contre 600,9 milliards le 31 juillet et 625,7 milliards le 26 juin.

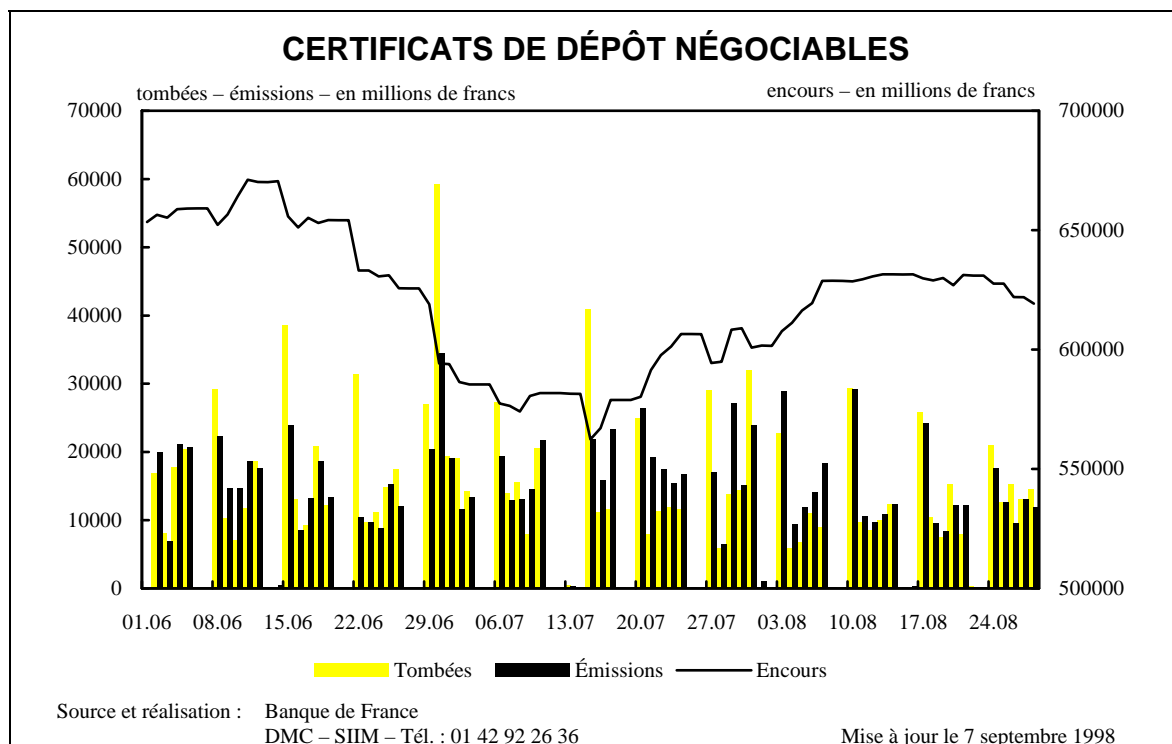
Les émissions réalisées au cours du mois d'août ont atteint 284,6 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 428,3 milliards en juillet et 292,7 milliards en juin (respectivement 270,3 milliards, contre 453,1 milliards et 320,6 milliards, pour les tombées).

Huit émetteurs ont accru leur encours de plus de 2 milliards de francs au cours du mois sous revue : la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (12,1 milliards), la Deutsche Bank (5,1 milliards), la Kredietbank (3 milliards), Paribas SA et la Société générale (2,7 milliards chacune), la Caisse centrale des caisses d'épargne et la Rabobank (2,4 milliards chacune) et la BNP (2,3 milliards). À l'opposé, cinq établissements ont réduit leur encours d'au moins ce même montant : la BRED-Banque populaire (4,4 milliards de francs), la Caisse centrale des banques populaires (2,4 milliards), The Bank of Tokyo-Mitsubishi (2,1 milliards), la Banque fédérative du crédit mutuel et ABN Amro Bank (2 milliards chacune).

La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteur* a très peu varié par rapport aux deux mois précédents. La souscription des établissements de crédit a représenté 33,0 % du montant total d'émission, précédant celle des sociétés et entreprises individuelles (23,6 %), des OPCVM (21,4 %) et des assurances, caisses de retraite et mutuelles (16,7 %).

La composition des plages de *durées à l'émission* ne traduit pas d'évolution sensible par rapport au mois de juillet. Le montant cumulé des émissions réalisées entre un mois et trois mois demeure le plus conséquent avec 49,0 % de la production, précédant celui des opérations d'une durée initiale comprise entre trois mois et six mois (25,4 % du total) et celui des titres émis à moins d'un mois, lequel a représenté 21,6 % de la valeur globale des opérations.

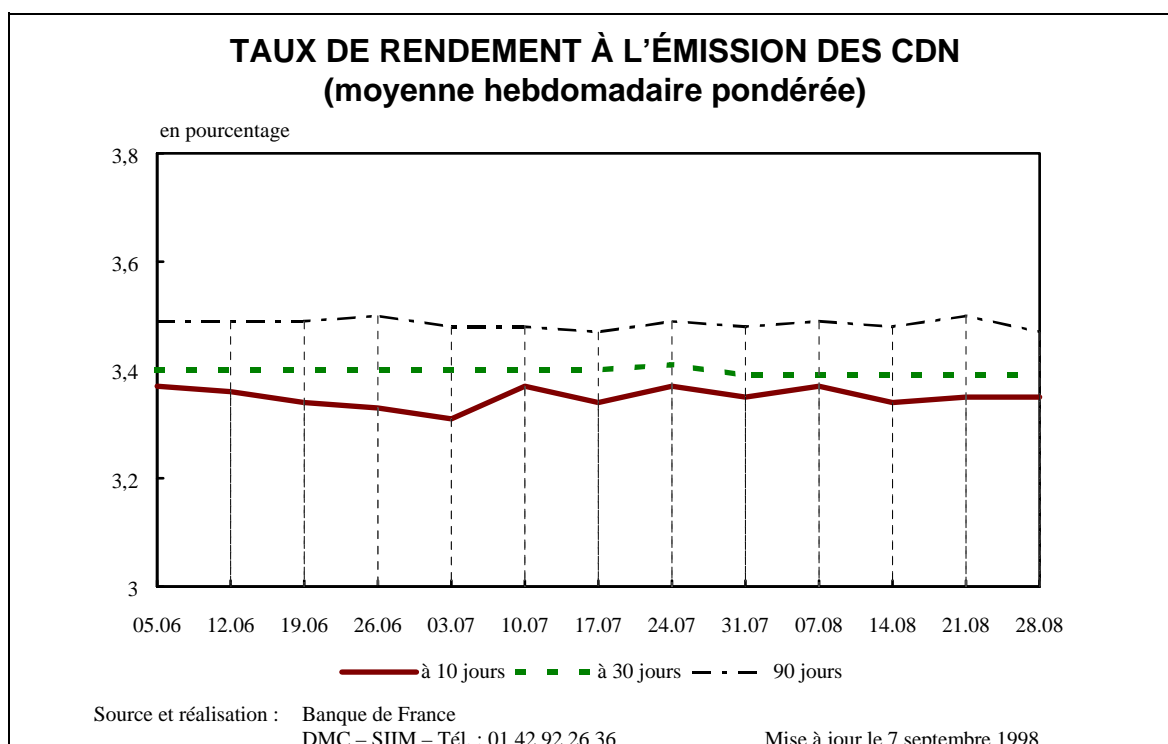
Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	62,5	21,6
De 1 mois à moins de 3 mois.....	141,3	49,0
De 3 mois à moins de 6 mois.....	73,2	25,4
De 6 mois à 1 an.....	11,6	4,0
<b>Total.....</b>	<b>288,6</b>	<b>100,0</b>



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 305 le 28 août, contre 302 le 31 juillet et 307 le 26 juin.

Les *taux à l'émission* relatifs aux maturités inférieures à 90 jours sont restés extrêmement stables, les écarts les plus conséquents s'élevant à un maximum de trois points de base sur les maturités les plus traitées (10 jours, 30 jours et 90 jours).

<b>TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN</b>				
<i>(en pourcentage)</i>				
	3 au 7 août	10 au 14 août	17 au 21 août	24 au 28 août
Certificats à 10 jours (moyenne).....	3,37	3,34	3,35	3,35
Certificats à 30 jours (moyenne).....	3,39	3,39	3,39	3,39
Certificats à 90 jours (moyenne).....	3,49	3,48	3,50	3,47
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas).....	3,00	3,00	2,90	3,10
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,43	3,42	3,42	3,42
TIOP à 1 mois (plus bas).....	3,50	3,50	3,50	3,50
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,51	3,50	3,50	3,50



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

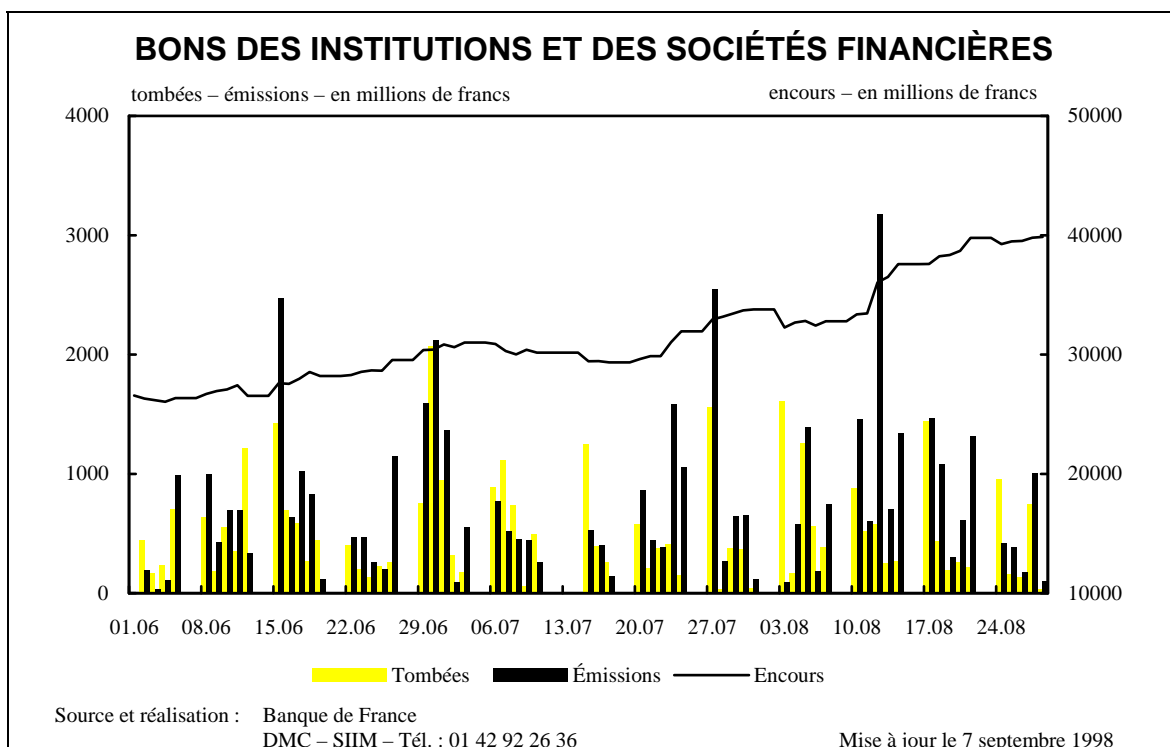
L'encours de ces bons s'élevait à 39,9 milliards de francs le 28 août, contre 33,8 milliards le 31 juillet et 29,5 milliards le 26 juin. Au 28 août, 93,7 % de l'encours global correspondait aux opérations de sept établissements disposant d'un encours supérieur à 1 milliard de francs, le premier d'entre eux, le Crédit local de France, représentant 58,8 % du total, avec un encours de 23,4 milliards de francs, devant Cofidis (3,7 milliards) et la Diac (3,2 milliards).

Les émissions réalisées au cours du mois d'août ont atteint 17,1 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 17,8 milliards en juillet et 12,1 milliards en juin (respectivement 11,1 milliards, contre 13,6 milliards et 9,2 milliards, pour les tombées). Le Crédit local de France s'est distingué par une intense activité, accroissant son encours de 6,4 milliards de francs au cours de la période.

Les OPCVM ont concentré 67,8 % de la *souscription* des BISF, contre 60,6 % et 66,6 % pour les deux mois précédents, alors que les établissements de crédit n'ont recueilli que 25,7 % du montant des souscriptions (60,6 % pour le mois de juillet). Les assurances, caisses de retraite et mutuelles se sont appropriées 7,3 % du montant des titres émis (contre 3,9 % en juillet et 0,7 % en juin).

L'examen des *durées à l'émission* fait ressortir un allongement sensible des maturités traitées au profit des opérations réalisées au-delà de six mois, lesquelles ont représenté 19,5 % du total, soit une hausse de 17 points par rapport au mois de juillet. Cependant, cette évolution n'est pas totalement représentative du marché des BISF car elle résulte en partie d'une émission ponctuelle d'un montant particulièrement élevé. À l'inverse, les émissions d'une durée initiale comprise entre trois mois et six mois ont constitué 44 % du montant global, en retrait de plus de 15 points en regard du mois précédent. Le solde des opérations s'est essentiellement concentré sur les termes allant de un mois à trois mois, avec 35,9 % du total.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	0,1	0,6
De 1 mois à moins de 3 mois.....	6,1	35,9
De 3 mois à moins de 6 mois.....	7,5	44,0
De 6 mois à 1 an.....	3,4	19,5
<b>Total.....</b>	<b>17,1</b>	<b>100,0</b>



Calculés en moyenne hebdomadaire pondérée, les *taux de rendement à l'émission* n'ont que très légèrement fluctué autour des niveaux atteints à la fin du mois de juillet, quels que soient les termes considérés ; les écarts de rémunération n'ont pas excédé quatre points de base entre les différentes semaines de la période.

### **Billets de trésorerie (BT)**

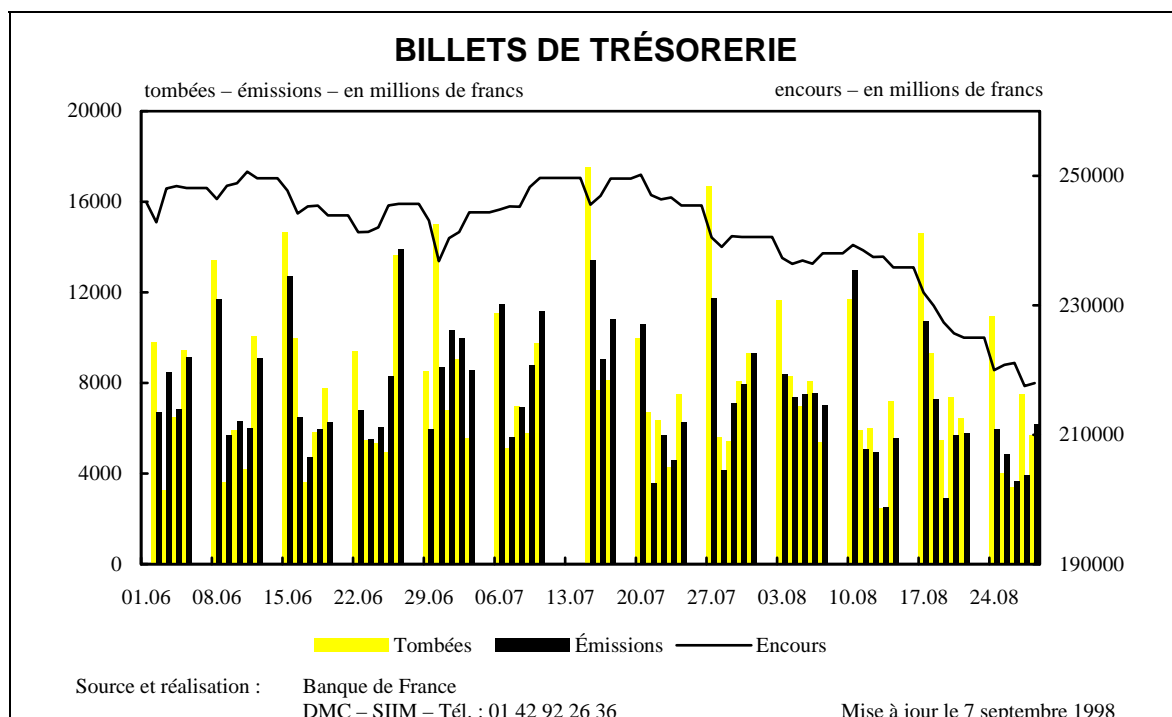
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 218 milliards de francs le 28 août, contre 240,6 milliards le 31 juillet et 245,7 milliards le 26 juin. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 125,7 milliards de francs, contre 191,6 milliards en juillet et 146,5 milliards en juin (respectivement 148,3 milliards, contre 196,7 milliards et 146,8 milliards, pour les tombées).

Le 28 août, le nombre des entreprises émettrices s'établissait à 93, contre 91 à fin juillet et 92 à fin juin. Sept émetteurs ont accru leur encours de plus de 500 millions de francs entre fin juillet et fin août ; il s'agit de Certain Funding (1,36 milliard de francs), Rhône-Poulenc (754 millions), PPR Finance (702 millions), le Réseau ferré de France (700 millions), Union finance grains (671 millions), Sommer Allibert (650 millions) et Valéo (600 millions). À l'opposé, neuf émetteurs ont réduit leur encours de plus de 1 milliard de francs, soit pour les variations les plus fortes : EDF (4,9 milliards), Total CFP (3,6 milliards), France Télécom (3 milliards), Morgan Stanley Dean Witter (2,9 milliards), Sofira (2,2 milliards) et Axa-UAP (2,1 milliards). Par ailleurs, un nouvel émetteur non résident, Hexagon Finance, entité mise en place par le Crédit agricole Indosuez et dont l'activité est liée à l'acquisition de partsLa ventilation du volume d'émission selon les types de *souscripteurs* a subi peu de modifications de fonds communs de créances, a lancé ses premières émissions sur le marché.

par rapport à celle du mois précédent. La part des établissements de crédit est demeurée largement dominante, avec 80,1 % du total, contre 76,6 % en juillet. Les OPCVM ont représenté 12,4 % du total (13,0 % en juillet), les sociétés et entreprises individuelles 4,4 % (contre 5,3 %) et les assurances, caisses de retraite et mutuelles 2,1 % (contre 3,6 %).

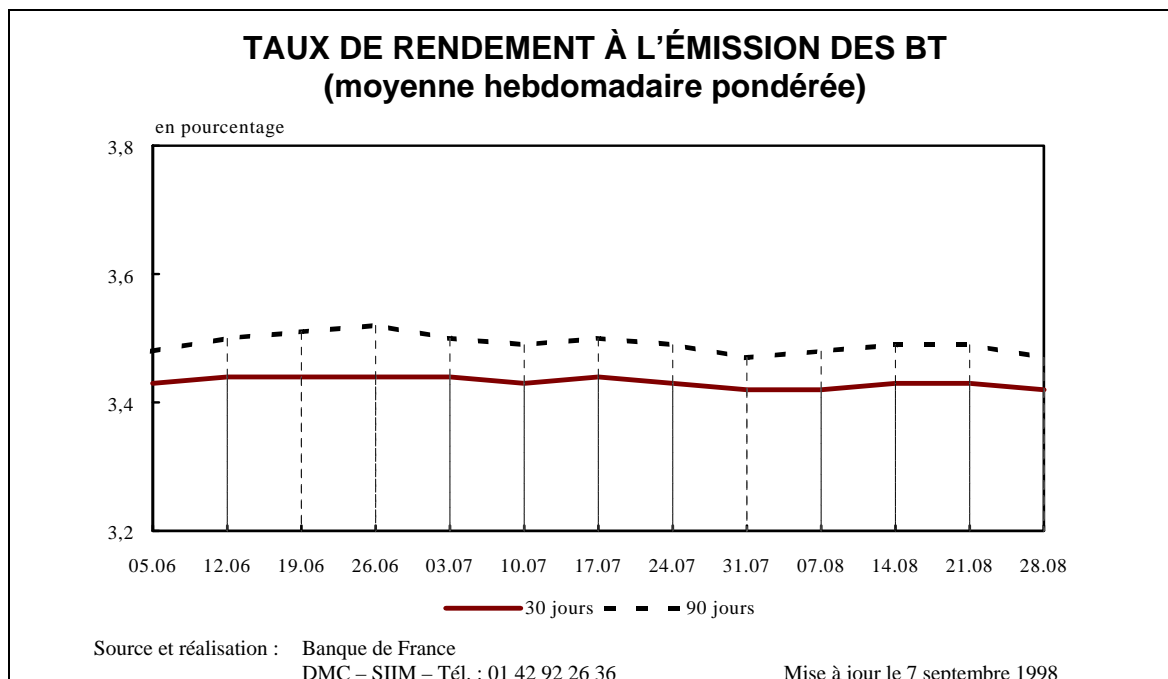
La répartition mensuelle des émissions selon les maturités initiales ne révèle pas d'évolution sensible par rapport au mois précédent. La tranche d'émission de loin la plus sollicitée est demeurée celle relative aux opérations d'une durée initiale comprise entre un mois et trois mois, avec 77,6 % du montant global d'émission, devant la part des émissions d'une maturité comprise entre dix jours et un mois (13,4 %) et celle des titres de trois mois à six mois (7,3 %).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	16,8	13,4
De 1 mois à moins de 3 mois.....	97,6	77,6
De 3 mois à moins de 6 mois.....	9,2	7,3
De 6 mois à 1 an.....	2,1	1,7
<b>Total</b> .....	<b>125,7</b>	<b>100,0</b>



Les *taux de rendement à l'émission* hebdomadaires relatifs aux maturités les plus traitées (10 jours, 30 jours et 90 jours) sont restés sur des niveaux très proches de ceux du mois précédent. Les écarts de rémunération les plus forts enregistrés entre les différentes semaines de la période observée n'ont jamais dépassé trois points de base.

<b>TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT</b>				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	3 au 7 août	10 au 14 août	17 au 21 août	24 au 28 août
Billets à 10 jours (moyenne).....	3,41	3,38	—	—
Billets à 30 jours (moyenne).....	3,42	3,43	3,43	3,42
Billets à 90 jours (moyenne).....	3,48	3,49	3,49	3,47
Billets de 20 à 40 jours (plus bas).....	3,39	3,38	3,38	3,37
Billets de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,49	3,49	3,47	3,49
TIOP à 1 mois (plus bas).....	3,50	3,50	3,50	3,50
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,51	3,50	3,50	3,50



### **Bons à moyen terme négociables (BMTN)**

Les BMTN ont atteint un encours de 415,7 milliards de francs le 28 août (dernier chiffre provisoire disponible), contre 414 milliards au 31 juillet et 415,4 milliards au 26 juin.

Les émissions réalisées au cours du mois d'août se sont élevées à 7,3 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 8,5 milliards en juillet et 8 milliards de francs en juin (5,6 milliards, contre 9,9 milliards et 11,9 milliards, pour les tombées).

Le nombre d'émetteurs présents sur le marché au 28 août s'est établi à 228, contre 225 à fin juillet et 226 à fin juin. Les hausses d'encours les plus significatives relevées pendant le mois concernent la Sovac (1,2 milliard), le Crédit local de France (431 millions) et la Compagnie générale de crédit aux particuliers Credipar (405 millions). À l'opposé, les baisses les plus conséquentes proviennent de la BNP Lease (470 millions), la BRED-Banque populaire (295 millions) et le Crédit du Nord (250 millions).

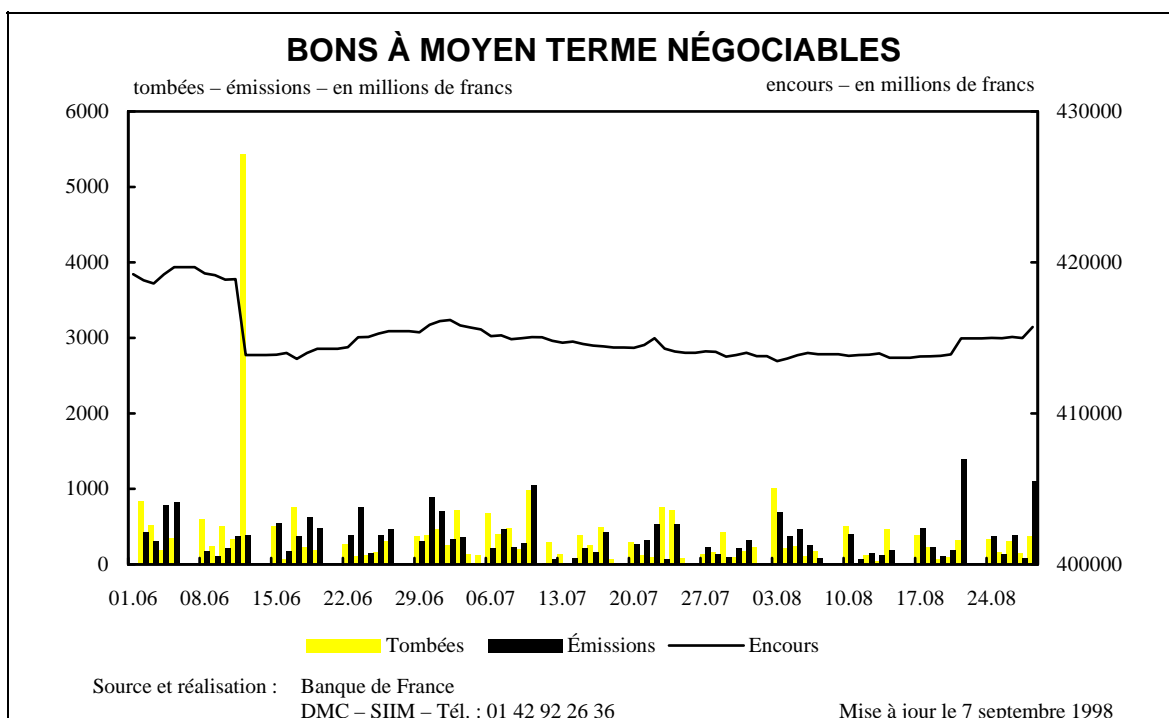
Au 28 août, la Société générale demeure le principal émetteur sur le marché des BMTN, avec 27,2 milliards de francs, devant le Crédit lyonnais (25,1 milliards), la Caisse des dépôts et consignations (22,9 milliards) et Paribas SA (20,7 milliards).

La répartition mensuelle par catégories de *souscripteurs* fait apparaître un maintien de la contribution des établissements de crédit, avec 57,0 % du montant global d'émission (60,0 % en juillet et 75,0 % en juin), une progression des OPCVM (19,3 % du total, contre 12,0 % pour les deux mois précédents) et une présence marquée des non-résidents, qui ont souscrit 14,4 % du montant de la production. À l'inverse, les assurances, caisses de retraite et mutuelles ont été sensiblement moins présentes (2,6 %, contre 10,2 % en juillet), de même que les sociétés et entreprises individuelles (6,0 %, contre 16,1 %).

La ventilation du montant global des émissions selon leur maturité initiale ne traduit pas d'évolution spécifique par rapport au mois précédent. La part la plus importante des opérations a concerné les maturités inférieures à deux ans (35,8 % du montant de la production), devant les émissions d'une maturité initiale comprise entre deux ans et trois ans (25,6 %) et les titres d'une durée supérieure à sept ans (19,4 %).



Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans .....	2,6	35,8
De 2 ans à moins de 3 ans.....	1,9	25,6
De 3 ans à moins de 5 ans.....	1,0	13,7
De 5 ans à moins de 7 ans.....	0,4	5,5
De 7 ans et plus .....	1,4	19,4
<b>Total .....</b>	<b>7,3</b>	<b>100,0</b>



Les rendements hebdomadaires moyens relevés au cours de la période (calculés sur les seules émissions à taux fixe) révèlent une dégrèvement régulier des rémunérations à partir de la deuxième semaine du mois d'août sur la totalité des échéances. Ainsi, les taux des bons à un an un jour perdent 11 points de base entre le 10 août et le 28 août ; les taux de rendement à deux ans reculent de 5 points, ceux à trois ans se rétractent de 20 points et les taux à cinq ans régressent de 17 points. Ces baisses restent néanmoins en deçà des évolutions de marché observables pour les titres d'État pendant la même période. Ainsi, sur l'échéance de deux ans, la rémunération de ces valeurs s'amenuise de 33 points de base et, sur le terme de cinq ans, elle perd 41 points de base.

<b>TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BMTN</b>				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	3 au 7 août	10 au 14 août	17 au 21 août	24 au 28 août
Bons à 1 an 1 jour (moyenne).....	3,85	3,77	3,74	3,74
Bons à 2 ans (moyenne).....	4,12	4,02	4,07	–
Bons à 3 ans (moyenne).....	–	4,18	–	4,10
Bons à 5 ans (moyenne).....	4,62	–	4,54	4,45
Bons à 7 ans (moyenne).....	–	–	–	–
Bons à 10 ans (moyenne).....	–	–	–	4,66

## 5.2.2. Les OPCVM

<b>ENCOURS DE TITRES D'OPCVM (SICAV ET FCP)</b>					
<i>(données brutes en milliards de francs)</i>					
	1997		1998		
	Août	Décembre	Juin	Juillet	Août
<b>SICAV</b> .....	<b>1 685,8</b>	<b>1 618,7</b>	<b>1 840,5</b>	<b>1 852,8</b>	<b>1 852,4</b>
– monétaires .....	798,5	745,6	803,3	805,9	813,9
– obligations et autres titres de créance .....	467,9	446,2	464,5	467,3	474,3
– actions .....	260,4	264,8	370,3	372,6	362,1
– diversifiées .....	155,9	159,2	199,4	204,0	199,1
– garanties .....	3,1	2,9	3,0	3,0	3,0
<b>FCP</b> .....	<b>1 357,0</b>	<b>1 360,0</b>	<b>1 626,0</b>	<b>1 670,0</b>	<b>1 673,1</b>
– monétaires .....	296,3	274,8	307,2	312,0	316,5
– obligations et autres titres de créance .....	375,4	361,6	370,5	371,9	374,7
– actions .....	144,8	152,5	227,3	234,0	224,0
– diversifiés .....	377,7	405,7	533,4	554,8	558,8
– garantis .....	162,8	165,4	187,6	197,3	199,1
<b>OPCVM</b> .....	<b>3 042,8</b>	<b>2 978,7</b>	<b>3 466,5</b>	<b>3 522,8</b>	<b>3 525,5</b>
– monétaires .....	1 094,8	1 020,4	1 110,5	1 117,9	1 130,4
– obligations et autres titres de créance .....	843,3	807,8	835,0	839,2	849,0
– actions .....	405,2	417,3	597,6	606,6	586,1
– diversifiés .....	533,6	564,9	732,8	758,8	757,7
– garantis .....	165,9	168,3	190,6	200,3	202,1

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

Mise à jour le 4 septembre 1998

En août, l'encours de titres d'OPCVM « monétaires » s'est situé à 1 130,4 milliards de francs, en hausse de 3,3 % sur un an. Le renversement de tendance amorcé en juillet (+ 0,9 %, après 20 mois de baisses consécutives) s'est donc confirmé. Il est dû à un effet de souscription ; les effets performance et revenu sont, pour leur part, restés stables.

L'encours des titres d'OPCVM « obligations » s'est élevé à 849 milliards de francs, en hausse de 0,7 % sur un an. Il a renoué avec une évolution positive pour la première fois depuis novembre 1997, grâce à une amélioration des performances du marché obligataire.

L'encours des titres d'OPCVM « actions » s'est situé à 586,1 milliards de francs. Sa variation annuelle, bien que toujours vive, est ressortie en léger recul par rapport aux mois précédents (+ 44,6 %, contre + 45,0 % en juillet et + 55,7 % en juin). En effet, la baisse du CAC 40, en réaction à la crise économique en Russie et en Asie, a pesé négativement sur l'effet performance. Néanmoins, cette catégorie de titres a conservé la meilleure rentabilité parmi les placements collectifs.

L'encours de titres d'OPCVM « diversifiés » a atteint 757,7 milliards de francs (+ 42,0 % sur un an) et celui des OPCVM « garantis » 202,1 milliards (+ 21,8 % en glissement annuel).

Au total, l'encours de l'ensemble des titres d'OPCVM s'est établi à 3 525,5 milliards de francs. Sa progression annuelle est demeurée vive (+ 15,9 %, après + 15,3 % en juillet et + 16,1 % en juin), malgré les turbulences qu'ont connues les places financières depuis un mois.

### 5.2.3. Le marché primaire obligataire en août

#### *Les flux d'émissions en francs et en devises* (cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte caractérisé par des taux à long terme à leur plus bas niveau historique, le montant des émissions obligataires réglées en août a fortement reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte d'une diminution de la demande de capitaux des émetteurs autres que l'État.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 42,4 milliards de francs, après 76,2 milliards en juillet et 78 milliards en juin. Plus de 59 % des titres réglés en août ont été émis en francs sur le marché intérieur, et près de 17 % l'ont été en écus. Le compartiment international a, pour sa part, enregistré 24,0 % des émissions, dont 9,4 % en euro-écus.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVICES								
ventilation par marchés								
<i>(en milliards de francs)</i>								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Août 1998	8 mois 1998	8 mois 1997	Année 1997		Août 1998	8 mois 1998	8 mois 1997	Année 1997
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
29,7	230,9	232,1	336,0	État	29,7	97,8	109,5	145,2
1,1	45,2	51,2	75,6	Établissements de crédit et assimilés	- 13,2	- 81,0	- 36,6	- 75,8
1,5	48,3	23,9	46,2	Sociétés non financières	1,3	26,2	- 1,3	11,4
-	8,2	15,3	16,6	Autres émetteurs résidents	- 0,1	7,0	13,4	14,2
<b>32,3</b>	<b>332,6</b>	<b>322,6</b>	<b>474,3</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>17,7</b>	<b>50,0</b>	<b>85,1</b>	<b>94,9</b>
-	<b>2,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>Non-résidents</b>	-	<b>1,6</b>	<b>- 4,1</b>	<b>- 5,2</b>
<b>32,3</b>	<b>335,1</b>	<b>322,8</b>	<b>474,5</b>	<b>TOTAL</b>	<b>17,7</b>	<b>51,5</b>	<b>81,0</b>	<b>89,7</b>
7,1	30,4	25,8	34,5	dont émissions en écus	7,1	- 31,2	19,4	28,2
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
4,0	25,5	22,5	25,6	Établissements de crédit et assimilés	0,5	15,4	10,1	2,0
-	21,4	2,1	6,8	Sociétés non financières	- 0,6	15,6	- 3,3	- 6,1
-	15,7	-	-	Autres émetteurs résidents	-	15,7	- 0,3	- 0,3
<b>4,0</b>	<b>62,6</b>	<b>24,6</b>	<b>32,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>- 0,1</b>	<b>46,7</b>	<b>6,5</b>	<b>- 4,4</b>
<b>6,1</b>	<b>122,9</b>	<b>118,3</b>	<b>168,7</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>2,1</b>	<b>94,0</b>	<b>94,4</b>	<b>131,2</b>
<b>10,1</b>	<b>185,5</b>	<b>142,9</b>	<b>201,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>2,0</b>	<b>140,7</b>	<b>100,9</b>	<b>126,8</b>
4,0	28,9	4,7	4,7	dont émissions en écus	4,0	26,9	- 3,9	- 3,9
4,0	28,9	3,4	3,4	dont émissions en écus des résidents	4,0	28,9	- 3,9	- 3,9
-	8,2	1,4	8,8	dont émissions en devises	-	8,2	1,4	8,8
-	1,0	1,4	1,4	dont émissions en devises des résidents	-	1,0	1,4	1,4
<i>NB</i> : Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur les marchés intérieur et international Émissions cotées à la Bourse de Paris ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB								
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23								
Mise à jour le 3 septembre 1998								

La **collecte des résidents** est ressortie à 36,3 milliards de francs (59,7 milliards en juillet), soit près de 86 % des émissions réglées en août.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Août 1998	8 mois 1998	8 mois 1997	Année 1997		Août 1998	8 mois 1998	8 mois 1997	Année 1997
<b>ÉMISSIONS en FRANCS</b>								
22,6	200,7	206,3	301,7	État	22,6	129,2	90,1	117,3
1,1	59,5	68,9	96,1	Établissements de crédit et assimilés	- 16,7	- 76,8	- 24,0	- 71,6
1,5	52,1	26,0	53,0	Sociétés non financières	0,7	24,1	- 4,7	5,3
-	22,5	15,3	16,6	Autres émetteurs résidents	- 0,1	21,4	13,1	13,9
<b>25,2</b>	<b>334,8</b>	<b>316,5</b>	<b>467,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>6,4</b>	<b>97,9</b>	<b>74,6</b>	<b>64,8</b>
<b>6,1</b>	<b>118,3</b>	<b>117,2</b>	<b>160,2</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>2,1</b>	<b>90,3</b>	<b>90,3</b>	<b>118,6</b>
<b>31,3</b>	<b>453,1</b>	<b>433,7</b>	<b>627,5</b>	<b>TOTAL</b>	<b>8,5</b>	<b>188,3</b>	<b>164,8</b>	<b>183,4</b>
25,2	304,7	297,0	440,0	dont émissions intérieures	10,5	82,7	61,5	61,6
25,2	302,2	296,8	439,8	dont émissions intérieures des résidents	10,5	81,1	65,6	66,7
<b>ÉMISSIONS en ÉCUS</b>								
7,1	30,2	25,8	34,3	État	7,1	- 31,4	19,4	27,9
4,0	10,2	3,4	3,7	Établissements de crédit et assimilés	4,0	10,2	- 3,9	- 3,6
-	17,6	-	-	Sociétés non financières	-	17,6	-	-
-	1,3	-	-	Autres émetteurs résidents	-	1,3	-	-
<b>11,2</b>	<b>59,3</b>	<b>29,2</b>	<b>38,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>11,2</b>	<b>- 2,3</b>	<b>15,6</b>	<b>24,3</b>
-	-	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>Non-résidents</b>	-	<b>- 2,0</b>	-	-
<b>11,2</b>	<b>59,3</b>	<b>30,6</b>	<b>39,3</b>	<b>TOTAL</b>	<b>11,2</b>	<b>- 4,2</b>	<b>15,6</b>	<b>24,3</b>
7,1	30,4	25,8	34,5	dont émissions intérieures	7,1	- 31,2	19,4	28,2
7,1	30,4	25,8	34,5	dont émissions intérieures des résidents	7,1	- 31,2	19,4	28,2
<b>ÉMISSIONS en DEVICES</b>								
-	1,0	1,4	1,4	Établissements de crédit et assimilés	-	1,0	1,4	1,4
-	7,2	-	7,4	Non-résidents	-	7,2	-	7,4
-	<b>8,2</b>	<b>1,4</b>	<b>8,8</b>	<b>TOTAL</b>	-	<b>8,2</b>	<b>1,4</b>	<b>8,8</b>
-	-	-	-	dont émissions intérieures	-	-	-	-

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

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

Mise à jour le 3 septembre 1998

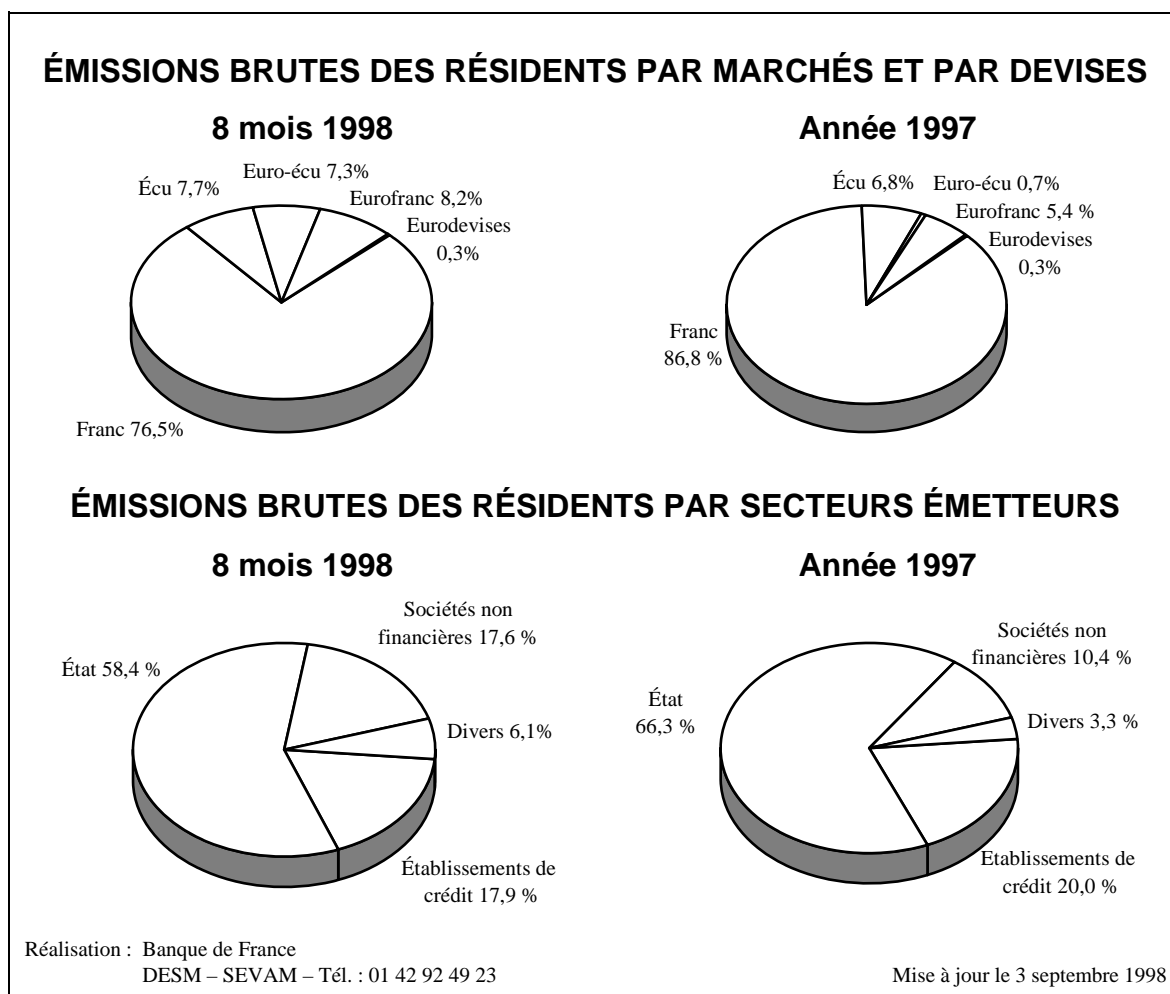
Les émissions brutes de l'État se sont élevées à 29,7 milliards de francs (27,7 milliards en juillet). Les fonds en francs ont été levés sur trois lignes, l'OAT 5,25 % avril 2008<sup>1</sup>, l'OAT 8,50 % octobre 2008 et l'OAT 5,50 % avril 2029. Lors de l'adjudication du 6 août, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 15,2 milliards de francs, auxquels il faut ajouter 2,5 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 4,69 %, en baisse de 13 points de base par rapport à l'adjudication du 2 juillet.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée également le 6 août et qui portait sur l'OAT 5,25 % avril 2008. Le montant nominal émis s'est élevé à 1 milliard d'écus, soit environ 6,8 milliards de francs. Le taux de rendement de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 4,72 %, en baisse de 14 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 6 au 24 août) ont atteint 838 millions de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 4,60 %.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée principalement sur le marché international, est passée de 31,9 milliards de francs à 6,6 milliards d'un mois à l'autre. Les **établissements de crédit** et les **sociétés non financières** ont levé, respectivement, 5,1 milliards de francs et 1,5 milliard.

La collecte des **émetteurs non résidents**, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint 6,1 milliards de francs en août, après 16,5 milliards en juillet.



Au terme des huit premiers mois de 1998, la collecte brute cumulée en francs et en devises des résidents s'est élevée à 395 milliards de francs, contre 347 milliards au cours de la période correspondante de 1997. Globalement, la proportion des émissions en francs a diminué au profit des émissions libellées en écus. La part de l'État<sup>1</sup> a représenté 58 % de la collecte brute globale en francs et en devises effectuée en 1998 par les résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 66 % pour l'ensemble de l'année 1997.

### **Autres événements intervenus sur le marché primaire au cours du mois d'août**

Le 14 août, le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie a communiqué la liste des huit intermédiaires en valeurs du Trésor (IVT). Le cercle des IVT comporte un établissement français, Aurel, et sept établissements étrangers, Banco Bilbao Vizcaya, Banque Bruxelles Lambert, Crédit Suisse First Boston, Credito Italiano, IMI-San Paolo, Daiwa et Nomura. Les IVT ont pour rôle d'animer le marché

<sup>1</sup> À fin août, l'État avait réalisé 72 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 320 milliards de francs.

secondaire de la dette publique, tandis que les vingt spécialistes en valeurs du Trésor ont pour mission d'être présents sur les marchés à la fois primaire et secondaire des valeurs du Trésor.

Par ailleurs, le Conseil des marchés financiers (CMF) a annoncé que les émetteurs autres que l'État auront la possibilité de procéder à la conversion de leur dette en euros au cours des trois premières fins de semaine des mois de février à novembre 1999. À cette fin, les émetteurs devront déposer une demande auprès du CMF avant le 31 août pour une conversion au premier trimestre 1999, avant le 31 octobre pour une conversion au deuxième trimestre et jusqu'au 31 mars pour une conversion au second semestre.

Sur le marché international, deux nouveaux émetteurs sont apparus, British Gas International Finance BV (2 milliards de francs) et Bayerische Landesanstalt für Aufbaufinanzierung (1 milliard).

#### 5.2.4. Le marché primaire des actions en juillet

<b>ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT</b>					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Juin 1998	Juillet 1998	7 mois 1998	7 mois 1997	Année 1997
<b>TOTAL ÉMIS (a).....</b>	<b>20,2</b>	<b>38,8</b>	<b>206,0</b>	<b>181,4</b>	<b>292,9</b>
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES.....	16,9	38,3	199,3	167,3	267,5
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT.....	3,2	0,5	5,6	4,6	7,2
COMPAGNIES D' ASSURANCE.....	0,1	–	1,1	9,5	18,2
dont :					
– Émissions de titres cotés (b).....	8,4	12,3	50,8	16,9	52,2
– Émissions avec appel public à l' épargne (c).....	5,9	11,5	33,1	13,9	46,0

(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale  
 (b) Cote officielle, Second marché  
 (c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au marché libre ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB

Sources : Société des bourses françaises – Banque de France  
 Réalisation : Banque de France  
 DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 3 septembre 1998

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 38,8 milliards de francs en juillet, après 20,2 milliards en juin. Au terme des sept premiers mois de 1998, leur montant (206 milliards de francs) apparaît en progression d'environ 14 % d'une année à l'autre <sup>1</sup>.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont passées de 16,9 milliards de francs à 50,8 milliards. À fin juillet 1998, elles représentaient 25 % du montant total des émissions d'actions, contre 18 % pour l'ensemble de l'année 1997. Les deux principales émissions d'actions en numéraire ont été effectuées par les sociétés Valéo (7,5 milliards de francs) et Christian Dior (1,2 milliard).

Les émissions réalisées avec appel public à l'épargne sont également en forte hausse d'une année à l'autre : 33,1 milliards de francs pour les sept premiers mois de 1998, contre 13,9 milliards pour la période correspondante de 1997.

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

## 5.3. Le marché secondaire des actions

Sur l'ensemble de la période, la Bourse de Paris s'est inscrite en repli sensible. Ce mouvement de baisse, qui affecte l'ensemble des bourses occidentales, s'inscrit dans le sillage des événements survenus en Asie du Sud-Est et en Russie. Malgré la forte baisse enregistrée au cours du mois, l'indice CAC 40 affiche une progression de près de 22 % depuis le début de l'année.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

Pendant le mois d'août, la Bourse de Paris a connu une évolution globalement baissière, dans un contexte de volatilité du prix des actifs.

Le mouvement de repli amorcé en juillet s'est en effet poursuivi. Jusqu'au 17 août, la Bourse de Paris a connu une évolution toutefois plus heurtée, dans un climat attentiste de la part des intervenants et avec parfois des volumes faibles dus à la période estivale.

À partir du 17 août, suite aux dernières décisions économiques du gouvernement russe (élargissement des marges de fluctuation du rouble contre dollar, programme de rééchelonnement de la dette d'État russe), le climat attentiste prévalant depuis les plus hauts niveaux touchés en juillet s'est effacé au profit d'une redéfinition des anticipations.

En l'absence de la force de rappel que pourrait constituer la publication de résultats semestriels en septembre-octobre, les primes de risque associées aux placements actions se sont brusquement accrues. Celles-ci ont, en effet, augmenté par suite de la prise en considération simultanée de deux risques : un risque jugé immédiat, lié à la présence directe des entreprises composant les indices boursiers (et notamment les banques) dans nombre de pays émergents ; un risque plus indirect, traduisant les craintes d'une répercussion forte sur le dynamisme des économies développées.

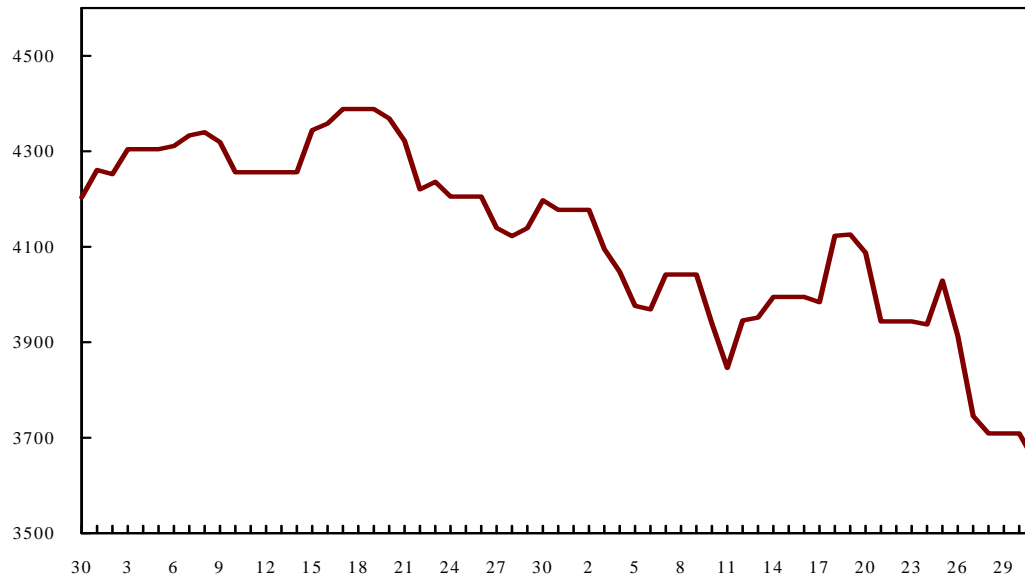
L'indice CAC 40 a reculé de 12,5 % durant le mois d'août, passant de 4 177,31 points le 31 juillet à 3 651,85 points le 31 août 1998.

<b>INDICES BOURSIERS</b>				
	31 juillet 1998	31 août 1998	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1998
New York (Dow Jones) .....	8 883,29	7 539,07	- 15,10	- 4,67
Londres (FT 100) .....	5 837,00	5 249,40	- 10,00	2,22
Tokyo (Nikkei) .....	16 378,97	14 107,89	- 13,80	- 7,54
Paris (CAC 40) .....	4 177,31	3 651,85	- 12,50	21,77
Francfort (DAX) .....	5 873,92	4 833,89	- 17,70	13,75

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

Mise à jour le 2 septembre 1998

### ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40 depuis le 30 juin 1998



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

Mise à jour le 2 septembre 1998

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

(arrêtée au 8 septembre)

Le début du mois de septembre semble avoir coïncidé avec un arrêt du phénomène de report, des marchés boursiers vers les marchés obligataires, des capitaux à la recherche de placements faiblement risqués. L'évolution de la parité dollar/monnaies des pays de la future zone euro (compte tenu de ses incidences sur la compétitivité de certaines entreprises européennes notamment), ainsi que les publications de résultats semestriels, guident la tendance, les prises de bénéfices étant peu nombreuses.



# CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

## Le gouvernement et la politique générale

### *La protection sociale*

- 3 août** Dans un rapport remis au Premier ministre, l'économiste Edmond Malinvaud met en garde contre les risques d'un changement d'assiette des cotisations sociales patronales et plaide pour un système définitif d'allègement des charges sur les bas salaires *via* un barème progressif de cotisations.
- 7 août** Accord entre le gouvernement et les organisations représentatives des pharmaciens prévoyant, notamment, le droit pour ces derniers de substituer un médicament générique à un produit de référence plus coûteux.
- 26 août** Le gouvernement relève de FRF 20 milliards à 31 milliards le plafond d'avances de trésorerie au régime général de la Sécurité sociale.

### *L'éducation nationale*

- 7 août** Un décret publié le 7 août au *Journal officiel* abaisse de 16,9 % le taux des « heures supplémentaires annuelles » des enseignants et augmente de 6,1 % celui des « heures de suppléance éventuelles ». L'État réalise ainsi une économie de FRF 700 millions qui sera affectée au financement des emplois-jeunes recrutés par l'Éducation nationale.

### *Les finances publiques*

- 13 août** Le gouvernement publie la liste des intermédiaires en valeurs du Trésor (IVT). Huit établissements ont été sélectionnés : Aurel, Banco Bilbao Vizcaya, Banque Bruxelles Lambert, Crédit Suisse First Boston, Credito Italiano, Daiwa, IMI-San Paolo et Nomura.
- 16 août** Fin juin, le déficit budgétaire s'élevait à FRF 180,2 milliards, contre 202,3 milliards un an auparavant.

### *La réduction du temps de travail*

- 17 août** Signature d'un accord entre le Syndicat national des fabricants de sucre et trois syndicats (CFDT, CFTC, CFE-CGC) sur la réduction du temps de travail, qui s'appliquera progressivement aux 8 000 salariés du secteur. Le texte ne prévoit pas de créations d'emplois, maintient les salaires et ouvre la voie à une annualisation des horaires.
- 30 août** Fin août, le ministère de l'Emploi a recensé 170 accords d'entreprise sur les 35 heures, permettant de créer ou de sauvegarder 2 285 emplois.

### ***Les privatisations***

**19 août** Le cabinet Arthur Andersen est retenu comme expert indépendant dans le cadre de la privatisation du Crédit lyonnais.

**25 août** La direction de la Caisse nationale de prévoyance présente les modalités de l'ouverture du capital de la compagnie. La Caisse des dépôts et consignations en détiendra 40,0 %, La Poste 20,0 % et les caisses d'épargne 12,5 %, tandis que la participation de l'État sera ramenée de 42,5 % à 1,0 % et que les investisseurs partenaires se partageront 4,0 %. L'opération de mise sur le marché se traduira par une augmentation de capital de FRF 1,5 milliard.

### ***La politique du logement***

**25 août** Le secrétaire d'État au Logement confirme que, dans le cadre de la loi de finances 1999, le gouvernement maintiendra le principe de l'amortissement Périissol en l'assortissant de contreparties sociales : le bailleur devra conclure une convention de 9 ans avec l'État, s'engageant sur un loyer inférieur au prix du marché et réservant le logement à des ménages à revenus moyens.

É T U D E S

# STRUCTURE FINANCIÈRE DES ENTREPRISES INDUS- TRIELLES FRANÇAISES : UNE APPROCHE EN TERMES DE CONVEN- TION DE FINANCEMENT

Cette étude se propose d'explorer, sur l'année 1996, les relations entre la finance et le réel, à partir de l'observation d'un échantillon qui rassemble plus de 12 000 entreprises industrielles françaises adhérant à la Centrale de bilans de la Banque de France<sup>1</sup>. À la suite de Myers et Hicks, cette recherche identifie trois régimes ou conventions de financement : un régime d'autonomie, un régime d'endettement et un régime de découvert. Elle montre qu'autonomie financière, performance et dynamisme économique ne sont pas forcément corrélés positivement. Elle souligne l'importance de la liquidité dans le financement des entreprises.

---

BERNARD PARANQUE  
*Direction des Entreprises*  
*Observatoire des entreprises*  
DOROTHÉE RIVAUD-DANSET  
(CREI – Paris 13 et IDHE-ENS Cachan)

---

<sup>1</sup> Cette étude a été présentée aux XV<sup>e</sup> Journées internationales d'économie monétaire et bancaire qui se sont tenues à Toulouse les 4 et 5 juin 1998.

L'objet de cette recherche est d'appréhender l'influence de la nature des besoins de financement sur la structure financière des entreprises. En effet, outre l'abondante littérature sur ce sujet, le caractère déterminant de cette relation a été souligné par le groupe de travail sur les fonds propres du Comité européen des Centrales de bilans (Delbreil et *alii*, 1997).

Suivant la perspective retenue ici, le « réel » ne se limite pas à l'investissement. L'effet qu'est susceptible d'exercer la structure du capital sur l'activité des entreprises non financières est souvent appréhendé au travers de la politique d'investissement réduite au seul capital fixe, en particulier productif. C'est ainsi que la théorie de l'asymétrie d'information suggère que les firmes qui dégagent les meilleures performances financières, et sont donc les plus liquides, sont également celles qui investissent le plus, sauf si, comme dans le cas des entreprises japonaises des années 1970-1985, elles entretiennent de bonnes relations avec les banques (Hoshi et *alii*, 1990). On se propose, ici, d'élargir cette approche en revenant à une définition plus classique (au sens des économistes classiques) du capital qui inclut le capital circulant. Celle-ci intègre la façon dont la firme accède à la liquidité pour répondre au motif de flexibilité, entendue comme la capacité d'adaptation aux aléas non anticipés, sachant que le capital circulant présente une sensibilité plus grande à ces aléas.

Les difficultés de l'économétrie à saisir l'impact d'une politique monétaire restrictive sur l'investissement sont bien connues. En revanche, Gertler et Gilchrist [1994] ont montré, pour les entreprises américaines, la sensibilité des stocks à la politique monétaire et plus généralement au retournement du cycle d'activité. Selon eux, les effets d'une politique monétaire restrictive se traduisent par un recul du flux des dettes de court terme des petites entreprises, recul qui s'opère au même rythme que celui des stocks. La contraction marquée des stocks des petites entreprises a d'ailleurs un impact non négligeable sur la baisse totale de l'activité. La différence de comportement entre les grandes entreprises (qui émettent des billets de trésorerie pour financer le gonflement de leur stock) et les petites entreprises américaines suggère aux auteurs que les secondes subissent un rationnement de la part des offreurs de capitaux. Parce que la flexibilité financière des petites entreprises américaines est limitée, l'ajustement récessif du « réel » est immédiat<sup>1</sup>.

Dans la présente étude, on s'intéresse aux régimes ou conventions de financement à travers une lecture de la fameuse distinction de Hicks, différente de l'interprétation proposée habituellement en France qui oppose l'économie d'endettement à l'économie de fonds propres.

La première partie traite des déterminants de la structure financière des entreprises industrielles. Elle expose brièvement les références théoriques de la thèse selon laquelle plusieurs régimes financiers sont susceptibles de convenir aux entreprises. La deuxième partie présente une analyse de données (analyse en composantes principales puis classification ascendante hiérarchique). Celle-ci permet de classer les entreprises de l'échantillon et d'observer des régimes bien distincts qui peuvent être choisis ou subis par leurs dirigeants. La troisième partie cherche à préciser ce dernier point en mettant en évidence, à l'aide d'une régression linéaire simple, les relations entre le taux d'accumulation et la structure de financement.

<sup>1</sup> Dans une perspective dynamique, il serait intéressant d'étudier, sur séries temporelles, le mode de financement des variations de court terme des actifs d'exploitation des entreprises françaises.

## 1. Plusieurs régimes de financement : la problématique

Pour éclairer l'idée selon laquelle la structure financière observée reflète, pour partie, les intentions des dirigeants, il existe deux approches théoriques bien différentes, toutes deux fécondes. Selon Myers et Majluf [1984], le financement externe est un « *second best* » auquel l'entreprise recourt lorsque ses capitaux mis en réserve ne suffisent pas à financer des projets d'investissement non anticipés. Ce recours peut, en outre, être nuisible, si les offreurs de capitaux exigent une rémunération excessive au regard de la valeur actualisée nette du projet à financer, de sorte que, selon l'exemple retenu par Myers et Majluf, la richesse des anciens actionnaires diminuera après une augmentation de capital. Autrement dit, le coût des capitaux externes est supérieur à celui des capitaux internes, en raison de l'asymétrie d'information, et les entreprises peuvent être rationnées par un prix du capital externe excessif (de bons projets ne seront pas entrepris). Cette approche, dite du *pecking order*, a été élaborée à partir du constat très familier selon lequel les entreprises préfèrent l'autofinancement de l'investissement. Elle prédit une forte influence de la liquidité sur l'investissement. En revanche, elle ne se prête pas aisément à l'interprétation de la structure de financement observée, puisque celle-ci dépend à la fois de la politique d'investissement, de l'éventualité et de la possibilité de financer ces projets d'investissement par appel aux capitaux externes. Elle suggère cependant que les entreprises privilégient une forte autonomie financière, obtenue à partir des capitaux mis en réserve, pour financer les dépenses anticipées d'investissement et d'exploitation.

Les remarques de Hicks sur les modalités de financement des aléas non anticipés offrent une perspective divergente. Selon Hicks, l'entreprise peut choisir entre deux modalités : l'autonomie de financement, d'une part, les crédits bancaires courants (CBC), d'autre part. Une garantie implicite ou explicite d'accès aux CBC peut apporter aux entreprises une flexibilité financière équivalente à celle qu'assure la détention d'actifs financiers liquides pour les entreprises autonomes (Hicks, 1975). Selon la perspective ouverte par Hicks, la liquidité interne n'est pas « l'apogée », autrement dit l'asymétrie d'information peut être surmontée. Le choix entre les régimes d'*auto-economy* et d'*overdraft* (habituellement traduits respectivement par « économie de fonds propres » et « économie d'endettement ») dépend non seulement des performances financières de l'entreprise mais aussi de sa capacité à accéder à un financement externe relativement garanti, s'inscrivant dans une relation d'engagement<sup>1</sup> (Goux, 1990 ; Rivaud-Danset, Salais, 1992). Celle-ci dépend de l'environnement financier et, en particulier, du comportement des banques, ainsi que des caractéristiques propres à l'entreprise. Ces caractéristiques ne se limitent pas aux garanties ou signaux adressés au prêteur, elles incluent l'intérêt pour la firme de nouer une relation d'engagement, en raison de ses spécificités réelles, parmi lesquelles figure l'importance du besoin de financement du cycle d'exploitation.

La terminologie anglaise adoptée par Hicks met, conformément aux pratiques de la banque anglaise, l'accent sur le rôle du crédit de court terme comme source de flexibilité financière. Testée en statique, elle invite à considérer que les firmes choisissent entre la disponibilité interne de liquidité ou le besoin de liquidité couvert par le crédit bancaire courant pour financer le cycle d'exploitation, le choix en faveur du découvert dépendant positivement du poids des actifs nets d'exploitation. Citons également, à l'appui de notre problématique, l'étude empirique de Demirgüç-Kunt et alii [1996], menée sur des données de panel couvrant un grand nombre de pays et d'années, qui conclut à une corrélation positive entre la part des actifs circulants dans le total du bilan et le financement externe. En revanche, la part des actifs fixes dans le bilan est corrélée négativement au financement externe, mais positivement aux bénéfices mis en réserve.

<sup>1</sup> Comme par exemple, l'ouverture de lignes de crédit confirmées

Ces recherches incitent à définir un régime de financement que l'on peut qualifier, suivant Hicks, de « découvert » et qui correspond à des entreprises bien dotées en fonds propres pour financer les actifs immobilisés et donc globalement peu endettées, mais qui recourent largement, pour financer le cycle d'exploitation, au crédit bancaire de court terme. Ce régime serait prioritairement celui des entreprises qui ont des actifs nets d'exploitation relativement élevés.

Si l'on admet que les problématiques de Myers et de Hicks ont, toutes deux, un pouvoir explicatif, on peut en déduire l'existence de trois régimes de financement pertinents :

– l'*autonomie* fondée, suivant Myers, sur la capitalisation des bénéfices, qui assure une forte dotation en fonds propres et permet aux entreprises de limiter strictement le recours aux capitaux externes pour financer leurs actifs fixes et circulants ;

– l'*endettement* constitue le régime symétrique ; les entreprises recourent massivement aux capitaux externes, bancaires en particulier, pour financer l'ensemble de leurs actifs ; dans le cas où l'appartenance à un tel régime a pour origine l'insuffisance des bénéfices mis en réserve, il ne peut qu'être subi ;

– le *découvert* se distingue des deux précédents ; les entreprises financent les actifs immobilisés sur fonds propres, comme dans le premier régime, mais recourent au crédit bancaire de court terme pour couvrir leurs besoins de financement courants ; suivant Hicks, leur flexibilité est externe.

La recherche présentée ici se réfère à l'économie des conventions. Celle-ci a pour objet l'étude de ce qui stabilise la coordination entre des acteurs individuels et/ou collectifs. Cette problématique ne se prête pas directement à l'observation. En revanche, les données disponibles sur la structure du capital des entreprises de l'échantillon permettent d'observer des modalités de financement qui peuvent être assimilées à des régimes de financement, dès lors que ces modalités ne se présentent pas comme des résultats non intentionnels mais comme des modes de financement durables et susceptibles de convenir aux acteurs concernés.

## 2. Identification des régimes de financement

L'analyse de données constitue une méthode statistique appropriée pour tester l'hypothèse de régimes de financement différents. L'analyse en composantes principales (ACP) permet de réduire un grand nombre de variables à un plus petit nombre appelé facteurs (ou axes), qui sont indépendants. Le nombre de variables dites actives (*ie* qui interviennent dans la définition des axes) a été volontairement limité, de façon à maintenir une relation forte entre les approches empirique et théorique. L'ACP vise principalement, ici, à servir d'étape nécessaire à la partition de l'échantillon en sous-populations sur lesquelles on espère identifier les régimes de financement présentés dans la première partie. Les résultats de l'ACP sont donc utilisés pour conduire une classification ascendante hiérarchique (CAH) qui permet d'associer les entreprises les plus proches et de les regrouper en classes présentant une certaine homogénéité. D'autres variables qui contribuent à la description des sous-populations sont traitées, statistiquement, comme des variables illustratives ; leurs coordonnées par rapport aux axes sont calculées mais elles ne participent ni à la définition des axes, ni à la classification des entreprises.

## 2.1. Le choix des variables <sup>1</sup>

### 2.1.1. Les variables actives

Ces variables sont celles qui contribuent à la définition des axes. Certaines d'entre elles nous informent sur la structure de financement, d'autres sur la capacité de formation des ressources internes.

#### La structure de financement

– Le *taux d'endettement* est calculé comme le rapport des *dettes financières, dont les concours bancaires courants, au capital engagé* <sup>2</sup>. Il constitue donc un indicateur de l'endettement financier total de la firme.

– Le *degré d'autonomie* est mesuré par deux ratios, soit le ratio *financement propre/capital engagé*, qui constitue le complément à l'unité du taux d'endettement, et par le *taux de couverture*, qui rapporte les *capitaux permanents aux capitaux investis*.

– La flexibilité financière externe est mesurée par la part des *concours bancaires courants dans l'endettement financier (CBC/endettement)* <sup>3</sup>.

– La flexibilité financière interne de l'entreprise est mesurée par le rapport de l'*excédent de trésorerie globale au capital engagé (ETG/Cg)* <sup>4</sup>. Ce dernier ratio est également lié à la capacité de formation de ressources internes.

Le choix ici fait d'introduire, simultanément, en variable active les ratios financement propre/capital engagé et endettement/capital engagé revient à imposer un axe opposant les entreprises selon leur degré d'autonomie financière. On retrouve alors la distinction souvent évoquée en France entre « économie de fonds propres » et « économie d'endettement » pour caractériser l'influence de la structure financière des firmes sur l'ensemble de l'économie nationale. Cette représentation polaire minore cependant le rôle spécifique du découvert (*overdraft* selon Hicks), pourtant source de flexibilité financière. En effet, des concours bancaires courants importants sont trop souvent considérés comme influençant négativement la gestion financière d'une société, mais nous montrerons que ce n'est pas forcément le cas.

#### La capacité de formation de ressources internes

– L'écart « *rentabilité-coût de l'endettement* », calculé en déduisant le taux d'intérêt de l'excédent brut global rapporté au capital engagé (RBG <sup>5</sup>).

– Le *taux de marge*, mesuré par l'*excédent brut global rapporté à la production*.

### 2.1.2. Les variables illustratives

Des variables quantitatives et qualitatives complètent la description des classes d'entreprises. L'interprétation de certaines variables peut être complexe. Ainsi, un niveau élevé de prêts des groupes ou des associés qui indique, bien entendu, le degré d'engagement des actionnaires, peut aussi constituer, pour les banques et le marché financier, un signal favorable ou, au contraire, défavorable. De même, du point de vue de l'entreprise, la valeur prise par la part des prêts des groupes et associés peut répondre à un souci d'autonomie, notamment à l'égard des banques, le niveau atteint pouvant alors être optimal pour les dirigeants ; l'importance de ce ratio peut aussi résulter du rationnement par les banques

<sup>1</sup> Cf. annexe 1

<sup>2</sup> Capital engagé = financement propre + dettes financières (y compris effets escomptés, billets de trésorerie et crédit-bail)

<sup>3</sup> CBC : concours bancaires courants

<sup>4</sup> ETG : excédent brut global (EBG) – variation des besoins en fonds de roulement, avec EBG = excédent brut d'exploitation + produits et charges hors exploitation

<sup>5</sup> RBG : excédent brut global rapporté au capital engagé



ou, tout simplement, révéler le recours à un mode de financement complémentaire. Ainsi, seule l'observation d'une batterie de variables permet d'interpréter la situation de l'entreprise et d'apprécier la nature du signal (au sens de la théorie du signal).

Certaines variables illustratives retenues sont considérées comme des déterminants de la structure financière ; d'autres sont des conséquences, c'est-à-dire qu'elles rendent compte des modalités de financement et des charges que celles-ci entraînent. Mais quelques indicateurs ont un double statut : ils expriment un mode de financement et constituent un signal pour les apporteurs de capitaux. C'est pourquoi les variables illustratives font l'objet de la présentation thématique ci-après.

### Les variables quantitatives

#### *La disponibilité des ressources externes*

– Le *degré d'engagement* des actionnaires auprès de l'entreprise peut s'apprécier à l'aide de deux variables qui sont les *dettes financières contractées auprès des groupes ou des associés* et les *augmentations nettes de capital rapportées au capital engagé*.

– *Emprunts bancaires/endettement* constitue, bien entendu, un indicateur de la structure de la dette financière.

#### *L'autonomie financière*

– *Capitaux propres/capital engagé* mesure l'autonomie financière au sens strict.

– *Autofinancement/financement propre* évalue la capacité de l'entreprise à renforcer son autonomie.

– *Flux de trésorerie disponible/capital engagé*<sup>1</sup> et *valeurs mobilières et disponibilités/capital engagé* mesurent aussi le degré de maîtrise financière de l'entreprise à travers le contrôle des flux, le second pouvant également s'interpréter comme un indicateur des garanties que l'entreprise peut présenter pour obtenir un emprunt.

#### *La performance et la solvabilité*

– Le ratio *capacité nette d'autofinancement/capitaux propres* qui est une évaluation de la rentabilité financière nette, avant distribution, pour l'actionnaire.

– *Dividendes/capitaux propres* rend compte de la politique de rémunération des actionnaires.

– Le coût du crédit et le degré de difficultés financières qui lui est associé sont appréciés par le *coût moyen apparent de l'endettement* (frais financiers/endettement), par le ratio *charge de la dette* (frais financiers + annuités d'emprunt/EBG) et par le poids des charges financières rapporté à l'excédent brut global.

#### *La croissance et l'actif*

– Le *taux de variation du chiffre d'affaires* et le *taux d'accumulation* au sens strict, qui rapporte l'investissement productif aux équipements productifs, sont des indicateurs du dynamisme de l'entreprise et, par conséquent, des tensions susceptibles de peser sur son besoin de financement et sur son niveau d'endettement.

– Le *décalage de rotation des besoins en fonds de roulement d'exploitation*, qui rapporte le besoin en fonds de roulement d'exploitation au chiffre d'affaires, est un indicateur de la maîtrise du cycle d'exploitation, des relations entretenues par l'entreprise avec son environnement commercial (clients et fournisseurs) et, donc, des tensions susceptibles de se manifester au niveau de la trésorerie.

<sup>1</sup> Flux de trésorerie disponible = excédent brut global – variation des besoins en fonds de roulement – intérêts – impôts sur les bénéfices – distribution de dividendes – remboursement des emprunts

– Les ratios *équipement productif/capital engagé* et *capital engagé/frais de personnel* informent sur la nature de la croissance de l'entreprise (interne ou externe) et son intensité capitalistique, ce second indicateur permettant de tenir compte indirectement de la structure des qualifications et de l'emploi (Paranque, 1991).

– *Participations/capital engagé* reflète deux dimensions différentes ; il indique la stratégie de croissance externe de l'entreprise et/ou il signale aux prêteurs les garanties financières dont dispose l'entreprise.

### Les variables qualitatives

Enfin, on dispose d'indicateurs tels la cotation ou non en bourse<sup>1</sup>, la taille (moins de 20 salariés, de 20 à 100, de 100 à 500, de 500 à 2 000 et plus de 2 000 salariés), la cote de crédit accordée par la Banque de France<sup>2</sup>, l'existence ou non de lignes de crédit confirmées pour les entreprises présentes dans la base « Risques » de la Banque de France<sup>3</sup>. L'information sur l'existence des liens financiers<sup>4</sup> entre les entreprises est disponible, mais non celle concernant les droits de vote attachés aux actions correspondantes. Sont considérées comme présentant des liens financiers les entreprises dont le capital est détenu à plus de 10 % par des personnes morales ou des personnes physiques ayant acquis ces titres *via* des marchés financiers.

## 2.2. La question des normes d'évaluation

Il est possible de tester une des hypothèses de l'économie des conventions, selon laquelle la relation de crédit repose largement sur des normes qui permettent aux acteurs de réduire l'incertitude inhérente à cette relation. Le niveau du taux d'endettement peut, ainsi, s'analyser comme l'expression d'une norme du système national de financement qui est admise par les contractants concernés et susceptible d'évoluer. Le taux de couverture des actifs immobilisés par les capitaux permanents relève, également, d'une norme, l'usage mais aussi les spécialistes de la discipline recommandant qu'un taux minimal (l'unité) soit respecté. Pour chacune des variables qui informent sur les dimensions réelles et financières des entreprises de l'échantillon, il est possible de calculer le coefficient de variation qui mesure la dispersion relative en rapportant l'écart-type à la moyenne (*cf.* annexe 1). On constate que le coefficient de variation admet des valeurs inférieures à l'unité pour des variables qui correspondent à des normes, telles que le taux de couverture des capitaux investis, le ratio financement propre/capital engagé et le taux d'endettement. Par contre, les variables qui mesurent les performances des entreprises et leur dynamisme présentent un coefficient de variation élevé, supérieur à l'unité, montrant ainsi,

<sup>1</sup> Informations obtenues en croisant plusieurs sources : le Fichier bancaire des entreprises de la Banque de France, la Dafsa, le fichier constitué par l'Ofem, l'annuaire des Sociétés de bourse Midiac 1995 et le guide des entreprises du Second marché 1995-1996

<sup>2</sup> La cotation est attribuée par le directeur de la succursale de la Banque de France dont la société relève. Outre des éléments qualitatifs, la *cote de crédit 3* est attribuée à une entreprise qui satisfait aux conditions suivantes :

- la situation financière et la rentabilité, appréciées au vu de documents comptables récents, justifient une opinion favorable ;
- les dirigeants, les détenteurs de capitaux et les entreprises qui sont apparentées ou avec lesquelles l'entreprise concernée entretient des relations étroites n'appellent ni attention particulière, ni réserves ;
- les paiements sont assurés avec une régularité suffisante pour ne pas entraîner une altération de la cote de paiement.

Cette cote de crédit 3 revêt une importance particulière pour tous les destinataires de la cotation et, en particulier, les établissements relevant de la loi bancaire : en effet, les crédits en francs d'une durée résiduelle au plus égale à deux ans, que ceux-ci consentent à des entreprises bénéficiant d'une cote 3, sont éligibles aux interventions de la Banque de France sur le marché monétaire.

La *cote de crédit 4* est attribuée à une entreprise pour laquelle la Banque de France dispose d'une documentation comptable récente et dont la situation appelle une attention particulière.

La *cote de crédit 5* est attribuée à une entreprise dont la situation motive des réserves ou, par exemple, suite à la nomination d'un administrateur provisoire.

La *cote de crédit 6* est attribuée à une entreprise dont la situation motive des réserves graves.

<sup>3</sup> Il s'agit du fichier recensant les engagements de plus de 500 000 francs des établissements de crédit auprès des entreprises. Cette déclaration est obligatoire et détaillée. On dispose ainsi d'informations hors bilan, telles que l'existence de lignes de crédit confirmées. Ces dernières sont au nombre de trois : crédits à plus d'un an, crédits documentaires à l'importation et avals et cautions.

<sup>4</sup> Grâce au fichier de l'Observatoire des entreprises constitué par Élisabeth Kremp et Claude Truy ; inventaire de juillet 1996

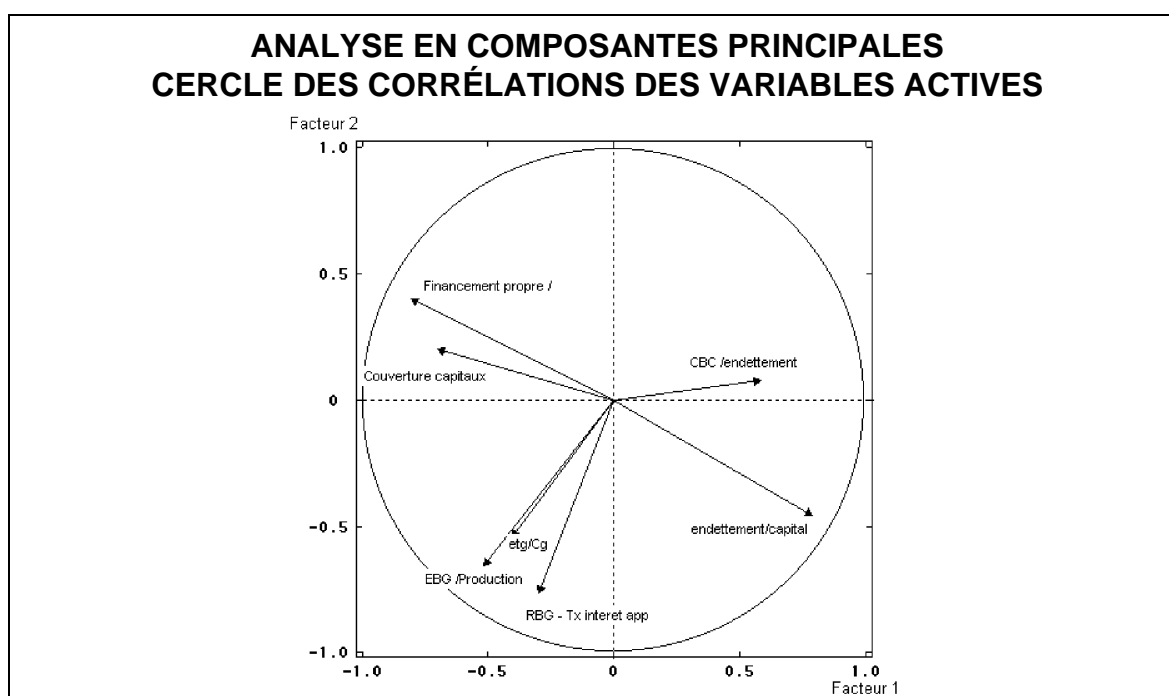
conformément aux attentes, qu'elles dépendent moins d'une norme. C'est également le cas des indicateurs du degré de flexibilité financière. Ainsi, une trésorerie relativement abondante dépend, certes, des performances de l'entreprise en matière de gestion de son cycle d'exploitation et des possibilités de valorisation sur le marché financier des actifs de court terme, mais peut aussi s'analyser comme un choix délibéré en faveur d'un régime de financement qui favorise l'autonomie ; autrement dit, elle peut être considérée soit comme l'effet d'opportunité de placement, soit comme la traduction d'une volonté d'autonomie financière.

En résumé, certaines variables de financement constituent des normes qui limitent la diversité des comportements des entreprises ; d'autres présentent une dispersion supérieure qui traduit, certes, des contraintes de liquidité générées par les résultats de chaque entreprise, mais aussi un choix, en faveur ou non de l'autonomie, influencé par le positionnement « réel ». On serait tenté de dire, dans le vocabulaire de l'analyse financière, que la diversité des entreprises s'observe sur le « bas du bilan ».

### 2.3. L'existence d'une diversité de modes de financement

À partir des résultats de l'analyse en composantes principales présentés en annexe 2, les quatre premiers axes sont examinés. Ils représentent 84,5 % de la variance totale. La figure ci-dessous donne une représentation des deux premiers axes factoriels. Les données étant centrées réduites, les coordonnées des variables sur les axes sont les coefficients de corrélation entre ces variables et les facteurs. Sur ce premier plan factoriel sont représentés 61,9 % de la variance totale.

Sur l'axe 1 (37,3 % de la variance totale), les variables d'autonomie financière (financement propre/capital engagé et couverture des capitaux investis) et de capacité à dégager des ressources (taux de marge et excédent de trésorerie) s'opposent à la part des concours bancaires courants (CBC) dans l'endettement et, par construction, au taux d'endettement. Cette opposition est confirmée par les variables illustratives (CAF nette/capital engagé, capitaux propres/capital engagé, etc.). Elle correspond à la distinction courante opérée entre entreprises selon l'importance relative des fonds propres et de la dette financière.



Sur le deuxième axe (24,6 % de la variance totale), les entreprises se différencient selon, d'une part, la capacité à dégager des ressources internes (l'écart rentabilité-coût, le taux de marge, l'excédent de

trésorerie) et le taux d'endettement et, d'autre part, le financement propre. On peut alors relever que la structure du capital n'est pas indépendante de la dynamique propre de la firme, mais ici la relation n'est pas celle qui est couramment attendue : sur cet axe une forte dotation en fonds propres n'est pas corrélée positivement avec des performances importantes. En effet, les entreprises les plus performantes sont fréquemment celles qui présentent le taux d'accumulation le plus élevé, de sorte que leur autonomie financière est moindre. Bien que leur capacité à dégager des ressources soit élevée, elles doivent recourir à des financements complémentaires. Les corrélations observées sur cet axe montrent l'intérêt, pour évaluer la qualité de la structure du capital, de prendre en compte la dynamique « réelle » qui lui correspond. Elles étayaient également l'hypothèse selon laquelle il existe plusieurs régimes de financement viables, susceptibles de correspondre à différentes trajectoires de performances économiques et financières (Paranque et *alii*, 1997), comme le montrera, de manière plus précise, l'analyse des classes ci-après.

Les entreprises s'opposent sur le troisième axe (12,4 % de l'inertie) selon leur mode de gestion de la flexibilité par le recours, soit au crédit bancaire courant complété par le financement propre, soit aux ressources bancaires à moyen et long terme. Il convient de noter qu'un recours élevé au CBC coïncide avec l'existence de lignes de crédit confirmées à plus d'un an et avec une cote de crédit Banque de France favorable. Ce résultat confirme l'intuition de Hicks selon laquelle le régime de découvert n'est pas corrélé à de mauvaises performances *a priori* mais, par contre, dépend positivement des garanties d'accès au crédit dont disposent les entreprises. Il souligne aussi que ce régime n'est pas assimilable au régime d'endettement habituellement retenu comme s'opposant seul au régime d'autonomie.

Sur le quatrième axe (10,2 % de l'inertie totale) apparaît une opposition entre, d'une part, l'écart « rentabilité-coût » et, d'autre part, l'excédent de trésorerie globale rapporté au capital engagé. Les entreprises se distinguent donc les unes des autres selon leur capacité à dégager des ressources internes et à gérer le cycle d'exploitation. D'un côté, se retrouvent des firmes ayant une rentabilité supérieure au coût moyen de l'endettement, souvent cotées en bourse, de l'autre, des sociétés qui dégagent de la trésorerie en réduisant leurs besoins de financement liés au cycle d'exploitation, mais sont exposées à une cotation Banque de France défavorable du fait d'une fragilité de leurs résultats.

Au total, l'analyse en composantes principales a permis d'identifier la singularité du régime de découvert qui se distingue du régime d'endettement, trop souvent réduit à sa seule composante bancaire à plus d'un an. En particulier, sur l'axe 3, la concomitance des CBC et du financement propre souligne la spécificité de ces ressources, pourtant couramment considérées négativement par les analystes extérieurs à l'entreprise. Ces caractéristiques vont être affinées dans l'étape suivante.

#### **2.4. Les classes d'entreprise et les régimes de financement<sup>1</sup>**

La classification conduite sur l'échantillon de 12 413 entreprises industrielles montre la pertinence de la partition en cinq sous-populations ou classes.

La première classe d'entreprises (29,7 % du total des entreprises de l'échantillon) est clairement sur un profil d'autonomie financière avec une présence forte des actionnaires, groupe et associés, y compris sous forme de prêts, disposant de liquidités importantes (19,6 % du capital engagé, contre 14,0 % en moyenne pour l'ensemble de l'échantillon). L'intensité capitaliste est moindre que la moyenne générale (292,5 %, contre 301,7 %). Il s'agit plus fréquemment d'entreprises indépendantes, avec une proportion plus élevée de sociétés de plus de 2 000 salariés que dans les autres classes (les très grandes entreprises représentent 0,9 % des sociétés de cette classe, alors que cette population ne représente que 0,7 % du total de l'échantillon). La cote de crédit favorable est plus fréquente (76,9 %, contre 65,0 %

<sup>1</sup> Cf. annexe 3

pour l'ensemble de l'échantillon), même si certaines d'entre elles sont exposées à un jugement moins positif du fait de la faiblesse ou fragilité de leurs performances. Avec les entreprises de la classe 3 auxquelles elles s'opposent, elles contribuent à la définition de l'axe 4.

Les sociétés de la classe 2 (21,4 %) apparaissent aussi comme plus autonomes financièrement que les autres firmes (79,5 % sur les financements propres/capital engagé, contre 73,1 % pour l'ensemble de l'échantillon). Elles sont donc proches de celles de la classe 1, mais elles s'en différencient cependant par leur meilleure capacité à dégager des ressources internes et leur rentabilité financière, ce qui se traduit par une rémunération des actionnaires et des liquidités des plus élevées.

*Avec ces deux premières classes*, il apparaît que plus d'une firme sur deux relèverait du régime d'autonomie. De ce point de vue, ces firmes seraient susceptibles, en particulier pour celles de la classe 2 à cause de leurs bonnes performances, de contraindre les débouchés des banques éventuellement désireuses de prêter. En outre, il n'y a pas moins de PME dans cette population. Ces résultats sont cohérents avec ceux trouvés par Cieply et Paraque [1996 et 1997], qui ont montré l'absence de causalité simple entre risque et taille et l'existence d'une proportion similaire d'entreprises dans cette situation sur les dix dernières années.

La classe 3 (4,0 %) réunit des entreprises présentant une situation financière fragile, avec une part élevée de la charge de la dette (566,0 %, contre 108,6 %), des concours bancaires courants importants (48,5 % de l'endettement, contre 33,1 %), endettées malgré des augmentations de capital. On y retrouve plus fréquemment que dans l'ensemble de l'échantillon de très petites PMI disposant moins de lignes de crédit confirmées.

Au sein de la classe 4 (20,7 %), sont rassemblées des firmes fortement endettées, en particulier à court terme, avec peu de liquidités, supportant des délais de rotation des besoins en fonds de roulement (BFR) plus longs que la moyenne générale, et investissant fortement en équipements productifs. Elles dégagent une rentabilité financière brute après distribution plus forte que la moyenne de l'échantillon (11,2 %, contre 8,6 %). La rentabilité financière nette est négative, du fait des amortissements consécutifs à leur politique d'accumulation soutenue. Il s'agit surtout de sociétés employant entre 21 personnes et 100 personnes, bénéficiant de lignes de crédit confirmées. Ces firmes illustrent le commentaire fait à propos de l'axe 2 : elles sont dynamiques alors que le ratio « financement propre/capital engagé » est plus faible que la moyenne de l'échantillon (46,2 %, contre 73,1 %).

La cinquième et dernière classe (24,2 %) est proche de la quatrième par les délais élevés de rotation des BFR (82,2 jours pour la classe 5, 83,5 jours pour la classe 4, contre 69,4 jours pour l'ensemble de l'échantillon), par l'importance des concours bancaires courants dans l'endettement (respectivement 68,6 %, 50,0 % et 33,1 %) et des crédits confirmés. Elle se distingue néanmoins par la faiblesse du taux d'endettement (et, symétriquement, par le niveau élevé de leur financement propre dans le capital engagé), du taux d'accumulation et un fort recours aux prêts des groupe et associés. Il s'agit, en outre, d'entreprises pour lesquelles on observe plus souvent l'existence de liens financiers, qui emploient plus de 100 salariés et plus fréquemment cotées en Bourse. Ces entreprises seraient caractéristiques du régime de découvert, tel qu'il a été défini dans la première partie, compte tenu de la structure de leur endettement et des garanties d'accès à la liquidité.

On peut repérer l'existence de liens financiers pour 68,4 % des entreprises de l'échantillon et étudier la structure de l'actionariat pour 84,5 % d'entre elles (soit 58,5 % des firmes de l'échantillon). Ces liens sont plus fréquents dans les classes 4 et 5 que dans les autres. Ces deux classes se différencient par la nature des actionnaires dominants. Il s'agit plus souvent des banques dans la classe 4, ce qui peut expliquer le taux d'endettement élevé pour ces entreprises, les banques disposant d'une information privilégiée quant à la situation réelle de l'entreprise. On relève plus souvent des entreprises au capital des sociétés de la classe 5.

Il apparaît une absence d'effet sectoriel pour les classes 1, 2, 4 et 5. Par contre, les entreprises de la classe 3 appartiennent plus fréquemment à certains secteurs qui sont, comme on pouvait s'y attendre, des secteurs marqués par des restructurations importantes : filature, imprimerie, transformation des matières plastiques, traitement des métaux, construction navale. Ce constat suggère que, pour l'analyse des modes de financement, la nomenclature sectorielle serait devenue une catégorie moins pertinente que dans les décennies suivant l'après-guerre. Pour caractériser l'activité économique des entreprises, d'autres critères de découpage du système productif seraient plus aptes à retracer leur positionnement sur le marché, la nature de leurs compétences et leur mode d'organisation (Paranque, 1991 ; Paranque et alii, 1997).

La très faible information apportée par l'appartenance des entreprises à un secteur d'activité conduit aussi à s'interroger sur la possibilité de tester certaines contributions théoriques. Ainsi, pour Williamson [1988], le recours à la dette financière sera d'autant plus important que l'entreprise disposera d'actifs standard ou redéployables et donc non spécifiques. On pourrait penser que cette distinction peut être observée en se référant au code d'activité de l'entreprise. Nous avons vu que ce n'est pas le cas. Ce constat peut faire l'objet de deux interprétations : soit le secteur ne peut rendre compte de la nature des actifs selon la distinction de Williamson, soit sa prédiction n'est pas observée parce que d'autres facteurs exercent une influence prépondérante sur le taux d'endettement, en particulier les difficultés liées à des retournements de conjoncture, des investissements insuffisants et/ou mal ciblés, la perte soudaine de débouchés, etc.

Au total, il apparaît bien trois régimes : un régime d'autonomie illustré par les classes 1 et 2, un régime d'endettement illustré par la classe 4 et un régime de découvert illustré par la classe 5. La classe 3 est moins susceptible de relever d'un régime d'endettement ou de découvert car elle réunit des entreprises qui, à un titre ou à un autre, rencontrent des difficultés plus importantes ayant entraîné une détérioration de leur situation financière. De ce point de vue, si un régime exprime une convention de financement, cela suppose un accord entre les parties et des modalités convenues de relations. La classe 3 serait plutôt caractéristique d'une rupture réelle ou potentielle de la convention. Une approche historique serait nécessaire pour identifier les trajectoires suivies, en particulier de la classe 1 vers la classe 3. L'analyse de données montre le danger que pourrait encourir l'analyste financier si celui-ci se focalise sur la seule structure de financement de la firme. En effet :

– une forte dotation en fonds propres, qui caractérise un régime d'autonomie, peut être associée ou non à des performances supérieures (respectivement : axe 1 et classe 2 ; axe 2 et classe 1) ;

– un taux d'endettement élevé peut coïncider (classe 4) ou non (classe 3) avec des performances et un dynamisme économique importants.

### 3. L'accumulation et son financement

La fonction d'accumulation a été testée selon deux préoccupations méthodologiques. Tout d'abord, alors que, pour l'analyse de données, les principaux composants des besoins de financement étaient distingués (investissement productif, besoins en fonds de roulement d'exploitation...), dans cette section, on a recours à un indicateur synthétique de ces besoins tenant compte de l'investissement total et des dépenses additionnelles liées à l'activité (exploitation et hors exploitation), à savoir le taux d'accumulation élargie, du fait de ses implications économiques importantes. Ensuite, il ne s'agit pas de modéliser le comportement d'investissement. Autrement dit, nous ne nous intéressons pas aux déterminants de l'investissement au sens habituel du terme, mais au type et au sens des liaisons entre les variables de financement et le taux d'accumulation élargie. Les régressions par classes permettent de préciser si les financements sont complémentaires ou s'ils tendent à se substituer l'un à l'autre.

La fonction fait intervenir, parmi les régresseurs, un indicateur réel (le taux de variation du chiffre d'affaires) rendant compte de l'effet classique d'accélérateur et des variables financières (ressources et emplois financiers), qui ont déjà été présentées dans la deuxième partie de ce papier. S'y ajoute le taux au jour le jour (TJJ)<sup>1</sup> qui constitue le prix courant des ressources financières d'un établissement financier et vise à rendre compte des contraintes financières supportées par les prêteurs et susceptibles d'être répercutées sur les emprunteurs.

Les variables explicatives retenues en 1996 sont le taux de variation du chiffre d'affaires, les valeurs mobilières de placement (VMP) et disponibilités/capital engagé, les participations/capital engagé, les prêts des groupe et associés/capital engagé, l'autofinancement/capital engagé, les emprunts bancaires/endettement, les CBC/endettement et le taux au jour le jour. S'y ajoutent deux variables retardées : le taux de variation du chiffre d'affaires 1995, et les VMP et disponibilités/capital engagé 1995. Une variante a également été testée en ayant recours au taux de variation des valeurs mobilières de placement et des disponibilités, sans apporter plus d'informations.

Comme il a déjà été indiqué, nous ne savons pas si la structure de financement observée correspond à l'un des trois types suivants : une *structure souhaitée* par les dirigeants et donc optimale ou proche de l'optimalité, une *structure subie* où l'endettement est un substitut voire un complément de fonds propres insuffisants, une *structure contrainte* où le faible taux d'endettement bancaire traduit un rationnement du crédit par les banques, de sorte que l'autonomie observée n'est pas optimale. Dans ce dernier cas, appelé régime d'offre de crédit, c'est la banque qui définit la capacité maximale d'endettement de l'entreprise.

En tout état de cause, le rationnement ne peut pas s'observer directement. Cependant, les signes de la fonction de l'accumulation apportent une information. Si les dirigeants d'entreprise considèrent que les financements sont complémentaires et s'ils ne sont pas rationnés, on s'attend à ce que le taux d'accumulation soit corrélé positivement avec toutes les variables financières, hormis le taux au jour le jour. Un signe négatif indique une tension forte sur les variables de financement, les flux additionnels d'investissement au sens large s'accompagnant d'une nouvelle pondération des modes de financement marquée par le recul relatif de certaines de ses composantes. Cette tension pourrait traduire un rationnement, soit par les dirigeants de l'entreprise, soit par les offreurs de capitaux qui considèrent que le taux d'endettement optimal pour l'entreprise et/ou la capacité d'endettement maximale de la firme définie par la banque sont atteints.

La régression sur l'ensemble de l'échantillon montre que, hormis le taux au jour le jour, toutes les variables sont significatives. Parmi celles-ci, toutes sont corrélées positivement au taux d'accumulation élargie, sauf la part des crédits bancaires courants dans l'endettement, qui présente un signe négatif et serait susceptible de traduire, en particulier, les effets de la variation des BFR.

La régression sur les classes d'entreprise permet d'identifier leurs traits communs. En particulier, le taux d'autofinancement est toujours corrélé positivement avec le taux d'accumulation élargie. Cette relation très forte entre la variable expliquée et le taux d'autofinancement n'est pas surprenante. Elle s'observe, en effet, dans toutes les fonctions d'investissement sur données individuelles et confirme la pertinence de l'hypothèse d'asymétrie d'information retenue par Myers. Mais on sait que l'autofinancement est une variable dont le rôle est ambigu, puisqu'il estime la liquidité interne et, en même temps, fournit une information sur les opportunités d'investissement de l'entreprise, dès lors que celles-ci dépendent des exercices précédents. Pour cette raison, le rôle de liquidité interne de l'autofinancement est meilleur lorsque cette variable explicative est associée au Q de Tobin qui, lui aussi, saisit les opportunités d'investissement telles que perçues par les marchés. Dans la fonction testée ici, c'est une autre variable de liquidité qui a été introduite : le ratio des valeurs mobilières de placement

<sup>1</sup> Statistiques élaborées et mises à notre disposition par le service Banque des séries monétaires et économiques (BSME) de la Banque de France. Le taux au jour le jour est la moyenne glissante annuelle du TJJ mensualisé : il est affecté, comme l'écart de taux, à chaque entreprise pour sa valeur à la date d'arrêtés des comptes de celle-ci.

et des disponibilités relativement au capital engagé. La corrélation, elle aussi positive et très forte de cette variable lorsqu'elle est retardée d'un an, confirme l'importance de la liquidité dans la décision d'investissement. À propos des liquidités en 1996, seule la classe 4 se distingue en présentant une corrélation forte mais négative. Compte tenu de l'intensité de l'accumulation qui caractérise cette classe, ce signe traduirait le prélèvement sur leurs ressources internes qu'opéieraient les entreprises pour financer leur croissance, en complément du financement bancaire. Le signe positif du taux au jour le jour pourrait indiquer une gestion de trésorerie active des placements financiers, en particulier de court terme, afin d'optimiser celle-ci, mais aussi des anticipations de croissance justifiant leur comportement dynamique.

La dette bancaire a plutôt un rôle de complément de ressources du fait de son signe positif, en particulier pour la classe 4. En revanche, la relation inverse entre le taux d'accumulation élargie et la part des crédits bancaires courants, qui s'observe pour toutes les classes, suggère que les sociétés sont susceptibles d'être contraintes dans l'accès à ce type de ressources, en particulier celles des classes 3 à 5 qui y recourent davantage.

Le poids des participations détenues par les entreprises n'est significatif que pour deux classes, la corrélation admettant des signes différents. Le signe négatif pour la classe 4 pourrait indiquer que les entreprises puisent dans leurs actifs financiers pour financer leur effort d'accumulation élevé, en particulier productif ; le signe positif pour la classe 5 pourrait refléter la stratégie de croissance externe de ces entreprises.

<b>RÉGRESSIONS SUR LE TAUX D'ACCUMULATION ÉLARGIE EN 1996 POUR L'ENSEMBLE DES FIRMES ET PAR CLASSES</b>							
Variables explicatives	Coefficient (a) (écart-type)	Ensemble	Classes				
			1	2	3	4	5
Taux de variation du chiffre d'affaires.....	0,024076 (0,00861)	- 0,0233 (0,0116)	0,0478 (0,0148)	ns	0,1105 (0,0204)	0,0865 (0,0161)	
Taux de variation du chiffre d'affaires 1995	0,031294 (0,0733)	0,0589 (0,0113)	0,0466 (0,0118)	ns	0,037 (0,0178)	ns	
VMP + disponibilités/capitaux engagés.....	0,11421 (0,0108)	0,1892 (0,0116)	0,04261 (0,0544)	ns	- 0,4393 (0,0599)	ns	
VMP + disponibilités/capitaux engagés 1995	0,49272 (0,01023)	0,3697 (0,0097)	0,5317 (0,0169)	0,6843 (0,0462)	0,9851 (0,0504)	0,7251 (0,0153)	
Participations/capitaux engagés..... /	0,061248 (0,02003)	ns	ns	ns	- 0,20197 (0,0641)	0,0924 (0,0298)	
Prêts groupe et associés/capitaux engagés....	0,14395 (0,0144)	0,0516 (0,0248)	ns	0,2963 (0,04533)	0,0847 (0,0321)	0,2527 (0,0244)	
Autofinancement/capitaux engagés.....	0,71295 (0,0171)	0,7798 (0,0321)	0,5923 (0,02817)	0,573 (0,0618)	0,853 (0,046)	0,9312 (0,0388)	
Emprunts bancaires/endettement.....	0,01186 (0,00571)	ns	ns	ns	0,1685 (0,0224)	ns	
CBC/endettement.....	- 0,241371 (0,00633)	- 0,1357 (0,0155)	- 0,1633 (0,0136)	- 0,1922 (0,02868)	- 0,4211 (0,0219)	- 0,0879 (0,0108)	
Taux au jour le jour.....	ns	ns	ns	ns	2,7916 (1,42)	ns	
Constante.....	1,0108 (0,5394)	2,2192 (0,371)	4,5846 (0,5172)	ns	- 14,9692 (5,7685)	- 7,37 (0,8013)	
Nombre d'observations.....	11 254	3 434	2 360	452	2 239	2 270	
F.....	2 069,896	937,471	817,982	104,861	296,727	504,318	
R <sup>2</sup> ajusté.....	0,6233	0,6563	0,6751	0,4795	0,5692	0,5217	
(a) Significatif au seuil de 5 % ns : non significatif							
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises - Tél. : 01 42 92 56 58							
Mise à jour le 13 février 1998							



Il apparaît ainsi des besoins de financement différenciés qui ne se réduisent pas aux seuls investissements productifs, induisant le recours à des ressources particulières, adaptées à ces besoins. L'appartenance à un régime exprime alors une cohérence globale du comportement de la firme dans ses relations avec les apporteurs de capitaux, avec ses contraintes, mais aussi sa capacité à absorber les aléas non anticipés.

Le travail empirique présenté ici a consisté à regrouper les entreprises en fonction de plusieurs variables, afin d'identifier des classes symptomatiques de régimes de financement définis théoriquement. Au total, il apparaît bien trois régimes : un régime d'autonomie, un régime de découvert et un régime d'endettement. Le premier n'est cependant pas associé clairement à un plus grand dynamisme ou à des performances supérieures de la part des firmes en relevant. À l'inverse, les sociétés qui investissent plus fortement présentent un taux d'endettement élevé associé à une rentabilité financière importante. La régression menée sur le taux d'accumulation élargie montre, en outre, l'importance de la liquidité, c'est-à-dire de la disposition de ressources financières courantes pour la pérennité de certaines entreprises.

On peut supposer alors que le rationnement du crédit, à la suite d'un choc monétaire ou d'une crise financière, touchera directement davantage les firmes en régime d'« endettement » (classe 4) et les entreprises « à découvert » (classe 5), sauf quand elles disposent de garanties d'accès au crédit bancaire. Bien entendu, les entreprises « autonomes » qui disposent de ressources liquides internes (classes 1 et 2) seront moins sensibles au rationnement conjoncturel du crédit par les banques.

Cette recherche sur les relations entre la finance et le réel a mis l'accent sur deux questions essentielles pour apprécier l'influence de la politique monétaire.

Tout d'abord l'étude de l'impact de la politique monétaire nécessite la prise en compte de la diversité. Depuis Fazzari et alii [1988], l'intérêt d'intégrer la diversité des entreprises pour rendre compte de l'influence de la finance sur l'investissement est largement admis. De nombreuses recherches depuis dix ans présupposent la diversité des entreprises (par exemple en termes de politique de distribution des bénéfices ou de taille) pour rendre compte de l'influence des variables financières sur leur stratégie d'investissement et de leur exposition au risque de rationnement du crédit. En conséquence, il est admis que l'impact de la politique monétaire s'en trouve différencié. C'est dans ce contexte que la problématique des conventions de financement se propose de réinterpréter l'hypothèse de rationnement du crédit. Celui-ci ne s'analyse plus comme un déséquilibre entre offre et demande agrégées et formées en toute indépendance, où l'asymétrie d'information paraît irréductible, comme dans le travail pionnier de Stiglitz et Weiss [1981], mais à la lumière du type de relation que l'entreprise et la banque sont susceptibles de construire.

En second lieu, si l'investissement est appréhendé uniquement comme le flux de nouveaux équipements, l'effet que la finance est susceptible d'exercer ne tient pas compte du financement de l'exploitation. Or la corrélation observée entre le poids des besoins de financement du cycle d'exploitation et le recours au crédit bancaire courant (supérieurs dans les classes 3, 4 et 5) étaye l'idée d'une influence de la structure de production sur la structure financière, l'importance relative de chaque type d'actifs ayant un effet sur le mode de financement et la relation avec les offreurs de capitaux. D'où la nécessité d'une définition extensive de l'investissement, quitte à décomposer ses éléments entre l'investissement productif, financier et la variation des actifs circulants nets, cette dernière composante intégrant les pratiques commerciales de financement.

Pour les firmes qui investissent et dont les actifs ne sont pas standard ou redéployables (Williamson, 1988), on peut faire l'hypothèse que la politique monétaire influencera l'investissement *via* les conditions de financement de l'exploitation. Si l'existence d'une hiérarchie de préférences de financements est considérée comme plausible, l'autofinancement sera préféré à la dette, elle-même préférée à l'émission d'actions (Myers, 1984 ; Myers et Majluf, 1984). Une entreprise ayant peu de flexibilité faute d'actifs financiers liquides, de garanties de lignes de crédit (Hicks, 1975), peut être conduite à réduire ses investissements parce qu'elle ne pourra pas assurer le financement du cycle d'exploitation et qu'elle devra prélever sur ses ressources internes pour assurer les engagements correspondants, en particulier commerciaux. L'alternative serait la suivante. En période courante, l'entreprise choisit entre différentes sources de financement. En revanche, en cas d'accidents, d'événements non prévus, de tensions liées à une forte croissance ou au contraire résultant d'une récession, la pérennité de l'entreprise dépend de la liquidité dont elle dispose, soit sous forme d'actifs financiers liquides, soit sous forme de lignes de crédits ouvertes par les banques. À défaut, l'investissement subit le contrecoup de la contrainte de liquidité : il est réduit simultanément en réponse à la hausse de l'incertitude dans le contexte imprévu et à la moindre disponibilité des ressources internes, mobilisées pour répondre au besoin de flexibilité.

## BIBLIOGRAPHIE

Cieply S. et B. Paraque (1996) : « Comportement d'endettement des entreprises industrielles : apports et limites d'une approche en termes de taille », Banque de France, T96/02.

Cieply S. et B. Paraque (1997) : « La contrainte de financement des entreprises industrielles françaises depuis 1985 : une approche en termes de régime de crédit », Banque de France, T97/02.

Delbreil M., J.R. Cano, H. Friderichs, B. Paraque, F. Partsch et F. Varetto (1997) : « Equity of European Industrial Corporations », Comité européen des Centrales de bilans – Groupe d'études sur les fonds propres.

Demirgüç-Kunt A. et V. Maksimovic (1996) : « Financial Constraints, Uses of Funds, and Firm Growth », *Policy Research Working Paper*, The World Bank, p. 1671.

Fazzari S.M., R.G. Hubbard et B.C. Petersen (1988) : « Financing Constraints and Corporate Investment », *Brookings Papers on Economic Activity* 1, p. 141-195.

Gertler M. et S. Gilchrist (1994) : « Monetary Policy, Business Cycles and the Behaviour of Small Manufacturing Firms », *Quarterly Journal of Economics*, mai.

Goux J.F. (1990) : « Les fondements de l'économie de découvert. À propos de la théorie de la liquidité de Hicks », *Revue Économique*, Vol. 41, numéro 4, juillet.

Hicks J. (1975) : « The Crisis in Keynesian Economics », *Basic Blackwell*, Oxford.

Hoshi T., A. Kashyap et D. Scharfstein (1990) : « Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing structure of Japanese Corporate Relationships », in R.G. Hubbard ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, NBER, p. 105-126.

Myers S.C. et N.S. Majluf (1984) : « Corporate Financing and Investment, Decision when Firms have Information that Others do not Have », *Journal of Financial Economics*, juillet.

Myers S.C. (1984) : « The Capital Structure Puzzle », *Journal of Finance*, vol. 39, juillet.

Paraque B. (1991) : « Comment découper le système productif : quel critère pour en apprécier les évolutions économiques, financières et technologiques », Banque de France, B91/20.

Paraque B., D. Rivaud-Danset et R. Salais (1997) : « Évaluation des performances des entreprises industrielles », *Bulletin de la Banque de France*, n° 39, p. 1-18, mars.

Rivaud-Danset D. et R. Salais (1992) : « Les conventions de financement. Premières approches théorique et empirique », *Revue Française d'Économie*, Vol. VII, 4.

Stiglitz J.E. et A. Weiss (1981) : « Credit Rationing in Markets with Incomplete Information », *American Economic Review*, 71, p. 393-410.

Williamson O.E. (1988) : « Corporate Finance and Corporate Governance », *The Journal of Finance*, Vol. XLIII, n° 3, juillet.

STATISTIQUES DES VARIABLES QUANTITATIVES					
Libellé	Moyenne	Écart-type	Minimum	Maximum	Coefficient de variation (a)
<b>Actives</b>					
CBC/endettement.....	33,08	34,19	0,00	100,00	1,034
Endettement/capital engagé.....	22,12	19,06	0,00	363,29	0,862
Financement propre/capital engagé.....	73,06	20,39	- 100,00	100,00	0,279
RBG-Taux intérêt apparent.....	2,44	14,92	- 134,09	100,00	6,115
EBG/Production.....	8,49	8,37	- 50,00	100,00	0,986
Couverture capitaux investis.....	100,31	27,08	- 969,90	250,00	0,270
Excédent de trésorerie globale/capital engagé	11,43	19,35	- 50,00	100,00	1,693
<b>Illustratives</b>					
Délai BFRE en jours.....	69,42	60,98	- 180,00	360,00	0,878
Coût de l'endettement.....	11,49	11,72	0,00	60,00	1,020
Taux d'accumulation.....	11,86	13,17	0,00	110,00	1,110
Charge de la dette.....	108,60	163,92	0,00	600,00	1,509
Autofinancement/financement propre.....	8,57	18,08	- 100,00	100,00	2,110
CAF nette/capitaux propres.....	- 3,48	56,61	- 200,00	200,00	- 16,601
Dividendes/capitaux propres.....	4,63	9,71	0,00	50,00	2,097
Équipement productif/capital engagé.....	54,95	23,38	0,00	300,00	0,425
VMP + disponibilité/capital engagé.....	14,00	24,09	0,00	302,25	1,721
Poids des intérêts (FF/EBG).....	53,13	107,37	0,00	400,00	2,021
Capital engagé/frais de personnel.....	301,72	206,04	0,52	1000,00	0,683
Participations/capital engagé.....	2,57	7,61	0,00	150,00	2,961
Augmen.-réduc. capital/capital engagé.....	0,36	3,38	- 33,65	100,00	9,389
Capitaux propres/capital engagé.....	31,59	21,39	- 50,00	85,00	0,677
Groupe et associés/capital engagé.....	77,88	19,06	- 263,29	100,00	0,245
TJJ-TOE (écart de taux).....	- 2,57	0,11	- 2,71	- 2,15	-0,043
TJJ (taux au jour le jour).....	3,83	0,28	3,32	4,70	0,073
TOE (taux des obligations d'État à 10ans)...	6,41	0,17	5,97	6,85	0,026
Taux de variation du chiffre d'affaires.....	1,80	19,47	- 89,17	300,00	10,817
Flux de trésorerie disponible/capital engagé.	0,64	17,70	- 50,00	70,00	27,656
<i>NB</i> : Nombre d'entreprises : 12 413					
(a) Écart type/moyenne. Après extraction sous condition des entreprises, la distribution de chaque ratio est examinée. Les valeurs extrêmes sont ramenées à une borne choisie d'après la distribution, ce qui revient à donner une valeur constante du ratio au-delà d'un certain point.					

## ANALYSE EN COMPOSANTES PRINCIPALES

COORDONNÉES DES VARIABLES SUR LES AXES 1 À 5  
VARIABLES ACTIVES

Variables Libellé court	Coordonnées					Corrélations variable-facteur					Anciens axes unitaires				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
CBC/endettement .....	0,6	0,1	0,7	0,0	0,4	0,58	0,08	0,70	0,01	0,39	0,36	0,06	0,75	0,01	0,52
Endettement/capital engagé	0,8	-0,5	-0,3	0,1	0,0	0,79	-0,46	-0,30	0,07	0,04	0,49	-0,35	-0,32	0,09	0,05
Financement propre/ capital engagé.....	-0,8	0,4	0,3	0,0	-0,2	-0,80	0,40	0,32	-0,04	-0,16	-0,50	0,31	0,34	-0,04	-0,22
RBG-taux intérêt apparent	0,3	-0,8	0,1	-0,4	0,2	-0,30	-0,77	0,08	-0,37	0,20	-0,18	-0,58	0,09	-0,43	0,27
EBG/production .....	-0,5	-0,7	0,2	-0,2	-0,1	-0,51	-0,65	0,16	-0,23	-0,14	-0,32	-0,50	0,17	-0,27	-0,18
Couverture capitaux investis .....	-0,7	0,2	-0,4	0,0	0,6	-0,70	0,20	-0,36	0,05	0,56	-0,43	0,15	-0,39	0,05	0,76
ETG/CG .....	-0,4	-0,5	0,2	0,7	0,0	-0,40	-0,54	0,15	0,72	0,00	-0,25	-0,41	0,16	0,85	0,00

## VARIABLES ILLUSTRATIVES

Variables Libellé court	Coordonnées					Corrélations variable-facteur				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Délai BFRE.....	0,2	0,0	0,2	-0,2	-0,1	0,22	0,03	0,17	-0,23	-0,10
Coût de l'endettement .....	-0,1	0,2	0,1	0,3	0,0	-0,12	0,23	0,15	0,29	0,00
Taux d'accumulation.....	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,02	-0,28	-0,15	0,01	0,07
Charge de la dette .....	0,4	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,45	0,43	-0,22	0,04	0,01
Autofinancement/financement propre.....	-0,3	-0,5	0,1	-0,1	0,0	-0,29	-0,49	0,14	-0,14	0,01
CAF nette/capitaux propres .....	-0,4	-0,3	0,2	-0,1	0,0	-0,43	-0,25	0,22	-0,10	-0,01
Dividendes/capitaux propres .....	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,1	-0,25	-0,16	0,08	-0,01	0,06
Équipement productif/capital engagé.....	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,2	0,01	-0,05	-0,15	0,12	-0,24
VMP + disponibilités/capital engagé .....	-0,4	0,0	-0,1	0,1	0,1	-0,42	-0,01	-0,07	0,10	0,07
Poids des intérêts (FF/EBG) .....	0,4	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,44	0,45	-0,16	0,03	0,03
Capital engagé/frais de personnel .....	-0,1	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-0,09	-0,04	0,07	-0,19	-0,07
Capitaux propres/capital engagé .....	-0,6	0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,62	0,16	0,21	-0,08	0,00
Participations/capital engagé .....	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,03	0,01	0,05	-0,01	-0,01
Augment. nette de capital/capital engagé	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,06	0,08	-0,02	0,00	0,00
Groupe et associés/capital engagé.....	-0,8	0,5	0,3	-0,1	0,0	-0,79	0,46	0,30	-0,07	-0,04
FTD/CG.....	-0,4	-0,4	0,2	0,6	0,0	-0,39	-0,40	0,20	0,64	-0,02
Taux au jour le jour (TJJ) .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,01	-0,01	-0,03	-0,01	-0,02
Taux des obligations d'État à 10 ans (TOE) .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,01	0,00	-0,03	-0,01	-0,02
TJJ-TOE .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,01	-0,01	-0,04	-0,01	-0,02
Taux de variation du CA .....	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,06	-0,25	-0,03	-0,01	0,04

**DESCRIPTION DES CINQ CLASSES  
RÉSULTANT DE LA CLASSIFICATION  
ASCENDANTE HIÉRARCHIQUE**

CLASSE 1					
Valeur-test (a)	Moyennes (b)		Écarts types		Variables caractéristiques
	Classe	Général	Classe	Général	
44,97	85,71	73,06	11,27	20,39	<b>Financement propre/capital engagé</b>
44,66	89,63	77,88	8,81	19,06	Groupe et associés/capital engagé
33,61	112,86	100,31	24,14	27,08	<b>Couverture capitaux investis</b>
26,99	39,56	31,59	18,78	21,39	Capitaux propres/capital engagé
16,85	19,60	14,00	25,68	24,09	VMP + disponibilité/capital engagé
11,34	13,32	11,49	13,44	11,72	Coût de l'endettement
6,81	2,30	0,64	13,41	17,70	Flux de trésorerie disponible capital engagé
6,57	57,07	54,95	21,44	23,38	Équipement productif/capital engagé
4,84	0,30	-3,48	35,07	56,61	CAF nette/capitaux propres
- 2,41	2,32	2,57	6,31	7,61	Participations/capital engagé
- 3,24	292,51	301,72	195,94	206,04	Capital engagé/frais de personnel
- 4,35	4,05	4,63	8,07	9,71	Dividendes/capitaux propres
- 8,49	6,45	8,57	8,33	18,08	Autofinancement/financement propre
- 8,72	-0,54	1,80	17,81	19,47	Taux de variation du CA
- 9,69	86,69	108,60	138,32	163,92	Charge de la dette
- 12,40	34,76	53,13	86,79	107,37	Poids des intérêts (FF/EBG)
- 12,90	9,52	11,86	10,21	13,17	Taux d'accumulation
- 14,05	57,60	69,42	55,62	60,98	Délai BFRE
- 14,31	6,83	8,49	4,71	8,37	<b>EBG/Production</b>
- 23,88	-2,47	2,44	13,58	14,92	<b>RBG-taux intérêt apparent</b>
- 44,66	10,37	22,12	8,81	19,06	<b>Endettement/capital engagé</b>
- 55,54	6,88	33,08	12,87	34,19	<b>CBC/endettement</b>

En gras, les variables actives

(a) Pour chaque variable, la moyenne de la classe est donnée ainsi que la moyenne générale de l'échantillon. La première colonne présente un test de significativité des écarts au seuil de 1%. On considère l'écart entre la moyenne d'une variable dans la classe k,  $m_k$ , et sa moyenne générale, m. Plus cet écart est « significatif », plus la variable caractérise la classe k. Soit  $m$  la moyenne empirique de la variable et  $s^2$  sa variance empirique, calculées sur les n observations. Soit  $m_k$  la moyenne des  $n_k$  observations du groupe à caractériser. Appelons  $M_k$  la variable aléatoire « moyenne après  $n_k$  tirages ».

Sous l'hypothèse  $H_0$  d'un tirage uniforme et sans remise, on a

$$E_{H_0}(M_k) = m$$

$$Var_{H_0}(M_k) = (n - n_k)/(n - 1) \cdot (s^2/n_k) = s_k^2$$

Si  $n$  et  $n_k$  ne sont pas très petits, le théorème de la limite centrale s'applique (bien que les tirages ne soient pas indépendants) et dans ce cas la variable :

$$U = (M_k - m) / s_k$$

suit approximativement une loi normale centrée réduite. La probabilité critique associée à cette variable est donc la probabilité pour une loi normale de dépasser la valeur numérique u calculée dans l'échantillon pour la variable U.

On obtient les variables les plus typiques du groupe des p individus en sélectionnant les plus petites probabilités critiques. Il est équivalent de sélectionner les variables correspondant aux plus grandes valeurs prises par la variable normale

$$u = (m_k - m) / s_k$$

Cette quantité est appelée *valeur-test*. Elle est exprimée en nombre d'écarts types d'une loi normale.

Elle s'interprète de la façon suivante: la probabilité d'un écart aussi grand entre les deux moyennes est égale aux chances d'atteindre ce nombre d'écarts-types pour une loi normale. On évalue en quelque sorte la distance entre la moyenne générale et la moyenne dans le groupe, en nombre d'écarts-types d'une loi normale. C'est cette unité commune qui permet les comparaisons entre variables et les tris par ordre d'importance.

On attribue un signe à la valeur-test. Si le terme est positif (resp. négatif), le groupe est caractérisé par les valeurs fortes (resp. faibles) de la variable.

(b) En pourcentage sauf le délai BFRE en jours

## ANNEXE 3 (suite)

CLASSE 2					
Valeur-test	Moyennes		Écarts types		Variables caractéristiques
	Classe	Général	Classe	Général	
63,43	17,63	8,49	8,69	8,37	<b>EBG/Production</b>
50,89	15,51	2,44	11,51	14,92	<b>RBG-taux intérêt apparent</b>
41,15	25,13	11,43	16,65	19,35	<b>Excédent de trésorerie globale/capital engagé</b>
28,52	9,33	0,64	14,36	17,70	<b>Flux de trésorerie disponible/capital engagé</b>
28,09	17,31	8,57	13,98	18,08	Autofinancement/financement propre
27,88	9,29	4,63	12,97	9,71	Dividendes/capitaux propres
27,80	23,59	- 3,48	33,60	56,61	CAF nette/capitaux propres
27,53	25,41	14,00	31,95	24,09	VMP + disponibilités/capital engagé
24,10	111,53	100,31	24,95	27,08	<b>Couverture capitaux investis, y compris VMP</b>
22,96	40,05	31,59	18,68	21,39	Capitaux propres/capital engagé
18,36	79,50	73,06	13,31	20,39	<b>Financement propre/capital engagé</b>
16,93	7,47	1,80	19,42	19,47	Taux de variation du CA
16,67	83,35	77,88	12,07	19,06	Groupe et associés/capital engagé
16,64	15,63	11,86	15,05	13,17	Taux d'accumulation
9,34	334,83	301,72	223,27	206,04	Capital engagé/frais de personnel
3,52	3,03	2,57	9,08	7,61	Participations/capital engagé
2,82	56,09	54,95	22,48	23,38	Équipement productif/capital engagé
- 3,04	0,19	0,36	2,19	3,38	Augmentation-réduction capital/capital engagé
- 5,76	10,33	11,49	9,89	11,72	Coût de l'endettement
- 14,05	54,68	69,42	51,76	60,98	Délai BFRE
- 16,67	16,65	22,12	12,07	19,06	<b>Endettement/capital engagé</b>
- 24,34	8,17	53,13	8,12	107,37	Poids des intérêts (FF/EBG)
- 26,98	32,48	108,60	28,96	163,92	Charge de la dette
- 38,94	10,17	33,08	19,27	34,19	<b>CBC/endettement</b>

CLASSE 3					
Valeur-test	Moyennes		Écarts types		Variables caractéristiques
	Classe	Général	Classe	Général	
68,96	377,18	53,13	89,35	107,37	Poids des intérêts (FF/EBG)
63,82	566,49	108,60	131,68	163,92	Charge de la dette
10,27	48,45	33,08	37,65	34,19	<b>CBC/endettement</b>
9,51	1,77	0,36	9,83	3,38	Augmentation-réduction capital/capital engagé
6,22	86,02	69,42	85,78	60,98	Délai BFRE
2,44	24,15	22,12	22,03	19,06	<b>Endettement/capital engagé</b>
- 2,44	75,85	77,88	22,03	19,06	Groupe et associés/capital engagé
- 3,07	96,66	100,31	27,82	27,08	<b>Couverture capitaux investis y compris VMP</b>
- 3,88	266,75	301,72	218,67	206,04	Capital engagé/frais de personnel
- 4,56	9,19	14,00	19,08	24,09	VMP + disponibilités/capital engagé
- 6,03	8,38	11,86	12,63	13,17	Taux d'accumulation
- 8,18	1,15	4,63	5,34	9,71	Dividendes/capitaux propres
- 10,05	64,09	73,06	28,34	20,39	<b>Financement propre/capital engagé</b>
- 13,27	- 9,51	1,80	23,71	19,47	Taux de variation du CA
- 13,95	18,53	31,59	30,08	21,39	Capitaux propres/capital engagé
- 34,32	- 19,97	2,44	20,35	14,92	<b>RBG-taux intérêt apparent</b>
- 36,05	- 92,80	- 3,48	84,56	56,61	CAF nette/capitaux propres
- 41,74	- 24,46	8,57	29,69	18,08	Autofinancement/financement propre
- 45,12	- 8,05	8,49	10,47	8,37	<b>EBG/production</b>
- 61,43	- 46,96	0,64	12,64	17,70	Flux de trésorerie disponible/capital engagé
- 66,07	- 44,51	11,43	17,33	19,35	<b>Excédent de trésorerie globale/capital engagé</b>

## ANNEXE 3 (suite)

CLASSE 4					
Valeur-test	Moyennes		Écarts types		Variables caractéristiques
	Classe	Général	Classe	Général	
79,49	48,73	22,12	17,57	19,06	<b>Endettement/capital engagé</b>
28,15	49,99	33,08	28,58	34,19	<b>CBC/endettement</b>
16,23	15,61	11,86	16,87	13,17	Taux d'accumulation
13,11	83,47	69,42	66,52	60,98	Délai BFRE
8,94	134,35	108,60	149,70	163,92	Charge de la dette
8,32	11,21	8,57	26,31	18,08	Autofinancement/financement propre
7,77	4,45	1,80	22,62	19,47	Taux de variation du CA
5,81	64,09	53,13	95,02	107,37	Poids des intérêts (FF/EBG)
4,64	3,66	2,44	10,70	14,92	<b>RBG-taux intérêt apparent</b>
- 4,02	287,18	301,72	206,34	206,04	Capital engagé/frais de personnel
- 4,35	9,96	11,43	16,62	19,35	<b>Excédent de trésorerie globale/capital engagé</b>
- 5,00	52,90	54,95	26,14	23,38	Équipement productif/capital engagé
- 5,85	1,79	2,57	6,14	7,61	Participations/capital engagé
- 9,74	7,05	8,49	5,45	8,37	<b>EBG/production</b>
- 10,31	-2,57	0,64	16,55	17,70	<b>Flux de trésorerie disponible/capital engagé</b>
- 11,98	2,59	4,63	8,00	9,71	Dividendes/capitaux propres
- 15,20	8,36	11,49	4,28	11,72	Coût de l'endettement
- 17,70	-21,09	-3,48	79,53	56,61	CAF nette/capitaux propres
- 24,14	3,78	14,00	9,83	24,09	VMP + disponibilités/capital engagé
- 43,72	79,51	100,31	28,86	27,08	<b>Couverture capitaux investis y compris VMP</b>
- 46,22	14,23	31,59	17,21	21,39	Capitaux propres/capital engagé
- 74,88	46,23	73,06	17,04	20,39	<b>Financement propre/capital engagé</b>
- 79,49	51,27	77,88	17,57	19,06	Groupe et associations/capital engagé

CLASSE 5					
Valeur-test	Moyennes		Écarts types		Variables caractéristiques
	Classe	Général	Classe	Général	
65,27	68,60	33,08	22,72	34,19	<b>CBC/endettement</b>
13,19	82,23	69,42	58,75	60,98	Délai BFRE
12,71	81,74	77,88	10,72	19,06	Groupe et associés/capital engagé
9,90	76,27	73,06	12,30	20,39	<b>Financement propre/capital engagé</b>
7,97	12,97	11,49	14,14	11,72	Coût de l'endettement
4,49	3,11	2,57	8,64	7,61	Participations/capital engagé
3,40	1,60	0,64	13,17	17,70	Flux de trésorerie disponible/capital engagé
- 2,36	- 2,58	- 2,57	0,11	0,11	TJJ-TOE
- 3,88	10,24	11,43	11,83	19,35	<b>Excédent de trésorerie globale/capital engagé</b>
- 3,93	53,49	54,95	22,22	23,38	Équipement productif/capital engagé
- 6,53	6,69	8,57	9,47	18,08	Autofinancement/financement propre
- 6,97	3,55	4,63	8,67	9,71	Dividendes/capitaux propres
- 8,17	- 0,73	1,80	15,60	19,47	Taux de variation du CA
- 11,86	- 0,37	2,44	11,65	14,92	<b>RBG-taux intérêt apparent</b>
- 12,71	18,26	22,12	10,72	19,06	<b>Endettement/capital engagé</b>
- 14,77	8,76	11,86	8,70	13,17	Taux d'accumulation
- 15,52	6,42	8,49	4,82	8,37	<b>EBG/production</b>
- 16,18	93,33	100,31	14,00	27,08	Couverture capitaux investis y compris VMP
- 19,43	6,55	14,00	15,52	24,09	VMP + disponibilités/capital engagé

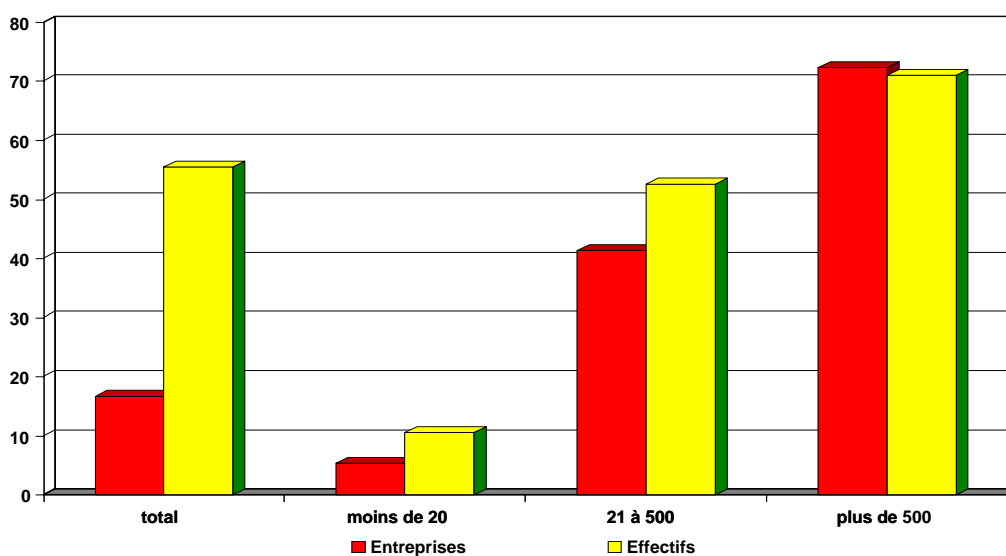
Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58

Mise à jour le 15 octobre 1997



**TAUX DE COUVERTURE DE L'ÉCHANTILLON  
ISSU DE LA CENTRALE DE BILANS  
PAR RAPPORT AU FICHER EXHAUSTIF BIC DE L'INSEE EN 1996**

en pourcentage



Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58

Mise à jour le 15 octobre 1997

A N A L Y S E S

# LA SITUATION DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES BILAN 1997

L'étude des entreprises industrielles a été menée par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France à partir d'un échantillon de près de 13 000 entreprises qui adhèrent à la Centrale de bilans (CDB) et regroupent près de 50 % des effectifs de l'industrie. Elle confirme l'accélération de l'activité, due à la progression des exportations et à l'augmentation de la demande intérieure au second semestre de 1997. La croissance du chiffre d'affaires et de la valeur ajoutée a été à l'origine d'une stabilisation des effectifs dans les grandes entreprises et d'une création nette d'emplois dans les PME, ainsi que d'une meilleure orientation de l'investissement en cours d'année, notamment dans les PME. Les taux de marge et de rentabilité se sont améliorés. La part de la capacité d'autofinancement dans la valeur ajoutée a progressé, provoquant un accroissement du taux d'autofinancement des emplois dans les grandes entreprises, mais un recul dans les PME en raison de la hausse des besoins en fonds de roulement et des disponibilités.

---

*NB* : Cet article résume l'étude publiée par l'Observatoire des entreprises ( cf. description et bon de commande figurant à la fin du présent *Bulletin*), plus détaillée dans l'analyse des résultats, du financement et de la trésorerie, le tout par secteurs d'activité.

Le taux d'endettement, déjà faible, a encore été réduit. Il est inférieur de 38 points à celui de 1985. La baisse du coût du crédit a favorisé l'allègement de la contrainte de solvabilité qui pèse désormais de façon uniforme sur les PME et les grandes entreprises. Le renforcement des structures financières des entreprises industrielles et le dynamisme de la demande devraient permettre le maintien d'une bonne orientation de l'activité.

---

BERNARD BARDES – YVES LECOUCPEUR – ALAIN TOURNIER  
*Direction des Entreprises*  
*Observatoire des entreprises*

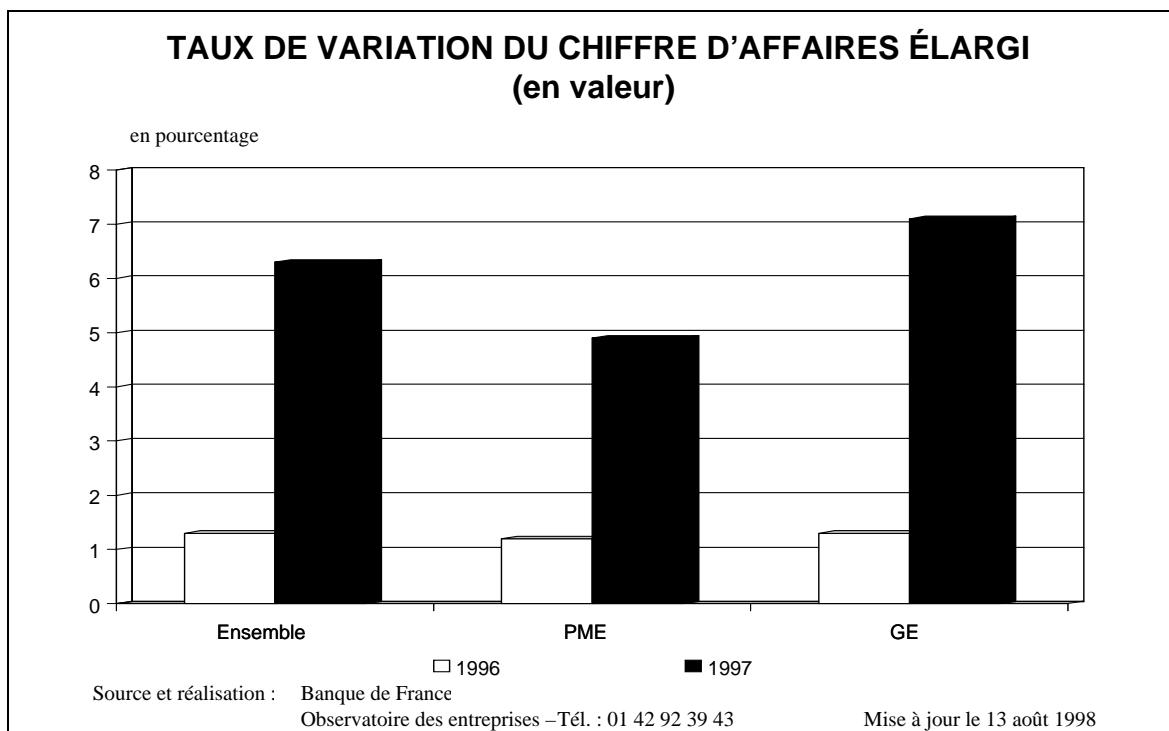
## 1. Une progression très sensible du chiffre d'affaires et de la valeur ajoutée

La croissance du chiffre d'affaires des entreprises industrielles s'est accélérée (+ 6,3 % en 1997, après + 1,3 % en 1996). La vigueur de la demande extérieure relayée en cours d'année par une réactivation de la demande intérieure explique, pour une large part, cette évolution favorable.

Le rythme de progression des ventes a été plus prononcé dans les grandes entreprises (+ 7,1 % en 1997, contre + 1,3 % en 1996) qui ont bénéficié pleinement de l'accélération de l'activité. Il a été un peu moins sensible, bien que soutenu, dans les PME (+ 4,9 % en 1997, contre + 1,2 % en 1996), qui semblent subir un certain décalage avec les fluctuations conjoncturelles.

Les exportations françaises sont demeurées le principal moteur de la croissance. Après avoir globalement crû de 5,3 % en 1996, elles ont, en effet, enregistré en 1997 une hausse de 15,0 % dans les grandes firmes industrielles et de 11,0 % dans les entreprises de moins de 500 salariés. Le taux d'exportation a augmenté de 3 points (de 39,2 % en 1996 à 42,2 % en 1997) dans les grandes sociétés et de 1,3 point dans les PME.

Dans le prolongement de la tendance observée depuis plusieurs années, la part de l'activité commerciale des entreprises industrielles a continué de progresser de manière régulière. Elle est passée de 11,0 % du chiffre d'affaires en 1995 à 11,5 % en 1996, pour atteindre 12,0 % en 1997 ; elle a été plus importante dans les grandes entreprises que dans les PME.



La hausse du taux de croissance de l'activité s'est diffusée à tous les grands secteurs industriels. La plus forte croissance du chiffre d'affaires a été enregistrée dans l'*industrie automobile* (de + 1,7 %, en valeur, en 1996 à + 7,6 % en 1997). L'activité a particulièrement été portée par les achats de l'étranger.

Dans les *biens d'équipement*, la croissance a également été très bien orientée (+ 6,9 % en 1997, contre + 2,6 % en 1996).

Le chiffre d'affaires des *biens intermédiaires* s'est fortement accru en 1997 (+ 6,6 %, contre - 1,3 % en 1996). L'amélioration des ventes a été observée quelle que soit la taille des firmes.

Les *industries agro-alimentaires* ont enregistré une croissance de 4,9 % du volume d'affaires<sup>1</sup>, sous l'effet, notamment, d'une progression sensible de leurs exportations (+ 17,3 % en 1997).

L'*industrie des biens de consommation* a connu une légère accélération du rythme de progression du chiffre d'affaires (+ 4,6 % en 1997, après + 3,0 % en 1996).

La croissance (+ 6,3 %) de la production globale (vente de marchandises + production vendue + production stockée et immobilisée), de même amplitude que celle du chiffre d'affaires, a été notamment favorisée par une intensification du comportement de stockage en cours d'exercice. La production stockée, qui a fortement augmenté dans les PME, ne représente néanmoins, sur l'ensemble des firmes, que 0,2 % de la production globale. Cette évolution contraste avec le mouvement de déstockage observé en 1996, qui avait contribué à freiner la croissance de la production.

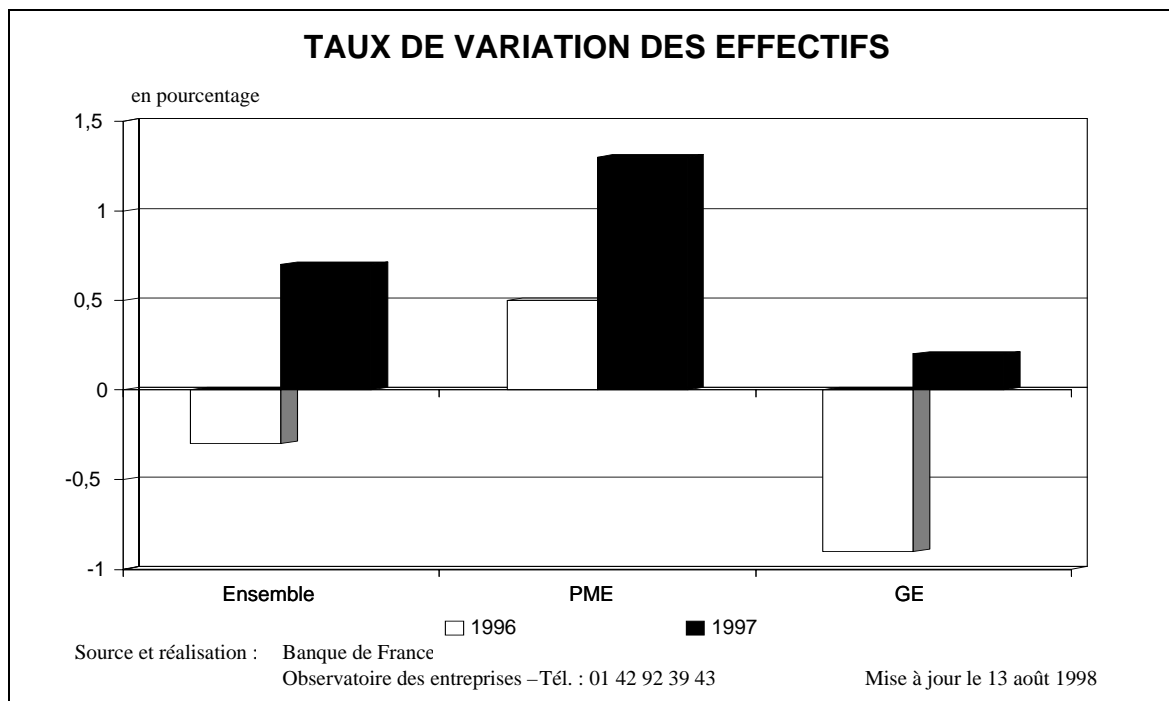
Grâce à une bonne maîtrise des consommations intermédiaires, la valeur ajoutée a globalement augmenté de 6,2 % en 1997. Ce phénomène a particulièrement été perceptible dans les grandes entreprises (+ 7,1 %), dans l'industrie automobile et dans les biens intermédiaires.

<sup>1</sup> Volume d'affaires = chiffre d'affaires hors taxes + opérations à la commission

## 2. Très légère hausse des effectifs et meilleure orientation de l'investissement dans les PME

### 2.1. Les effectifs

Après le léger recul enregistré en 1996 (-0,3 %), les effectifs salariés des entreprises pérennes ont cessé de diminuer sous l'effet du raffermissement de la croissance.



Les effectifs ont pu être maintenus dans les grandes entreprises et ont progressé dans les PME, grâce à leur comportement plus dynamique en matière de recrutement. Cette création nette d'emplois a été plus marquée que l'année précédente (+ 1,3 %, contre + 0,5 % en 1996).

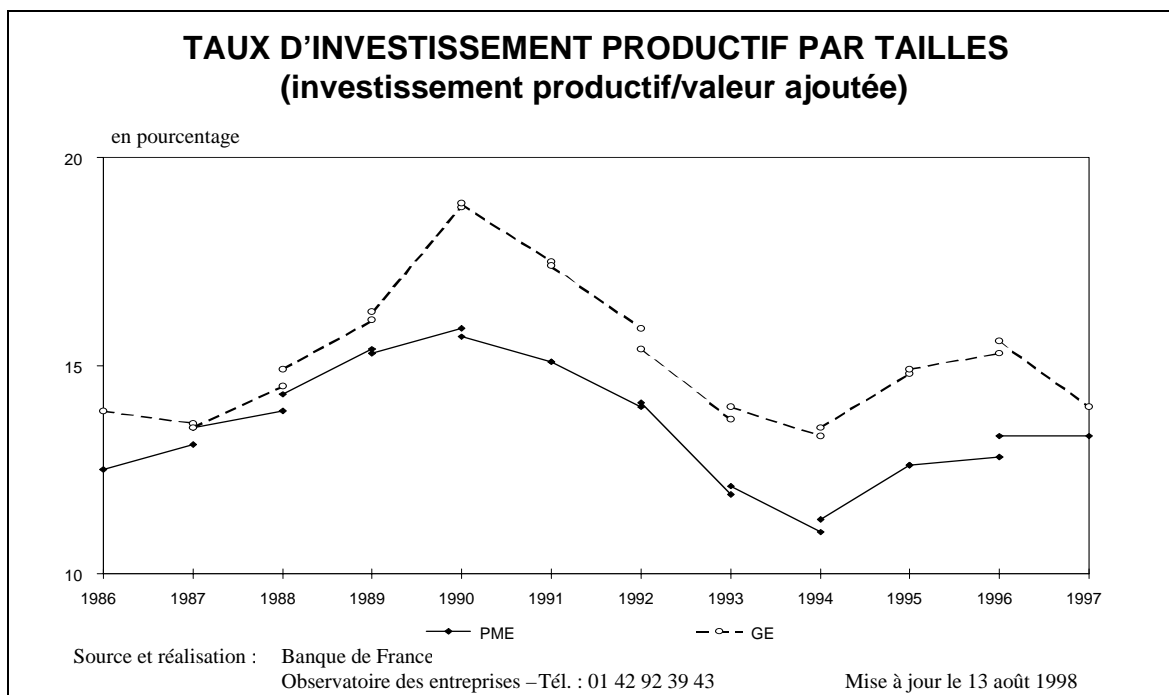
En définitive, le taux de variation des effectifs de l'industrie est devenu, pour la seconde fois depuis 1990, très légèrement positif (+ 0,7 %).

Les évolutions sectorielles permettent d'apporter quelques nuances à l'examen de la situation de l'emploi industriel.

### 2.2. Les investissements

Après avoir évolué négativement au cours du premier trimestre de l'exercice, l'investissement a connu une reprise en cours d'année, grâce notamment à des perspectives de demande plus favorables. Sur l'ensemble de l'année, l'investissement productif n'enregistre pas globalement d'évolution significative, mais il a augmenté en valeur de 5,0 % dans les PME et reculé de 3,5 % dans les grandes entreprises. On observe donc une opposition entre les tailles qui n'existait pas en 1996 où la croissance de l'investissement productif avait été de, respectivement, 2 % dans les PME et 1 % dans les grandes firmes.

En raison de l'accroissement sensible de la valeur ajoutée en 1997, le taux d'investissement productif<sup>1</sup>, qui s'était redressé sur la période 1994-1996, s'est contracté, pour retrouver son niveau de 1995. Stable dans les PME (13,3 %), le taux d'investissement est revenu dans les grandes entreprises de 15,6 % en 1996 à 14,0 % en 1997. Il demeure néanmoins, chez ces dernières, supérieur à celui des PME, comme cela a été le cas sur toute la période.



Si les *évolutions sectorielles* de la valeur ajoutée ont été favorables en 1997 à tous les compartiments économiques, elles ont été, en revanche, plus contrastées en ce qui concerne l'investissement productif :

- dans l'*industrie automobile*, secteur structurellement porteur en matière d'investissements, notamment de la part des équipementiers, l'investissement augmente de 3,7 % ;

- dans les *industries agro-alimentaires*, grâce au dynamisme de leurs PME, il progresse, sans toutefois atteindre le rythme de l'année précédente (+ 1,1 % en 1997, contre + 7,4 % en 1996) ;

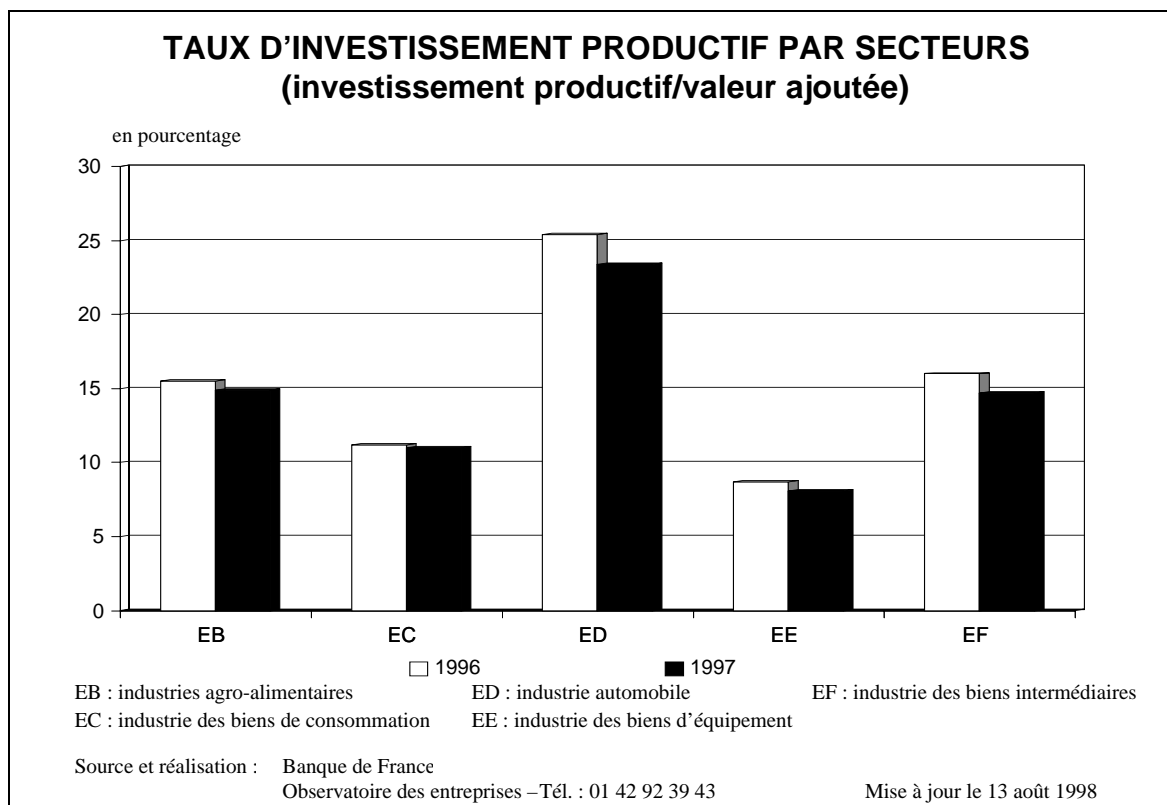
- dans les *biens de consommation*, l'investissement a, par contre, stagné en 1997, à la fois dans les PME et dans les grandes entreprises. Toujours en recul dans les industries des équipements du foyer (– 2,7 % en 1997), il a été reconduit sur une tendance haussière dans l'industrie pharmaceutique (+ 7,6 %) ;

- dans les *biens d'équipement*, le repli de l'investissement productif dans les grandes firmes (– 2,1 % en 1997) a conduit à une stagnation d'ensemble. Si une évolution très favorable a de nouveau prévalu dans la construction navale, les grandes entreprises du secteur des équipements électriques et électroniques ont sensiblement réduit leurs dépenses en matière d'investissement productif ;

- dans les *biens intermédiaires*, l'investissement a reculé de 3,2 %. Ce recul d'investissement a été observé dans l'industrie des produits minéraux, dans les grandes entreprises de la métallurgie et transformation des métaux, et dans les grandes unités de la chimie dont le dynamisme de l'année précédente ne s'est pas reproduit.

<sup>1</sup> Mesuré par le rapport « investissement productif/valeur ajoutée Centrale de bilans », le taux d'investissement productif se redresse d'autant moins que le rythme d'accroissement de la valeur ajoutée est plus fort.

En fin de compte, le recul du taux d'investissement productif a été enregistré dans l'ensemble des entreprises de plus de 500 salariés des différents secteurs analysés. En revanche, aucune évolution sectorielle significative n'a été observée dans les PME.



Le recours au crédit-bail a peu évolué dans les grandes unités, alors qu'il a assez sensiblement progressé dans les PME (+ 10,7 %).

L'investissement immatériel, de nouveau en développement (+ 23,9 % dans les PME et + 7,8 % dans les grandes entreprises) représente, en 1997, 8,3 % de la valeur ajoutée, contre 7,9 % en 1996. Pour la deuxième année consécutive, cette part dépasse 10 % dans les entreprises de plus de 500 salariés.

### 2.3. Les besoins en fonds de roulement d'exploitation

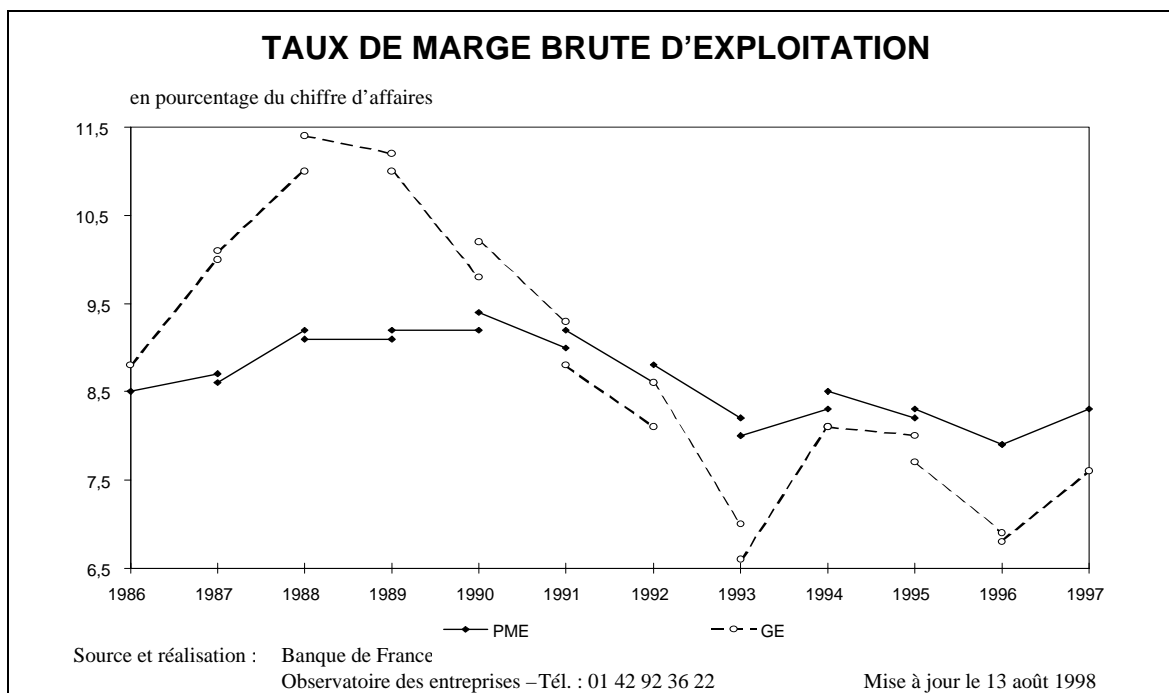
Les besoins en fonds de roulement d'exploitation des firmes industrielles se sont légèrement accrus en 1997 (+ 1,8 %), bien que cette progression n'ait été observée que dans les PME (+ 2,8 %). Toutefois, en jours de chiffre d'affaires, les besoins en fonds de roulement d'exploitation n'ont plus représenté que 45,6 jours en 1997, contre 47,8 jours en 1996, en raison, notamment, de l'allègement des charges nées du crédit interentreprises.



### 3. Les résultats des entreprises industrielles ont bénéficié du développement de l'activité

#### 3.1. Les résultats

Le mouvement de repli du *taux de marge brute d'exploitation*<sup>1</sup>, quasiment ininterrompu depuis 1990, exception faite pour l'année 1994, a cessé en 1997. La hausse de ce ratio a atteint 0,6 point (de 7,2 % à 7,8 %). L'augmentation a été plus sensible dans les grandes entreprises que dans les PME.



Précédemment en recul, la *rentabilité brute du capital d'exploitation*<sup>2</sup> a augmenté de 1,4 point en 1997. Sa progression a été sensiblement plus forte dans les grandes entreprises (+ 1,8 point) que dans les PME (+ 0,6 point).

En baisse l'an dernier, les produits financiers ont augmenté de 5,2 % en 1997, notamment dans les grandes sociétés (+ 6,6 %).

Dans le contexte de baisse des taux d'intérêt qui s'est instauré depuis la fin de l'année 1995, cette augmentation des produits financiers s'explique par un développement important des placements.

#### 3.2. La répartition de la valeur ajoutée globale

Le redressement de l'activité et des résultats a été accompagné par une modification du partage de la valeur ajoutée globale. Ainsi, la diminution des parts attribuées aux apporteurs de capitaux (prêteurs, actionnaires, associés) et aux salariés a contribué à l'augmentation des parts revenant à l'État et restant à la disposition de l'entreprise. Au total, la capacité d'autofinancement rapportée à la valeur ajoutée globale a gagné 0,9 point, à 19,9 %, dans les PME et 1,7 point, à 24,7 %, dans les grandes entreprises.

<sup>1</sup> Le taux de marge brute d'exploitation/chiffre d'affaires

<sup>2</sup> Rentabilité brute du capital d'exploitation = excédent brut d'exploitation/capital d'exploitation  
avec capital d'exploitation = équipement productif + besoins en fonds de roulement d'exploitation

### 3.3. La rentabilité financière

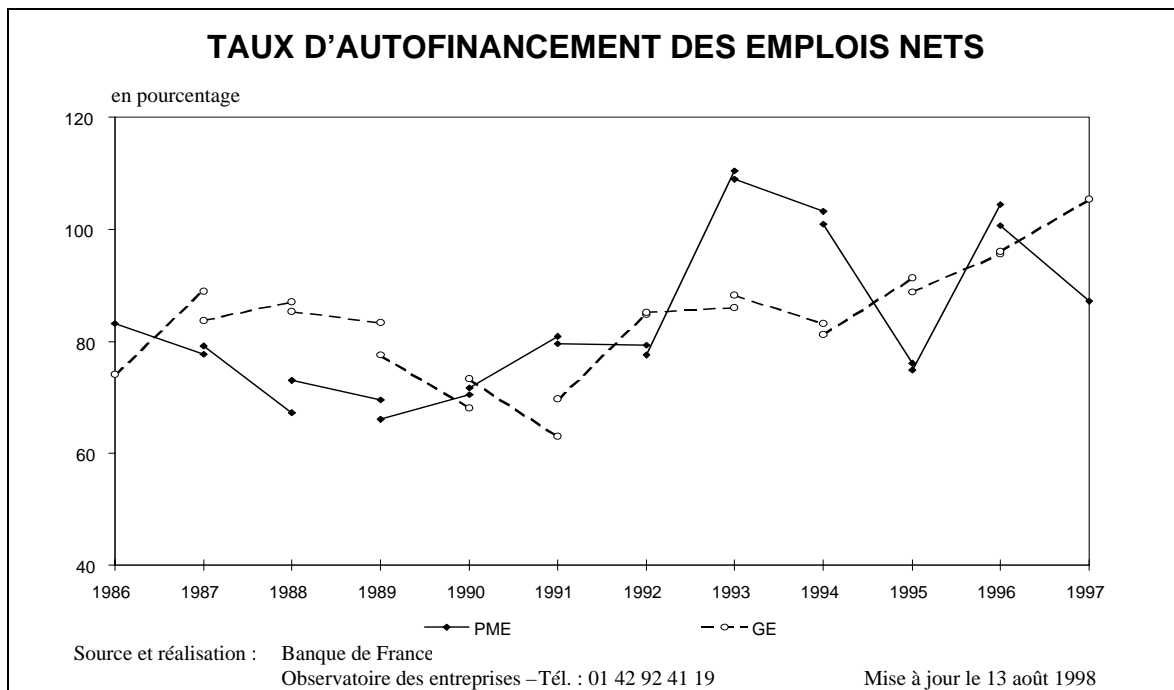
Ce redressement de la capacité d'autofinancement nette est à l'origine d'une amélioration de la rentabilité financière du financement propre (+ 0,8 point, à 3,8 %) et des capitaux propres (+ 1,9 point, à 8,6 %) dans l'ensemble des sociétés. L'amélioration des structures financières des entreprises industrielles s'est poursuivie.

## 4. Renforcements des structures financières

### 4.1. L'autofinancement des entreprises permet de financer largement leurs investissements et besoins du cycle d'exploitation

Les emplois « nets de cession » sont essentiellement constitués des investissements nets<sup>1</sup>, le complément se partageant entre variation des besoins en fonds de roulement et variation des disponibilités. Ils ont fortement augmenté en 1997 (+ 16 %), contrairement aux reculs observés en 1995 et 1996. Leur progression a été sensible, aussi bien dans les PME que dans les grandes entreprises. La hausse des emplois nets recouvre des évolutions différentes selon la taille des entreprises.

Le montant de l'autofinancement, en progression de 17,4 %, a couvert les emplois à hauteur de 98,7 %. Le taux d'autofinancement<sup>2</sup> s'est redressé dans les grandes entreprises, alors que dans les PME il a connu un recul de 13,6 points, car la hausse de leur autofinancement (+ 9,3 %) a été moindre que celle de leurs emplois nets.



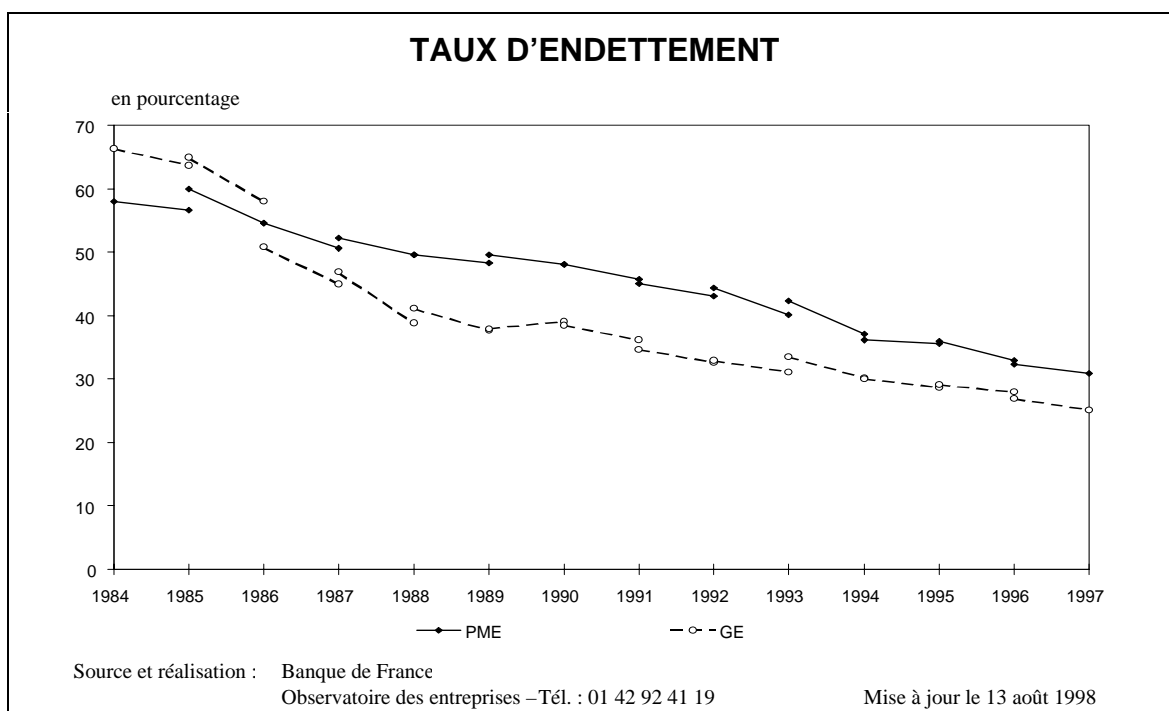
<sup>1</sup> Investissements nets = investissement productif + acquisitions de participations + variation d'actifs immobilisés hors exploitation – cessions d'immobilisations – subventions d'investissements – cessions de participations

<sup>2</sup> Taux d'autofinancement = autofinancement/emplois nets

#### 4.2. Le taux d'endettement a de nouveau été en repli

La nouvelle diminution du taux d'endettement <sup>1</sup> de 1,7 point est surtout venue de la progression du financement propre <sup>2</sup> et plus particulièrement des fonds propres (+ 5,9 %), alors que le montant de l'endettement au sens strict des entreprises ne progressait que très modérément (+ 1,1 %).

Les entreprises ont, en tout cas, amélioré leur autonomie financière en 1997, quelle que soit leur taille : le taux d'endettement a reculé aussi bien dans les PME (de 32,4 % en 1996 à 30,8 % en 1997) que dans les grandes firmes (de 26,9 % à 25,1 %). L'écart entre PME et grandes entreprises tend progressivement à se réduire.



#### 4.3. La contrainte de solvabilité s'est encore allégée et pèse de façon uniforme dans les PME et les grandes entreprises

Sur l'ensemble de l'industrie, le poids des frais financiers rapporté à l'excédent brut global a nettement diminué en 1997, pour s'établir à 11,9 %, contre 15,3 % en 1996, ce qui a encore allégé la contrainte de solvabilité des entreprises. Le mouvement de repli des frais financiers s'observe aussi bien dans les grandes firmes que dans les PME ; la contrainte de solvabilité pèse désormais de façon uniforme sur les PME et les grandes entreprises.

<sup>1</sup> Taux d'endettement = endettement + prêts des « groupe et associés » / financement propre

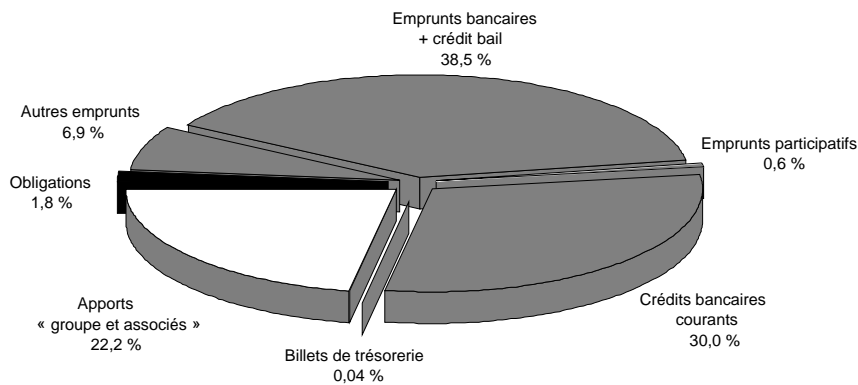
<sup>2</sup> Le financement propre représente, en 1997, 7,9 % du capital engagé (financement propre + « groupe et associés » dans dettes financières + endettement), au lieu de 78,8 % en 1996.

## 5. Les modes de financement se sont diversifiés selon la taille des entreprises

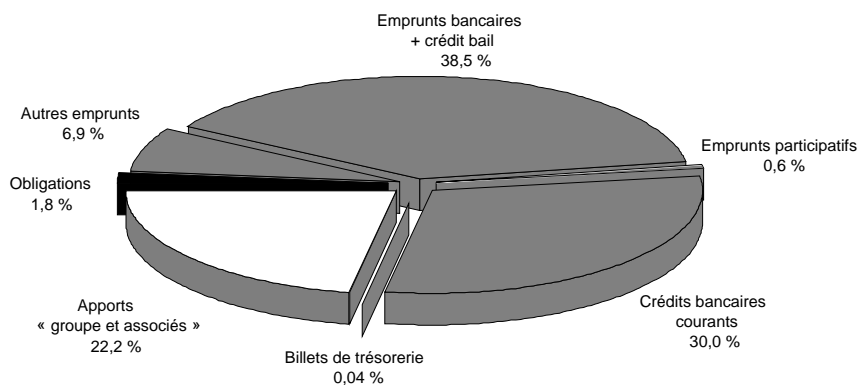
Le montant des apports externes <sup>1</sup> des entreprises a de nouveau légèrement diminué l'an dernier, il s'est accru de 0,9 % dans les PME, alors qu'il se repliait de 2,5 % dans les grandes sociétés.

### COMPOSITION DES APPORTS EXTERNES EN 1997

#### GRANDES ENTREPRISES



#### PME



Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 41 19

Mise à jour le 13 août 1998

Dans les grandes entreprises, les prêts en provenance des « groupe et associés » et les emprunts bancaires ont légèrement diminué alors que les crédits bancaires courants ont quelque peu progressé (+ 4,3 %). Dans les PME, le recours aux « groupe et associés » s'est légèrement développé (+ 1 %) et l'endettement bancaire est resté relativement stable.

<sup>1</sup> Apports externes = endettement + prêts des « groupe et associés »

## 6. La trésorerie s'est améliorée

Le mouvement de désendettement des entreprises observé depuis quelques années, conjugué à la forte réduction des taux d'intérêt, est à l'origine d'une augmentation du flux de trésorerie disponible. Ces conditions plus favorables permettent aux dirigeants de gérer plus efficacement la croissance de leur entreprise en procédant, s'ils le jugent opportun, à de nouveaux investissements. Cette amélioration de la trésorerie est intervenue en 1997 quelle que soit la taille des entreprises.

L'économie française, dont le rythme de croissance s'est inscrit en nette hausse depuis le deuxième trimestre 1997, connaît, depuis le début de l'année, une situation conjoncturelle encore très favorable. Malgré un dynamisme moindre des commandes étrangères, la vigueur de la demande interne a permis à l'activité industrielle de poursuivre sa progression. La production manufacturière s'est accrue de 1,4 % au premier trimestre de 1998 et de 0,8 % au deuxième.

Cette amélioration a été soutenue par des créations d'emplois nettement plus dynamiques, l'emploi salarié dans l'ensemble des secteurs marchands non agricoles augmentant de 0,5 % au deuxième trimestre de 1998, après + 0,7 % au premier trimestre ; le taux de chômage a ainsi reflué à 11,8 % en juillet 1998 (- 0,8 point sur un an).

L'investissement des entreprises non financières, qui a progressé de 3,0 % au premier trimestre de l'année, a de nouveau augmenté de 1,8 % au deuxième trimestre.

E N Q U Ê T E S

# COMPORTEMENTS DES AGENTS ÉCONOMIQUES SUR LES MARCHÉS DE VALEURS MOBILIÈRES AU PREMIER TRIMESTRE 1998

La hausse exceptionnelle des cours sur les marchés des actions et des obligations au premier trimestre 1998 reflète des comportements sectoriels assez contrastés.

Selon l'enquête, les détenteurs résidents non financiers ont allégé leurs portefeuilles en actions françaises cotées et étrangères ; à l'inverse, les non-résidents, clients des dépositaires français, et les investisseurs institutionnels ont renforcé leur position sur ce type de valeurs. Sur le marché obligataire, les comportements des secteurs résidents non financiers et des non-résidents clients des dépositaires français sont semblables à ceux observés sur le marché des actions ; en revanche, les investisseurs institutionnels ont arbitré une partie de leur portefeuille obligataire au détriment des titres français. Les désinvestissements en titres d'OPCVM français par les ménages se sont poursuivis, alors que les autres secteurs résidents ont, à l'inverse, développé leurs encours.

---

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

Près de 86 % des transactions réalisées par l'ensemble des détenteurs du champ de l'enquête ont porté sur des obligations, contre 7,3 % sur des titres d'OPCVM et 6,5 % sur des actions. Plus de 80 % du volume des transactions sur les actions françaises cotées ont été le fait des non-résidents, clients des dépositaires français. Les investisseurs institutionnels ont été à l'origine de plus de 90 % des opérations sur les obligations françaises et étrangères et de plus de 40 % de celles effectuées sur les autres titres d'OPCVM français. Les sociétés ont réalisé 40 % des interventions sur les titres d'OPCVM monétaires. Les durées moyennes de détention des titres par les acteurs les plus actifs sur les marchés sont relativement courtes (de 9 mois pour les non-résidents, clients des dépositaires français, sur les actions françaises cotées, à 1 mois pour les investisseurs institutionnels sur les obligations françaises).

MONIQUE CHOCRON  
HERVÉ GRANDJEAN  
CAROLINE KÉRIBIN  
LYDIE MARCHAND

*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Service d'Études sur les valeurs mobilières (SEVAM)*

#### **REMERCIEMENTS**

*Comme les précédentes, cette nouvelle enquête a fait appel au volontariat des participants ; la Banque de France remercie chaleureusement les établissements informateurs dépositaires de titres, les sociétés non financières cotées, la SBF-Bourse de Paris, la Sicovam, la COB et Europerformance qui, malgré les sujétions matérielles qui leur sont imposées, acceptent de collaborer à ces travaux dont les résultats mettent en cohérence des informations produites par différentes instances de place et qui intéressent toute la communauté financière.*



**RAPPEL MÉTHODOLOGIQUE****1. Objectifs généraux de l'enquête**

Les deux approches des enquêtes-titres existantes, sur les transactions et en encours<sup>1</sup>, ont été synthétisées et enrichies dans la présente étude par :

– une extension de la couverture sectorielle aux opérations pour le compte propre des établissements de crédit ;

– la prise en compte du capital au nominatif pur des sociétés non financières cotées ;

– le recensement des transactions hors bourse (gré à gré, pensions livrées...), ainsi que celui relatif aux opérations sur titres non assimilables à des transactions (virement de compte à compte...).

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

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

– en bourse : actions et obligations :

– marché primaire : émissions, remboursements (émetteur),  
souscriptions, recouvrements (détenteur),

– marché secondaire : achats, ventes,

– hors bourse :

– opérations de gré à gré (achats et ventes ferme) – prêts et emprunts de titres,

– cessions temporaires de titres (pensions livrées, rémérés)<sup>2</sup>,

– souscriptions et rachats de titres d'OPCVM,

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

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

Quelques exemples :

– virement de compte à compte (le client change de banque),

– virement franco (livraison de titres sans contrepartie espèces).

La mise en place de ce cadre d'analyse plus large, d'une part, sur les placements en valeurs mobilières par marchés et par agents économiques, d'autre part, sur l'information relative aux interventions en bourse et hors bourse, permet de mieux cerner l'évolution conjoncturelle des comportements.

**2. Caractéristiques de l'enquête**

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

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

**3. Sources d'information**

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

**4. Secteurs**

L'enquête distingue cinq secteurs : les ménages, les sociétés, les investisseurs institutionnels (qui regroupent les entreprises d'assurance et caisses de retraite, les OPCVM et les établissements de crédit), les autres agents non financiers (qui regroupent les administrations publiques et les associations et groupements divers), enfin, les non-résidents.

<sup>1</sup> Les dernières enquêtes sur les transactions et en encours ont été respectivement publiées dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 44 – août 1997 et n° 52 – avril 1998.

<sup>2</sup> L'inclusion des cessions temporaires de titres dans les flux, qui va de pair avec l'inclusion des encours correspondants dans le portefeuille du cessionnaire, correspond au traitement retenu dans les conservations de titres, d'où sont tirées les données des enquêtes-titres.

## 1. Les marchés de valeurs mobilières <sup>1</sup>

### 1.1. Évolution

L'évolution des marchés de valeurs mobilières françaises au cours de la période sous revue est en phase avec la nette amélioration de la conjoncture économique.

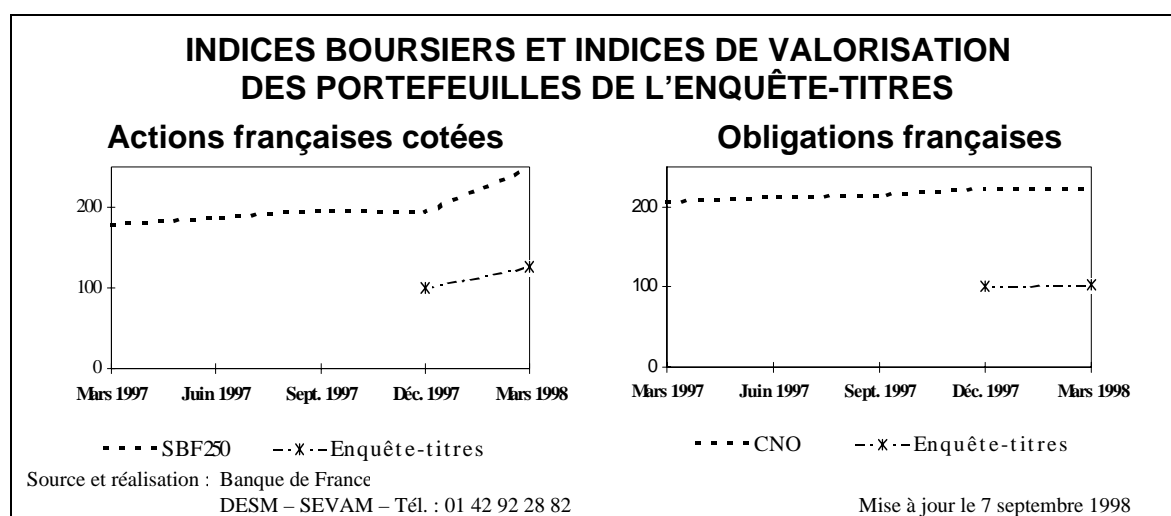
La capitalisation boursière des actions françaises cotées, qui a progressé de 85 % de mars 1996 à mars 1998, représentait 50 % du PIB à la fin de l'année 1997. Néanmoins, le niveau de ce ratio (capitalisation boursière/PIB) est inférieur à celui observé dans les pays anglo-saxons, notamment au Royaume-Uni et aux États-Unis, où il s'élève à plus de 150 % fin 1997.

Après une hausse de l'indice SBF 250 de plus de 40 % entre mars 1996 et septembre 1997, la crise asiatique du mois d'octobre 1997 a affecté les cours boursiers. Cependant, au premier trimestre 1998, le marché français a enregistré une progression exceptionnelle (+ 27,6 % pour l'indice SBF 250, contre + 24,5 % sur l'année 1997), sous l'effet, notamment, de l'annonce de résultats annuels favorables des entreprises, de la fermeté du dollar et du bas niveau des taux d'intérêt qui rend plus attractifs les placements en actions.

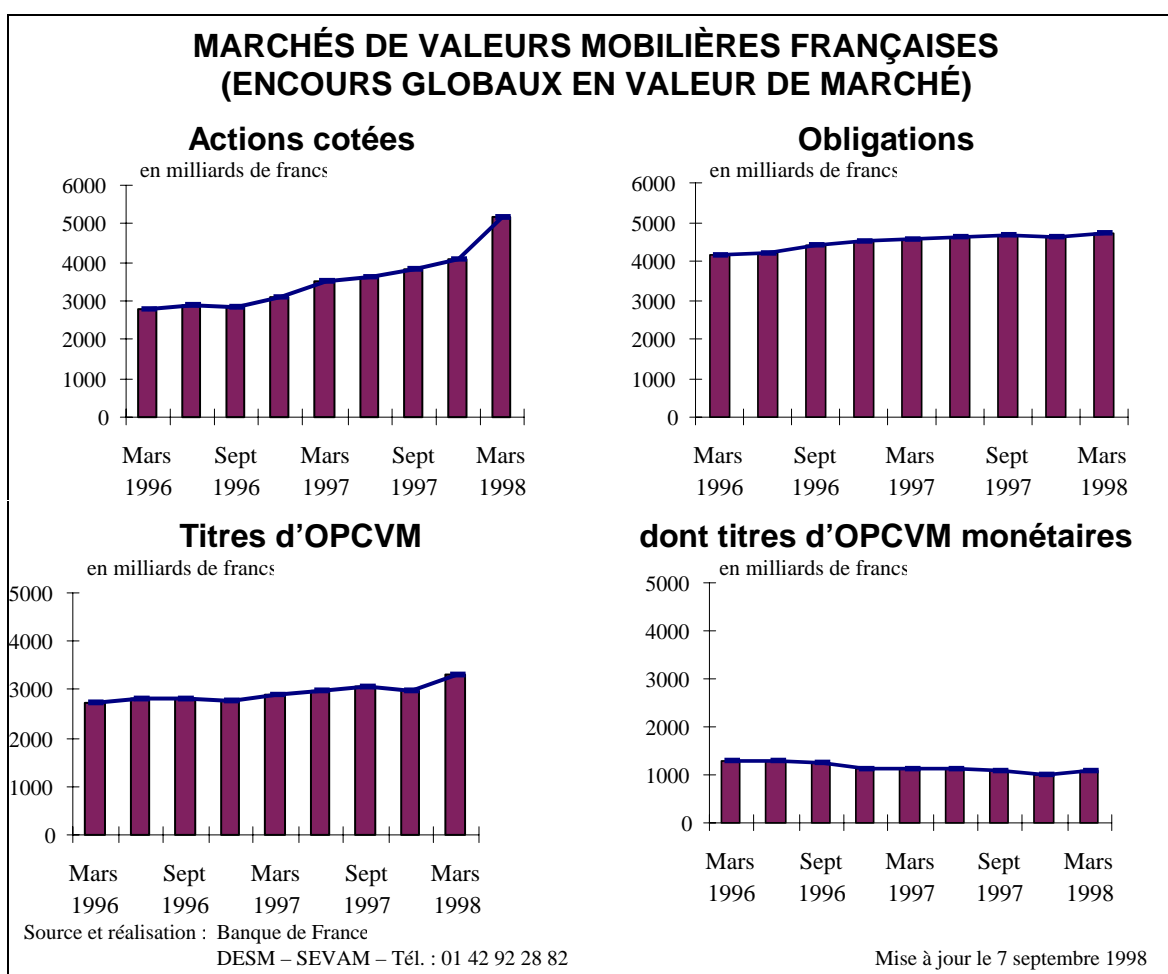
Les obligations françaises ont bénéficié entre mars 1996 et mars 1998 de phases successives de détente des taux qui ont amené ces derniers à leurs plus bas niveaux historiques en fin de période. Par ailleurs, dans un contexte marqué par les incertitudes financières dans les pays d'Asie du Sud-Est, le marché obligataire a profité, à partir de fin 1997, de la réallocation des portefeuilles au profit des produits de taux. Sur les trois premiers mois de l'année 1998, l'indice CNO (Comité de normalisation obligataire) a progressé de 2,8 %, contre 6,0 % sur l'année 1997.

Fin 1997, la France occupe la deuxième place derrière les États-Unis dans le classement des OPCVM pour le montant des actifs gérés. Toutefois, la croissance des OPCVM français au cours de l'année 1997 (+ 7,5 %) est inférieure à la moyenne mondiale et nettement moins soutenue que celle du Royaume-Uni et celle des États-Unis qui s'élèvent, respectivement, à + 32,7 % et à + 43,7 %.

L'évolution de l'actif net des OPCVM français (+ 19,7 % au cours de la période sous revue) bénéficie de la bonne tenue des marchés des actions et des obligations et de l'intérêt porté par les investisseurs aux produits en gestion collective. Le regain d'intérêt de certains secteurs résidents pour les titres d'OPCVM monétaires, au premier trimestre de l'année 1998, fait suite à une période de désaffection des détenteurs de valeurs mobilières pour cette catégorie de titres, due en grande partie à des rendements bruts plus faibles et aux conditions fiscales moins intéressantes que ceux offerts pour d'autres produits de liquidité équivalente.



<sup>1</sup> Cf. annexe



## 1.2. Performances

Les performances des secteurs détenteurs d'actions françaises cotées et d'obligations françaises évaluées à partir d'indices tenant compte des encours valorisés au prix du marché en début et en fin de période, des flux nets et des mouvements sans contrepartie monétaire appellent les commentaires suivants au premier trimestre de l'année 1998<sup>1</sup> :

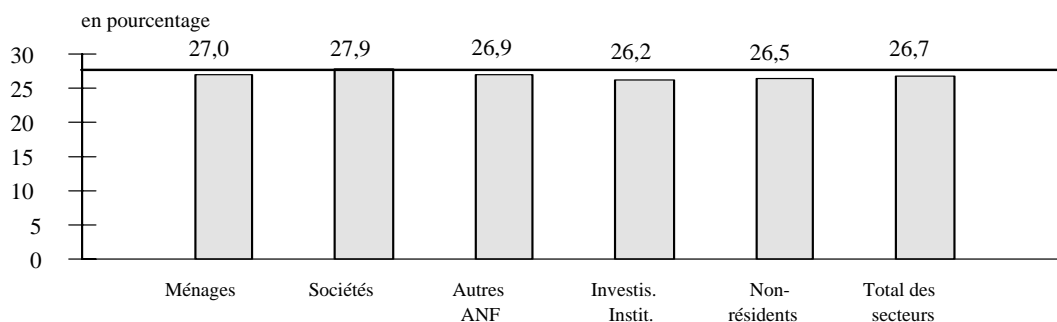
- tous les secteurs ont réalisé des performances proches de celles de l'indice SBF 250 sur le marché des actions françaises cotées. Les sociétés sont les seuls détenteurs de cette catégorie de titres à enregistrer une performance supérieure à celle de l'indice de référence. En revanche, les investisseurs institutionnels et les non-résidents, clients des dépositaires français, occupent les deux derniers rangs du classement des meilleures performances relevés sur le marché des actions françaises cotées ;

- sur le marché des obligations françaises, les non-résidents, clients des dépositaires français, et les investisseurs institutionnels obtiennent les meilleurs résultats, néanmoins ces derniers quel que soit le secteur sont tous inférieurs à l'évolution de la référence du marché obligataire (indice CNO).

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

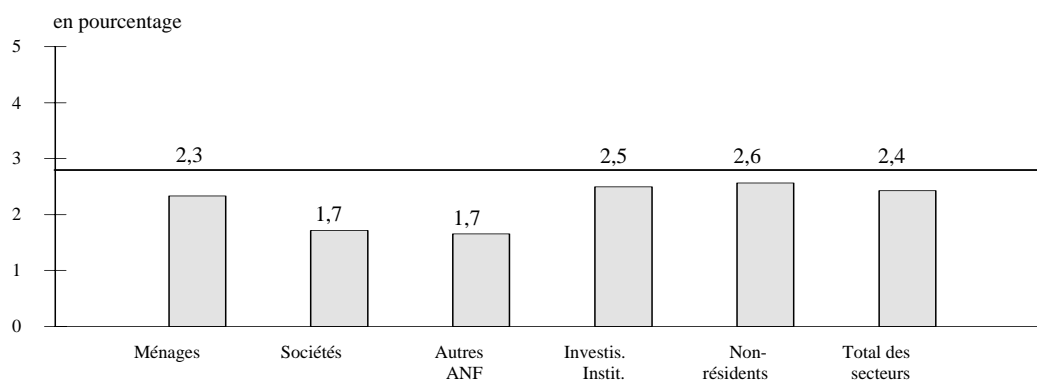
## PERFORMANCES PAR SECTEURS DÉTENEURS AU PREMIER TRIMESTRE 1998

### Actions françaises cotées



— Indice de référence du marché (SBF 250) : 27,6 %

### Obligations françaises



— Indice de référence du marché (CNO) : 2,8 %

Source et réalisation : Banque de France

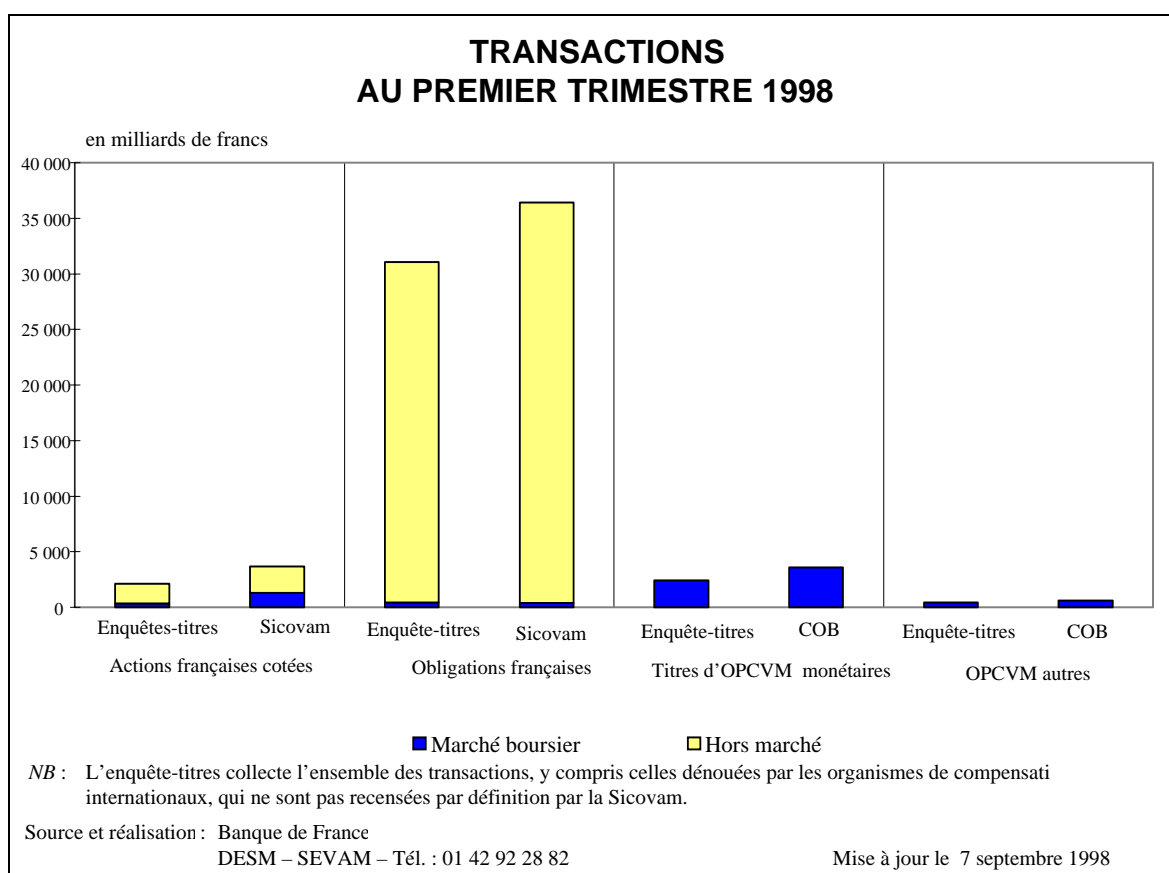
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 septembre 1998

### 1.3. Volume d'activité

Au premier trimestre 1998, l'analyse du volume des transactions sur les différents marchés de titres français met en évidence une situation très contrastée. En effet, le volume d'activité du marché des obligations françaises représente plus de 85 % du total des transactions tous marchés confondus. Les marchés de titres d'OPCVM français et d'actions françaises cotées se partagent le solde en deux parts à peu près équivalentes, respectivement 8 % et 6 %.

Par ailleurs, selon l'enquête, plus de 90 % des transactions sont effectuées sur les marchés de gré à gré. En effet, les intervenants peuvent conclure sur ces derniers des opérations correspondant à leurs besoins en termes de montant ou d'échéance, alors que les marchés organisés leur offrent des produits normalisés. Le montant de ce type de transaction, réalisé essentiellement par les investisseurs institutionnels sur des obligations françaises dans le cadre des transferts temporaires de titres, s'élève à plus de 30 000 milliards de francs au cours des trois premiers mois de l'année 1998.



#### 1.4. Structure de détention et composition des portefeuilles

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

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

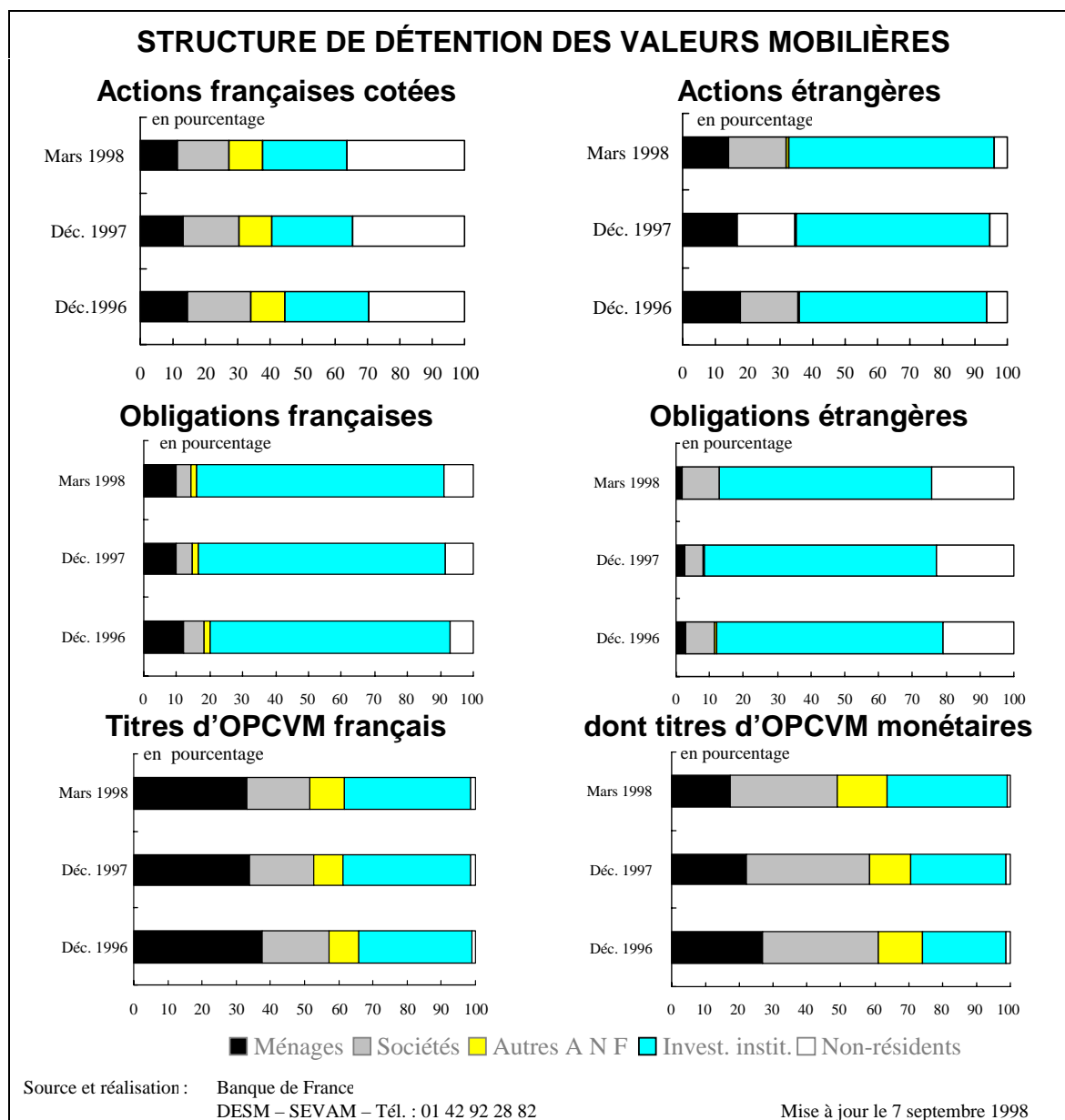
– La part des investisseurs institutionnels dans la capitalisation actions de la Bourse de Paris, qui a été stable à 26 % entre décembre 1996 et mars 1998, est encore faible comparée à celles observées sur les places financières anglo-saxonnes. Cette situation s'explique notamment par le poids relativement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

– Les parts d'actions françaises cotées détenues directement par les ménages et les sociétés diminuent de, respectivement, 21 % et 20 % au cours de la période sous revue. Par ailleurs, les placements en actions ne concernent qu'une partie réduite des épargnants (5,2 millions de Français en avril-mai 1996 et en décembre 1997 <sup>1</sup>) et la concentration des portefeuilles est forte, plus de 63 % de l'encours d'actions françaises se trouve logé dans un peu plus de 11 % des comptes à fin 1997.

– Les non-résidents, clients des dépositaires français, détiennent la part la plus importante du capital des entreprises françaises de décembre 1996 à mars 1998. Leur part relative de détention des actions françaises cotées a progressé de 20 % au cours de la période susvisée, pour atteindre 36 % à fin mars 1998 <sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Selon les derniers résultats du sondage réalisé par la Sofres pour le compte de la Banque de France, de la COB et de la SBF-Bourse de Paris.

<sup>2</sup> Selon les statistiques de la balance des paiements, le taux de détention par les non-résidents des actions françaises cotées était d'environ 30 % de la capitalisation boursière à la même date.



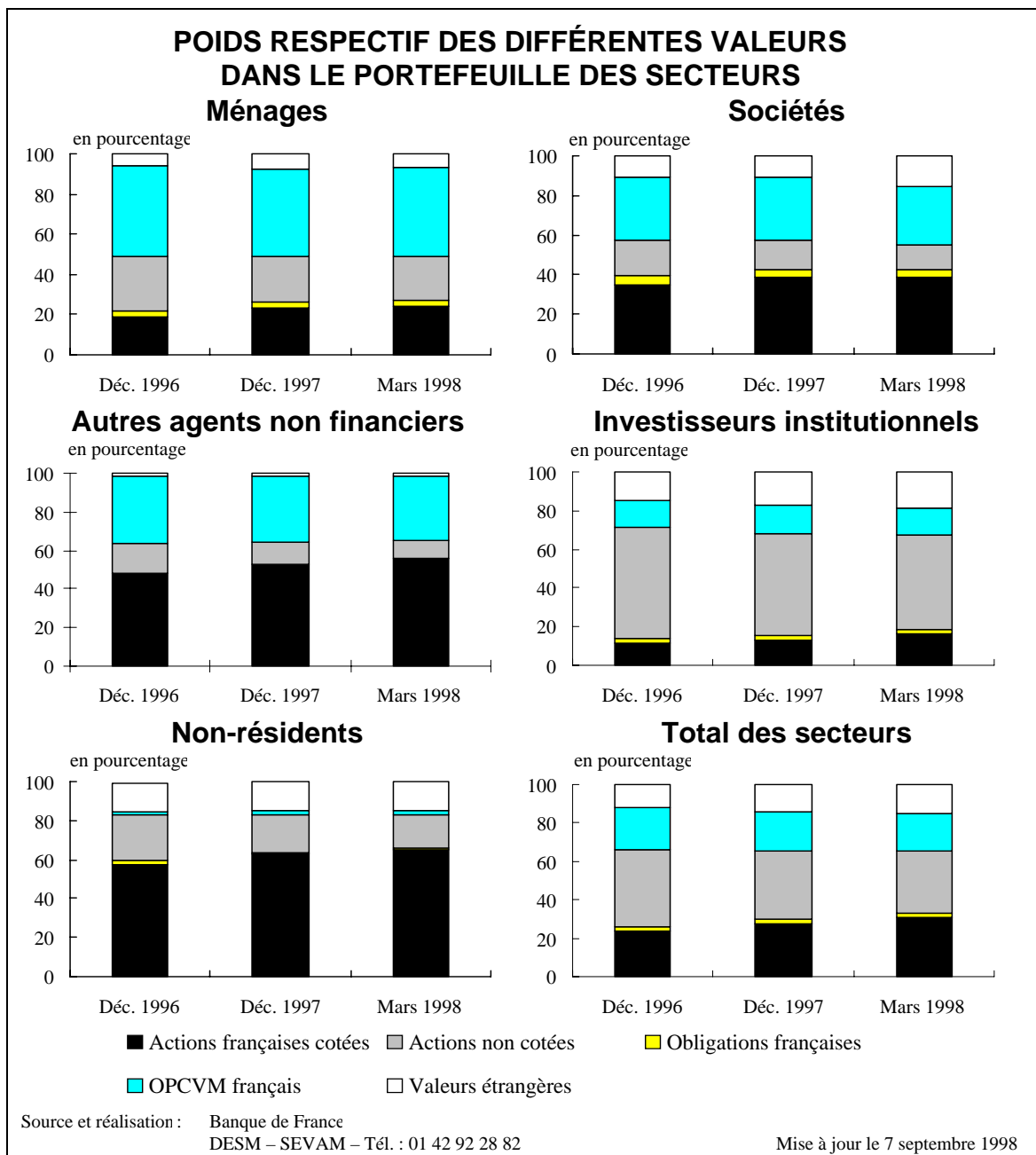
### Une prépondérance des produits de taux et une ouverture internationale encore limitée des portefeuilles de valeurs mobilières des résidents

– Les instruments de taux dominent les valeurs autres que les produits actions françaises recensés dans les portefeuilles des résidents. En fin de période, le poids de cette catégorie de titres varie entre 50 % et plus de 70 % des portefeuilles totaux des résidents <sup>1</sup>. Malgré l'évolution des conditions de marché, caractérisée notamment par une diminution des rendements obligataires due à la baisse des taux, les investissements en valeurs mobilières des résidents restent principalement orientés vers ce type de produit.

<sup>1</sup> À l'exception du portefeuille des autres agents non financiers qui comprend, pour le compte des administrations publiques, une partie des participations de l'État évaluées au prix du marché pour la fraction du capital des sociétés privatisées non mise sur le marché.

– De décembre 1996 à mars 1998, la part peu élevée des secteurs résidents dans les portefeuilles de valeurs étrangères caractérise une ouverture internationale encore faible de ces secteurs. Néanmoins, les parts relatives des valeurs étrangères dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels et des sociétés non financières ont progressé très sensiblement, respectivement de 20 % et 45 %.

– L'ouverture croissante de la place de Paris aux capitaux étrangers se traduit par un poids d'actions françaises cotées qui s'élève à 65 %<sup>1</sup> du portefeuille des non-résidents, clients des dépositaires français, à fin mars 1998.



Enquêtes

<sup>1</sup> Par la nature même de l'enquête, ce pourcentage ne tient pas compte du poids des obligations, émises à l'international par les résidents et détenues par les non-résidents et qui sont conservées à l'étranger.

## 2. La détention des valeurs mobilières par secteurs

### 2.1. Les actions

#### 2.1.1. Analyse de la variation d'encours

<b>ACTIONS</b>						
<b>ANALYSE DE LA VARIATION D'ENCOURS</b>						
<i>(encours en milliards de francs – variation globale et contributions en pourcentage)</i>						
	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre		
	Décembre 1997	Mars 1998	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
<b>Françaises cotées</b>	<b>3 033,9</b>	<b>3 822,0</b>	<b>26,0</b>	<b>- 0,0</b>	<b>26,7</b>	<b>- 0,7</b>
Ménages	376,0	437,3	16,3	- 6,5	26,1	- 3,3
Sociétés	477,5	597,7	25,2	- 1,6	27,7	- 0,9
Autres agents non financiers	325,9	412,0	26,4	- 0,9	26,9	0,4
Investisseurs institutionnels	761,8	989,1	29,8	0,6	26,2	3,0
Non-résidents	1 092,7	1 385,8	26,8	2,7	26,8	- 2,7
<b>Étrangères</b>	<b>474,0</b>	<b>578,6</b>	<b>22,1</b>	<b>3,2</b>	<b>19,9</b>	<b>- 1,0</b>
Ménages	69,6	80,7	15,8	- 1,1	16,4	0,5
Sociétés	87,8	103,3	17,7	- 0,2	17,5	0,4
Autres agents non financiers	4,0	4,6	15,2	- 0,4	15,4	0,2
Investisseurs institutionnels	291,8	366,5	25,6	5,0	21,4	- 0,7
Non-résidents	20,8	23,5	13,1	7,2	22,8	- 16,9
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>						
– Non-résidents sur actions françaises cotées (hors investissements directs)	1 013,9	1 331,7	31,3	3,5	27,8	
– Résidents sur actions étrangères	528,8	670,5	26,8	8,7	18,1	
(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de la période						
(b) Montant de la variation rapporté à l'encours de début du trimestre en pourcentage						
Source et réalisation : Banque de France						
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82				Mise à jour le 7 septembre 1998		

Au premier trimestre 1998, les portefeuilles d'actions françaises cotées ont augmenté de 26,0 %, alors que la capitalisation boursière enregistrait une hausse de 27,5 %. Après une baisse des cours au quatrième trimestre 1997 (-0,6 % pour l'indice SBF 250), le marché des actions a progressé très sensiblement (+27,6 %) au premier trimestre 1998. La variation des encours des actions, françaises cotées (+26,0 %) et étrangères (+22,1 %) est due principalement à la valorisation positive relevée sur les deux catégories de titres (respectivement +26,7 % et +19,9 %).

La valorisation des actions étrangères (de +15,4 % pour les agents non financiers à +22,8 % pour les non-résidents), qui dépend de la plus ou moins grande exposition aux risques des investissements, notamment dans le Sud-Est asiatique, est moins homogène que celle observée sur les actions françaises cotées (de +26,1 % pour les ménages à +27,7 % pour les sociétés).

Dans le contexte de reprise à la hausse des cours au premier trimestre 1998, les secteurs résidents non financiers ont cédé, en termes de flux nets, une partie de leur portefeuille d'actions françaises cotées et étrangères. À l'inverse, les investisseurs institutionnels et les non-résidents, clients des dépositaires français, sont en position d'acheteurs nets.



## 2.1.2. Transactions sur les actions

<b>ACTIONS</b>						
<b>VOLUME DES TRANSACTIONS AU PREMIER TRIMESTRE 1998</b>						
<i>(montant en milliards de francs – rotation et structure en pourcentage)</i>						
	Souscriptions	Achats	Ventes	Transactions (a)		Taux de rotation des encours (b)
	Montant			Montant	Structure	
<b>Françaises cotées</b>	<b>3,5</b>	<b>1 050,2</b>	<b>1 054,6</b>	<b>2 108,3</b>	<b>100,0</b>	<b>0,62</b>
<i>dont : Marché</i>	3,4	154,9	171,0	329,4	15,6	
<i>Hors marché</i>		895,3	883,6	1 778,9	84,4	
Ménages	0,2	23,7	48,3	72,2	3,4	0,18
Sociétés	0,2	9,5	17,4	27,1	1,3	0,05
Autres agents non financiers	0,0	1,4	4,2	5,6	0,3	0,02
Investisseurs institutionnels	0,6	114,0	110,3	224,9	10,7	0,26
Non-résidents	2,5	901,6	874,4	1 778,5	84,4	1,44
<b>Étrangères</b>	<b>0,4</b>	<b>227,8</b>	<b>213,1</b>	<b>441,2</b>	<b>100,0</b>	<b>0,84</b>
<i>dont : Marché</i>	0,4	220,7	205,9	427,0	96,8	
<i>Hors marché</i>		7,1	7,2	14,2	3,2	
Ménages	0,0	4,1	4,9	9,0	2,1	0,12
Sociétés	0,0	74,1	74,3	148,4	33,6	1,55
Autres agents non financiers	0,0	0,4	0,5	0,9	0,2	0,21
Investisseurs institutionnels	0,3	137,4	123,2	260,9	59,1	0,79
Non-résidents	0,0	11,7	10,2	21,9	5,0	0,99
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>						
– Non-résidents sur actions françaises cotées (hors investissements directs)	0,3	337,0	304,0	641,3		
– Résidents sur actions étrangères	0,3	253,7	207,8	461,8		
(a) Transactions : souscriptions + achats + ventes						
(b) Montant des transactions rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période en pourcentage						
Source et réalisation : Banque de France						
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82				Mise à jour le 7 septembre 1998		

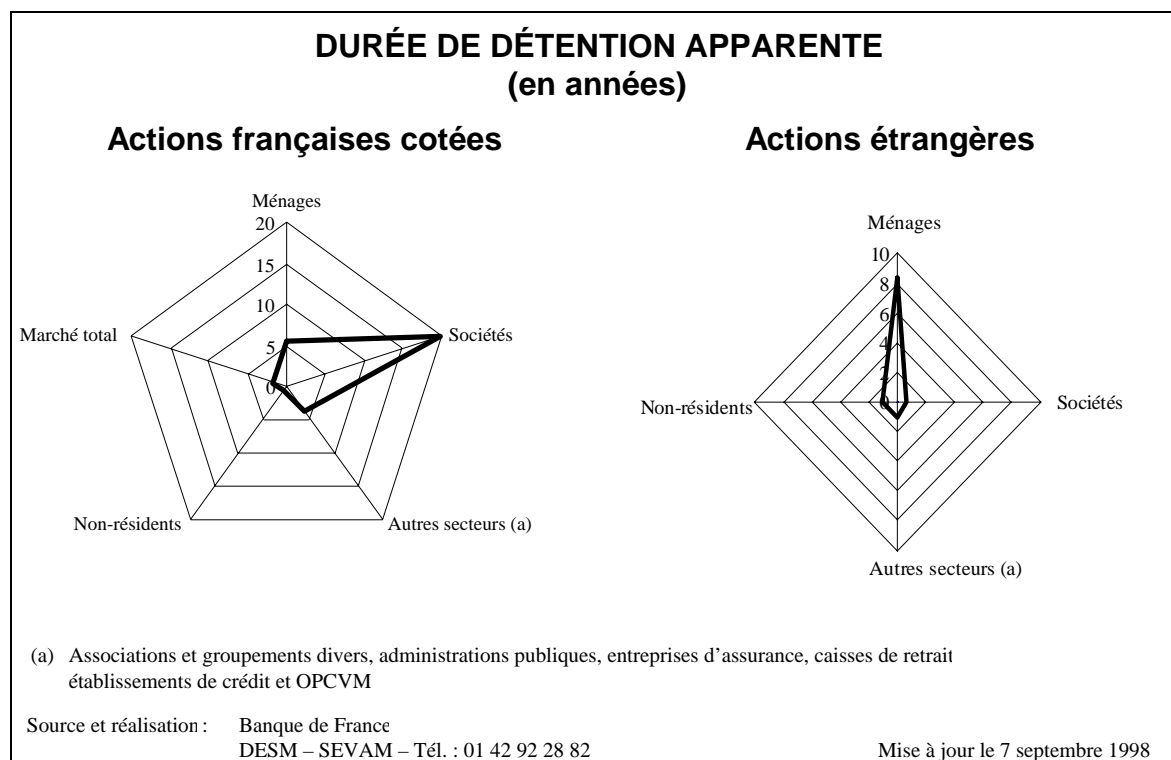
Les opérations sur actions françaises cotées sont traitées hors marché à hauteur de 84,3 % ; en revanche, 96,7 % de l'activité du marché des actions étrangères passe par la Bourse.

Au premier trimestre 1998, les principaux intervenants sur les marchés d'actions sont respectivement d'une part les non-résidents, qui réalisent 84,3 % des transactions sur les actions françaises cotées, et d'autre part les investisseurs institutionnels et les sociétés, dont l'activité atteint 92,7 % des transactions sur les actions étrangères.

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

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

## 2.1.3. Durée de détention des actions



Au premier trimestre 1998, la durée de détention <sup>1</sup> moyenne apparente des actions françaises cotées est de 1 an 8 mois <sup>2</sup>.

On observe des disparités de comportement en fonction du type d'agent économique concerné :

– la durée de détention moyenne des actions par les ménages est de 5 ans 8 mois, pour les actions françaises cotées, et de 8 ans 3 mois pour les actions étrangères, ce qui traduit une stabilité de l'actionnariat individuel ;

– les sociétés, dans une logique de participation, conservent en moyenne plus longtemps les actions françaises cotées qu'elles détiennent (19 ans 10 mois) ; à l'inverse, la durée de détention des actions étrangères est courte (8 mois) ;

– la durée de détention des actions par les non-résidents, clients des dépositaires français, ne dépasse pas 1 an (9 mois pour les actions françaises cotées, 1 an pour les actions étrangères).

<sup>1</sup> La durée de détention est calculée, pour toutes les catégories de titres, à partir de l'inverse du taux de rotation.

<sup>2</sup> Le marché total des actions étrangères dépassant le cadre de l'enquête, la durée de détention moyenne apparente de ces dernières n'a pas fait l'objet d'une évaluation.

## 2.2. Les obligations

## 2.2.1. Analyse de la variation d'encours

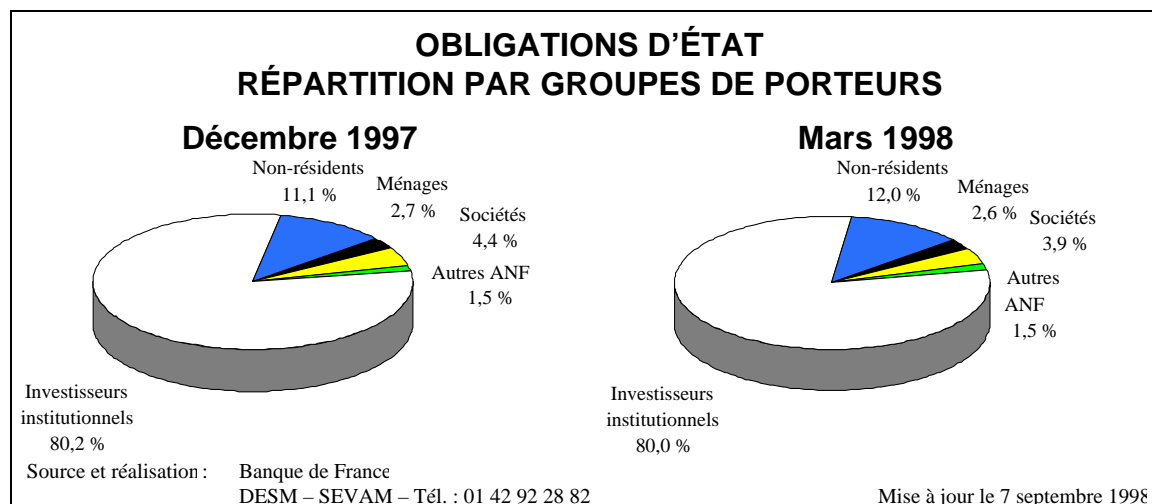
<b>OBLIGATIONS</b>						
<b>ANALYSE DE LA VARIATION D'ENCOURS</b>						
<i>(encours en milliards de francs – variation globale et contributions en pourcentage)</i>						
	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre (b)		
	Décembre 1997	Mars 1998	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
<b>Françaises</b>	<b>3 888,1</b>	<b>4 007,8</b>	<b>3,1</b>	<b>- 0,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>
Ménages	390,9	388,8	- 0,5	- 1,2	2,3	- 1,6
Sociétés	189,0	187,6	- 0,8	- 7,1	1,7	4,7
Autres agents non financiers	68,9	68,3	- 0,9	- 1,9	1,6	- 0,6
Investisseurs institutionnels	2 904,7	2 996,3	3,2	- 0,7	2,5	1,4
Non-résidents	334,6	366,8	9,6	3,4	2,6	3,6
<b>Étrangères</b>	<b>1 020,3</b>	<b>1 178,7</b>	<b>15,5</b>	<b>14,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>
Ménages	27,3	22,3	- 18,1	- 4,9	2,8	- 16,0
Sociétés	124,8	127,4	2,1	- 0,8	3,5	- 0,6
Autres agents non financiers	3,5	3,6	2,1	- 1,6	0,2	3,5
Investisseurs institutionnels	628,7	737,8	17,4	14,5	0,6	2,3
Non-résidents	236,1	287,7	21,9	24,3	1,3	- 3,7
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>						
– Non-résidents sur obligations françaises	1 058,7	1 140,8	7,8	6,0	1,7	
– Résidents sur obligations étrangères	950,7	1 020,8	7,4	6,3	1,1	
(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période						
(b) Montant de la variation rapporté à l'encours de début du trimestre, en pourcentage						
Source et réalisation : Banque de France						
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82				Mise à jour le 7 septembre 1998		

Au premier trimestre 1998, la progression globale des portefeuilles d'obligations françaises dans l'enquête est légèrement plus forte que celle de la capitalisation boursière (respectivement + 3,1 % et + 2,6 %). Par ailleurs, l'augmentation des cours des obligations françaises retracée dans les résultats de l'enquête (+ 2,4 %) se situe à un niveau de performance inférieur à celui observé sur le marché obligataire (variation de l'indice CNO : + 2,8 %).

Au niveau sectoriel, il est intéressant de souligner que dans un contexte boursier en hausse sensible, tous les secteurs résidents se sont désengagés en obligations françaises ou étrangères, à l'exception des investisseurs institutionnels, qui ont renforcé leur position en titres étrangers. Les non-résidents, clients des dépositaires français, sont, en revanche, acheteurs nets de valeurs aussi bien françaises qu'étrangères (respectivement + 3,4 % et + 24,3 %).

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

Les obligations d'État sont détenues essentiellement par les investisseurs institutionnels, notamment les entreprises d'assurance et caisses de retraite et les OPCVM, à hauteur de 80 %. Le degré d'internationalisation de la dette obligataire de l'État est peu élevé (12 % à fin mars 1998) <sup>1</sup>.



#### 2.2.2. Transactions sur les obligations

<b>OBLIGATIONS</b>							
<b>VOLUME DES TRANSACTIONS AU PREMIER TRIMESTRE 1998</b>							
<i>(montant en milliards de francs – rotation et structure en pourcentage)</i>							
	Souscriptions	Achats	Ventes	Remboursements	Transactions (a)		Taux de rotation des encours (b)
					Montant	Structure	
<b>Françaises</b>	<b>14,7</b>	<b>15 486,3</b>	<b>15 453,4</b>	<b>75,9</b>	<b>31 030,3</b>	<b>100,0</b>	<b>7,86</b>
<i>dont : Marché</i>	14,7	103,9	210,7	75,9	405,2	1,3	
<i>Hors marché</i>		15 382,4	15 242,7		30 625,1	98,7	
Ménages	6,3	15,7	20,0	6,8	48,8	0,2	0,13
Sociétés	1,8	136,1	145,1	6,2	289,2	0,9	1,54
Autres agents non financiers	1,3	11,4	13,2	0,7	26,7	0,1	0,39
Investisseurs institutionnels	5,1	14 309,5	14 274,7	59,9	28 649,3	92,3	9,71
Non-résidents	0,2	1 013,6	1 000,4	2,2	2 016,4	6,5	5,75
<b>Étrangères</b>	<b>4,4</b>	<b>1 286,3</b>	<b>1 129,4</b>	<b>15,5</b>	<b>2 435,6</b>	<b>100,0</b>	<b>2,22</b>
<i>dont : Marché</i>	4,4	960,8	866,5	15,5	1 847,2	75,8	
<i>Hors marché</i>		325,5	263,0		588,5	24,2	
Ménages	0,1	0,6	0,6	1,5	2,7	0,1	0,11
Sociétés	0,5	12,0	11,5	2,1	26,1	1,1	0,21
Autres agents non financiers	0,1	0,1	0,3	0,0	0,6	0,0	0,16
Investisseurs institutionnels	3,5	1 202,2	1 104,0	10,8	2 320,6	95,3	3,40
Non-résidents	0,1	71,4	13,1	1,1	85,7	3,5	0,33
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>							
– Non-résidents sur obligations françaises	65,1	436,8	421,1	17,0	940,0		
– Résidents sur obligations étrangères	54,0	2 011,2	1 957,6	47,6	4 070,4		
(a) Transactions : souscriptions + achats + ventes + remboursements							
(b) Montant des transactions rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période en pourcentage							
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82							
Mise à jour le 7 septembre 1998							

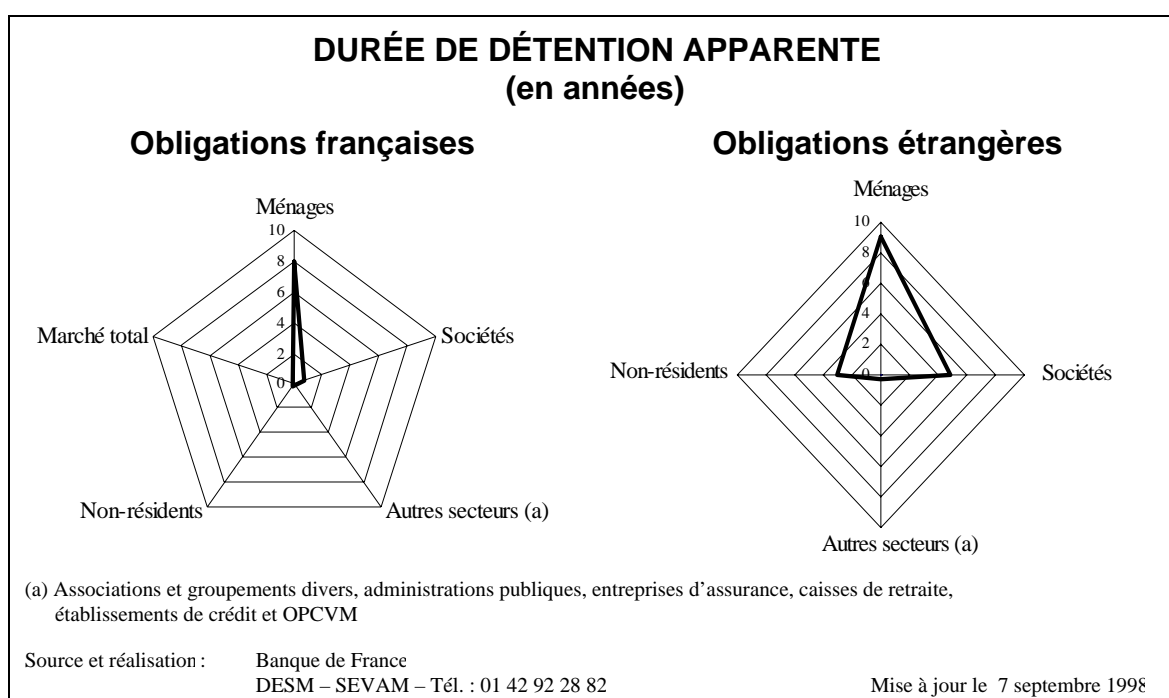
<sup>1</sup> Le taux de détention, par les non-résidents, des emprunts d'État élaboré par la direction de la Balance des paiements est de 9,4 % à décembre 1997 et de 10,3 % à mars 1998.

L'essentiel des opérations sur obligations françaises sont traitées de gré à gré (98,7 %) ; à l'inverse, plus de 75 % des achats et des ventes sur obligations étrangères passent sur les marchés organisés.

Au premier trimestre 1998, les principaux intervenants sur les marchés d'obligations sont les investisseurs institutionnels, qui réalisent plus de 90 % des transactions sur les obligations françaises et étrangères.

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

### 2.2.3. Durée de détention des obligations



La durée de détention des obligations françaises est inférieure à 1 an pour tous les secteurs (sociétés non financières : 8 mois ; non-résidents, clients des dépositaires français : 2 mois ; autres secteurs : 1 mois) à l'exception des ménages, deuxième détenteur d'obligations françaises, qui conservent le plus souvent leurs titres jusqu'à maturité (8 ans).

À l'inverse, la durée de détention des obligations étrangères est plus longue pour tous les secteurs (ménages : 9 ans ; sociétés non financières : 4 ans 10 mois ; non-résidents : 3 ans 1 mois) ; néanmoins, elle reste inférieure à 1 an pour les « autres secteurs » (3 mois).

## 2.3. Les titres d'OPCVM

## 2.3.1. Analyse de la variation d'encours

<b>TITRES D'OPCVM ANALYSE DE LA VARIATION D'ENCOURS</b>						
<i>(encours en milliards de francs – variation globale et contributions en pourcentage)</i>						
	Encours			Contributions à la variation globale d'encours du trimestre (b)		
	Décembre 1997	Mars 1998	Variation globale (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
<b>Monétaires</b>	<b>836,1</b>	<b>870,3</b>	<b>4,1</b>	<b>2,8</b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>
Ménages	160,1	152,0	- 5,0	- 4,6	- 0,2	- 0,2
Sociétés	259,1	273,2	5,4	3,3	2,6	- 0,5
Autres agents non financiers	104,6	129,3	23,6	21,5	1,4	0,7
Investisseurs institutionnels	303,6	307,1	1,2	0,1	0,3	0,7
Non-résidents	8,6	8,6	0,1	- 2,6	1,7	1,0
<b>Non monétaires</b>	<b>1 413,8</b>	<b>1 578,7</b>	<b>11,7</b>	<b>1,7</b>	<b>8,8</b>	<b>1,1</b>
Ménages	602,9	659,4	9,4	- 1,2	9,1	1,4
Sociétés	156,7	179,3	14,4	8,9	5,8	- 0,3
Autres agents non financiers	104,5	118,5	13,4	4,0	10,2	- 0,8
Investisseurs institutionnels	524,6	590,1	12,5	1,9	8,9	1,7
Non-résidents	25,2	31,5	25,2	11,3	13,1	0,8
<b>Étrangers</b>	<b>69,9</b>	<b>78,8</b>	<b>12,6</b>	<b>3,6</b>	<b>6,5</b>	<b>2,6</b>
Ménages	25,0	26,1	4,0	1,4	1,4	1,3
Sociétés	6,9	7,7	11,7	0,1	7,2	4,4
Autres agents non financiers	1,3	1,6	19,9	7,0	- 1,2	14,1
Investisseurs institutionnels	30,5	36,8	20,4	6,2	11,3	2,9
Non-résidents	6,1	6,6	8,4	3,2	3,8	1,3
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>						
– Non-résidents sur titres d'OPCVM français	55,9	57,2	2,3	2,3	0,0	
– Résidents sur titres d'OPCVM étrangers	59,0	65,0	10,2	10,0	0,2	
(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période						
(b) Montant de la variation rapporté à l'encours de début du trimestre, en pourcentage						
Source et réalisation : Banque de France						
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82				Mise à jour le 7 septembre 1998		

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

S'agissant des seuls titres d'OPCVM monétaires, les évolutions correspondantes sont de, respectivement, + 4,1 % dans l'enquête et + 6,2 % selon les données de la COB.

Pour les trois catégories d'OPCVM, les encours augmentent d'une fin de période à l'autre. Cet accroissement est dû, pour partie, à des acquisitions nettes et à des évolutions de cours positives comparables à celles observées à partir des indices d'Europformance sur les Sicav françaises.

Au niveau sectoriel, les ménages réalisent des désinvestissements nets en OPCVM français (– 4,6 % sur les OPCVM monétaires, – 1,2 % sur les OPCVM non monétaires), alors que les autres secteurs résidents sont en position d'acheteurs nets. Les titres d'OPCVM ne représentent qu'une faible part des portefeuilles des non-résidents, clients des dépositaires français (2,2 % à fin mars 1998). La hausse de l'encours global de titres d'OPCVM détenus par ce secteur au premier trimestre de l'année 1998 a atteint 17 %.

### 2.3.2. Transactions sur les titres d'OPCVM

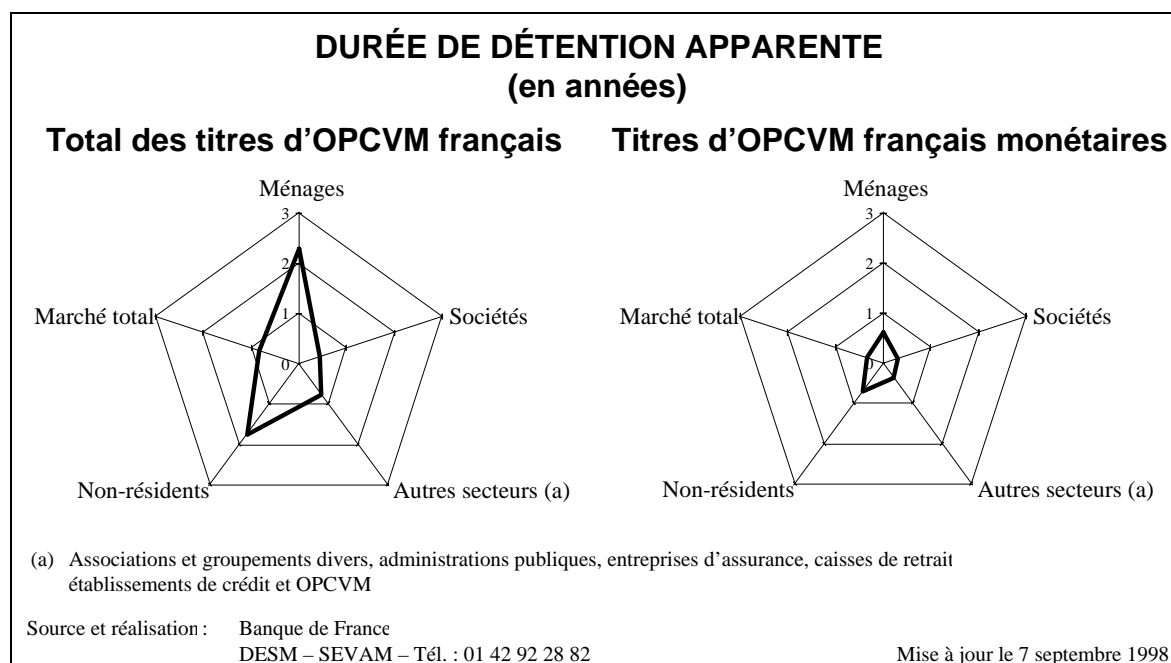
<b>TITRES D'OPCVM</b>					
<b>VOLUME DES TRANSACTIONS AU PREMIER TRIMESTRE 1998</b>					
<i>(montant en milliards de francs – rotation et structure en pourcentage)</i>					
	Souscriptions	Rachats	Transactions (a)		Taux de rotation des encours (b)
	Montant		Montant	Structure	
<b>Monétaires</b>	<b>1 210,4</b>	<b>1 186,6</b>	<b>2 397,0</b>	<b>100,0</b>	<b>2,8</b>
<i>dont : Marché</i>	<i>1 207,4</i>	<i>1 182,6</i>	<i>2 390,0</i>	<i>99,7</i>	
<i>Hors marché</i>	<i>2,9</i>	<i>4,1</i>	<i>7,0</i>	<i>0,3</i>	
Ménages	125,8	133,2	258,9	10,8	1,7
Sociétés	477,1	468,5	945,6	39,4	3,6
Autres agents non financiers	181,6	159,1	340,6	14,2	2,9
Investisseurs institutionnels	419,6	419,3	838,9	35,0	2,7
Non-résidents	6,4	6,6	13,0	0,5	1,5
<b>Non monétaires</b>	<b>230,9</b>	<b>206,9</b>	<b>437,8</b>	<b>100,0</b>	<b>0,3</b>
<i>dont : Marché</i>	<i>229,9</i>	<i>206,7</i>	<i>436,7</i>	<i>99,8</i>	
<i>Hors marché</i>	<i>1,0</i>	<i>0,1</i>	<i>1,1</i>	<i>0,2</i>	
Ménages	40,2	47,3	87,5	20,0	0,1
Sociétés	46,6	32,7	79,3	18,1	0,5
Autres agents non financiers	40,3	36,1	76,4	17,5	0,7
Investisseurs institutionnels	98,1	88,0	186,0	42,5	0,3
Non-résidents	5,7	2,8	8,5	2,0	0,3
<b>Étrangers</b>	<b>9,2</b>	<b>6,6</b>	<b>15,8</b>	<b>100,0</b>	<b>0,2</b>
<i>dont : Marché</i>	<i>9,1</i>	<i>6,6</i>	<i>15,7</i>	<i>99,8</i>	
<i>Hors marché</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,2</i>	
Ménages	2,6	2,3	4,9	31,1	0,2
Sociétés	1,6	1,6	3,3	20,7	0,4
Autres agents non financiers	0,3	0,3	0,6	3,8	0,4
Investisseurs institutionnels	4,0	2,1	6,1	38,9	0,2
Non-résidents	0,5	0,3	0,9	5,4	0,1
<i>Pour mémoire en balance des paiements</i>					
– Non résidents					
sur titres d'OPCVM français	19,7	18,3	38,0		
– Résidents					
sur titres d'OPCVM étrangers	32,7	26,8	59,5		
(a) Transactions : souscriptions + rachats					
(b) Montant des transactions rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période, en pourcentage					
Source et réalisation : Banque de France					
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82					
Mise à jour le 7 septembre 1998					

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

Près de 40 % des transactions sur les titres d'OPCVM monétaires ont été réalisés par les sociétés, alors que ces dernières ne détiennent que 31,4 % des encours analysés dans l'étude. On observe aussi que les sociétés utilisent ces valeurs comme instrument de trésorerie plutôt que de placement. À l'inverse, les ménages, avec plus de 17 % des encours, n'ont participé qu'à 10,8 % des transactions. Les investisseurs institutionnels et les autres agents non financiers ont réalisé un volume de transactions conforme au niveau de leur encours, respectivement 35 % et 15 %.

Des différences sensibles de comportement s'observent également pour les titres d'OPCVM non monétaires. En effet, les ménages détiennent près de 42 % des encours et interviennent dans seulement 20 % des transactions sur ces valeurs. En revanche, les sociétés non financières et les autres agents non financiers réalisent, respectivement, 18,1 % et 17,5 % des transactions en ne détenant que 11,5 % et 7,5 % des encours.

### 2.3.3. Durée de détention des titres d'OPCVM



La durée de détention moyenne du total des titres d'OPCVM français pour l'ensemble des investisseurs est de 10 mois, celle relative aux titres d'OPCVM monétaires de 4 mois.

Les ménages conservent leurs titres d'OPCVM français 2 ans 3 mois (7 mois pour les titres d'OPCVM monétaires) ; ils semblent utiliser ces valeurs comme un instrument de placement intermédiaire entre le court terme et le long terme.

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

Les non-résidents, clients des dépositaires français, conservent en moyenne les titres d'OPCVM français 1 an 9 mois (8 mois pour les titres d'OPCVM monétaires).



## ANNEXE

<b>COUVERTURE DE L'ENQUÊTE-TITRES</b>		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Décembre 1997	Mars 1998
<b>PAR RAPPORT À LA CAPITALISATION BOURSIÈRE (PARIS)</b>		
Actions françaises cotées	74,6	73,7
Obligations françaises	84,4	84,7
<b>PAR RAPPORT À L'ACTIF NET DES OPCVM</b>		
Titres d'OPCVM français	75,5	74,5
– OPCVM monétaires	82,0	80,4
– OPCVM non monétaires	72,1	71,6
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		
Mise à jour le 4 septembre 1998		

<b>COMPARAISON DES STATISTIQUES BOURSIÈRES ET DES RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE-TITRES</b>					
<i>(capitalisation en milliards de francs)</i>					
	Capitalisation boursière (a)		Variation (en pourcentage)	Indices (en pourcentage) (b)	Enquête-titres (en pourcentage)
	Décembre 1997	Mars 1998	Mars 1998/ Décembre 1997	Mars 1998/ Décembre 1997	Mars 1998/ Décembre 1997
	Actions françaises cotées	4 067,0	5 186,0	27,5	27,6
Obligations françaises	4 608,0	4 729,9	2,6	2,8	3,1
Titres d'OPCVM français (c)	2 981,3	3 287,9	10,3	–	8,9
– OPCVM monétaires	1 019,3	1 082,9	6,2	–	4,1
– OPCVM non monétaires	1 962,0	2 205,0	12,4	–	11,7
	Transactions SICOVAM/COB au 1er trimestre 1998		Transactions enquête-titres au 1er trimestre 1998		
	Marché	Hors marché	Marché	Hors marché	
Actions françaises cotées (d)	1 272,0	2 399,0	329,4	1 778,9	
Obligations françaises (d)	354,0	36 091,0	405,2	30 625,1	
Titres d'OPCVM français (e)	4 146,0	–	2 826,7	8,1	
– OPCVM monétaires	3 556,0	–	2 390,0	7,0	
– OPCVM non monétaires	590,0	–	436,7	1,1	
(a) Sources : COB – Sicovam					
(b) Indice SBF 250 pour les actions françaises et indice CNO pour les obligations françaises					
(c) Actif net des OPCVM					
(d) Transactions Sicovam					
(e) Transactions COB					
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82					
Mise à jour le 4 septembre 1998					

# LA COMPOSITION DES PLANS D'ÉPARGNE EN ACTIONS (PEA) À FIN JUIN 1998

Selon les données communiquées par les établissements participant à l'enquête-titres de la Banque de France, *l'encours des capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) s'élevait à 359 milliards de francs à fin juin 1998, en augmentation de 10 % par rapport au trimestre précédent et de 46 % sur un an. Le nombre de PEA en fonctionnement (plus de 3 millions) s'accroît d'environ 5 % par rapport au trimestre précédent. La valeur moyenne d'un PEA était de 109 000 francs à fin juin, en hausse de 5 % par rapport à mars 1998 ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 162 000 francs.*

L'enquête PEA à fin juin 1998 fait principalement ressortir :

- une progression de 1,5 % en volume des actions et des titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » ;
- une augmentation très forte du nombre de PEA, de 160 000 d'un trimestre à l'autre et de 549 000 sur un an ;
- une stabilité des liquidités des PEA (25 milliards de francs, contre 24 milliards à fin mars), situation qui traduit, semble-t-il, l'attentisme des ménages en dépit d'une conjoncture boursière orientée à la hausse.

---

HERVÉ GRANDJEAN  
LYDIE MARCHAND

*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Service d'Études sur les valeurs mobilières (SEVAM)*

Cette étude trimestrielle sur la composition des PEA a été réalisée, comme les précédentes, à partir des portefeuilles-titres de la clientèle des principaux établissements dépositaires<sup>1</sup>. Les données présentées permettent d'apprécier l'évolution des titres placés sous dossier PEA au cours du deuxième trimestre de 1998. Leur rapprochement avec les données sur les avoirs en titres des ménages provenant des enquêtes-titres permet de comparer les comptes PEA avec les portefeuilles de valeurs mobilières — actions, OPCVM « actions, diversifiés et garantis » et obligations — dont ils sont une composante.

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

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

## 1. Résultats globaux

### 1.1. Montant et évolution des titres placés sous dossier PEA d'après l'enquête

COMPOSITION, ÉVOLUTION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES					
	Montant (en millions de francs)		Variation (en pourcentage)	Structure (en pourcentage)	
	Mars 1998	Juin 1998	Juin 1998/ Mars 1998	Mars 1998	Juin 1998
Actions .....	146 025	160 848	10,2	44,9	44,8
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » .....	179 066	197 827	10,5	55,1	55,2
<b>TOTAL</b> .....	<b>325 091</b>	<b>358 675</b>	<b>10,3</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Nombre de PEA .....	3 126 008 (a)	3 285 508	5,1		
(a) Données révisées					
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82					
Mise à jour le 4 septembre 1998					

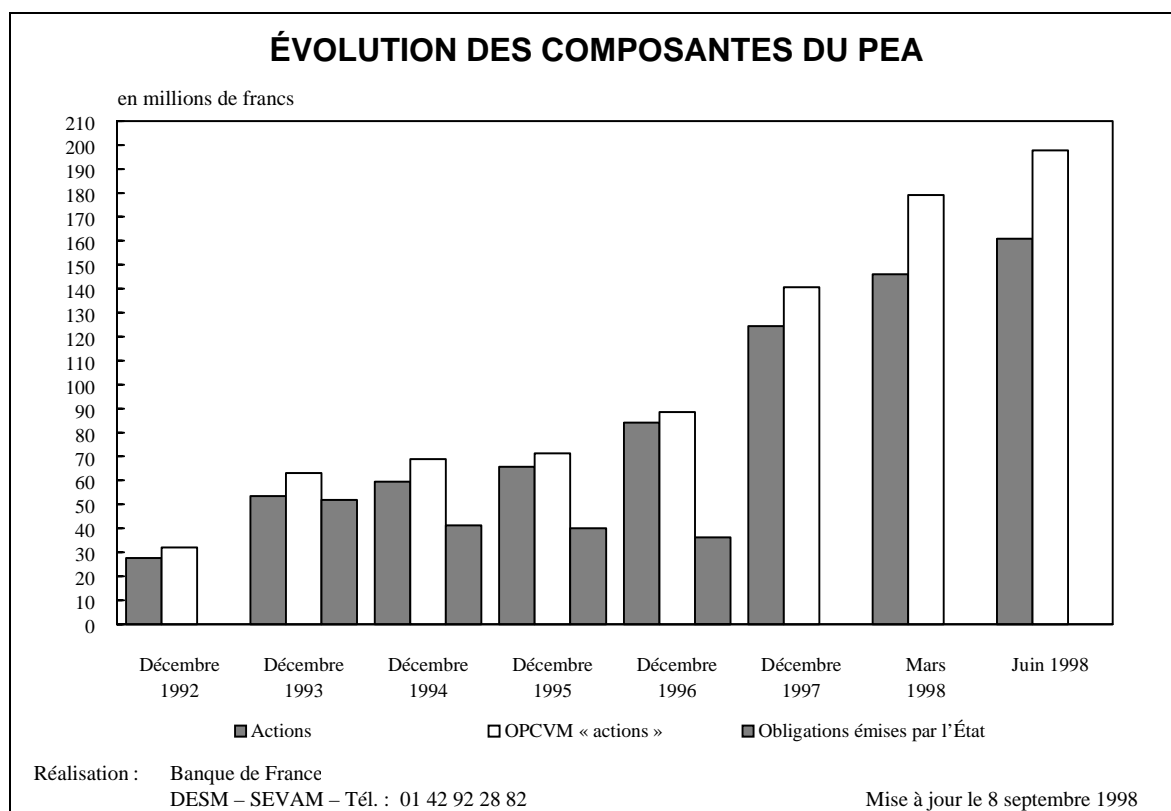
En juin 1998, la valeur des titres placés sous dossier PEA a augmenté de 10,3 % par rapport à mars 1998 et s'élève dans les établissements couverts par l'enquête à plus de 358 milliards de francs (contre 325 milliards à fin mars), auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 25 milliards, contre 24 milliards au trimestre précédent.

Corrigés de l'évolution des indices de cours<sup>2</sup>, les encours d'actions et les stocks d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » ont augmenté de 1,5 %.

Le nombre de PEA (3,3 millions), en augmentation de 5,1 % par rapport au trimestre précédent, a poursuivi la progression régulière amorcée un an auparavant.

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

<sup>2</sup> Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : + 8,8 % au deuxième trimestre 1998



### 1.2. Répartition des actions, des obligations et des titres d'OPCVM « actions » dans les portefeuilles-titres d'une part, les PEA d'autre part

Pour les établissements participant à l'enquête, une comparaison a pu être effectuée entre la composition des PEA et celle des portefeuilles limités aux catégories de titres éligibles au PEA (actions et OPCVM « actions, diversifiés et garantis »)<sup>1</sup>, établis à partir des données trimestrielles de l'enquête-titres (derniers chiffres connus : mars 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 16 points pour le premier trimestre de 1998). À l'inverse, au sein des dossiers PEA, la part des OPCVM « actions, diversifiés et garantis », à fin juin 1998, l'emporte de 10 points sur celle des actions.

<b>ENCOURS ET STRUCTURE DES PORTEFEUILLES-TITRES EN MARS 1998</b>		
	Montant (en millions de francs)	Répartition (en pourcentage)
Actions .....	515 739	58,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	374 214	42,0
<b>TOTAL</b> .....	<b>889 953</b>	<b>100,0</b>

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 4 septembre 1998

<sup>1</sup> Selon la classification de la Commission des opérations de bourse (COB), entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1994

### 1.3. Part des valeurs gérées sous dossier PEA pour chaque catégorie de titres et dans le total des portefeuilles

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Mars 1998	Juin 1998
Actions .....	28,3	31,2
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » .....	47,9	52,9
<b>TOTAL</b> .....	<b>36,5</b>	<b>40,3</b>
Total des portefeuilles (a).....	16,7	18,4
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		
		Mise à jour le 4 septembre 1998

À la fin du deuxième trimestre 1998, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 18 % des portefeuilles-titres à fin mars 1998 <sup>1</sup>.

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 (cet écart atteignait plus de 21 points à fin juin 1998). Plus de 50 % (52,9 %) des titres d'OPCVM cités précédemment sont contenus dans les plans d'épargne en actions.

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

COMPTE-TITRES MOYEN ET PEA MOYEN			
<i>(en francs)</i>			
	Compte-titres moyen	PEA moyen	
	Mars 1998	Mars 1998	Juin 1998
Actions françaises .....	42 869	46 713	48 957
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » .....	31 105	57 283	60 212
Autres titres (a) .....	88 083	–	–
<b>TOTAL</b> .....	<b>162 057</b>	<b>103 996</b>	<b>109 169</b>
(a) Obligations françaises, valeurs étrangères et autres titres d'OPCVM			
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			
			Mise à jour le 4 septembre 1998

Au 30 juin 1998, on dénombrait environ 12 000 000 de comptes-titres <sup>1</sup>.

Selon l'enquête, près de 160 000 PEA supplémentaires ont été enregistrés au cours du deuxième trimestre de l'année 1998 et près de 549 000 nouveaux PEA sont apparus au cours de la période allant de juin 1997 à juin 1998.

Le montant moyen du PEA s'élevait à 109 200 francs à fin juin 1998 (+ 5 % par rapport au trimestre précédent). Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen, toutes valeurs réunies, qui atteignait au 31 mars 1998 environ 162 000 francs.

<sup>1</sup> Derniers chiffres connus : 12 030 510 comptes-titres au 31 mars 1998

## 2. Résultats détaillés par groupes d'établissements dépositaires de valeurs mobilières

### 2.1. Montants, structure et évolution des titres placés sous dossier PEA

<b>COMPOSITION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS</b>					
	En millions de francs		En pourcentage		En évolution
	Mars 1998	Juin 1998	Mars 1998	Juin 1998	Juin 1998/ Mars 1998
<b>BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE</b>					
Actions .....	20 734	24 297	78,1	78,7	17,2
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » .....	5 824	6 568	21,9	21,3	12,8
<b>TOTAL .....</b>	<b>26 558</b>	<b>30 865</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>16,2</b>
Nombre de PEA .....	51 239	55 957			9,2
<b>LES TROIS GRANDES BANQUES</b>					
Actions .....	52 418	57 960	44,8	44,8	10,6
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » .....	64 534	71 362	55,2	55,2	10,6
<b>TOTAL .....</b>	<b>116 952</b>	<b>129 322</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>10,6</b>
Nombre de PEA .....	823 962	842 804			2,3
<b>AUTRES ÉTABLISSEMENTS</b>					
Actions .....	72 873	78 591	40,1	39,6	7,8
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » .....	108 708	119 897	59,9	60,4	10,3
<b>TOTAL .....</b>	<b>181 581</b>	<b>198 488</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>9,3</b>
Nombre de PEA .....	2 250 807	2 386 747			6,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82					
Mise à jour le 4 septembre 1998					

Le tableau ci-dessus montre que l'encours des PEA a progressé chez les trois groupes d'établissements : de 16 % chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, d'environ 11 % chez les trois grandes banques et de 9 % chez les « autres établissements ».

La répartition par groupes d'établissements du nombre de comptes-PEA est restée relativement stable (1,7 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 25,7 % pour les trois grandes banques et 72,6 % pour les « autres établissements »).

Les évolutions qui sont intervenues au deuxième trimestre 1998 n'ont pas modifié la structure des PEA de manière sensible.

**2.2. Part des valeurs gérées sous dossier PEA dans le total des portefeuilles pour chaque catégorie de titres et selon le type d'établissement dépositaire**

<b>POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES SELON LE TYPE D'ÉTABLISSEMENT</b>		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Mars 1998	Juin 1998
<b>BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE</b>		
Actions .....	22,1	25,9
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	17,8	20,1
<b>TOTAL</b> .....	<b>21,0</b>	<b>24,4</b>
Total des portefeuilles (a) .....	12,1	14,0
<b>LES TROIS GRANDES BANQUES</b>		
Actions .....	27,4	30,3
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	43,5	48,1
<b>TOTAL</b> .....	<b>34,4</b>	<b>38,1</b>
Total des portefeuilles (a) .....	17,4	19,2
<b>AUTRES ÉTABLISSEMENTS</b>		
Actions .....	31,6	34,1
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	56,3	62,1
<b>TOTAL</b> .....	<b>42,8</b>	<b>46,8</b>
Total des portefeuilles (a) .....	17,2	18,8
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation : Banque de France		
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		Mise à jour le 4 septembre 1998

À fin juin 1998, les PEA représentaient près de 47 % des portefeuilles d'actions et d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » chez les « autres établissements », 38 % chez les trois grandes banques et 24 % chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, chiffres plus élevés que ceux du trimestre précédent.

Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentent 19 % du total pour les trois grandes banques et les « autres établissements », et 14 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

**2.3. Comparaison de la valeur moyenne des comptes-titres et des PEA selon le type d'établissement dépositaire <sup>1</sup>**

À fin juin 1998, la valeur moyenne des PEA représentait 56 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 70 % dans les « autres établissements » et 67 % dans les trois grandes banques.

Le PEA moyen géré par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisait par une forte proportion d'actions (près de 80 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » étaient majoritaires dans le PEA moyen des trois grandes banques et dans celui des « autres établissements » (55 % et 60 %, respectivement).

<sup>1</sup> Les informations nécessaires à la construction des tableaux ne figurent pas dans la présente note, mais sont disponibles sur demande (Tél. : 01 42 92 52 87).

# BULLETIN OFFICIEL



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

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

### Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

#### **MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ÉTABLISSEMENTS RELEVANT DE LA LOI BANCAIRE**

(LOI DU 24 JANVIER 1984 MODIFIÉE TITRES I & IV BIS)

---

#### **Décisions de retrait d'agrément prises au cours du mois de juillet 1998**

(Hors retraits motivés par le transfert, à un ou plusieurs autres établissements de crédit agréés, de la propriété de l'ensemble des éléments actifs et passifs liés à l'activité bancaire)

- 
- ♦ Axamur, SA, Paris 9<sup>e</sup>, 37 rue de la Victoire, (*prise d'effet immédiat*)
  - ♦ IPFO Bail, SA, Courbevoie, Hauts-de-Seine, 9 quai Paul Doumer, (*prise d'effet immédiat*)
  - ♦ Louis Dreyfus finance (banque) SA, SA, Paris 16<sup>e</sup>, 87 Avenue de la Grande Armée, (*prise d'effet le 24 octobre 1998*)
-

## **MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT**

(LOI DU 2 JUILLET 1996 DE MODERNISATION DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES)

---

### **Décisions de retrait d'agrément prises au cours du mois de juillet 1998**

(Hors retraits motivés par le transfert,  
à un ou plusieurs autres prestataires de services d'investissement agréés,  
de la propriété de l'ensemble des éléments actifs et passifs  
liés à l'activité de prestataire de services d'investissement)

---

- ♦ CF2P, société à responsabilité limitée, Antibes, Alpes Maritimes, 5 avenue Robert Soleau, *(prise d'effet immédiat)*
  - ♦ Natwest Securities France, SA, Paris 8<sup>e</sup>, 25 rue Balzac, *(prise d'effet immédiat)*
- 

### **Additif aux décisions de retrait d'agrément prises en cours du mois de juin 1998**

(Hors retraits motivés par le transfert,  
à un ou plusieurs autres prestataires de services d'investissement agréés,  
de la propriété de l'ensemble des éléments actifs et passifs  
liés à l'activité de prestataire de services d'investissement)

---

- ♦ Maison Knaepen SA, SA, Paris 9<sup>e</sup>, 5 rue du Helder, *(prise d'effet immédiat)*
  - ♦ Synalgest, SA, Paris 2<sup>e</sup>, 20 rue de la Paix, *(prise d'effet immédiat)*
  - ♦ Timber Hill France, SA, Paris 9<sup>e</sup>, 8 rue Rossini, *(prise d'effet immédiat)*
-

## Commission bancaire

### **MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ÉTABLISSEMENTS RELEVANT DE LA LOI BANCAIRE**

(LOI DU 24 JANVIER 1984 MODIFIÉE TITRES I & IV BIS)

---

#### **Additif aux décisions de radiation prises au cours du mois de juin 1998**

- ♦ Le crédit touristique « C2T », SA, Neuilly-sur-Seine, Hauts-de-Seine,  
192 avenue Charles de Gaulle

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

du 1<sup>er</sup> au 31 août 1998

### **Banque de France**

***Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 8,50 % octobre 2008, 5,50 % avril 2029 et 5,25 % avril 2008 en écus  
(Communiqué de la Banque de France)***

– en date du 4 août 1998<sup>1</sup>

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

– en date du 30 juillet 1998<sup>1</sup>

– en date du 6 août 1998<sup>1</sup>

– en date du 13 août 1998<sup>1</sup>

– en date du 20 août 1998<sup>1</sup>

– en date du 27 août 1998<sup>1</sup>

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

– en date du 18 août 1998<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Le détail de ces opérations peut être consulté sur Internet  
en composant : [www.banque-france.fr/actu/cle/m2-28.htm](http://www.banque-france.fr/actu/cle/m2-28.htm)

## **Textes législatifs et gouvernementaux**

JO DU 2 AOÛT 1998

Arrêté du 27 mai 1998 relatif à la mise en œuvre de la participation à la Banque de France.

JO DU 7 AOÛT

Arrêté du 24 juillet 1998 fixant la valeur du coupon à échéance du 25 octobre 1998 pour les obligations assimilables du Trésor à taux variable TEC 10 (codes Sicovam n° 19780 et n° 20765).

JO DU 14 AOÛT 1998

Arrêté du 16 juillet 1998 relatif à la frappe et à la mise en circulation de pièces commémoratives de 5 francs.

JO DU 19 AOÛT 1998

Arrêté du 7 août 1998 fixant la valeur du coupon à échéance du 13 septembre 1999 pour les obligations assimilables du Trésor à taux révisable Septembre 2000 (code Sicovam n° 4267).

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

# RAPPORT SUR LA MONNAIE ÉLECTRONIQUE

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne publié le 31 août 1998

La Banque centrale européenne (BCE) a publié ce jour un rapport intitulé « *Rapport sur la monnaie électronique* ».

Ce rapport approfondit la réflexion sur les implications du développement des cartes prépayées qu'a conduite l'Institut monétaire européen (IME) en 1994 et l'étend aux nouvelles formes de monnaie électronique, qui reposent uniquement sur un support logiciel et qui se sont développées depuis cette date. Les principaux résultats de l'étude ont déjà été publiés sous la forme d'un Avis du Conseil de l'IME sur l'émission de la monnaie électronique, inclus dans le chapitre III du rapport annuel 1997 de l'IME.

Bien que la monnaie électronique ne soit pas un phénomène très répandu à ce jour, son développement est susceptible d'avoir des implications significatives pour la politique monétaire dans l'avenir. Il convient à cet égard de s'assurer que, en particulier, la stabilité des prix et la fonction d'unité de compte de la monnaie ne sont pas remises en cause. D'autres préoccupations d'ordre réglementaire concernant la monnaie électronique doivent aussi être prises en compte : l'efficacité du fonctionnement des systèmes de paiement et la confiance dans les instruments de paiement, la protection des consommateurs et des commerçants, la stabilité des marchés financiers et la protection contre la criminalité.

Afin de garantir l'efficacité de la politique monétaire et des conditions équitables de concurrence et, également, d'intégrer les préoccupations réglementaires visées ci-dessus, la BCE considère comme essentiel que soient satisfaites les conditions minimales suivantes :

- les émetteurs de monnaie électronique doivent être soumis à un contrôle prudentiel ;
- l'émission doit être effectuée dans le cadre d'accords juridiques solides et transparents, être assurée d'une sécurité technique appropriée, d'une protection contre la fraude à caractère criminel et être soumise à la restitution d'informations statistiques sur les flux monétaires ;
- les émetteurs de monnaie électronique doivent être légalement contraints de rembourser la monnaie électronique émise, à la demande de son porteur, à sa valeur nominale et en monnaie de banque centrale ;
- en outre, la BCE doit avoir la possibilité d'assujettir tous les émetteurs de monnaie électronique à la constitution de réserves obligatoires.

En plus de ces conditions minimales, l'interopérabilité des schémas de monnaie électronique, et l'adoption de dispositifs de garantie, d'assurance, ou de partage des pertes adéquats sont deux objectifs qu'il semble souhaitable de poursuivre.

Dans ce contexte et dans le prolongement des recommandations de l'IME en 1994, la solution la plus naturelle consisterait à réserver l'émission de monnaie électronique aux institutions de crédit, ce qui éviterait de modifier le cadre institutionnel actuel de la politique monétaire et l'activité bancaire. De plus, l'équité concurrentielle serait assurée pour tous les émetteurs de monnaie électronique. La BCE reconnaît que les « établissements de crédit » sont définis dans la première Directive de coordination bancaire (DCB) comme des institutions qui doivent « recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et octroyer des crédits pour leur propre compte ». La BCE serait favorable à ce qu'un amendement à la première DCB soit recherché, en vue d'étendre son application aux institutions émettrices de monnaie électronique qui ne rentrent pas dans la définition actuelle d'« établissement de crédit ». Au titre de disposition provisoire jusqu'à l'amendement de la première DCB, la BCE accepterait que les institutions émettant déjà de la monnaie électronique, mais qui ne répondent pas à la définition d'« établissement de crédit » au sens de cette Directive, puissent continuer à offrir des services de

paiement nationaux, à condition qu'elles soient assujetties aux règles figurant dans le *Rapport sur la monnaie électronique*, à l'exclusion toutefois, pour l'instant, de la constitution de réserves obligatoires (qui ne peut être imposée qu'aux établissements de crédit définis dans la première DCB).

Les pouvoirs publics devraient veiller à ce que les schémas de monnaie électronique remplissent les conditions minimales exposées dans le rapport. Deux fonctions, à savoir la surveillance des systèmes de paiement effectuée par les banques centrales et le contrôle prudentiel, contribueront à la poursuite de cet objectif. Les autorités de surveillance et de contrôle devraient agir en étroite coopération afin d'exploiter les synergies possibles.

Étant donné les aspects internationaux de l'émission de monnaie électronique, en particulier celle qui est transférée par des réseaux de télécommunications comme Internet (monnaie électronique sur réseau) et qui présente un risque de délocalisation, la BCE souligne la nécessité d'une coordination internationale dans ce domaine.

Le rapport sera distribué dans leurs pays respectifs par chacune des banques centrales de l'Union européenne à toutes les parties intéressées. Il sera également disponible auprès de la BCE, à l'adresse suivante :

Institut monétaire européen  
Service de presse  
Kaiserstrasse 29  
D-60311 Francfort-sur-le-Main  
Télécopie : 00 49 69 13 44 74 04  
Internet : <http://ecb.int>

# DÉCLARATION INTRODUCTIVE DU PRÉSIDENT DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE A LA CONFERENCE DE PRESSE DU VENDREDI 11 SEPTEMBRE 1998

Communiqué de presse publié le 11 septembre 1998

Mesdames et Messieurs, le vice-président et moi-même sommes ici aujourd'hui pour vous faire part non seulement des résultats de la réunion du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue ce jour, mais également — comme vous le savez déjà — des résultats des réunions du Conseil des gouverneurs et du Conseil général qui ont eu lieu le 1<sup>er</sup> septembre 1998. Compte tenu de l'intervalle très rapproché entre ces deux séries de réunions, nous avons décidé qu'il serait plus rationnel de ne tenir qu'une seule conférence de presse pour vous fournir un résumé de nos délibérations.

J'ai l'intention de poursuivre cette pratique pour les autres réunions qui se tiendront d'ici à la fin de cette année. Le Conseil des gouverneurs se réunira, non seulement les 13 octobre, 3 novembre et 1<sup>er</sup> décembre 1998, conformément au calendrier prévu, mais tiendra également une réunion supplémentaire le mardi 22 décembre. À ce moment, il se sera écoulé près de cinq ans de travaux préparatoires — y compris les « années IME » — et je pense que la dernière réunion du Conseil des gouverneurs avant le démarrage de la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM) sera consacrée à régler des points de dernière minute. On se souvient que les décisions de politique monétaire restent de la compétence des autorités nationales jusqu'au 31 décembre 1998. En ce qui concerne l'année prochaine, le Conseil des gouverneurs se réunira tous les quinze jours et j'ai, pour ma part, l'intention de tenir une conférence de presse, normalement, une fois par mois. Pour le premier trimestre 1999, j'envisage d'organiser une conférence de presse immédiatement après la première réunion de chaque mois. On trouvera de plus amples détails relatifs au calendrier des réunions dans un communiqué de presse séparé qui sera diffusé ce soir.

Permettez-moi, toutefois, de revenir à la situation présente. Le Conseil des gouverneurs et le Conseil général ont consacré une partie de leurs réunions de septembre à un large échange de vues sur les récentes évolutions économiques monétaires et financières. L'environnement économique et financier mondial de la future zone euro, qui s'est nettement dégradé, a fait l'objet d'une attention toute particulière. Deux grands facteurs affectent actuellement les marchés financiers. Premier facteur, le « report sur les valeurs sûres ». Le second, qui lui est d'ailleurs lié, est la tendance à se détourner des actions au profit des obligations. Comme l'ont une nouvelle fois démontré les importants revirements intervenus ces derniers jours dans le sentiment des investisseurs, l'environnement de la politique monétaire est devenu plus incertain.

Les débats se sont notamment centrés sur un examen attentif de la crise financière en Russie. Comme nous le savons tous, la crise que connaît ce pays a aggravé les préoccupations concernant la situation de l'économie mondiale à un moment où la crise asiatique continue de sévir en Asie et où le Japon enregistre une croissance négative. Ces préoccupations ont été alimentées par de nouvelles tensions sur les marchés internationaux de capitaux ainsi que par des fluctuations prononcées et d'importantes corrections à la baisse intervenues sur les principales bourses mondiales. Ces évolutions se traduiront sans aucun doute par un ralentissement de l'économie mondiale. Toutefois, il est difficile, dans la conjoncture actuelle, d'évaluer précisément leur incidence.



D'une part, si l'on se fonde sur l'analyse économique et la modélisation, les effets sur les prix et la production dans la zone euro devraient rester modérés. Cela est dû au fait que, premièrement, la plupart des régions touchées par la crise pèsent très peu en termes économiques, c'est-à-dire si l'on considère leur part dans le PIB ou dans le commerce mondial. En deuxième lieu, les relations commerciales entre ces pays et la zone euro sont également limitées. En troisième lieu, la zone euro elle-même est une très vaste économie, qui n'est exposée que dans une certaine mesure aux fluctuations affectant le commerce mondial. Toutefois, cette analyse ne devrait pas nous conduire à adopter une vision erronée. Nous sommes parfaitement conscients du fait que les risques inhérents aux récentes évolutions intervenues dans le monde vont au-delà des incidences directement mesurables. À cet égard, on peut penser aux effets indirects résultant de l'érosion de la confiance et de la modification des comportements d'épargne et de dépense dans la zone euro. Nous devons prendre ces risques au sérieux et analyser la situation sobrement, sans toutefois dramatiser.

Je souhaiterais maintenant mentionner les données dont nous disposons. Elles semblent indiquer que la croissance économique au sein de la zone euro s'est poursuivie dans l'ensemble et ce, en dépit de la détérioration de l'environnement extérieur. La demande intérieure reste soutenue, tandis que les exportations nettes jouent désormais un moindre rôle dans la croissance. La consommation privée et publique et l'investissement ont fourni une impulsion notable à la croissance au premier trimestre de cette année. Des indicateurs plus récents laissent présager une poursuite de la croissance au deuxième trimestre, à un rythme cependant peut-être légèrement inférieur à celui du premier trimestre.

Les perspectives de consommation sont soutenues par l'accélération de la croissance des rémunérations réelles et la baisse du chômage et se reflètent dans la confiance des consommateurs. Les données concernant les entreprises sont peut-être plus contrastées. Par rapport au premier trimestre 1998, les chiffres de la production industrielle font apparaître un léger ralentissement du rythme de progression sur la période comprise entre avril et mai, mais l'utilisation des capacités de production a continué d'augmenter ce qui, compte tenu du faible niveau des taux d'intérêt, devrait favoriser l'investissement. Les données fournies par la Commission européenne, notamment en ce qui concerne les indicateurs de confiance et l'évaluation des carnets de commandes, témoignent de niveaux relativement élevés, tant au regard de leurs moyennes à long terme que des pics atteints récemment. On peut également considérer que cette évolution milite en faveur d'une poursuite de la croissance sur le court terme, bien que certains autres indicateurs n'aient pas marqué d'amélioration depuis le printemps. Le chômage recule également, mais à un rythme modéré et ce à partir d'un niveau élevé. Dans le débat sur les incertitudes liées à la conjoncture, il convient de ne pas oublier que l'on n'a guère avancé sur la voie de réformes structurelles qui sont pourtant d'une urgente nécessité.

Compte tenu de l'évolution récente des prix, le taux d'inflation mesuré par l'IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé) pour l'ensemble de la zone euro est demeuré stable à 1,4 % entre mai et juillet. Les facteurs d'évolution tant internes qu'externes semblent continuer d'exercer une influence favorable, ce qui donne à penser que l'inflation devrait rester maîtrisée à l'avenir dans la zone euro. Un important facteur extérieur, à l'origine des perspectives favorables en matière d'inflation est le recul sensible des cours du pétrole et des matières premières, lui-même en partie lié aux évolutions en Asie. En outre, les facteurs internes de l'inflation, tels que ceux liés à la situation du marché du travail et au taux d'utilisation des capacités de production, ont aussi une évolution relativement modérée dans la situation actuelle. Selon moi, si l'on considère les perspectives de la zone euro, ces tendances sont largement compatibles avec les évolutions monétaires et financières actuelles. À cet égard, il convient de noter que nous disposerons bientôt de nouveaux éléments d'information sur les évolutions monétaires, établis sur la base du nouveau cadre de déclaration statistique pour les statistiques monétaires et bancaires.

L'environnement caractérisé par une instabilité importante des marchés de capitaux internationaux, notamment sur le compartiment des actions, semble être dans une large mesure à l'origine du recul récent des taux d'intérêt à long terme dans la zone euro, jusqu'à des niveaux historiquement bas, les investisseurs ayant cherché à se protéger contre un risque accru sur le plan mondial. Néanmoins, il convient de remarquer que la courbe des rendements de la zone euro s'est déplacée vers le bas pour

toutes les échéances, ce qui tendrait, jusqu'à un certain point, à indiquer une poursuite du recul des anticipations à long terme d'inflation pour toute la zone euro.

Alors que nous nous rapprochons du début de la phase III, il nous faudra continuer de suivre attentivement les évolutions économique, monétaire et financière dans la zone euro et dans l'économie mondiale. Ceci nous permettra finalement de fixer les taux d'intérêt pour l'ensemble de la zone euro. Dans le même temps, il nous faudra également suivre de près les projets de budget des États membres de la zone euro lorsqu'ils se préciseront, au cours de l'automne. Si, pour l'année 1999, les gouvernements se contentent de s'en tenir aux objectifs précédents de déficit, la position structurelle des budgets risque effectivement de se détériorer dans nombre de pays. Il s'ensuivrait pour eux un éloignement et non pas un rapprochement des règles du Pacte de stabilité et de croissance, qui prévoit la réalisation d'un budget proche de l'équilibre ou même en excédent.

Outre l'examen des évolutions économiques, un certain nombre de questions d'organisation interne ont été réglées.

– Le Conseil général a adopté son règlement intérieur, qui sera publié au Journal officiel des Communautés européennes. Vous vous rappelez que je vous ai informés de l'adoption en juillet du règlement intérieur du Conseil des gouverneurs.

– Le Conseil général a également décidé que les banques centrales des pays n'appartenant pas à la zone euro devront libérer 5 % de leur part dans le capital souscrit de la Banque centrale européenne. Toutefois, les quatre banques centrales concernées ne se verront pas demander de règlement effectif, car ce qu'elles doivent à ce titre s'établit à un montant inférieur aux sommes qui leur reviendront lors de la liquidation de l'Institut monétaire européen (IME). D'autres précisions sur les montants effectifs en cause sont fournies dans un document séparé qui vous sera communiqué ce soir.

– Pour sa part, le *Conseil des gouverneurs* a complété la liste des Comités qui aideront aux travaux du Système européen de banques centrales (SEBC). Outre les onze Comités du SEBC dont la liste a été arrêtée lors de la réunion de juillet, le Conseil des gouverneurs a décidé la création d'un *Comité des relations internationales* et d'un *Comité du budget*. Ce dernier a été constitué dans un souci de transparence vis-à-vis des actionnaires de la BCE — les banques centrales nationales — sur les questions relatives au budget de la BCE.

– Enfin, le *Conseil des gouverneurs* a approuvé le projet de la Convention de siège entre le gouvernement fédéral allemand et la BCE, qui sera signée à Francfort le 18 septembre 1998.

Un certain nombre de décisions ont également été prises concernant divers aspects des travaux préparatoires à la phase III.

### ***Coopération en matière de politique de change entre la zone euro et les autres pays de l'UE***

Le Conseil général a approuvé le texte d'un accord entre la BCE et les banques centrales nationales n'appartenant pas à la zone euro, fixant les procédures de fonctionnement d'un mécanisme de change pour la phase III (MCE II). On se rappellera que le Conseil européen réuni en juin à Amsterdam était convenu d'instituer en phase III un mécanisme de change destiné à remplacer l'actuel Système monétaire européen (SME). À cette fin, l'IME avait préparé pour le compte de la BCE un projet d'Accord entre banques centrales en vue de remplacer le mécanisme de change actuel (le MCE I, si vous préférez) par un nouveau mécanisme en phase III. C'est cet accord qui vient d'être signé par le président de la BCE et les gouverneurs des quatre banques centrales nationales n'appartenant pas à la zone euro. La signature de ces derniers implique leur accord aux procédures de fonctionnement. Elle n'implique toutefois pas leur participation au SME II.

Des détails complémentaires sur les conventions et procédures relatives au MCE II sont indiqués dans le communiqué de presse qui est publié ce soir séparément. L'accord proprement dit sera publié au Journal officiel des Communautés européennes.

### ***Questions de politique monétaire***

Le Conseil des gouverneurs s'est mis d'accord sur plusieurs questions relatives au cadre de la politique monétaire dans la phase III. Au centre de ce cadre figure le rapport intitulé : « La politique monétaire en phase III : Documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC », qui contient une description détaillée des instruments et procédures de politique monétaire devant être mis en œuvre par le SEBC dans la phase III. Le rapport développe et actualise le contenu d'une version antérieure du rapport publiée par l'IME en septembre 1997. Sur ce point, je voudrais simplement annoncer qu'une copie du rapport intégral sera publiée très prochainement et que paraîtra simultanément un communiqué de presse expliquant la nature et l'objet de cette documentation.

Le Conseil des gouverneurs a par ailleurs adopté des orientations pour la gestion des réserves de change par les banques centrales nationales et pour les opérations effectuées par les États membres avec leur trésorerie en devises. Ces deux points sont actuellement formalisés dans une documentation juridique officielle.

### ***Statistiques***

Le Conseil des gouverneurs a approuvé le cadre statistique en se fondant sur un certain nombre de rapports préparés par l'IME — une grande partie a déjà été publiée —, confirmant ainsi les obligations statistiques fixées par la BCE pour la phase III. J'aimerais préciser que le cadre des déclarations pour les statistiques monétaires et bancaires de la BCE paraîtra dans la « Documentation générale » qui sera publiée mercredi prochain.

### ***Billets en euros***

En ce qui concerne les billets de banque en euros, le Conseil des gouverneurs a confirmé que (conformément aux précédentes recommandations de l'IME) les sept coupures en euros suivantes seraient émises : 5, 10, 20, 50, 100, 200 et 500. En outre, il a décidé que les billets en euros ne comporteraient aucune caractéristique nationale. Comme vous le savez, les coupures en euros seront mises en circulation le 1<sup>er</sup> janvier 2002. Il ne reste donc que 800 jours ouvrables avant leur introduction. Le Conseil des gouverneurs a pris acte que les préparatifs techniques pour les billets en euros progressent conformément au calendrier prévu. La phase de création (c'est-à-dire le processus de conversion des maquettes en bon à tirer) a été menée à bien et un exercice de production de billets de pré-série aura lieu à l'automne avant le démarrage de la production en série au début de 1999.

### ***Systèmes de paiement***

Le Conseil des gouverneurs a approuvé une liste des systèmes de règlements de titres éligibles après évaluation de ces systèmes en fonction de normes d'utilisation dans le cadre des opérations de crédit du SEBC définies antérieurement. La liste, qui énumère les systèmes de règlement de titres qui seront utilisés par le SEBC et leurs conditions d'utilisation, figurera dans la « Documentation générale » que j'ai déjà évoquée. En outre, le Conseil des gouverneurs a approuvé un rapport intitulé : « Évaluation des systèmes de règlement de titres de l'UE en fonction des normes d'utilisation dans le cadre des opérations de crédit du SEBC ». Ce document devrait être publié dans les prochaines semaines.

Nous nous tenons à votre disposition pour toute autre question.

## SOUSCRIPTION DU CAPITAL DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

(en euros)

BCN	Clé (en pourcentage)	Capital souscrit	Pourcentage à libérer	Montant total dû
Allemagne	24,4096	1 220 480 000	100	1 220 480 000
France	16,8703	843 515 000	100	843 515 000
Italie	14,9616	748 080 000	100	748 080 000
Espagne	8,8300	441 500 000	100	441 500 000
Pays-Bas	4,2796	213 980 000	100	213 980 000
Belgique	2,8885	144 425 000	100	144 425 000
Autriche	2,3663	118 315 000	100	118 315 000
Portugal	1,9250	96 250 000	100	96 250 000
Finlande	1,3991	69 955 000	100	69 955 000
Irlande	0,8384	41 920 000	100	41 920 000
Luxembourg	0,1469	7 345 000	100	7 345 000
<b>Sous-total – BCN de la zone euro</b>	<b>78,9153</b>	<b>3 945 765 000</b>		<b>3 945 765 000</b>
Royaume-Uni	14,7109	735 545 000	5,00	36 777 250
Suède	2,6580	132 900 000	5,00	6 645 000
Grèce	2,0585	102 925 000	5,00	5 146 250
Danemark	1,6573	82 865 000	5,00	4 143 250
<b>Sous-total – BCN hors zone euro</b>	<b>21,0847</b>	<b>1 054 235 000</b>		<b>52 711 750</b>
<b>Total</b>	<b>100,0000</b>	<b>5 000 000 000</b>		<b>3 998 476 750</b>

*NB :* Le Conseil général de la BCE est convenu que les BCN des États membres n'appartenant pas à la zone euro libéreront 5 % de leurs souscriptions du capital de la BCE. Le produit du placement des fonds (EUR 52,7 millions) représente leur contribution aux coûts de fonctionnement résultant de leur participation à un certain nombre d'activités de la BCE.

# CALENDRIER DES RÉUNIONS DU CONSEIL DES GOUVERNEURS ET DU CONSEIL GÉNÉRAL DE LA BCE

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

1. Outre les réunions prévues pour les 13 octobre, 3 novembre et 1<sup>er</sup> décembre 1998, le Conseil des gouverneurs est convenu de tenir une réunion supplémentaire le 22 décembre 1998. L'objet de la réunion du 22 décembre 1998 sera de finaliser les derniers préparatifs. Il convient de rappeler que les décisions de politique monétaire restent de la responsabilité des autorités nationales jusqu'à la fin de 1998.

2. *Le Conseil des gouverneurs* est convenu que, lors de la première année de la phase III (c'est-à-dire en 1999), ses réunions auront lieu, en principe, *un jeudi sur deux*, à compter du 7 janvier 1999. Des exceptions à cette règle sont envisagées pour tenir compte de certains congés, à savoir Pâques, la Fête-Dieu, les congés d'été et le jour du Nouvel an.

Par conséquent, le calendrier des réunions du Conseil des gouverneurs s'établit comme suit :

- 7 janvier 1999
- 21 janvier 1999
- 4 février 1999
- 18 février 1999
- 4 mars 1999
- 18 mars 1999
- 8 avril 1999
- 22 avril 1999
- 6 mai 1999
- 20 mai 1999
- 2 juin 1999 (mercredi)
- 17 juin 1999
- 1 juillet 1999
- 15 juillet 1999
- 29 juillet 1999  
(pas de réunion le 12 août en raison des congés d'été)
- 26 août 1999
- 9 septembre 1999
- 23 septembre 1999
- 7 octobre 1999
- 21 octobre 1999
- 4 novembre 1999
- 18 novembre 1999
- 2 décembre 1999
- 16 décembre 1999
  
- 5 janvier 2000 (mercredi)
- 20 janvier 2000

3. En outre, le Conseil général est convenu que les *réunions du Conseil général en phase III* auraient lieu selon l'usage actuel une fois par *trimestre*, le même jour que les réunions du Conseil des gouverneurs. Le calendrier des réunions du Conseil général en 1999 s'établit donc comme suit :

- 4 mars 1999
- 2 juin 1999 (mercredi)
- 9 septembre 1999
- 2 décembre 1999

# ÉTAT D'AVANCEMENT DES PRÉPARATIFS TECHNIQUES POUR LES BILLETS EN EUROS

Communiqué de presse de la Banque centrale européenne, en date du 11 septembre 1998

Les billets en euros devant être mis en circulation le 1<sup>er</sup> janvier 2002, il reste donc moins de 800 jours ouvrables avant leur introduction. Les préparatifs techniques pour les billets en euros progressent conformément au calendrier prévu. Les travaux de création (c'est-à-dire le processus de conversion des maquettes en billets) ont été menés à bien. Un exercice de production de billets de pré-série aura lieu à l'automne avant le démarrage de la production en série au début de 1999.

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé aujourd'hui que les billets en euros ne comporteraient aucune caractéristique nationale. Il a également confirmé que (conformément aux précédentes recommandations de l'Institut monétaire européen) les sept coupures en euros suivantes seraient émises : 5, 10, 20, 50, 100, 200 et 500.

Des dépliants présentant les maquettes des billets en euros peuvent être demandés à la BCE à l'adresse suivante :

*Banque centrale européenne  
Service de presse  
Kaiserstrasse 29  
D-60311 Francfort sur le Main  
Télécopie : 00 49 69 1344 7404  
Internet : <http://www.ecb.int>*



# CONVENTIONS ET PROCÉDURES DU NOUVEAU MÉCANISME DE CHANGE EUROPÉEN (MCE II)

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

Conformément à la Résolution adoptée par le Conseil européen lors de sa réunion de juin 1997 à Amsterdam, le Système monétaire européen (SME) sera remplacé dès le début de la phase III de l'UEM par un nouveau mécanisme de change qui reliera à l'euro les monnaies des États membres n'appartenant pas à la zone euro. Le mécanisme de change contribuera à assurer que les États membres n'appartenant pas à la zone euro mais participant au mécanisme orientent leur politique vers la stabilité, et renforcera la convergence, appuyant ainsi les efforts qu'ils déploient pour adopter l'euro. La participation au mécanisme de change sera facultative pour tous les États membres n'appartenant pas à la zone euro. Tout État membre qui ne participe pas au mécanisme de change dès le début pourra y participer ultérieurement. Les procédures de fonctionnement du nouveau mécanisme de change ont été fixées dans le cadre d'un accord entre la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales n'appartenant pas à la zone euro.

Pour chacune des monnaies des États membres participant au mécanisme il sera défini un cours pivot par rapport à l'euro et une marge de fluctuation standard de 15 % de part et d'autre des cours pivots, qui seront défendus en principe par des interventions aux marges effectuées de manière automatique et illimitée, avec des financements à très court terme. Toutefois, la BCE et les banques centrales nationales participantes n'appartenant pas à la zone euro pourraient suspendre les interventions automatiques si celles-ci entraient en conflit avec leur objectif principal, qui est de maintenir la stabilité des prix. Conformément à la Résolution du Conseil européen, la coopération dans le domaine de la politique de change pourra être encore renforcée, par exemple en prévoyant la possibilité de liens de change plus étroits entre l'euro et d'autres monnaies participant au mécanisme de change lorsque et dans la mesure où cela serait approprié à la lumière des progrès réalisés en matière de convergence.

Depuis l'adoption de la Résolution par le Conseil européen lors de sa réunion à Amsterdam en juin 1997, des procédures de fonctionnement ont été définies dans des annexes à l'accord précité.

– Pour l'ensemble des monnaies des États membres n'appartenant pas à la zone euro mais participant au MCE II, le taux de change appliqué pour le cours pivot bilatéral vis-à-vis de l'euro sera coté en utilisant l'euro comme monnaie « de base ». Cela signifie que pour toutes les monnaies, le taux de change exprimera la valeur de EUR 1 avec six chiffres significatifs. La même convention s'appliquera pour la cotation des cours d'intervention supérieur et inférieur vis-à-vis de l'euro des monnaies des États membres n'appartenant pas à la zone euro mais participant au MCE II. Les cours d'intervention seront déterminés en ajoutant aux cours pivots bilatéraux, ou en retranchant de ces cours pivots, la marge de fluctuation convenue exprimée en pourcentage. Les cours de change obtenus devront être arrondis à six chiffres significatifs.

– Afin de réduire le risque de règlement inhérent aux interventions illimitées aux marges, une procédure de paiement après paiement sera mise en œuvre à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1999 tant par la BCE que par les banques centrales nationales de la zone euro et pourra être appliquée par les banques centrales nationales n'appartenant pas à la zone euro mais participant au MCE II. Toutefois, cette procédure de paiement après paiement est conçue comme solution provisoire, pour la période

transitoire entre l'entrée en vigueur du MCE II et l'introduction d'un mécanisme fiable de paiement contre paiement couvrant l'euro et les autres monnaies du MCE II.

# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

Depuis le 11 mai 1998, le site Internet de la Banque de France ([www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)) est actualisé quotidiennement, notamment pour ses rubriques « changes » et « marchés de capitaux ».

## 1. Publications diffusées par la Banque de France en août 1998

### ***Cahier des titres de créances négociables – juillet 1998***

Direction des Marchés de capitaux  
(Tél. : 01 42 92 41 71 – Télécopie : 01 42 92 41 92)

### ***Les études de l'Observatoire des entreprises La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie Résultats de l'enquête 1997***

Direction des Entreprises  
(Tél. : 01 42 92 36 20 – Télécopie : 01 42 92 49 39)  
Prix du numéro : FRF 150 TTC

### ***Les études de l'Observatoire des entreprises Marchés et organisations de la production Une estimation de la formation de la rentabilité***

Direction des Entreprises  
(Tél. : 01 42 92 36 20 – Télécopie : 01 42 92 49 39)  
Prix du numéro : FRF 150 TTC

### ***Les études de l'Observatoire des entreprises Les risques sectoriels La transformation des matières plastiques***

Direction des Entreprises  
(Tél. : 01 42 92 36 20 – Télécopie : 01 42 92 49 39)  
Prix du numéro : FRF 600 TTC

### ***Les études de l'Observatoire des entreprises Les risques sectoriels La fabrication de chaussures***

Direction des Entreprises  
(Tél. : 01 42 92 36 20 – Télécopie : 01 42 92 49 39)  
Prix du numéro : FRF 600 TTC

**Analyses comparatives – année 1997 – volume 1**  
**L'activité des établissements de crédit**

Commission bancaire  
(Tél. : 01 42 92 57 45 – Télécopie : 01 42 92 59 57)  
Prix du numéro : FRF 150 TTC

## **2. Contributions à des publications extérieures**

**Le partage de la valeur ajoutée**

par Arnaud Sylvain, chargé de mission  
à la direction des Études économiques et de la Recherche  
(*Économie internationale* – n° 73 – 1<sup>er</sup> trimestre 1998)

**Le crédit interentreprises bénéficie plus aux grandes entreprises qu'aux PME**  
**Les entreprises de la grande distribution et de l'automobile sont les principaux emprunteurs**

par Élisabeth Kremp, économiste à la direction des Entreprises,  
et par Michel Dietsch  
(*Économie et Statistique* – n° 314 – 4<sup>e</sup> trimestre 1998)

**La drogue de la dépense publique**

par Maxime Maury, directeur à  
la Banque de France de Nanterre-La Défense  
(*Le Figaro* – 4 septembre 1998)

**Peut-on diffuser des euros dès la fin 2001 ?**

par Yves Barroux, caissier général  
(*Les Échos* – 10 septembre 1998)

## **3. Communications des responsables de la Banque de France**

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,  
sur RTL, le 18 août 1998

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,  
sur LCI, le 4 septembre 1998