

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 62

FÉVRIER 1999

Sommaire

Éditorial

Actualité

Tour d'horizon

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

Études

Un agrégat monétaire large pour la zone euro

La nouvelle réglementation des titres de créance négociables

Enquête financière – Quatrième trimestre 1998

Le marché obligataire de l'eurofranc au quatrième trimestre 1998

Les marchés de matières premières au quatrième trimestre 1998

La composition, évolution et structure des PEA

Achévé de rédiger le 10 février 1999

Éditorial

La progression de l'activité, en France, a été substantielle en 1998 : la croissance du PIB se situe autour de 3 % sur l'ensemble de l'année. Toutefois, l'économie française, et tout particulièrement le secteur industriel, subit depuis l'été 1998 les effets retardés du ralentissement de la demande mondiale : la progression sur un an des exportations est revenue à 5,4 % au troisième trimestre, ce qui constitue une nette décélération par rapport au début de l'année (+ 12,1 % au premier trimestre). Il semble cependant que les anticipations des entreprises, qui s'étaient nettement dégradées à l'automne 1998, se soient récemment stabilisées, comme en témoignent de manière convergente les enquêtes de conjoncture produites par la Banque de France et par l'INSEE.

L'élément le plus saillant de la phase actuelle de croissance reste la vigueur de la demande des ménages, même si un léger fléchissement semble s'être produit au quatrième trimestre 1998. La très bonne tenue de la consommation a soutenu l'expansion dans les secteurs abrités de la concurrence internationale, ce qui a permis de compenser partiellement les effets du ralentissement observé dans le secteur manufacturier. On peut attribuer ce dynamisme de la demande des ménages à l'importance des gains de pouvoir d'achat rendus possibles par la grande modération des prix.

Ce faible rythme de la hausse des prix à la consommation (0,7 % en moyenne annuelle en 1998, 0,3 % sur un an en décembre) nourrit chez certains observateurs la crainte de voir se matérialiser en France une détérioration parallèle de l'activité et des prix. À cet égard, les éléments disponibles sur la situation économique ne permettent pas de valider, dans les circonstances actuelles, l'existence d'un tel phénomène déflationniste.

En premier lieu, la déflation suppose la baisse généralisée non seulement des prix mais aussi des « valeurs » dans l'économie, en particulier des agrégats monétaires et des encours de crédit : c'est un phénomène d'implosion des valeurs nominales. Or, ce n'est pas du tout ce que l'on observe en France : la situation française se caractérise actuellement par une reprise sensible, depuis le premier semestre 1997, de la création monétaire par le système bancaire : le crédit octroyé par les banques aux agents non financiers fait preuve de dynamisme affirmé, avec une progression de 4,2 % en décembre 1998, et concerne aussi bien les ménages (+ 5,8 % sur un an en décembre, après + 4,9 % en décembre 1997) que les entreprises (+ 3,1 %, contre + 2,4 % un an auparavant), alors même que ces dernières présentent globalement une capacité de financement. De même, l'endettement intérieur total a augmenté, sur un an, de 4,1 %.

En second lieu, on peut rappeler qu'une orientation déflationniste de l'économie se caractérise par le fait que la baisse des prix engendre un processus de contraction de l'activité. De ce point de vue, les mécanismes de transmission entre l'une et l'autre ne sont nullement à l'œuvre en France.

Selon le premier mécanisme, que l'on peut qualifier de transmission par l'offre, la baisse générale des prix contraint les entreprises à comprimer leurs marges, ce qui dégrade leur profitabilité, et donc réduit leur investissement et leur valeur boursière. Ce n'est pas le cas aujourd'hui, puisque le taux de marge des entreprises françaises se maintient à un niveau élevé : le ratio excédent brut d'exploitation/valeur ajoutée des entreprises non financières se situe à 40,7 % au troisième trimestre 1998, contre 40,2 % au premier trimestre de 1997. De plus, le prix des actifs boursiers a fortement progressé sur la période récente : l'indice SBF 250 a ainsi progressé de 27,1 % sur un an en décembre 1998.

Le second mécanisme — transmission par la demande — part de l'hypothèse que la baisse des prix est intégrée par les ménages dans leurs décisions de consommation : ils reportent le plus possible leurs achats, puisqu'ils espèrent pouvoir les effectuer à un meilleur prix dans le futur, et la baisse de l'activité survient alors par la contraction des débouchés. Or, comme on l'a vu, la consommation reste la composante la plus dynamique de la croissance. Et l'activité productive est loin de se contracter : la progression de l'indice de la production industrielle a atteint 4,8 % sur un an en novembre 1998.

La modération exceptionnelle des prix en France, comme dans l'ensemble des économies industrialisées, semble aujourd'hui refléter trois phénomènes essentiels : l'impact de la technologie, en particulier dans les domaines de l'informatique et des communications, qui enregistrent des progrès considérables d'efficacité et induisent des améliorations substantielles de productivité dans les processus de production des autres biens et services ; l'impact de la mondialisation et du renforcement de la compétition dans les économies nationales, dans l'économie européenne et dans l'économie internationale ; enfin, l'impact du contrechoc

pétrolier et de la baisse des prix des matières premières, lui-même induit par un choc de demande négatif au niveau mondial, qui se traduit aussi par des baisses généralisées des prix des semi-produits et des productions intermédiaires, dans lesquelles l'économie française a des positions substantielles.

Aucun des trois facteurs précédents ne représente *a priori* un danger pour la croissance en volume : les progrès de productivité sont au cœur du processus de croissance lui-même ; le renforcement de la compétition permet de distribuer plus de pouvoir d'achat aux consommateurs et ne présente pas de danger tant que la profitabilité des entreprises n'est pas entamée, ce qui semble être le cas ; enfin, le contrechoc pétrolier est expansif, en même temps que désinflationniste, puisqu'il se traduit par un transfert de ressources au profit des économies consommatrices.

Au total, les prix semblent évoluer en fonction du degré d'exposition aux influences des marchés internationaux : les prix de l'énergie accusent ainsi une baisse sensible (– 5,2 % en décembre 1998), et les prix du secteur manufacturier restent stables. En revanche, les prix des services progressent substantiellement (+ 2,0 %), sous l'influence de la reprise des coûts salariaux unitaires. Ainsi, l'inflation sous-jacente, qui exclut, entre autres, le prix de l'énergie, continue à marquer une progression de l'ordre de 1 %. Par conséquent, lorsque le repli des prix internationaux s'interrompra, l'inflation devrait retrouver un rythme légèrement plus rapide.

ACTUALITÉ

Tour d'horizon

Le 1^{er} janvier 1999, le lancement de l'euro s'est effectué avec succès. Les conditions les plus favorables à la création de la monnaie commune à plus de 290 millions d'habitants étaient réunies : la cohésion, économique et monétaire, de la zone euro avait été bien préservée en 1998, malgré les perturbations sur les marchés internationaux, et la convergence vers le niveau des taux d'intérêt les plus bas de la zone, en particulier les taux français, avait été menée de façon satisfaisante. Le Système européen de banques centrales (SEBC) assume à présent la responsabilité de la conduite de la politique monétaire unique en ayant comme objectif principal le maintien de la stabilité des prix. Les décisions sont prises au vu de la situation et des perspectives économiques de l'ensemble de la zone.

Au début de 1999, les risques pesant sur l'économie internationale n'ont pas tous disparu, en dépit d'un retour à un plus grand calme sur les marchés financiers internationaux.

Des perspectives plutôt encourageantes se dessinent en *Asie du Sud-Est* (hors Japon). Au-delà des situations très contrastées, un certain nombre de pays, comme la Corée et les Philippines, semblent renouer avec la croissance (progression du PIB au troisième trimestre, reprise des exportations pour la Corée, dont l'expansion, selon le FMI, pourrait atteindre 2 % en 1999) ; dans d'autres pays (Malaisie, Indonésie), le recul de l'activité s'atténue. Seuls Hong-Kong et Singapour font exception et demeurent en récession.

Au *Japon*, la situation ne présente aucun signe véritable d'amélioration. Fin 1998, les ventes au détail reculaient de 5 % sur un an, l'indice de la production industrielle de 6,4 %. Si la remontée récente des taux longs peut contribuer à restaurer les marges bancaires, elle risque de peser sur l'économie réelle au premier semestre 1999, d'autant plus que ce mouvement s'accompagne d'une appréciation du yen. Au total, le recul du PIB devrait se poursuivre cette année, à un rythme, toutefois, moins marqué (de l'ordre de 1 %).

En *Amérique latine*, la situation demeure très incertaine depuis le décrochage, début janvier, du real. La poursuite de la dépréciation de la

monnaie brésilienne empêche le repli des taux d'intérêt très élevés. La stabilisation de l'économie du Brésil dépend de la capacité du gouvernement à mener à bien son programme de restructuration budgétaire. Les risques de contagion paraissent, pour l'instant, limités et les marchés financiers internationaux ont, dans l'ensemble, bien résisté à cette crise : les indices boursiers s'inscrivent de nouveau nettement à la hausse et les *spreads* de taux entre titres publics et titres privés se sont réduits.

L'expansion mondiale est soutenue, actuellement, par la vigueur persistante, et inattendue, de la *croissance américaine*. La progression du PIB au quatrième trimestre a atteint 5,6 % en rythme annualisé ; elle a bénéficié d'une consommation des ménages toujours vive (+ 4,4 %), en partie liée à la forte augmentation des dépenses automobiles (+ 21,4 % sur le trimestre), qui incorpore un effet de rattrapage, après la grève chez General Motors le trimestre précédent, et du rebond de l'investissement (+ 16,7 %). La demande externe a apporté une contribution nulle à la croissance. Sur l'ensemble de l'année, la hausse du PIB s'est établie à 3,9 % en moyenne, soit le même résultat qu'en 1997, à un niveau largement supérieur à sa tendance de moyen terme. Cette expansion s'est accompagnée d'une faible inflation (+ 1,0 % en 1998 pour le déflateur du PIB, après + 1,8 % en 1997, soit la plus faible hausse depuis quarante ans). La hausse des prix de détail est, toutefois, plus élevée : + 1,6 % en glissement annuel fin 1998. Il apparaît maintenant que les révisions à la baisse apportées aux prévisions de croissance pour 1999 ont été trop importantes (les prévisions de l'OCDE avaient ramené à 1,5 % la croissance du PIB américain cette année).

Au *Royaume-Uni*, la croissance a perdu une grande part de son dynamisme au second semestre 1998. Au quatrième trimestre, le PIB a augmenté de 0,2 %, ce qui porte à + 2,5 % la croissance sur l'ensemble de l'année, après + 3,5 % en 1997. L'environnement international commence à peser fortement sur les résultats du commerce extérieur, handicapé par les effets décalés de l'appréciation de la livre sterling. Par ailleurs, sur le plan interne, le ralentissement rapide du secteur industriel manufacturier s'étend maintenant à celui des services.

Dans la *zone euro*, l'activité ralentit depuis l'été et la croissance économique pour 1999 pourrait être revue à la baisse. La situation est, toutefois, contrastée selon les pays. L'expansion demeure nettement plus vigoureuse en Espagne, au Portugal et en Irlande qu'en Allemagne et en Italie. Ces deux derniers pays ont souffert plus que d'autres de la crise asiatique en raison de la structure géographique de leurs échanges (plus grande ouverture de leur commerce hors zone euro). Dans le cas de l'Italie, la situation est aggravée par les pertes de compétitivité accumulées entre 1995 et 1997 (progression relativement forte des coûts salariaux unitaires et appréciation du taux de change). Le choc externe s'est ajouté, en Italie, à un affaiblissement de la demande interne, en partie dû à l'alourdissement de la pression fiscale ; il a provoqué, en Allemagne, une très forte dégradation du moral des entrepreneurs.

Dans ce contexte, la *France* fait preuve d'une certaine robustesse. L'activité progresse toujours, mais à un rythme plus ralenti qu'au premier semestre. Dans l'industrie, les dernières enquêtes disponibles semblent indiquer un ralentissement moins accentué que prévu. Le bâtiment fait preuve de dynamisme : en 1998, le nombre de logements commencés a progressé de 9,3 % par rapport à 1997. Enfin, l'activité continue de se développer régulièrement dans les services marchands.

1. La situation économique de la France

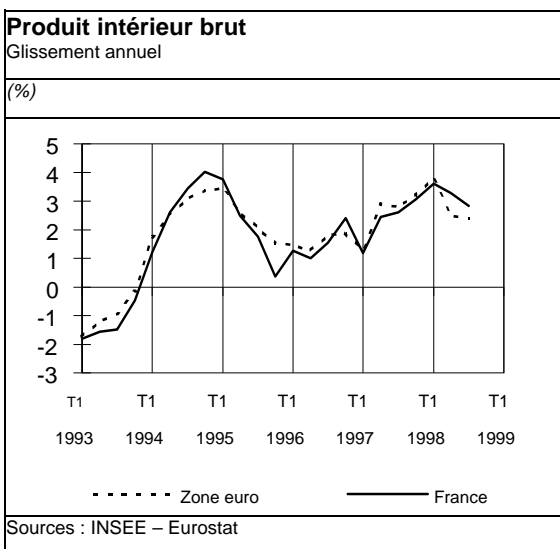
1.1. L'économie réelle

La croissance, soutenue au premier semestre de 1998, s'est modérée au second semestre

Après une accélération sensible entre le troisième trimestre 1997 et le premier semestre 1998, la croissance de l'économie française tend à se modérer quelque peu depuis l'été. Dans un contexte international désormais moins favorable du fait de la crise des pays émergents, le dynamisme de la demande intérieure ne compense, en effet, que partiellement l'affaiblissement des commandes étrangères.

Ainsi, après un premier semestre dynamique, l'activité s'est modérée au troisième trimestre. Le produit intérieur brut, en hausse de 0,7 % et 0,8 % aux premier et deuxième trimestres, a augmenté de 0,5 % au troisième ; le rythme de croissance demeure élevé, malgré une décélération notable, et atteint 2,9 % à la fin du troisième trimestre, contre + 3,3 % le trimestre précédent et + 2,6 % un an auparavant.

Une évolution comparable est intervenue dans la zone euro, où le rythme de croissance du PIB s'établit à + 2,4 % à la fin du troisième trimestre 1998, contre + 2,5 % le trimestre précédent et + 2,8 % un an auparavant.



L'analyse des composantes du PIB confirme que la croissance française, comme celle de la zone euro, est principalement soutenue par la vigueur de la demande interne :

- la consommation des ménages, dont le glissement annuel atteint 3,8 %, dégage un acquis de croissance important, de 3,4 % à la fin du troisième trimestre ;
- l'investissement a continué de progresser au troisième trimestre, son glissement annuel, s'établissant à 4,0 % à la fin de la période. L'investissement des entreprises, en hausse de 6,2 % sur un an, en est la composante la plus dynamique. Selon l'enquête financière de la Banque de France, de nombreux investissements de productivité et de renouvellement de matériels ont été effectués au troisième trimestre, alors que les investissements d'extension de capacités de production sont apparus plus rares qu'au trimestre précédent. Par ailleurs, les investissements informatiques, en liaison avec la perspective du passage à l'euro et à l'an 2000, ont continué d'être dynamiques ;
- les stocks, reconstitués à hauteur de 3,4 milliards de francs au deuxième trimestre, ont diminué de 1 milliard au troisième ;
- les échanges extérieurs, qui ont été en 1997 le principal moteur de la croissance, ont, sur les trois premiers trimestres de 1998, contribué négativement à la croissance et le rythme de progression des exportations de biens et services est revenu de 15,2 % au troisième trimestre 1997 à 5,1 % au troisième trimestre de 1998, alors que les exportations en biens et services ont crû de 6,7 % sur un an.

Sur les onze premiers mois de l'année, le solde du commerce extérieur s'élève à 147,8 milliards de francs, soit un chiffre voisin de celui de la période correspondante de l'année précédente (150 milliards).

Le produit intérieur brut et ses composantes

Données en francs constants – Base 1980

(variations trimestrielles en pourcentage)					
	T1	T2	T3	T4	Acquis
PIB	0,7	0,8	0,5		2,9
Importations	2,7	0,9	2,0		8,2
Total des Ressources	1,2	0,8	0,9		4,2
Consommation des ménages	0,7	1,1	0,8		3,4
Consommation APU	0,4	0,4	0,4		1,3
FBCF totale	1,5	1,1	0,8		3,8
<i>dont :</i>					
<i>FBCF des SQS et EI</i>	2,5	1,6	1,0		5,9
<i>FBCF des ménages</i>	- 0,1	1,3	- 0,3		0,7
Exportations	1,1	0,4	2,7		6,6
Stocks (en milliards de francs 1980)	2,8	3,4	- 1,0		-
Total des Emplois	1,2	0,8	0,9		4,2
Contributions à la croissance					
Solde extérieur	- 0,5	- 0,2	0,3		- 0,3
Demande intérieure hors stocks	0,8	0,9	0,6		3,0
Variation de stocks	0,4	0,1	- 0,4		0,3

Source : INSEE (Comptes trimestriels)

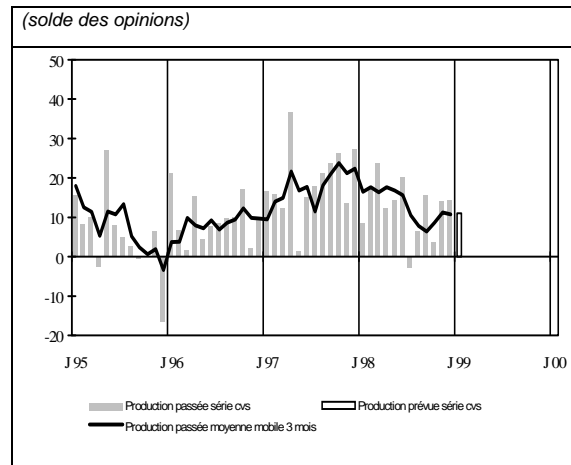
L'activité industrielle progresse à un rythme moins soutenu

Du fait d'un environnement international moins porteur, le rythme de croissance de la production industrielle s'est ralenti au second semestre de 1998.

Ainsi, en novembre 1998, l'indice de la production industrielle, hors bâtiment (base 100 en 1990), a progressé de 4,8 % sur un an, au lieu de + 6,1 % en juin ; la production industrielle hors énergie et IAA augmente, quant à elle, de 5,3 % sur un an, au lieu de 7,5 % en juin.

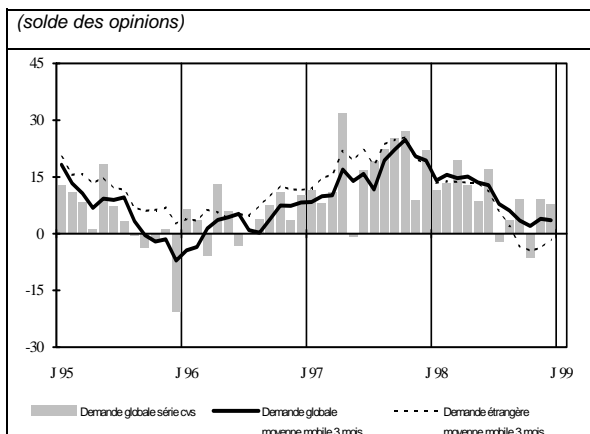
Au cours du mois de décembre, selon l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, l'activité industrielle en France a continué de progresser modérément dans tous les secteurs, à l'exception des biens intermédiaires où elle s'est stabilisée.

Production dans l'industrie

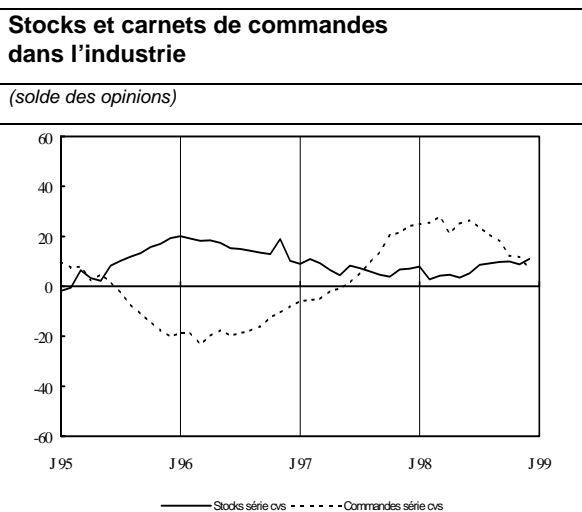


La demande globale, soutenue par la progression des ordres sur le marché intérieur, a faiblement augmenté ; la demande interindustrielle continue de bénéficier du dynamisme de l'industrie automobile. La demande étrangère n'a, globalement, guère varié ; un début de reprise des affaires avec certains pays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

Demande dans l'industrie



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



Dans la zone euro, le ralentissement de l'activité industrielle s'est également accentué depuis l'été, comme le montrent les enquêtes de conjoncture européennes portant sur le mois de décembre. Ce ralentissement a été plus sensible pour l'ensemble de la zone euro qu'en France.

Ainsi, pour l'ensemble de cette zone, le niveau de la production passée rejoint, en décembre 1998, le niveau observé à la fin du premier trimestre 1997.

En janvier, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a enregistré un léger tassement dans l'ensemble. Elle a progressé dans les biens intermédiaires, est restée stable dans les biens de consommation et s'est repliée dans les biens d'équipement et l'industrie automobile. La demande globale s'est légèrement contractée et les carnets de commandes se sont amenuisés dans la plupart des secteurs ; ils sont jugés suffisamment étoffés dans les biens d'équipement et les biens de consommation, ils demeurent insuffisants dans les biens intermédiaires. Les stocks, en légère hausse, excèdent quelque peu le niveau désiré, sauf dans l'automobile où ils sont considérés comme inférieurs à la normale. Les prévisions pour les tout prochains mois indiquent une progression modérée de l'activité dans la plupart des secteurs.

Dans les autres secteurs de l'économie, le rythme de progression reste vigoureux

Ainsi, dans le bâtiment, selon les résultats du ministère de l'Équipement, le nombre de logements commencés en 1998 s'est accru de 9,3 % par rapport à 1997. Cette hausse a été plus marquée dans le logement individuel (+ 11,0 %) que dans le collectif (+ 7,2 %). Le nombre de logements autorisés a augmenté, quant à lui, de 25,7 % par rapport à 1997. L'édification de locaux à usage non résidentiel a connu également une vive progression (+ 9,1 %).

En outre, dans les services marchands, la majorité des branches suivies dans l'enquête bimestrielle de la Banque a enregistré une nouvelle croissance de l'activité en novembre-décembre.

La demande interne continue de bénéficier de la nette amélioration du marché du travail

Une consommation soutenue, mais en léger repli au dernier trimestre

L'investissement, stimulé par une consommation soutenue et une utilisation élevée des capacités de production, poursuit sa progression, à un rythme qui tend cependant à se ralentir en fin d'année.

L'indicateur résumé des opinions des ménages a continué de s'améliorer nettement en janvier et a ainsi atteint un nouveau niveau maximum historique. Toutefois, la consommation des ménages en produits manufacturés a baissé de 0,4 % au quatrième trimestre 1998, en raison du repli des achats des ménages en automobiles (- 6,5 %, après + 20,0 % au trimestre précédent). En glissement annuel, elle continue de progresser à un rythme assez soutenu (+ 4,2 % en décembre).

Les immatriculations de voitures neuves, en hausse de 13,5 % en moyenne sur l'année 1998, représentent, à cet égard, l'une des composantes les plus dynamiques de la consommation des ménages. En janvier 1999, elles ont de nouveau progressé (+ 11,7 % en données cvs-cjo par rapport à décembre).

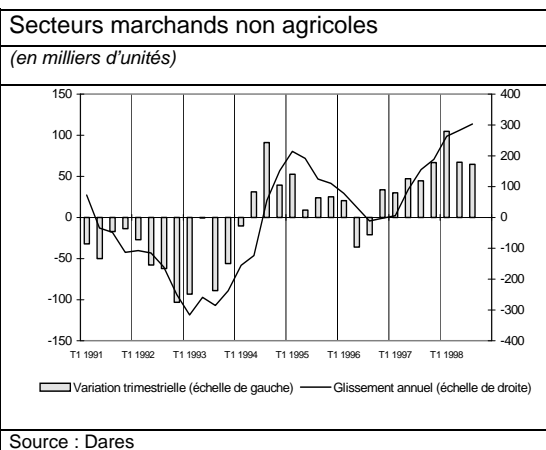
Des créations d'emplois dynamiques

L'évolution de la consommation des ménages est, en effet, soutenue par des créations d'emplois plus nombreuses, du fait de la bonne tenue de la croissance. Ainsi, au troisième trimestre 1998, 64 600 emplois nets ont été créés, après 66 700 au trimestre précédent et 104 600 au premier trimestre 1998.

Cette hausse provient, une nouvelle fois, du dynamisme des créations d'emplois dans le secteur tertiaire. Toutefois, une partie de ces emplois correspond, en fait, à des emplois intérimaires destinés aux autres secteurs de l'industrie : ainsi, au troisième trimestre 1998, sur les 76 100 créations nettes d'emplois enregistrées dans le secteur tertiaire, 48 700 l'ont été dans les services aux entreprises, dont une grande part est imputable à l'intérim.

Sur un an, entre le troisième trimestre 1997 et le troisième trimestre 1998, 303 000 emplois salariés marchands ont été créés, ce qui correspond à un glissement de 2,3 % (+ 1,2 % sur la période de douze mois précédente).

Effectifs salariés

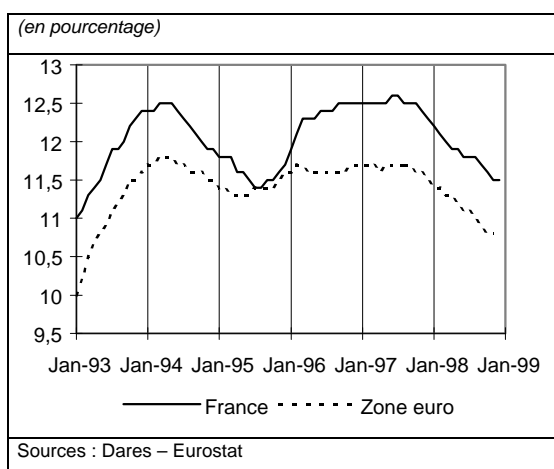


Pour l'ensemble de l'année 1998, compte tenu des créations d'emplois jeunes, la croissance de l'emploi total pourrait atteindre un peu plus de 390 000 postes, selon l'INSEE.

Le nombre de demandeurs d'emplois (catégorie 1) ayant travaillé moins de 78 heures dans le mois a diminué de 5,0 % sur un an et le taux de chômage, qui reste stable en décembre, à 11,5 % de la population active, s'est replié de 0,8 point sur un an. Dans la zone euro, le taux de chômage a également baissé de 0,8 point sur un an en novembre, à 10,8 % de la population active.

Le nombre de demandeurs d'emploi inscrits depuis plus d'un an à l'ANPE s'est replié sur un an, mais il représente une part croissante des demandeurs d'emploi de catégorie 1 (38,1 % en décembre 1998). En effet, la diminution des demandeurs d'emploi a principalement concerné les moins de 25 ans.

Taux de chômage au sens du BIT



Une hausse soutenue du revenu des ménages

L'amélioration de la situation de l'emploi a permis une progression plus rapide du revenu des ménages depuis le début de l'année.

Ainsi, à la fin du troisième trimestre 1998, selon les derniers comptes trimestriels de l'INSEE, l'acquis de croissance du revenu disponible brut des ménages atteignait déjà 3,5 % en termes nominaux, contre une hausse de 3,5 % également, en moyenne annuelle en 1997.

Le dynamisme du revenu sur cette période reflète, pour l'essentiel, celui des revenus d'activité, la masse salariale brute progressant de 3,6 % sur un an à la fin du troisième trimestre, grâce aux nombreuses créations d'emplois, alors que l'évolution du taux de salaire horaire dans les secteurs marchands était beaucoup plus modérée (+ 2,3 % en glissement annuel à la fin du troisième trimestre 1998). S'y est ajouté l'impact favorable de l'évolution des cotisations salariales au premier semestre (bascullement des cotisations salariales sur la CSG le 1^{er} janvier).

La situation financière des entreprises et des ménages demeure satisfaisante

Selon la dernière enquête financière de la Banque, grâce à la situation de trésorerie des entreprises dans l'ensemble toujours très satisfaisante, les difficultés de paiement ont de nouveau fortement diminué au cours du quatrième trimestre 1998.

À la fin du mois de décembre 1998, les crédits bancaires aux sociétés destinés à l'investissement enregistraient une hausse de 7,7 % sur douze mois. Cette évolution a été facilitée par la baisse des conditions de financement pratiquées par les banques. Au quatrième trimestre 1998, le coût moyen du crédit aux entreprises s'établissait, selon l'enquête de la Banque, à 4,55 % pour les crédits à moyen et long terme, contre 5,95 % sur la période correspondante de l'année précédente.

Par ailleurs, selon la dernière enquête mensuelle de conjoncture de l'INSEE auprès des ménages, la situation financière des personnes interrogées apparaissait encore très favorable, atteignant un niveau historiquement élevé à la fin du quatrième trimestre 1998.

À court terme, la croissance continuerait d'être soutenue par la consommation des ménages

En définitive, à la fin de l'année 1998, le dynamisme de l'emploi et de la consommation des ménages apparaissent comme les principaux soutiens de la croissance de l'économie française, qui devrait s'établir aux environs de 3 %, en moyenne annuelle, en 1998.

L'analyse détaillée des résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France confirme que le rythme de progression de l'activité dans l'industrie manufacturière continue de se ralentir.

Dans les autres secteurs, la situation apparaît plus favorable. Selon l'enquête de la Banque, l'activité devrait continuer de progresser dans le bâtiment et les services marchands.

Par ailleurs, le comportement de consommation des ménages devrait continuer d'être bien orienté à court terme. Ainsi, selon l'enquête mensuelle de conjoncture de l'INSEE auprès des ménages, le solde des opinions sur l'opportunité à faire des achats importants s'est encore redressé en janvier 1999, alors qu'il était devenu positif, le mois précédent, pour la première fois depuis le début de l'enquête en janvier 1987.

Les dépenses d'investissement ont connu une nouvelle hausse au quatrième trimestre 1998. Les projets prévus au premier semestre ont, en effet, continué d'être mis en force en fin d'année, dans un contexte de taux d'intérêt particulièrement attractifs, et malgré le ralentissement de l'activité. Les anticipations d'investissements pour 1999 apparaissent, quant à elles, très contrastées selon les secteurs concernés et la taille des entreprises. Ainsi, des investissements, tant de productivité que de renouvellement, sont parfois prévus pour le premier semestre 1999 par certains chefs d'entreprise, tandis que d'autres adoptent un comportement plus attentiste et ne devraient pas investir avant le second semestre, en fonction de l'activité constatée en début d'année. Aussi, l'investissement des entreprises industrielles pourrait se stabiliser en 1999, d'après l'enquête de l'INSEE réalisée début octobre 1998.

Au total, l'activité devrait progresser à un rythme plus modéré en 1999. La croissance du PIB atteindrait 2,7 % selon les prévisions gouvernementales et 2,4 % selon celles de l'OCDE.

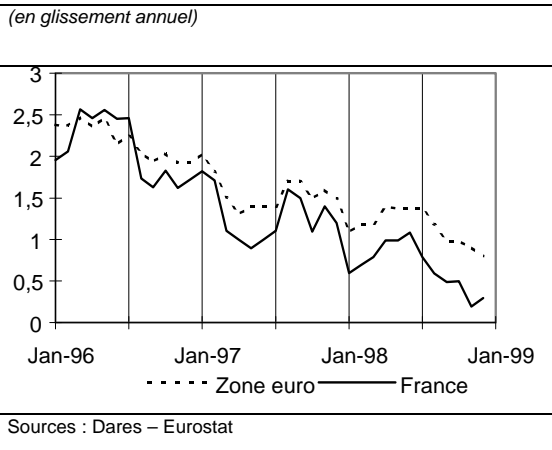
1.2. L'évolution des prix

Une faible hausse des prix de détail

Selon l'INSEE, l'indice des prix de détail (base 100 en 1990) a augmenté de 0,1 % en décembre, après être resté stable le mois précédent. En glissement sur douze mois, l'indice des prix à la consommation progresse de 0,3 %, comme le mois précédent, contre +1,1 % en décembre 1997. Hors tabac, l'indice des prix progresse de 0,1 % (+0,3 % sur douze mois).

La France se situait ainsi, en décembre 1998, parmi les trois pays européens enregistrant les meilleures performances en termes d'inflation. À la fin de ce mois, la hausse des prix, selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) atteignait 0,7 % en moyenne annuelle en 1998, contre 1,3 % en 1997.

Indice harmonisé des prix à la consommation



Les *prix alimentaires* ont augmenté de 0,1 % en décembre (+0,5 % sur un an), sous l'effet de la hausse de 0,9 % du prix des produits frais (+2,1 % sur un an). Les prix de l'alimentation hors produits frais n'ont, quant à eux, pas varié sur le mois (+0,4 % sur douze mois).

Les *prix des produits manufacturés* du secteur privé ont progressé de 0,1 %. Sur un an, ils sont stables. Les prix de l'habillement-chaussure se sont accrus de 0,2 % (0,0 % sur un an). Les prix des autres produits manufacturés du secteur privé n'ont pas varié sur le mois (0,0 % sur un an). Les prix des automobiles ont diminué de 0,3 % en décembre, mais progressent de 0,6 % sur un an.

Les *prix des services du secteur privé* se sont redressés (+0,2 % sur le mois) et leur glissement sur un an atteint +2,0 %, comme le mois précédent.

Les *prix des tarifs publics hors énergie* augmentent de 0,2 % en décembre, en raison d'une hausse des prix des transports ferroviaires (+0,2 %) due à la mise en place de la nouvelle grille tarifaire de la SNCF et à l'accroissement saisonnier des transports aériens (+2,1 %). Le glissement annuel des prix des tarifs publics hors énergie s'est établi à +1,5 % en décembre et celui des services publics à +0,8 %.

Les *prix du secteur de l'énergie* ont de nouveau diminué en décembre (-0,3 % et -5,2 % sur douze mois). Les prix des produits pétroliers se contractent de 0,6 % (7,1 % sur un an). Les prix des carburants diminuent également de 0,6 % sur le mois (-5,6 % sur un an) et ceux des fiouls domestiques de 1,2 % (-18,8 % sur douze mois). Au cours de ce même mois, le prix du gaz de ville est stable (-4,9 % en glissement annuel), comme celui de l'électricité (-1,9 % sur un an).

Les *prix des services de santé* augmentent de 0,4 % sur le mois (+0,4 % sur un an).

Les *prix de l'ensemble loyer-eau* ont progressé de 0,1 % en décembre et de 2,2 % sur un an.

Malgré l'accélération de l'activité et la progression plus rapide du pouvoir d'achat des salaires, la diminution des prix du pétrole et des matières premières ainsi que l'évolution modérée des prix de l'alimentation ont fortement pesé sur l'évolution de l'indice national des prix à la consommation. Ainsi, en données cumulées sur 1998, le secteur de l'énergie a contribué négativement à la hausse de l'indice (-0,47 point, après -0,02 point en 1997) et le secteur de l'alimentation n'a contribué qu'à hauteur de 0,13 point à la progression de l'indice (+0,54 point en 1997).

La tendance de fond de la progression des prix, mesurée par les indicateurs d'inflation sous-jacente est, cependant, plus élevée (+ 1,0 % sur douze mois en décembre, selon l'INSEE). Par construction, de tels indices ne sont, en effet, pas affectés par certains facteurs conjoncturels (notamment les aléas sur le prix de l'énergie et des produits frais) qui peuvent faire varier fortement l'indice d'ensemble.

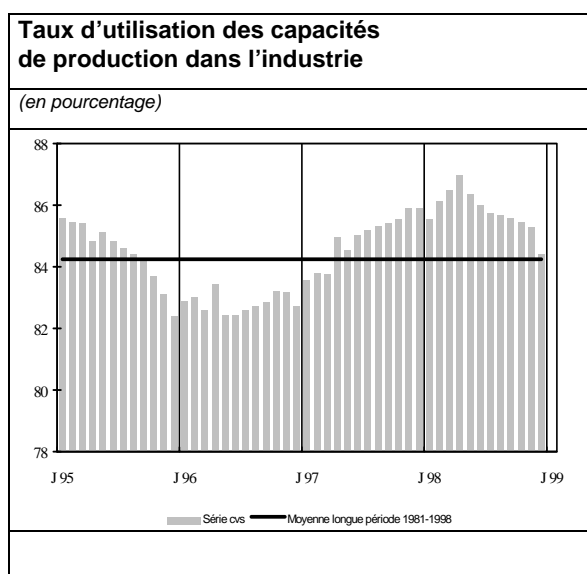
Les prix de vente industriels des biens intermédiaires s'inscrivent en baisse

En liaison avec la baisse des prix des matières premières et le net ralentissement économique qui affecte les économies de plusieurs pays émergents, les prix de vente industriels des biens intermédiaires diminuent depuis plusieurs mois.

En décembre, ils ont ainsi baissé de 0,4 %, après - 0,3 % en novembre ; leur glissement annuel s'établit à - 2,6 % en décembre, contre + 0,7 % un an auparavant. Sur le quatrième trimestre, les prix de vente industriels des biens intermédiaires ont baissé de 1,1 % en moyenne, soit la plus forte baisse observée depuis le quatrième trimestre 1995. En moyenne annuelle, les prix de vente industriels des biens intermédiaires se sont repliés de 0,9 % en 1998, après - 0,5 % en 1997.

Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie avoisine son niveau de longue période

En décembre 1998, selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, le taux d'utilisation des capacités de production a fléchi et rejoint sa moyenne de longue période.



Les goulots de production dans l'industrie se sont accrus au cours du quatrième trimestre 1998. La proportion d'entreprises qui y sont confrontées s'établit, selon l'INSEE, à 31 % dans l'industrie manufacturière en janvier 1999, contre 24 % en octobre 1998, en raison de la forte croissance constatée dans l'automobile.

Compte tenu de tous ces éléments, la hausse des prix à la consommation, qui a atteint 0,7 % en 1998 en moyenne annuelle, après 1,2 % en 1997, resterait très mesurée à court terme, en raison principalement de la baisse constatée des prix des matières premières.

1.3. La compétitivité

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

En janvier, en moyenne mensuelle, le dollar s'est légèrement raffermi et le yen a continué de s'apprécier. La livre sterling a faiblement varié. Les devises de l'Asie émergente se sont globalement stabilisées. De son côté, le bloc des monnaies d'Amérique latine a nettement reculé, sous l'effet de la dévaluation du real brésilien.

Au total, l'indicateur de compétitivité de l'économie française exprimé en euros, calculé vis-à-vis d'un ensemble de 42 pays¹, fait ressortir une légère amélioration pour le mois de janvier.

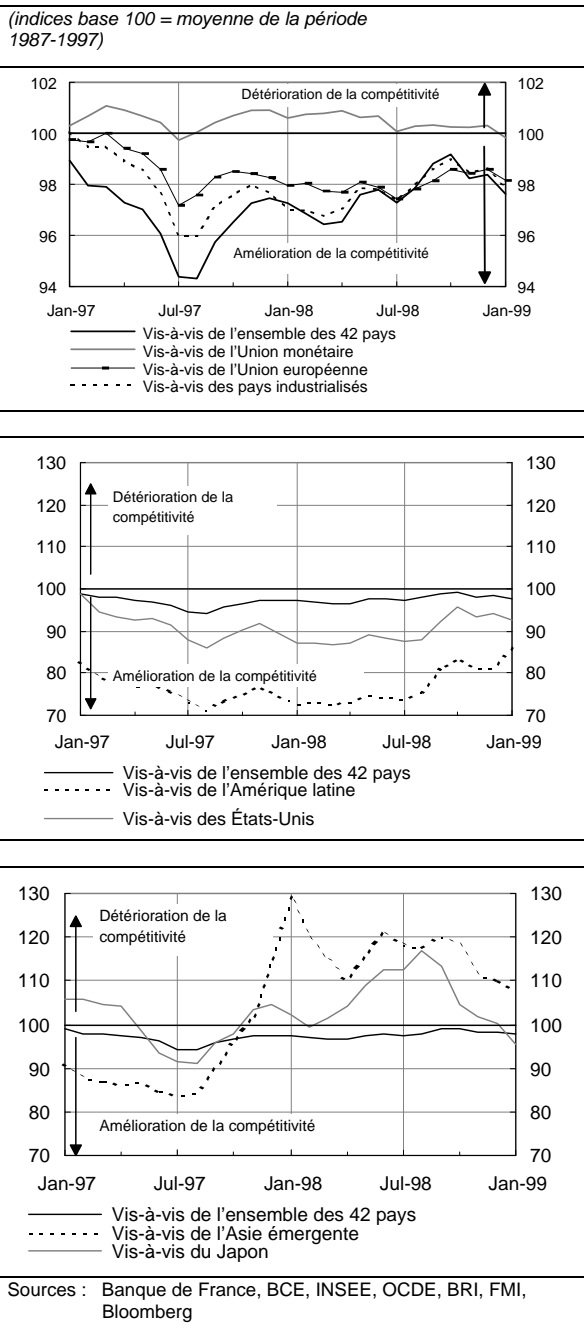
Relativement stable vis-à-vis des pays européens, la compétitivité française a progressé par rapport à celle des États-Unis et surtout celle des pays d'Asie. Ces mouvements ont été en partie compensés par une dégradation à l'égard de l'Amérique latine.

Par rapport au niveau moyen calculé sur la période 1987-1997, la France conserve, en janvier 1999, un léger avantage de compétitivité par rapport à ses 42 partenaires et à ceux de l'Union européenne. Les gains de compétitivité de la France ont été un peu plus importants vis-à-vis des États-Unis et surtout des pays d'Amérique latine.

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

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

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

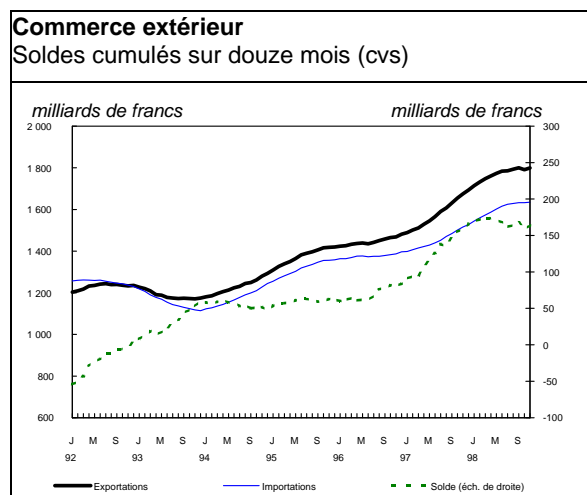


Face aux partenaires de l'Union monétaire, la compétitivité française marque une relative stabilité, la variation reflétant désormais exclusivement les écarts de prix.

Vis-à-vis du Japon, les pertes dues à la baisse du yen ont été gommées au cours du second semestre de 1998 et la compétitivité de la France est revenue en fin de période sur la tendance moyenne des années 1987-1997. À l'égard des pays émergents d'Asie, la situation compétitive reste défavorable à la France, en dépit de l'amélioration enregistrée depuis le dernier trimestre de 1998.

1.4. Le commerce extérieur en novembre 1998

Évolution globale (données douanières FAB-FAB cvs)



Source : Douanes

Après un creux en octobre (+ 9,5 milliards de francs), l'excédent commercial s'établit en novembre à 15,9 milliards en données cvs, au-dessus de la moyenne des dix premiers mois de l'année (13,2 milliards). Ce résultat provient d'un redressement des exportations, à 150,4 milliards de francs (4,9 %), les importations restant presque stables, à 134,5 milliards (+ 0,5 % par rapport à octobre).

Le solde cumulé sur les onze premiers mois de l'année (147,8 milliards de francs) se rapproche ainsi de son niveau de 1997 (150,1 milliards).

Du fait des performances réalisées par la branche automobile et le secteur des biens d'équipement professionnels, l'excédent industriel se redresse fortement (+ 11,1 milliards de francs, contre + 5,2 milliards en octobre).

Au plan géographique, le solde des échanges avec les pays d'Asie en développement rapide se rétablit (-0,2 milliard de francs, contre -2,2 milliards le mois précédent) et le creusement du déficit avec le Japon semble avoir été enravé. L'excédent à l'égard de l'Afrique progresse de 1,7 milliard de francs à 4 milliards.

Orientation géographique (données douanières CAF-FAB cvs)

- L'excédent avec les *pays de l'Union européenne* baisse légèrement (5,4 milliards de francs, après 5,7 milliards en octobre), sous l'effet d'un repli un peu plus accentué des exportations (-2,0 %) que des importations (-1,7 %). Cependant, les flux d'échanges se maintiennent à un niveau élevé.

Dans ce contexte relativement stable, les ventes à destination de l'Allemagne se contractent néanmoins de plus de 0,9 milliard de francs, tandis que les exportations vers l'Espagne progressent de plus de 0,5 milliard, en particulier grâce à la branche automobile.

- Le déficit avec les *autres pays de l'OCDE* se stabilise à 1,6 milliard de francs.

L'amélioration du solde des échanges avec les États-Unis est liée notamment à l'importance des ventes aéronautiques en novembre. L'aggravation du déficit avec le Japon, observée les mois précédents, semble avoir été enravée grâce à une reprise des exportations d'électronique professionnelle, de vins et d'alcools à destination de ce pays.

- L'excédent avec la *zone hors OCDE* s'accroît de 3,5 milliards de francs.

Le solde déficitaire des échanges avec les *pays d'Asie en développement rapide* se redresse de plus de 2,1 milliards de francs, grâce au rétablissement des ventes dans cette région, particulièrement dans le secteur aéronautique. La bonne orientation des exportations de biens de consommation (tissus, produits pharmaceutiques) vers l'*Afrique* et la vente d'un paquebot portent le solde positif avec cette zone à près de 4 milliards de francs.

1.5. La balance des paiements en novembre 1998

En novembre 1998, l'excédent des transactions courantes s'établit à 18,3 milliards de francs en données brutes (+22,6 milliards en données cvs, après +24,3 milliards en octobre). En cumul sur onze mois, il dépasse celui de la période correspondante de 1997 (+213,3 milliards de francs, contre 206,4 milliards) dans un contexte de ralentissement global de la croissance des échanges de biens et services².

Compte tenu d'erreurs et omissions négatives, des entrées de capitaux de 22,8 milliards de francs sont intervenues, tout particulièrement au titre des dépôts-crédits du secteur bancaire, tandis que les investissements de portefeuille se traduisaient par des placements nets à l'étranger de 61,9 milliards de francs.

Sur onze mois, des achats importants de titres étrangers par les résidents ont été notés pour 691,5 milliards de francs, dont 70 % portent sur des devises de la zone euro, soit près du double de ceux qui ont été enregistrés sur la période correspondante de 1997. Les non-résidents ont, eux aussi, accru fortement leurs achats de titres français, à hauteur de 341 milliards de francs dont :

- près de 60 % en valeurs du Trésor, ce qui porte le taux de détention de la dette publique par les non-résidents à 16,2 % ;

- 73,3 milliards de francs en actions, ce qui correspond à une capitalisation boursière détenue par les non-résidents à hauteur de 31 %.

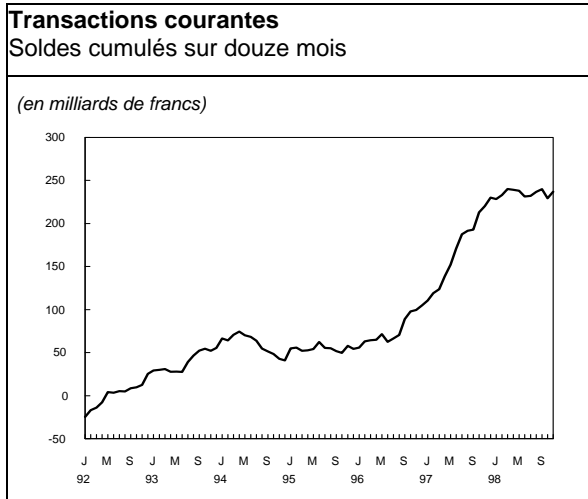
Depuis le début de l'année, les placements nets de portefeuille (-350,5 milliards de francs) ont été financés par le secteur bancaire (+377,6 milliards, contre +62,7 milliards sur onze mois en 1997).

1.5.1. Les transactions courantes

Les transactions courantes affichent, en novembre, un excédent en léger repli, à 22,6 milliards de francs, au lieu de 24,3 milliards le mois précédent, en données cvs (+18,3 milliards de francs, après +21,1 milliards, en données brutes). De plus fortes dépenses enregistrées au

² Cf. tableaux n^{os} 8, 9 et 10 de la partie « Statistiques »

titre des services et un accroissement du solde structurellement déficitaire des transferts courants concourent à ce résultat. À l'encontre de cette tendance, l'excédent des biens et des revenus s'accroît toutefois sensiblement. Globalement, le montant net des transactions courantes, en novembre, reste supérieur à la moyenne des douze derniers mois (+ 19,8 milliards de francs en données cvs).

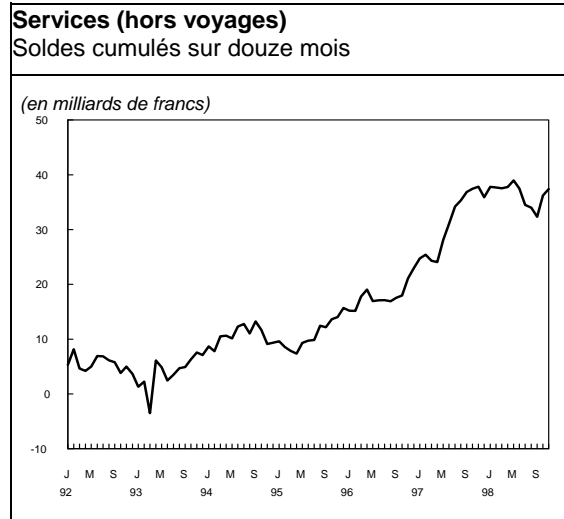


Avec 218,2 milliards de francs, l'excédent cumulé des transactions courantes des onze premiers mois de 1998 reprend, grâce au chiffre de novembre, une certaine avance sur les résultats de l'année précédente (+ 209,6 milliards de francs à fin novembre 1997), malgré un rythme de progression des dépenses toujours plus soutenu que celui des recettes (+ 8,3 %, contre + 7,9 %). Sur l'année 1998, le rapport du solde des transactions courantes au PIB pourrait atteindre 2,7 % (extrapolation sur la base d'une croissance du PIB de 3,9 % en valeur par rapport à 1997).

Les biens (données cvs)

En novembre, l'excédent des échanges de biens augmente sensiblement (14,2 milliards de francs, après 10,3 milliards), grâce à la bonne tenue du commerce extérieur. Son rythme annuel de progression continue cependant de ralentir. En cumul sur les onze premiers mois de l'année, le solde des biens se situe, en effet, dorénavant en retrait par rapport à celui de 1997 (145,4 milliards de francs, contre 148,8 milliards).

Les services (données cvs)



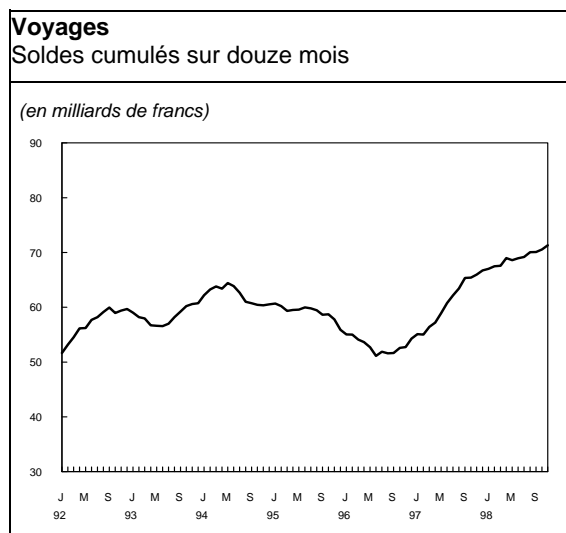
Malgré une légère décélération, les services demeurent bien orientés en novembre, avec un solde excédentaire de 12 milliards de francs, très proche de celui observé en octobre (+ 12,2 milliards).

En cumul sur onze mois, les services accentuent leur avance sur les résultats de l'année précédente, avec un solde excédentaire de 101,7 milliards de francs, contre 95,2 milliards. Sur l'ensemble de la période, les recettes des services ont progressé à un rythme plus rapide que les dépenses (respectivement + 5,6 % et + 5,2 %).

Le solde excédentaire des *voyages*, premier poste des services, progresse de 1,6 milliard de francs d'un mois à l'autre. Ce mouvement prolonge la tendance de l'année 1998, qui se présente comme une nouvelle année record, tant sur le plan de la fréquentation touristique (70 millions de visiteurs, selon le secrétariat d'État au Tourisme) que sur celui des recettes touristiques enregistrées en balance des paiements (+ 8,5 % par rapport à 1997). Outre les retombées positives de la « Coupe du monde » de football, la France a aussi bénéficié, sur le reste de la période, d'un afflux de visiteurs en provenance des pays européens et des États-Unis.

Les dépenses des Français à l'étranger se sont également développées en rythme annuel (+ 8,9 %), confirmant le haut niveau de consommation des ménages en matière de tourisme.

En cumul depuis le début de l'année, le solde excédentaire des voyages atteint 65,7 milliards de francs et il devrait, selon toute vraisemblance, dépasser 70 milliards pour l'ensemble de l'année.



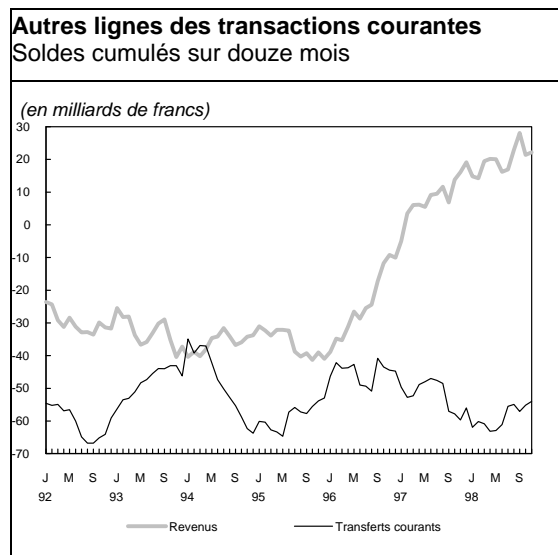
Les autres lignes des services font également preuve de dynamisme. Il en est ainsi des *services de construction*, dont le solde cumulé sur les onze premiers mois de l'année s'établit à + 13,3 milliards de francs, contre + 10,7 milliards en 1997, et des *autres services aux entreprises*, dont le solde, au cours de la même période, se maintient pratiquement au niveau de 1997 (+ 29 milliards de francs, après + 30 milliards), malgré la chute des recettes du *négoce international* (- 20,5 %).

Les revenus (données cvs)

Le solde excédentaire des revenus se consolide, en novembre, à 4,8 milliards de francs, contre 2,6 milliards le mois précédent, ce qui porte le solde cumulé à + 30,2 milliards de francs, contre + 23,7 milliards à fin novembre 1997.

- Les *revenus des investissements directs* enregistrent un net repli (- 0,7 milliard de francs, contre + 2,6 milliards en octobre), provoqué par un accroissement des dividendes rapatriés par les maisons mères étrangères.
- Les *revenus sur les investissements de portefeuille*, déficitaires de 2,5 milliards de francs en octobre, se redressent, pour devenir excédentaires de 3,4 milliards, à la suite d'une contraction des dividendes et intérêts versés aux non-résidents et d'une stabilisation des intérêts perçus par les résidents.

- Le solde des *revenus des autres investissements* devient déficitaire, en novembre (- 0,9 milliard de francs, contre + 0,6 milliard en octobre), en raison d'une diminution des recettes enregistrées au titre des opérations interbancaires et d'une progression des intérêts versés à l'étranger sur les opérations de swaps.



Les transferts courants (données brutes)

À 7 milliards de francs, le déficit s'accroît par rapport à octobre (- 6,3 milliards), en raison d'une augmentation des transferts financiers vers les institutions de l'Union européenne. En cumul sur onze mois, le déficit des transferts courants ressort à 50,7 milliards de francs, contre 52,6 milliards à fin novembre 1997.

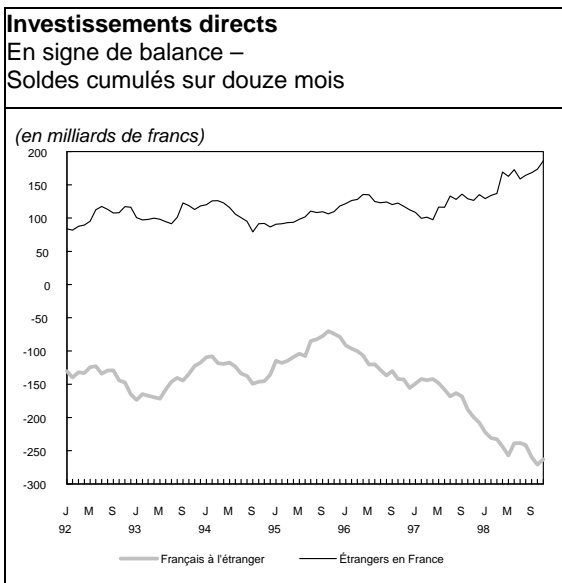
1.5.2. Le compte de capital

L'excédent des transferts en capital est revenu de 1,7 milliard de francs en octobre à 0,2 milliard en novembre. Ce résultat porte le solde cumulé de la ligne à 6,6 milliards de francs pour les onze premiers mois de l'année, contre 8,1 milliards pour la période correspondante de 1997.

1.5.3. Le compte financier

Les flux financiers, hors avoirs de réserve, sont à l'origine d'entrées nettes s'élevant à + 40,8 milliards de francs, en vive progression par rapport à octobre (+ 3,4 milliards). Le solde fortement positif des autres investissements (+ 102,4 milliards de francs) compense très largement les sorties liées aux investissements de portefeuille (- 61,9 milliards).

Investissements directs

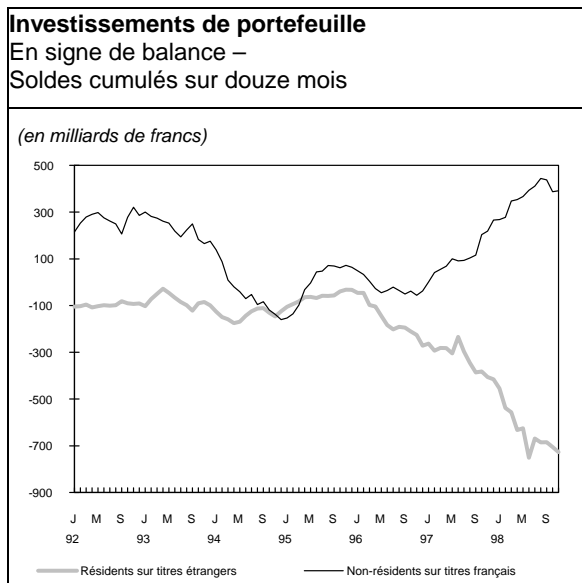


Après des sorties nettes élevées en octobre, à hauteur de 32 milliards de francs, les flux d'investissements directs se caractérisent en novembre par un solde proche de l'équilibre (+ 0,3 milliard).

Les flux nets d'investissements français à l'étranger enregistrent un recul sensible (13,8 milliards de francs, contre 44,3 milliards en octobre), en raison d'un tassement des opérations en capital social (6,4 milliards, contre 22,1 milliards le mois précédent) et des autres opérations (6,3 milliards, après 21,1 milliards en octobre).

Les investissements étrangers en France progressent légèrement (14,1 milliards de francs, contre 12,3 milliards en octobre), moins sous l'effet des opérations en capital social, stables à hauteur de 3,9 milliards, après 3,6 milliards le mois précédent, qu'en raison d'une hausse des flux dus aux autres opérations (10 milliards, après 8,4 milliards en octobre).

Investissements de portefeuille



Après un excédent de 7,1 milliards de francs en octobre, les investissements de portefeuille (produits financiers dérivés inclus) renouent avec des sorties nettes de grande ampleur (- 61,9 milliards).

Les achats nets de titres étrangers par les résidents, en fort accroissement en novembre (76,8 milliards de francs, après 24 milliards en octobre), sont principalement axés sur les obligations (46,7 milliards), en particulier sur les titres japonais et européens (zone euro), et, dans une moindre mesure, sur les instruments du marché monétaire étrangers (14 milliards). En comparaison, les achats nets d'actions étrangères apparaissent modérés (2,1 milliards de francs).

Les achats nets de titres français par les non-résidents marquent quelque peu le pas (15 milliards de francs, contre 31 milliards en octobre), en raison d'un important mouvement de dégagement sur les titres à court terme (- 9,7 milliards). En revanche, les achats nets d'actions et de titres d'OPCVM français (2,4 milliards de francs) et d'obligations françaises (11,6 milliards) sont relativement stables au regard du mois précédent.

Autres investissements

En novembre 1998, les « Autres investissements » ont été à l'origine d'entrées nettes de capitaux très importantes (102,4 milliards de francs, après 28,3 milliards en octobre), une augmentation des engagements de 68,4 milliards s'étant conjuguée à une diminution des créances de 34 milliards.

L'essentiel du mouvement résulte des opérations du secteur bancaire, qui se sont soldées par des entrées nettes de 89,1 milliards de francs. On observe une forte progression des emprunts nets en devises des banques résidentes (+ 115,6 milliards de francs, contre - 38 milliards en octobre), notamment en dollars mais également en écus, et, dans le même temps, un léger accroissement des prêts nets de francs aux non-résidents (- 26,5 milliards).

Les flux financiers des autres secteurs ont donné lieu à des entrées nettes de 13,3 milliards de francs, du fait, notamment, de rapatriements, par les résidents, d'avoirs à l'étranger.

Avoirs de réserve

Les avoirs de réserve bruts ont enregistré une augmentation de 18 milliards de francs en novembre et se sont accrus de 97,2 milliards sur les onze premiers mois de l'année.

2. Les comportements monétaires et financiers

Dans la zone euro, le glissement annuel de l'agrégat monétaire large M3 s'est établi à 4,5 % en décembre 1998, après + 4,7 % à fin novembre. Sur la période allant d'octobre à décembre 1998, la moyenne des glissements annuels de M3 s'est établie à + 4,7 %. Le ralentissement de M3 en décembre a reflété, essentiellement, une moindre demande des instruments négociables inclus dans M3 (*titres de créance émis, pensions, titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire*), avec une baisse de leur encours, en décembre, de 49 milliards d'euros. À l'inverse, le glissement annuel des dépôts à vue a légèrement accéléré (de + 10,8 % en novembre à + 11,1 % en décembre) ¹.

L'observation des contreparties de M3 montre un décalage de croissance entre la masse monétaire et le crédit. Les prêts distribués par les *institutions financières monétaires* (IFM) aux résidents de la zone euro ont progressé de 7 % sur un an, en décembre comme en novembre. Leur impact nettement expansif sur M3 (+ 9,1 points en termes de contribution à la variation annuelle de M3) et, plus globalement, celui des créances des IFM sur les résidents de la zone euro (+ 9,9 points) ont été partiellement compensés par l'impact restrictif des opérations avec l'extérieur (- 2,6 points) et des ressources non monétaires des IFM (- 2 points).

Ce diagnostic contraste quelque peu avec les résultats pour la France tels qu'ils ressortent des indicateurs suivis par la Banque de France depuis l'entrée en Union monétaire. Ceux-ci montrent un ralentissement de la progression annuelle des dépôts très liquides. Le taux de croissance annuel des dépôts à vue est revenu de + 3,9 % en novembre 1998 à + 1,1 % en décembre. Celui des comptes sur livrets a atteint + 5,2 % en décembre, après + 5,7 % le mois précédent. Cette décélération semble correspondre à une préférence accrue des résidents français pour les actifs négociables, qui offrent de meilleures perspectives de rendement. En particulier, les ménages ont affecté une part accrue de leurs flux d'épargne aux souscriptions de titres d'OPCVM monétaires, mais aussi et surtout de titres d'OPCVM actions et diversifiés.

De façon concomitante, la distribution de crédit a été moins dynamique en France que dans la zone euro. Notamment, les crédits des IFM y ont progressé de 1,9 % sur un an en décembre, contre + 7,0 % dans la zone euro. Toutefois, la croissance annuelle de l'endettement *via* les marchés internes s'est renforcée. Ainsi, le glissement annuel de l'endettement intérieur total s'est accéléré, passant de + 3,6 % en novembre 1998 à + 4,1 % en décembre.

Principaux indicateurs monétaires et financiers – Zone euro et France

	Encours Décembre 1998	<i>(encours en milliards d'euros, variations et parts en pourcentage)</i>		
		Glissement annuel		Part dans la zone euro
		Novembre 1998	Décembre 1998	Décembre 1998
Zone euro				
M1	1 767,2	8,7	9,2	
M2	3 875,6	5,0	5,5	
M3	4 436,0	4,7	4,5	
Crédits des IFM	5 940,0	7,0	7,0	
France				
Dépôts à vue	275,1	3,9	1,1	19,0
Comptes sur livrets	272,3	5,7	5,2	23,3
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	204,5	4,7	4,8	65,5
Crédits des IFM	1 012,9	3,5	1,9	17,1
Endettement intérieur total	1 788,0	3,6	4,1	

¹ Données de cette section arrêtées au 1^{er} février 1999
Termes en italique précisés dans l'encadré ci-après

Définitions

1. Zones géographiques

Zone euro : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit : France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Mayotte

2. Secteurs économiques

Institutions financières monétaires (IFM) : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro tels que définis par la législation communautaire et toutes les institutions financières résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Administrations publiques = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales.

Secteur privé = sociétés non financières + ménages + sociétés d'assurance et fonds de pension + institutions à but non lucratif au service des ménages + autres intermédiaires financiers (OPCVM monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.)

Agents non financiers (ANF) = administrations publiques + secteur privé – autres intermédiaires financiers

Cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

3. Instruments financiers

Les dépôts à terme comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les dépôts avec un préavis inférieur ou égal à trois mois recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne-logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les pensions représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés.

Les titres autres que des actions ou titres de créance sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les instruments du marché monétaire correspondent à des titres émis à court terme par des IFM (durée initiale inférieure ou égale à un an) et négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt et les bons des institutions et sociétés financières (BISF).

Sont qualifiés de monétaires tous les actifs financiers entrant dans la composition de l'agrégat M3 suivi par la Banque centrale européenne.

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue.

M2 = M1 + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans.

M3 = M2 + pensions + titres d'OPCVM monétaires + instruments du marché monétaire + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans.

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale sont incluses dans M3.

Les crédits incluent les crédits à l'habitat, à la consommation, à l'investissement, de trésorerie, les autres crédits, les créances douteuses brutes, le crédit-bail, les avoirs en titres non négociables et les dettes subordonnées constituées sous la forme de dépôts ou de prêts.

Par souci de prendre en compte d'éventuels mouvements de substitution entre actifs en euros et actifs en devises, le suivi des instruments financiers s'appuie sur un critère « toutes devises ».

L'endettement intérieur total (EIT) mesure l'ensemble des financements des agents non financiers résidant en France, obtenu par voie d'endettement, soit auprès des institutions financières, soit sur les marchés de capitaux (monétaire ou obligataire), tant en France qu'à l'étranger.

2.1. Les placements

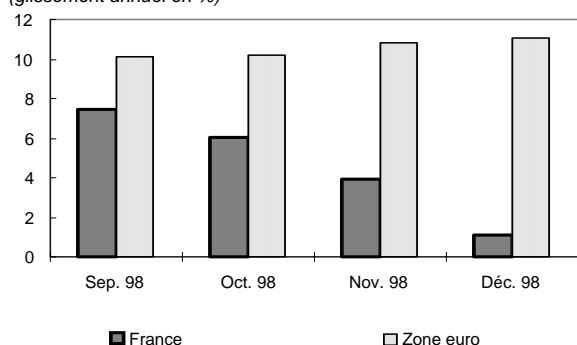
En France, le glissement annuel des dépôts à vue des résidents toutes devises confondues est revenu de + 3,9 % en novembre 1998 à + 1,1 % en décembre.

Il a été nettement moins soutenu que dans la zone euro (+ 11,1 %) :

- le dynamisme de la zone euro tient surtout à l'Allemagne et à l'Italie, qui regroupent respectivement 27 % et 24 % des dépôts à vue de la zone, contre 19 % pour la France ;
- ainsi, les contributions de ces deux pays à la croissance annuelle des dépôts à vue de la zone euro ont été respectivement de 3,9 points et de 2,3 points, contre seulement 0,2 point pour la France.

Dépôts à vue

(glissement annuel en %)



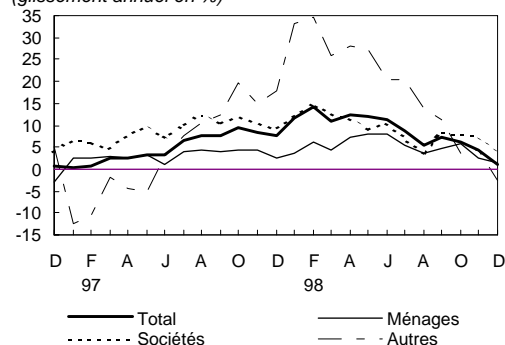
Sources : Banque de France, BCE

Les dépôts à vue des *résidents non financiers* (près de 98 % de l'ensemble) n'ont progressé que de 1,2 % en rythme annuel :

- ceux des ménages ne se sont accrus que de 1,4 % ; ceux des sociétés non financières ont progressé plus fortement (3,6 %) ; ceux des autres agents non financiers (organismes publics, administrations privées) ont diminué de 2,5 % ;
- plusieurs facteurs de ralentissement se sont conjugués : dégonflement des dépôts des organismes de Sécurité sociale, préférence accrue des ménages pour les placements boursiers, arbitrages des entreprises en faveur de placements négociables à échéance très courte.

Dépôts à vue des résidents non financiers

(glissement annuel en %)



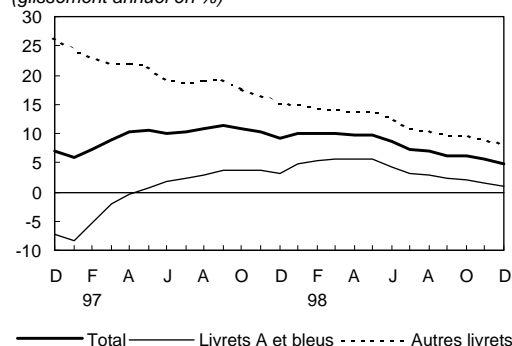
La croissance annuelle des comptes sur livrets a atteint + 4,9 % en décembre 1998, après + 5,5 % en novembre.

Le ralentissement amorcé au début de l'été 1998 s'est poursuivi. Il a touché tous les types de livrets :

- depuis la baisse de leur rémunération annuelle en juin dernier, de 3,5 % à 3,0 %, les livrets A et bleus ont enregistré une moindre progression de leur collecte. Leur glissement annuel s'est établi à + 1,0 %, après + 1,6 % en novembre ;
- les autres livrets ont progressé de 8,3 %, au lieu de + 9,0 % le mois précédent. Cette décélération traduit, notamment, un tassement de l'intérêt des épargnants pour les livrets soumis à l'impôt et les livrets jeunes, dont la rémunération a été déréglée en juin 1998 et a entraîné une baisse des taux dans l'ensemble des réseaux distributeurs.

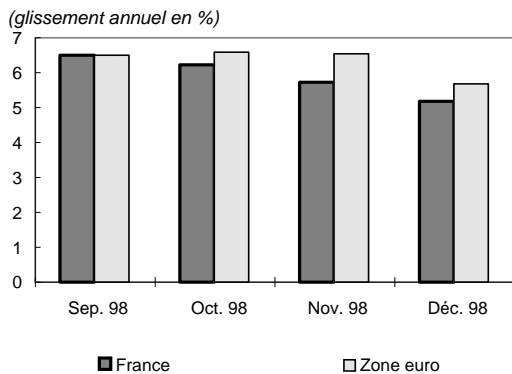
Comptes sur livrets

(glissement annuel en %)



Au plan européen, les comptes sur livrets entrent dans la catégorie des *dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois*. Dans la zone euro, ceux-ci ont progressé à un rythme annuel légèrement plus rapide qu'en France (+ 5,7 %), mais qui s'est également ralenti.

Dépôts remboursables avec préavis inférieur ou égal à 3 mois



Sources : Banque de France, BCE

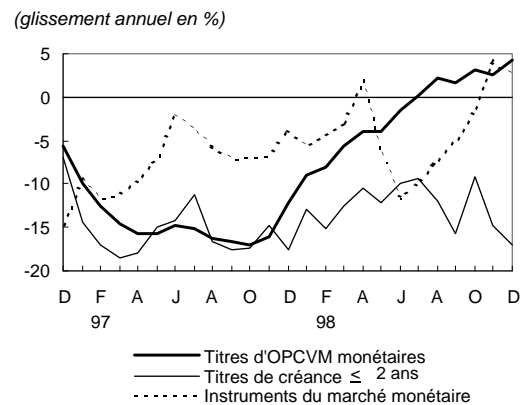
Le glissement annuel des placements monétaires à terme ou négociables des agents non financiers résidents auprès des IFM est revenu de - 1,7 % en novembre 1998 à - 2,6 % en décembre.

Cette baisse plus forte reflète les évolutions suivantes :

- le glissement annuel des *titres d'OPCVM monétaires* s'est renforcé, de + 2,6 % en novembre à + 4,3 % en décembre. Avec un rendement supérieur à celui des livrets soumis à l'impôt, cet instrument semble avoir retrouvé la faveur des ménages ;
- les placements en titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM et les *pensions* se sont de nouveau fortement contractés (respectivement - 17,1 % et - 75,3 % en décembre, après - 14,7 % et - 62,8 % en novembre) ;
- à l'inverse, les *dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans* ont diminué de 1,4 % sur douze mois, après un glissement annuel de - 0,9 % en novembre ;

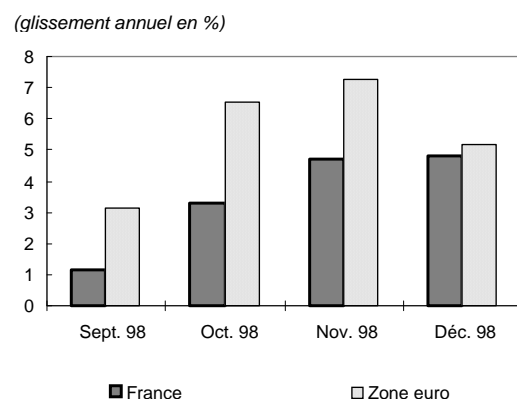
– les placements en certificats de dépôt des banques et en bons des institutions et sociétés financières, regroupés sous l'appellation *instruments du marché monétaire*, ont augmenté de + 2,6 % sur douze mois, après une variation annuelle de + 4,1 % en novembre.

Titres monétaires détenus par les agents non financiers résidents



Dans la zone euro, en décembre, l'encours total de ces placements a diminué de 1,4 % sur un an. La baisse s'est accentuée par rapport à novembre (- 0,3 %). L'évolution constatée en France a donc contribué également au ralentissement de M3 dans la zone.

Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire (en net)



Sources : Banque de France, BCE

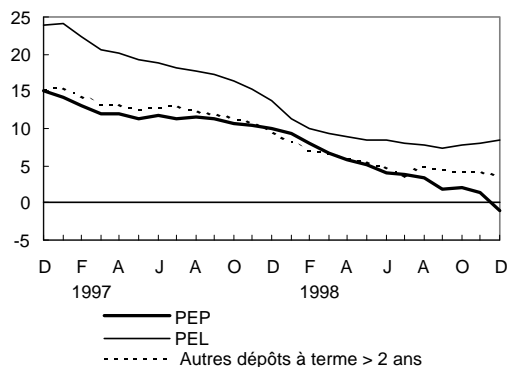
Les dépôts non monétaires des agents non financiers résidents ont progressé, en décembre 1998, de +2,9 % sur douze mois, après +3,4 % en novembre.

Cette décélération reflète principalement deux mouvements opposés :

- le glissement annuel des plans d'épargne-logement (PEL) est passé de +8,0 % en novembre à +8,4 % en décembre. Ce renforcement traduit, notamment, le caractère fortement attractif des plans les plus anciens, ouverts entre 1989 et 1993, qui comptent parmi les placements mobilisables les mieux rémunérés ;
- en revanche, l'évolution annuelle des plans d'épargne populaire (PEP) s'est inversée, de +1,4 % en novembre à -1,1 % en décembre, de nombreux plans arrivés à échéance n'ayant pas été renouvelés.

Dépôts non monétaires des agents non financiers résidents

(glissement annuel en %)



2.2. L'endettement

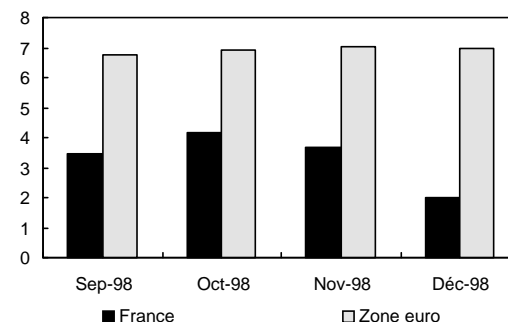
En France, la progression annuelle des crédits accordés par les IFM est passée de +3,7 % en novembre 1998 à +1,9 % en décembre.

La croissance des crédits y a été moins soutenue que dans la zone euro (+7 % sur un an, en novembre comme en décembre) :

- l'écart avec la zone euro est à relier d'abord au comportement des administrations publiques locales et de Sécurité sociale. En France, leurs encours de crédits ont diminué, en décembre, de 7,8 % sur un an, alors qu'ils ont été à peu près stables dans la zone (-0,2 %) ;
- la progression des crédits au secteur privé a également été moins dynamique en France (+3,5 % sur un an) que dans la zone euro (+8,3 %).

Crédits des IFM aux agents non financiers résidents

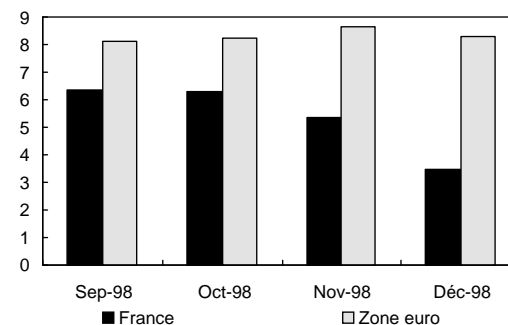
(glissement annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Crédits des IFM au secteur privé

(glissement annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

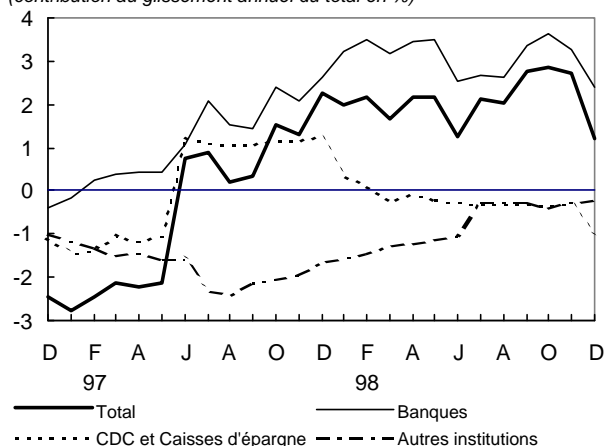
Outre l'activité des IFM, la prise en compte des crédits distribués par la Caisse nationale des autoroutes (CNA) et la Caisse nationale des télécommunications (CNT), qui ne sont pas des IFM, et des prêts titrisés donne une mesure plus large de la distribution de crédit en France. Toutefois, elle ne modifie pas le diagnostic : la croissance annuelle des crédits accordés par l'ensemble des institutions financières est revenue de +2,7 % en novembre à +1,2 % en décembre.

Ce mouvement a affecté les différents réseaux distributeurs de façon contrastée :

- le glissement annuel des crédits bancaires (accordés par les banques *stricto sensu*) s'est établi à +4,2 % en décembre, après +5,6 % en novembre ;
- les crédits obtenus auprès de la Caisse des dépôts et consignations et des caisses d'épargne ont continué de diminuer en rythme annuel (-5,6 % en décembre). Il en est de même pour les autres établissements financiers (-0,8 %).

Crédits par réseaux distributeurs

(contribution au glissement annuel du total en %)

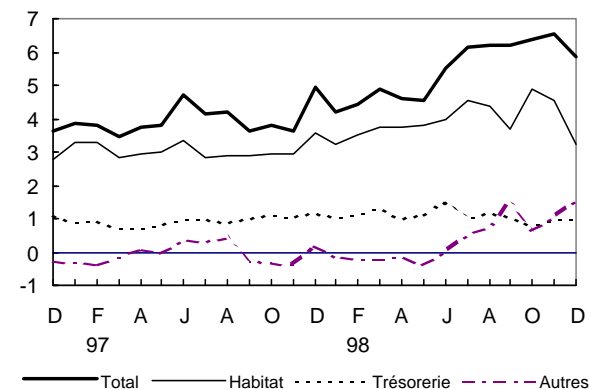


Les crédits bancaires *stricto sensu*, qui sont les plus significatifs pour le financement du secteur privé, ont bénéficié inégalement aux ménages et aux entreprises :

- le glissement annuel des crédits aux ménages est passé de + 6,6 % en novembre à + 5,8 % en décembre : stable pour les crédits de trésorerie (+ 5,8 %, après + 5,6 % en novembre), il s'est ralenti pour les crédits à l'habitat (de + 7,6 % en novembre à + 5,4 % en décembre) ;
- les crédits aux sociétés non financières ont progressé, en décembre, de 3,1 % sur un an, après + 3,9 % en novembre : les crédits de trésorerie ont nettement décéléré, de + 8,0 % en novembre à + 1,1 %, tandis que les crédits à l'investissement se sont accrus de 7,7 %, après + 6,6 % en novembre.

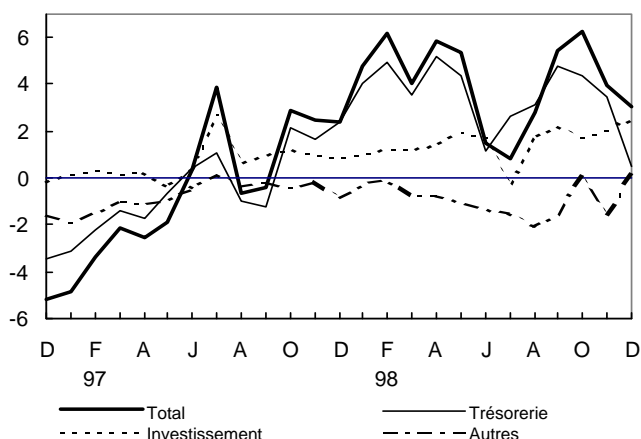
Crédits des banques aux ménages

(contribution au glissement annuel du total en %)



Crédits des banques aux sociétés non financières

(contribution au glissement annuel du total en %)



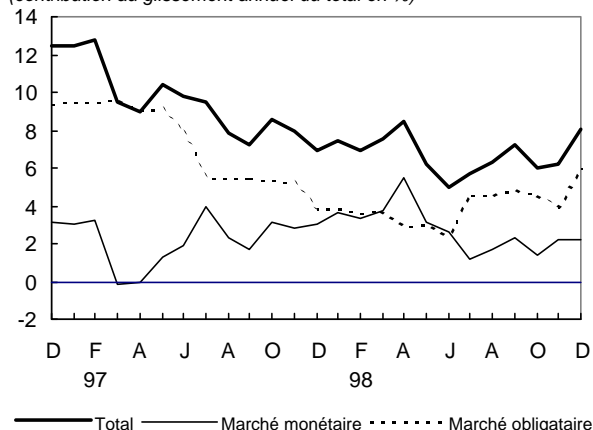
Le glissement annuel de l'endettement des agents non financiers résidents via les marchés internes a atteint + 8,1 % en décembre 1998, après + 6,2 % en novembre.

L'accélération s'est opérée de façon inégale selon les types de marchés :

- la progression annuelle de l'endettement monétaire a conservé un rythme soutenu (+ 6,5 % en décembre comme en novembre). Toutefois, l'encours des billets de trésorerie s'est fortement accru (+ 19,3 % sur un an). L'écart important entre taux de marché et taux débiteurs à court terme (environ 100 points de base, selon l'enquête trimestrielle de la Banque de France auprès des guichets bancaires) donne aux entreprises ayant accès au marché une forte incitation à recourir à ce type de financement plutôt qu'au crédit bancaire ;
- le rythme de croissance de l'endettement obligataire s'est sensiblement accentué (+ 8,9 % en décembre, après + 6,0 % en novembre) dans un contexte de baisse marquée des taux d'intérêt à long terme.

Endettement des agents non financiers via les marchés internes

(contribution au glissement annuel du total en %)



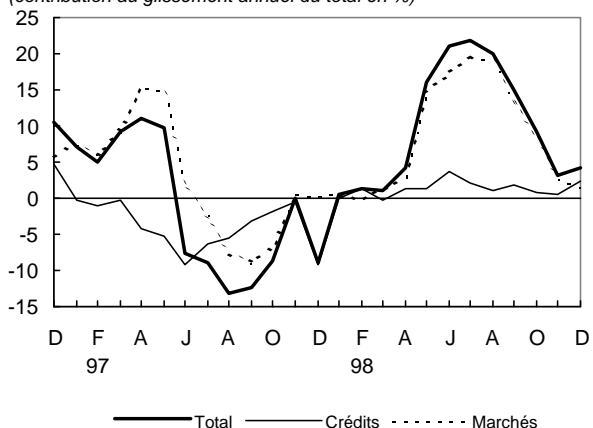
La croissance annuelle de l'endettement des agents non financiers résidents à l'étranger est passée de + 3,3 % en novembre 1998 à + 4,1 % en décembre.

Cette accélération recouvre des évolutions contrastées selon le support d'endettement :

- les crédits obtenus auprès des non-résidents ont progressé sur un an de + 5,4 % en décembre, après + 1,4 % seulement en novembre ;
- le glissement annuel de l'encours des obligations émises à l'étranger est revenu de + 5,0 % en novembre à + 3,1 % en décembre.

Endettement des agents non financiers à l'étranger

(contribution au glissement annuel du total en %)



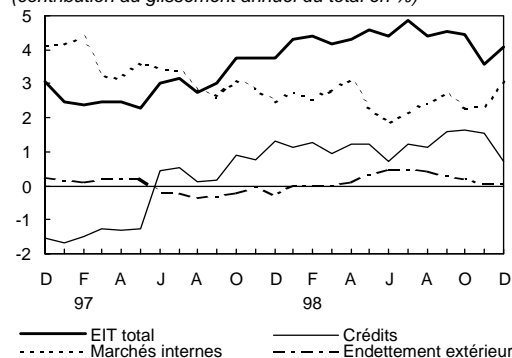
Le glissement annuel de l'endettement intérieur total a atteint + 4,1 % en décembre, après + 3,6 % en novembre.

L'accélération globale masque des comportements d'endettement différenciés selon les agents :

- la progression annuelle de l'endettement de l'État s'est renforcée (+ 8,7 % en décembre, après + 5,2 % le mois précédent) ;
- à l'inverse, celle de l'endettement des sociétés non financières s'est légèrement ralentie (+ 4,2 %, après + 4,5 % en novembre). Il en est de même pour les ménages (+ 3,1 % en décembre, après + 3,8 % en novembre).

Endettement intérieur total

(contribution au glissement annuel du total en %)

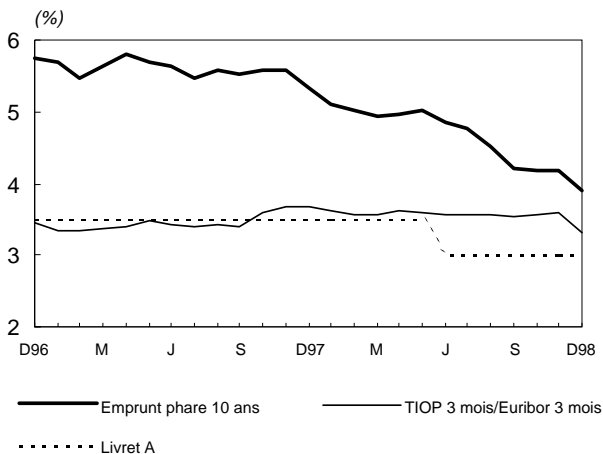


2.3. Les taux d'intérêt bancaires

La baisse des taux de marché n'a pas affecté les taux réglementés :

- après une nouvelle et ultime baisse des taux directeurs de la Banque de France, les taux d'intérêt à court terme ont enregistré une légère détente en fin d'année. Pour leur part, les taux à long terme ont poursuivi leur décline, qui s'était amplifiée au cours de l'été sous les effets conjugués des crises asiatique et boursière ;
- dans ce contexte, la rémunération du livret A est demeurée inchangée à la fin de décembre, bien que très proche de son taux plafond déterminé par la moyenne des taux courts de marché minorée de 0,5 point.

Taux de marché et taux réglementés



Les écarts de rémunération des dépôts entre la France et la zone euro ont peu varié en décembre 1998.

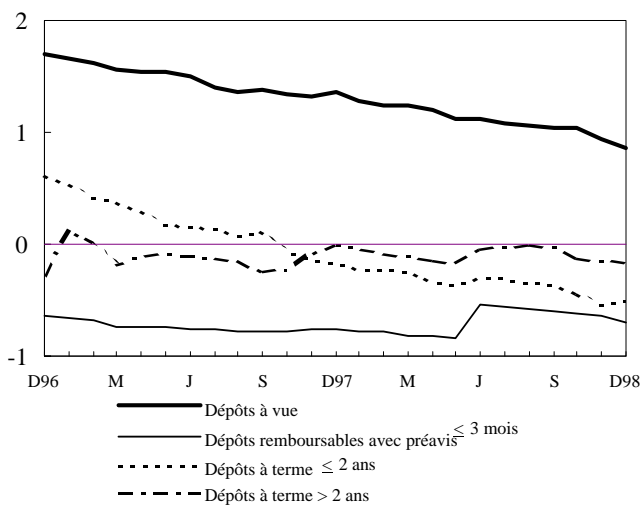
La comparaison avec la zone euro met en lumière les spécificités suivantes : l'écart de rémunération sur les dépôts à vue en faveur de la zone euro et celui en faveur de la France sur les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois reflètent l'impact de la réglementation française.

En revanche, pour les dépôts à terme, la rémunération en France est restée très proche de la moyenne observée dans la zone euro.

Rémunération des dépôts

Écart France-zone euro

(en points)



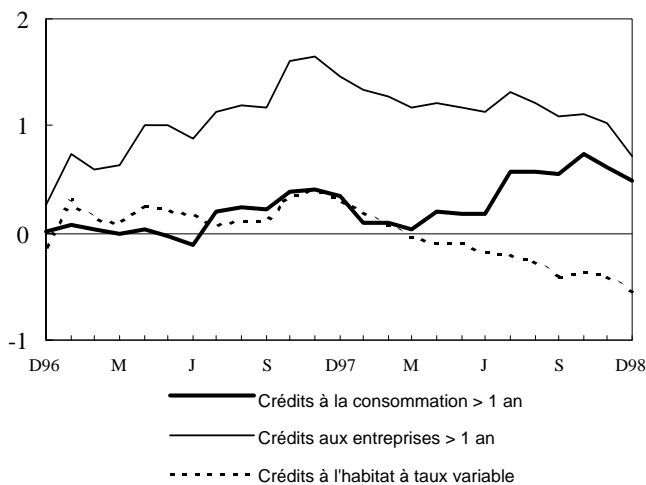
Les écarts de coût du crédit entre la France et la zone euro se sont resserrés en décembre 1998.

Le coût du crédit à court-moyen terme est resté orienté à la baisse. La décreue a été plus rapide en France que dans la zone euro : ainsi, l'écart de taux s'est réduit en décembre, qu'il s'agisse des crédits à la consommation à plus d'un an, des crédits à l'habitat à taux variable ou des crédits à plus d'un an aux entreprises.

Coût du crédit

Écart France-zone euro

(en points)



3. Les marchés de capitaux

3.1. Vue d'ensemble

3.1.1. Les marchés financiers internationaux en janvier 1999

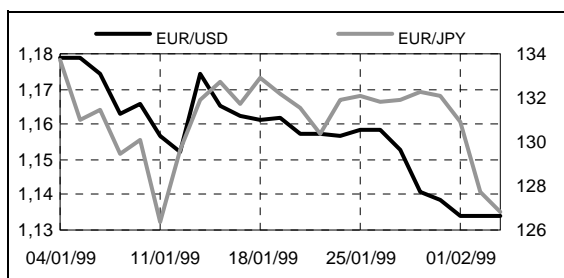
Les principaux développements sur les marchés financiers internationaux au cours du mois ont été :

- l'entrée en phase III de l'UEM pour les onze pays sélectionnés et ses conséquences ;
- la nouvelle crise brésilienne et son impact à ce stade relativement limité sur les autres marchés financiers émergents et les avancés ;
- l'intervention de la Banque centrale japonaise pour enrayer la forte appréciation du yen contre dollar entamée en août 1998, et la persistance de tensions sur les rendements obligataires au Japon.

L'entrée en phase III de l'UEM pour les onze pays sélectionnés et ses conséquences

Après une tendance haussière enregistrée dans les premiers jours du mois, l'euro contre dollar s'est stabilisé, avant d'enregistrer un repli en fin de période. Ce dernier mouvement est à relier à la vigueur inattendue de l'économie américaine.

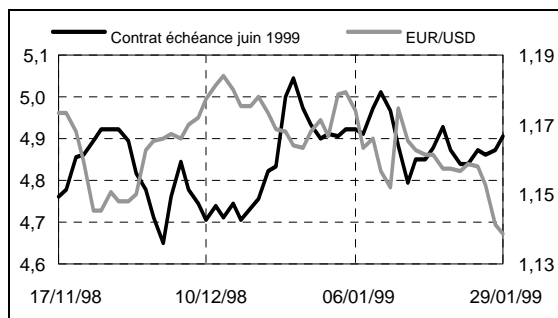
Taux de change de l'euro



L'économie américaine a enregistré au quatrième trimestre une croissance réelle du PIB de 5,6 % en rythme annuel, portant ainsi la croissance sur l'année 1998 à 3,9 %. L'activité a donc été aussi vigoureuse qu'en 1997.

Cette vigueur persistante a conduit les opérateurs à réviser leurs anticipations de politique monétaire dans le sens d'un *statu quo* pour l'année 1999 ; ces anticipations ont alimenté une appréciation du dollar sur les marchés de change.

Taux implicite du contrat eurodollar et taux de change de l'euro contre dollar

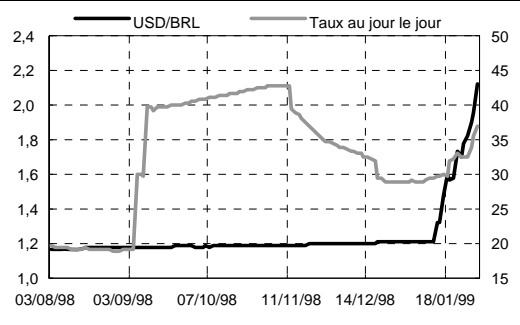


L'avènement de l'euro a d'ores et déjà conduit certains pays de l'Europe centrale comme la Hongrie et la Pologne à remplacer les devises européennes par l'euro dans les paniers auxquels ils rattachent leur devise. Enfin, au cours du mois de janvier, l'euro a été la première monnaie utilisée, devant le dollar, pour les émissions obligataires internationales.

La nouvelle crise brésilienne, et son impact, à ce stade relativement limité, sur les marchés émergents et avancés

Déclenchés par des difficultés budgétaires aiguës, l'élargissement des bandes de fluctuation du real, puis le flottement de ce dernier le 15 janvier, ont constitué une nouvelle étape dans la crise brésilienne. Face à la poursuite des sorties de capitaux (environ 420 millions de dollars en moyenne quotidienne en janvier selon la Banque centrale) et à la dépréciation du real, les autorités monétaires ont décidé de remonter progressivement les taux courts. La réaction des cours boursiers a été inattendue (hausse de près de 18 % de la *Bovespa*), au point de susciter des interrogations sur une « exubérance irrationnelle » propre aux marchés latino-américains.

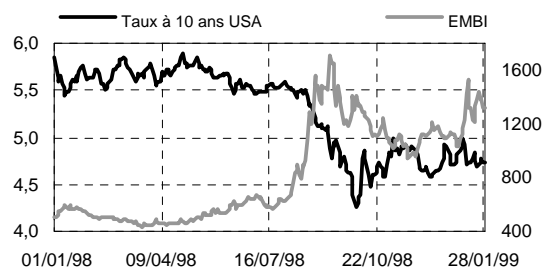
Taux de change du dollar contre real et taux au jour le jour



Dans ce contexte, les autres pays émergents ont subi des secousses, mais toutefois nettement moins marquées que celles qui avaient fait craindre un risque systémique à l'automne. L'Argentine, notamment en étudiant un projet de dollarisation complète de l'économie, a, semble-t-il, limité les risques de contagion. En Chine, les rumeurs persistantes de dévaluation du yuan ont été de nouveau démenties par les autorités. De manière plus générale, en Asie, plusieurs facteurs de résistance semblent opérer dans le sens d'un découplage (excédents courants importants, nette détente des taux d'intérêt depuis octobre et devises encore souvent sous-évaluées).

Les turbulences renouvelées au Brésil ont cependant entretenu le phénomène de « fuite vers la qualité », qui a bénéficié aux principaux marchés obligataires, à l'exception du marché japonais.

Taux à 10 ans aux États-Unis et spreads de taux sur les marchés émergents



EMBI : Emerging market bonds index (indice JP Morgan)

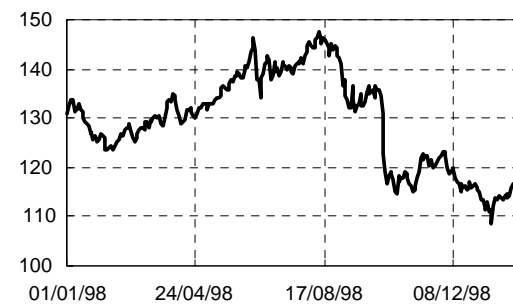
Par contre, la dégradation des marchés boursiers est restée limitée. Ceux-ci ont été, il est vrai, soutenus par des perspectives ou des annonces de fusion.

Ainsi, spécialement sur les marchés où les coefficients de capitalisation des résultats sont historiquement élevés, les interrogations demeurent sur la soutenabilité des niveaux actuels de valorisation, compte tenu des risques persistants de turbulences financières et de la plausibilité d'une décélération des profits.

Intervention de la Banque du Japon pour enrayer la forte appréciation du yen contre dollar entamée en août 1998, et tension toujours marquée des rendements obligataires japonais

Le 12 janvier, la Banque du Japon est intervenue pour donner un coup d'arrêt au mouvement d'appréciation du yen contre dollar, la parité ayant atteint un plus bas niveau depuis 28 mois, à 108,65.

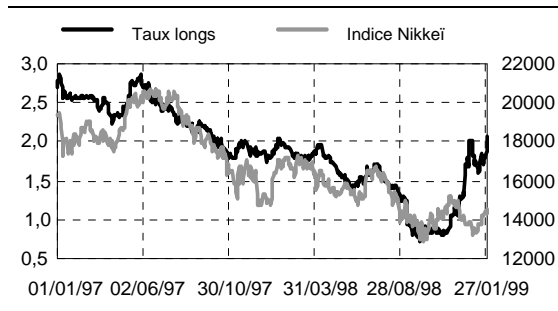
Taux de change du dollar contre yen



Au cours du mois de janvier, le mouvement de dégradation du marché obligataire japonais entamé en décembre s'est également poursuivi, en raison d'une offre abondante et d'une diminution des achats de titres obligataires de la part du Trust Fund Bureau.

Cette tension persistante a pesé, dans une certaine mesure, sur les principaux marchés obligataires (contrariant le phénomène de « fuite vers la qualité »), tout particulièrement le marché américain, en raison des possibles rapatriements de capitaux de la part des investisseurs nippons que la plus forte attractivité du marché japonais est de nature à engendrer. Ce phénomène a pu constituer un soutien pour le yen.

Taux à 10 ans japonais et indice Nikkeï



3.1.2. L'activité financière de la place de Paris

La place de Paris a connu une forte activité au cours du mois de janvier et a pleinement participé au développement des marchés intégrés de la zone euro. La plupart des compartiments du marché ont confirmé, voire renforcé, leur dynamisme, témoignant de la bonne adaptation des différents acteurs à leur nouvel environnement.

Sur le marché interbancaire, le montant quotidien des échanges s'est avéré supérieur, en moyenne, à celui de l'année précédente. Les flux transfrontière ont également été importants, contribuant à homogénéiser les écarts de cotation entre les différentes places européennes.

Le marché de la pension livrée s'est montré moins dynamique. Les échanges se sont concentrés sur les échéances les plus courtes et ont eu lieu majoritairement au sein du marché domestique. Les écarts entre les taux interbancaires et ceux de la pension livrée se sont établis à quelques points de base, conformément aux garanties supplémentaires qu'offre la technique de la pension livrée.

Sur le marché des bons du Trésor, les titres de l'État français ont été très demandés, qu'il s'agisse des BTF ou des BTAN. Sur le marché primaire, le volume des émissions de BTF, plus faible que celui des tombées, a contribué au phénomène, de même que l'intérêt des non-résidents pour la nouvelle émission de BTAN. Sur le marché secondaire, les taux des bons du Trésor ont cédé une vingtaine de points de base sur les échéances jusqu'à deux ans, les échéances supérieures restaient à peu près stables.

Sur le marché des titres de créances négociables, l'encours global des titres s'est élevé à 218,5 milliards d'euros à la fin du mois de janvier, contre 203,2 milliards à fin décembre.

Cette augmentation sensible, qui s'explique par la reprise d'activité après le passage de fin d'année, est très perceptible pour les certificats de dépôt et les billets de trésorerie, dont les encours s'accroissent de, respectivement, 13,8 milliards d'euros et 4,1 milliards. En revanche, l'encours des bons à moyen terme négociables est resté relativement stable, pour s'établir à 63,8 milliards d'euros en fin de période. L'encours des bons des institutions et sociétés financières n'atteint plus qu'une valeur résiduelle de 3 milliards d'euros au 29 janvier. Les émetteurs de ces titres sont assimilés aux émetteurs de certificats de dépôt depuis le 3 janvier 1999.

Le montant des émissions obligataires réglées en janvier sur le marché parisien par les résidents a légèrement régressé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte essentiellement d'une diminution des capitaux levés par les établissements de crédit.

De manière plus détaillée, les émissions brutes réglées au cours du mois ont atteint 7,1 milliards d'euros, après 8,8 milliards en décembre (62,7 milliards de francs). Près de 97 % des titres réglés ont été émis en euros, et 3 % l'ont été en francs. La part de l'État représente plus de 56 % de la collecte auprès des résidents et plus de 52 % des encours obligataires en fin de période. Les remboursements effectués se sont élevés à plus de 7,8 milliards d'euros, ramenant ainsi le montant global des émissions nettes à - 0,7 milliard d'euros.

Les volumes de transactions sur les titres d'État en euros ont encore progressé, la moyenne quotidienne s'établissant à 133 milliards d'euros, soit le plus haut niveau jamais atteint.

Ces évolutions ont coïncidé avec une sensible détente des rendements, le taux de l'emprunt d'État français à 10 ans ressortant à 3,72 % le 29 janvier, contre 3,88 % le mois précédent. Cette détente a été favorisée par un mouvement de report vers les actifs sûrs, notamment à la suite des craintes suscitées par la situation du Brésil. Le passage réussi à l'euro a également pu attirer les investisseurs étrangers, en particulier des non-résidents de la zone euro. L'écart de rendement entre les emprunts d'État français et allemands s'est légèrement élargi, principalement il est vrai, en raison d'un changement des souches de référence.

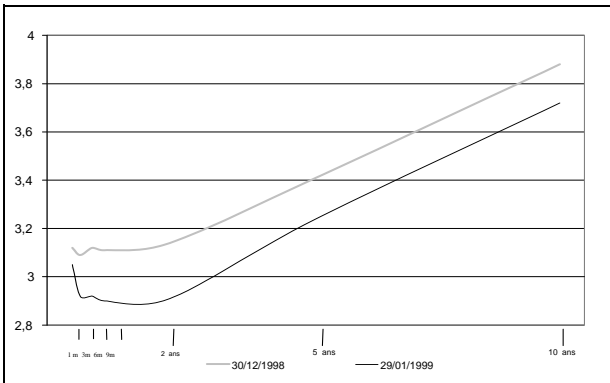
La Bourse de Paris a de nouveau progressé au cours du mois de janvier, l'indice CAC 40 gagnant 7,6 %, pour s'établir le 29 janvier à 4 245 points. L'activité a été très soutenue, les échanges atteignant un niveau record de 2,6 milliards d'euros en moyenne quotidienne (contre 2,1 milliards en décembre). L'évolution a, toutefois, été assez heurtée : après une forte progression initiale, elle a été marquée par la prudence des investisseurs motivée par les difficultés financières et économiques du Brésil, et de leurs éventuelles

répercussions sur l'économie américaine. La volatilité des options sur indice, qui s'est accrue courant janvier, tend à indiquer également que, malgré la progression enregistrée, une véritable tendance de marché est difficile à dégager. On peut également noter que la progression de la Bourse de Paris, plus élevée que celle de ses homologues européennes, se caractérise par une évolution différenciée entre les fortes capitalisations mesurées par l'indice CAC 40 et les capitalisations moyennes traduites, notamment, par l'indice MIDCAC, qui s'est inscrit en recul de 5,9 %.

L'activité financière de la place de Paris Vue d'ensemble

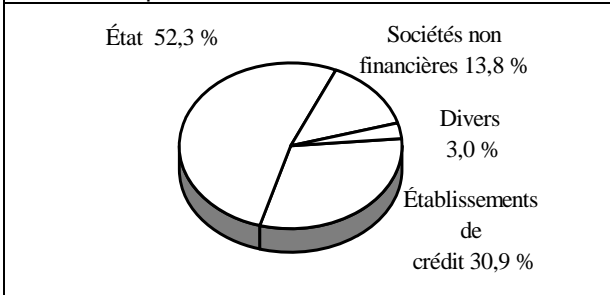
Titres d'État

Courbe des taux de rendement



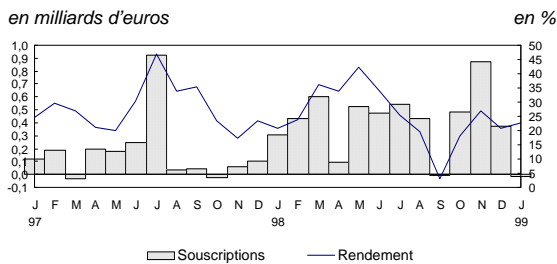
Obligations – Encours nominaux (résidents)

Ventilation par secteurs émetteurs – Janvier 1999



SICAV actions

Souscriptions nettes et rendement



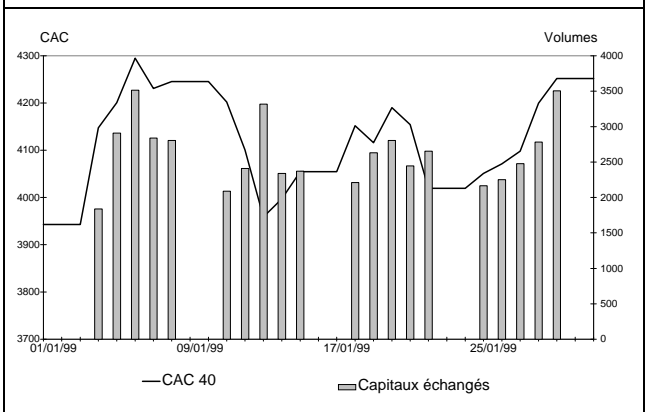
Obligations et titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en janvier 1999		Encours au 31 janvier 1999
	brutes	nettes	
Bons du Trésor	11,3	- 1,5	194,5
Certificats de dépôt	89,0		110,6
BMTN	3,3		63,8
Billets de trésorerie	27,9		41,1
OBLIGATIONS	7,2	- 0,9	696,7
– État	4,0	0,4	364,6
– Établissements de crédit et assimilés	0,8	- 1,2	215,5
dont : <i>Devises</i>	–	–	0,2
– Sociétés non financières	2,3	0,2	96,6
– Autres émetteurs résidents	0,1	0,1	19,9

Bourse de Paris (RM)

Cours et volume traité



Sur le *marché des OPCVM*, on note une forte progression des encours et une diversification des produits. L'effet performance a été particulièrement marqué pour les OPCVM « actions », obligations et diversifiés.

3.2. Le marché interbancaire

Les établissements bancaires français ont, dès le 4 janvier 1999, pris la mesure de la mutation que constituait la mise en place d'un marché monétaire unifié en euros, et adapté rapidement leur mode opératoire à ce nouvel environnement : les échanges avec les autres places de la zone euro se sont ainsi très rapidement développés, en particulier sur les échéances interbancaires les plus courtes. Sur le *marché du jour le jour*, les prêts interbancaires réalisés par les établissements français se sont ainsi établis, en moyenne quotidienne, à une vingtaine de milliards d'euros au cours du mois de janvier, soit un montant supérieur à celui constaté en moyenne en 1998 à périmètre comparable, illustrant le rôle de prêteur joué par les établissements français vis-à-vis du reste de la zone euro. Le développement rapide d'une activité interbancaire à l'échelle de la zone a contribué à la diminution significative des écarts de cotation initialement constatés d'une place à l'autre. De l'ordre de près de 10 points de base, en instantané, en début de période, ces écarts étaient revenus, en fin de mois, à moins de 5 points de base. Ce mouvement de diversification des contreparties s'est manifesté également sur le *marché des swaps* en s'accompagnant, comme sur l'interbancaire, d'une forte activité et d'une augmentation de la taille unitaire des transactions, en particulier lorsque celles-ci sont conclues avec des contreparties non domestiques.

Le *marché de la pension livrée* a connu une évolution plus contrastée au cours de ce premier mois de l'année 1999. Les volumes traités quotidiennement à Paris, toutes échéances confondues et hors opérations de politique monétaire, se sont élevés à près de 30 milliards d'euros, en retrait par rapport aux niveaux d'activité constatés en moyenne sur l'année 1998 (près de 41 milliards d'euros), mais similaires à ceux qui prévalaient au cours du second semestre. Cette évolution a conforté la concentration des échanges sur les échéances les plus courtes du marché de la pension livrée, les opérations au jour le jour représentant en effet près de 50 % des échanges, et les opérations d'une durée inférieure ou égale à deux semaines 81 % du total. Dans le même temps, alimentée par la relative cherté des titres d'État, se confirmait la mise en place d'une hiérarchie plus marquée entre taux interbancaires et taux pratiqués sur le marché de la pension livrée, les seconds s'inscrivant, de façon plus systématique et plus nette, en deçà des premiers, conformément à ce que justifie la différence des risques qu'impliquent ces deux types d'opérations.

À la différence du marché interbancaire, les premières semaines de fonctionnement en euros du marché de la pension livrée semblent montrer que ce marché reste encore, pour l'essentiel, un marché dominé, en France comme sur chacune des places de la zone, par les intervenants locaux. En effet, le degré différent de développement de la pension sur les diverses places de la zone euro, les différences de liquidité/disponibilité des titres susceptibles d'être utilisés comme garantie d'une place à l'autre, ainsi que l'absence de liens transfrontière entre systèmes de règlement-livraison aussi performants que sur le marché interbancaire, font obstacle, à ce stade, à une totale fluidité du marché du « *repo* » à l'échelle de la zone euro. Dans le même temps, cependant, se manifestait, de la part d'intervenants non domestiques mais appartenant à la zone euro, un intérêt nouveau pour le marché de la pension livrée contre valeurs du Trésor.

Opérations sur appel d'offres

Répartition par catégories des garanties mobilisées par les banques françaises

(en pourcentage)

Date de valeur	Titres français	Créances privées	Titres étrangers	TOTAL
– Opérations principales de refinancement				
07/01/1999	86	14	0	100
13/01/1999	50	20	30	100
20/01/1999	44	19	37	100
27/01/1999	40	17	43	100
– Opérations de refinancement à plus long terme				
14/01/1999	27	53	20	100
14/01/1999	47	25	28	100
14/01/1999	4	96	0	100

S'agissant des opérations de politique monétaire, au cours des premières semaines de l'année 1999, les banques françaises ont recouru amplement à la mobilisation de titres étrangers, en sus des garanties mobilisées habituellement. Le montant des garanties mobilisées par le truchement du « modèle de banque centrale correspondante » (MBCC) a ainsi dépassé, lors de la dernière opération principale de refinancement lancée en janvier, celui des titres français.

3.3. Les titres d'État

3.3.1. Le marché primaire

Le Trésor public français a publié son programme d'émissions pour l'année 1999. Il estime devoir emprunter 80 milliards d'euros, dont 45 milliards (environ 295 milliards de francs) par émission d'obligations, en diminution de 8,5 % par rapport aux estimations initiales relatives à l'année 1998.

Adjudications des bons du Trésor à taux fixe				
Date d'adjudication	Catégorie	Durée	Montants	Taux actuariel annuel moyen
	(a)		(b)	
4 janvier 1999	BTF	13 sem.	639	3,10
4 janvier 1999	BTF	29 sem.	994	3,11
11 janvier 1999	BTF	13 sem.	921	3,08
11 janvier 1999	BTF	45 sem.	602	3,01
18 janvier 1999	BTF	13 sem.	1 007	2,97
18 janvier 1999	BTF	27 sem.	601	2,95
21 janvier 1999	BTAN 3,5 %	5 ans	4 798	3,29
25 janvier 1999	BTF	13 sem.	802	2,93
25 janvier 1999	BTF	43 sem.	903	2,87

(a) BTF : bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés
BTAN : bons du Trésor à intérêts annuels
(b) En millions d'euros

Dans un contexte marqué dès le début de l'année par une forte demande pour les titres libellés en euros, les nouvelles émissions de BTF ont reçu un accueil très favorable, d'autant que les montants émis sont restés très en retrait des tombées (1,5 milliard d'euros le 11 janvier, face à une tombée de 2,2 milliards ; 1,6 milliard le 18 janvier, face à une tombée de 2,4 milliards ; 1,7 milliard le 25 janvier face à une tombée de 2,5 milliards). Les taux moyens comme les importants ratios de couverture constatés lors de ces adjudications, témoignent de l'intérêt des investisseurs pour ces papiers. Particulièrement manifeste sur le marché français, ce phénomène s'est également observé sur les autres émissions publiques à court terme conduites au sein de la zone euro.

Au 31 janvier, l'État et la Cades avaient converti l'intégralité de leur dette en euros. Tous les emprunts émis en écus ont également basculé en euros sur la base de la parité (1 écu = 1 euro). La conversion de la totalité de la dette obligataire de l'État s'est accompagnée d'une renumérotation des titres et du changement de montant nominal des obligations. Les autres émetteurs convertiront la totalité de leur dette à leur gré, selon un calendrier établi en collaboration avec le Conseil des marchés financiers (CMF) d'ici au 1^{er} janvier 2002.

Sur le compartiment intermédiaire, le mois de janvier a vu l'adjudication d'un nouveau BTAN 5 ans (coupon 3,5 %, échéance 12 avril 2004) également très bien accueilli : 4,1 milliards d'euros ont été adjugés le 21 janvier 1999, pour un taux moyen pondéré de 3,29 %, contre 3,39 % lors de la précédente adjudication de titres à 5 ans le 17 décembre 1998. Les non-résidents ont manifesté un vif intérêt pour ce type de papier, contribuant à établir son statut de référence sur ce compartiment de la courbe des rendements des titres d'État en euros.

Émissions d'obligations d'État				
<i>(en millions d'euros)</i>				
Date de règlement	Nov. 1998	Déc. 1998	Janv. 1999	Total
OAT 4 % Avril 2009				
Valeur nominale	2 264	1 751	3 427	7 442
Prix d'émission	97,39	99,79	101,55	
Émission brute	2 205	1 747	3 480	7 432
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale	681		24	705
Prix d'émission	98,86		101,29	
Émission brute	674		24	698
OAT 5,50 % Avril 2029				
Valeur nominale		537	370	907
Prix d'émission		110,21	113,98	
Émission brute		591	422	1 013
OAT destinées aux particuliers				
Valeur nominale	91	101	78	269
Prix d'émission	99,44	101,83	103,57	
Émission brute	90	103	81	274
OAT 4 % Avril 2009 Écus				
Valeur nominale	700	1 086		1 786
Prix d'émission	97,31	99,73		
Émission brute	681	1 083		1 764
TOTAL				
Valeur nominale	3 736	3 474	3 899	11 109
Émissions brutes	3 650	3 524	4 007	11 181
Amortissement	686		3 647	4 333
Émissions nettes	2 964	3 524	360	6 848
TOTAL cumulé 1998				
Valeur nominale	47 040	50 514		
Émissions brutes	48 790	52 314		
Amortissement	21 337	21 337		
Émissions nettes	27 453	30 977		

Au cours du mois sous revue, les émissions brutes de l'État se sont élevées à 4 milliards d'euros (contre 23 milliards de francs en décembre, soit environ 3,5 milliards d'euros). Les fonds ont été levés uniquement en euros sur l'OAT 4 % avril 2009, sur l'OAT 5,50 % avril 2029 et sur l'OATi 3 % juillet 2009. Lors de l'adjudication du 7 janvier 1999, qui portait sur les deux lignes d'OAT classiques, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 3,7 milliards d'euros, auxquels il faut ajouter 134 millions au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 3,81 %, en baisse de 21 points de base par rapport à l'adjudication du 3 décembre 1998. Celui de l'OAT à 30 ans s'est

établi à 4,63 %, en baisse de 22 points par rapport à l'adjudication du 3 décembre 1998. L'OATi 3 % juillet 2009 était, pour la première fois, réservée aux personnes physiques. Les souscriptions sur cette ligne ont atteint plus de 24 millions d'euros. Le complément provient du règlement de l'OAT 4 % avril 2009, qui porte la collecte de l'État auprès des particuliers à plus de 105 millions d'euros. Les rendements actuariels ont été fixés respectivement à 2,81 % pour l'OATi 3 % juillet 2009 et 3,58 % pour l'OAT 4 % avril 2009.

Matif

Dès le mois de décembre 1998, MATIF SA a organisé le basculement à l'euro de ses contrats sur le compartiment long, en ouvrant directement en euros l'échéance mars 1999 du contrat notionnel, et sur le compartiment 3 mois, à travers la mise à la disposition des intervenants d'une facilité de conversion des positions Pibor en contrats Euribor, à compter du milieu du mois de décembre. MATIF SA s'est ensuite attaché, dans les premières semaines de l'année 1999, à compléter son offre de produits. Un contrat 2 ans, bi-émetteur (gisement composé de titres d'État français et allemands) a ainsi été lancé le 29 janvier dernier. Simultanément, était annoncée la transformation en contrats bi-émetteurs (titres français et allemands) des contrats 5 ans et Euro-notionnel. Cet élargissement des gisements de titres livrables immunisera les intervenants de marché contre les distorsions et les risques encourus sur les contrats mono-émetteurs, en cas de forte activité et de progression des positions ouvertes. Dans le même temps, de façon à « coller » au mieux à la situation du marché comptant, Matif annonçait la réduction de 5,5 % à 3,5 % du coupon du contrat Euro-notionnel, et de 4,5 % à 3,5 % également de celui du contrat 5 ans.

3.3.2. Le marché secondaire

Bons du Trésor

Le marché de la dette à court terme de l'État a conservé une bonne orientation au cours du mois de janvier dans des volumes d'échanges toutefois limités. Jusqu'au 2 ans, les rendements se sont ainsi détendus de près de 20 points de base, le rendement du 5 ans cédant pour sa part 9 points de base.

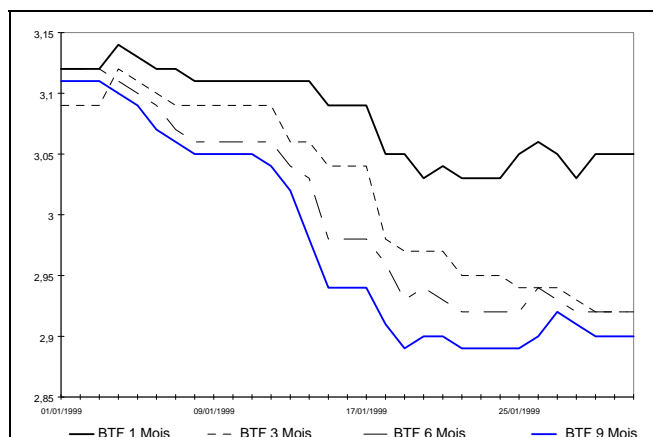
Les papiers les plus courts ont été plus particulièrement recherchés, comme en témoigne par exemple leur renchérissement marqué contre *swap* (compartiment 3 mois : - 10 points de base, contre - 2 points de base sur le secteur 12 mois).

Toutefois, la tension constatée sur l'Eonia en fin de période et le coût de portage que cette tension a induit ont quelque peu tempéré les intérêts acheteurs durant la seconde partie du mois. Pour autant, la cherté des titres courts ne s'est pas démentie, comme l'illustre l'écart croissant, à compter du milieu du mois, entre les taux constatés sur le BTF 3 mois et l'indice Euribor.

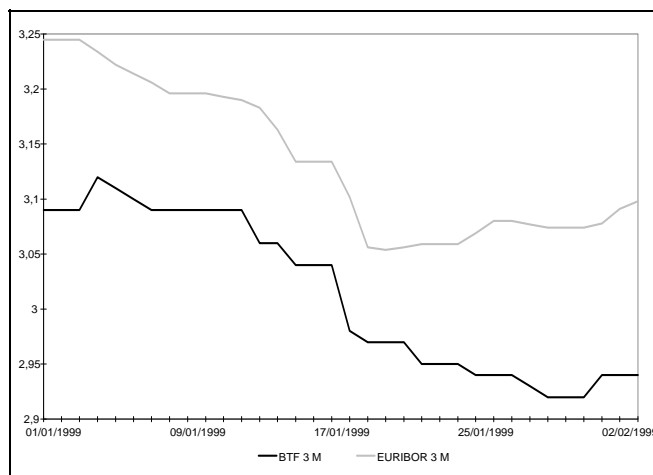
Bien que constituant encore une « période d'apprentissage », ce premier mois de fonctionnement en euros a vu s'ébaucher une activité d'arbitrage entre les papiers d'État courts émis au sein de la zone euro, activité qui devrait, probablement s'étoffer au cours des prochains mois, à mesure que les intervenants de marché consentiront à s'éloigner de leur base traditionnelle.

Au total, la pente de la courbe des taux des titres d'État français s'est nettement redressée sur ses segments court et intermédiaire, comme l'illustre la progression de 10 points de base de l'écart entre les taux de rendement des bons du Trésor à 3 mois et ceux des bons à 5 ans.

Évolution des taux des BTF



Écart BTF 3 mois – Euribor 3 mois

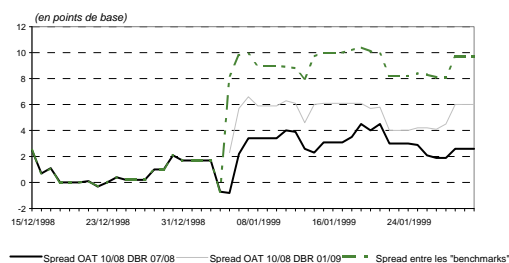


Obligations

En janvier, les rendements obligataires se sont détendus d'une vingtaine de points de base. D'une manière générale, les titres d'État de la zone euro ont bénéficié du climat de confiance suscité par la réussite technique du passage à la monnaie unique, les perspectives confirmées de stabilité des prix en Europe et les développements de la crise brésilienne favorisant des réallocations de portefeuille vers les actifs sûrs.

Comme au cours des précédentes crises des pays émergents, ce dernier phénomène a davantage profité aux titres allemands. L'élargissement de l'écart de taux à 10 ans entre la France et l'Allemagne a évolué également, sous l'effet des changements de souches de référence, intervenus au cours de la première quinzaine de janvier, après le règlement de l'émission du nouveau *Bund* 3,75 % janvier 2009 et le passage du 25 octobre 2008 au 25 avril 2009 pour l'OAT de référence française. Le graphique ci-après illustre cet effet : la courbe inférieure retrace l'évolution du *spread* entre les anciennes souches de référence, la courbe supérieure, celui qui apparaît entre les deux nouvelles souches, et, enfin, la courbe intermédiaire celui qui existe entre l'ancienne souche française et la nouvelle souche allemande.

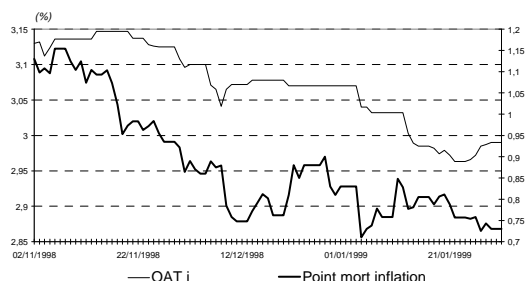
Spreads France – Allemagne



L'évolution du cours de l'obligation indexée sur l'inflation (OATi 3 % 25 juillet 2009) semble indiquer, par ailleurs, que la baisse des taux nominaux à 10 ans ne reflète qu'à la marge une baisse des anticipations d'inflation. Ainsi, le point mort d'inflation (différence entre le taux de rendement nominal et le taux de rendement réel) s'établit à la fin du mois de janvier à 0,73 %, contre 0,83 % à la fin du mois de décembre 1998.

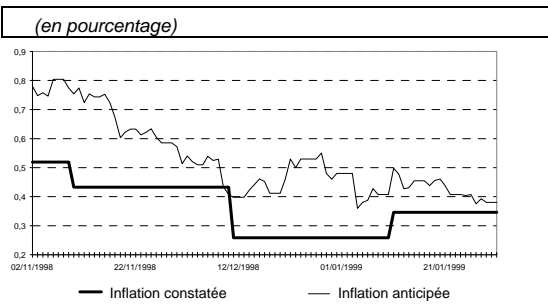
En estimant la prime de risque d'inflation et la prime de liquidité à 0,35 %, le taux d'inflation anticipé ressort à fin janvier à 0,4 %, très proche du taux constaté pour le mois de décembre (0,3 % en glissement annuel).

Évolution de l'obligation indexée et du point mort d'inflation



Durant cette période, les obligations indexées semblent avoir été davantage traitées qu'au cours de la période précédente. Le marché secondaire de ce titre demeure cependant relativement étroit, compte tenu du profil dominant des souscripteurs, qui acquièrent généralement ces titres pour les conserver jusqu'à l'échéance.

Inflation constatée et anticipée

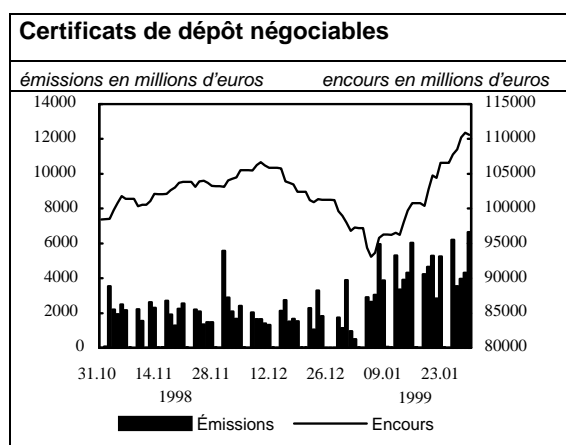


3.4. Les titres des entreprises financières et non financières

3.4.1. Les entreprises financières

Le volume des émissions de certificats de dépôt s'est inscrit en hausse, les grandes banques assurant la liquidité de ce marché mais aussi de celui des BMTN, tant comme émettrices que comme souscriptrices. En revanche, l'endettement obligataire a continué de se réduire.

Les émissions de certificats de dépôt négociables



Émissions de CDN en janvier 1999

Durée initiale	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	15,1	17,0
De 10 jours à moins de 1 mois	11,5	12,9
De 1 mois à moins de 3 mois	37,0	41,6
De 3 mois à moins de 6 mois	20,8	23,4
De 6 mois à 1 an	4,6	5,1
Total	89,0	100,0

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en pourcentage)

	4 au 8 janv.	11 au 15 janv.	18 au 22 janv.	25 au 29 janv.
Certificats à 5 jours	3,25	3,21	3,09	3,16
Certificats à 10 jours	3,21	3,20	3,05	3,11
Certificats à 30 jours	3,25	3,23	3,13	3,13
Certificats à 90 jours	3,27	3,23	3,13	3,12

L'encours des certificats de dépôt s'établissait, en données provisoires, à 110,6 milliards d'euros le 29 janvier 1999, contre 96,8 milliards le 31 décembre 1998 (titres libellés en monnaies « in » globalisés en contrevalet euros).

Le nombre d'émetteurs gérant un encours s'est établi à 314 le 29 janvier. À cette date, seuls trois d'entre eux, représentant 19,2 % de l'encours global, disposaient d'un encours supérieur à 5 milliards d'euros : la Caisse des dépôts et consignations (7,8 milliards), la Banque fédérative du crédit mutuel (7 milliards) et le Crédit Lyonnais (6,4 milliards).

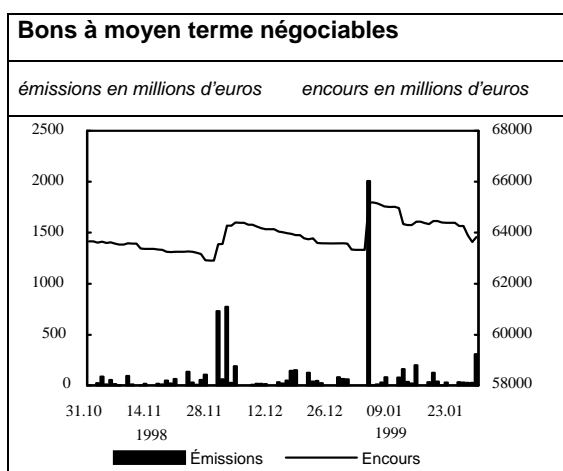
Les émissions réalisées au cours du mois de janvier ont porté sur un volume très nettement supérieur à ceux des deux mois précédents : elles ont atteint 89,1 milliards d'euros, contre 48,8 milliards en décembre. Les tombées se sont élevées à 75,3 milliards d'euros, contre 55,2 milliards le mois précédent.

La répartition des émissions du mois, selon le type de souscripteur, a été caractérisée par une présence plus marquée des établissements de crédit, qui ont représenté la part la plus forte des souscriptions, avec 33,9 % du montant global. Les sociétés et entreprises individuelles ont constitué 24,4 % du total, les OPCVM 20,7 % et les assurances, caisses de retraite et mutuelles 16,8 %. La part des non-résidents, composée aux trois quarts d'investisseurs installés dans la zone euro, s'est élevée à 2,8 % du total.

La ventilation des opérations selon les durées à l'émission se caractérise principalement par l'apparition des titres émis sur des échéances inférieures à 10 jours. Ces opérations, autorisées depuis la refonte réglementaire du 3 janvier 1999, ont représenté 17 % du montant agrégé des émissions mensuelles, dont plus de la moitié pour les seules émissions effectuées sur la durée de 1 jour.

Les taux à l'émission se sont d'abord situés sur des niveaux relativement élevés en début de période, traduisant en cela la prudence des intervenants, alors que se mettaient progressivement en place les éléments d'un marché monétaire unifié de l'euro. Ils se sont détendus de façon significative lors des deux semaines suivantes, marquées par la baisse du taux Eonia sur le marché interbancaire de la zone, avant de se tendre à nouveau en fin de période du fait d'une liquidité amoindrie.

Les émissions de bons à moyen terme négociables



Émissions de BMTN en janvier 1999

Durée initiale	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	0,10	4,4
De 2 ans à moins de 3 ans	2,70	81,5
De 3 ans à moins de 5 ans	0,20	5,6
De 5 ans à moins de 7 ans	0,30	7,8
De 7 ans et plus	0,02	0,7
Total	3,32	100,0

Taux de rendement à l'émission des BMTN

	(en pourcentage)			
	4 au 8 janv.	11 au 15 janv.	18 au 22 janv.	25 au 29 janv.
Bons à 1 an 1 jour	3,18	3,03	3,00	2,9
Bons à 2 ans	3,19	3,23	3,20	3,1
Bons à 3 ans	-	3,19	3,34	3,2
Bons à 5 ans	-	-	3,67	-
Bons à 7 ans	-	-	-	-
Bons à 10 ans	-	-	-	-

Les BMTN ont atteint un encours de 63,8 milliards d'euros le 29 janvier 1999 (dernier chiffre provisoire disponible), contre 63,3 milliards au 31 décembre 1998.

Au 29 janvier, l'encours total, dont 98 % provenaient des entreprises financières, était ventilé entre 221 émetteurs, dont 2 non résidents (Peugeot Finance International NV, résidant dans la zone euro, et Morgan Stanley Dean Witter). Les 3 principaux émetteurs du marché, disposant d'un encours supérieur à 3 milliards d'euros et représentant 20,7 % de l'encours global, étaient la

Société générale (6,7 milliards), la Caisse des dépôts et consignations (3,5 milliards) et Paribas (3,1 milliards).

Les émissions réalisées au cours du mois de janvier se sont élevées à 3,3 milliards d'euros, contre 2,7 milliards en décembre. Durant la même période, le montant des tombées a atteint 2,8 milliards d'euros, contre 2,3 milliards d'euros le mois précédent.

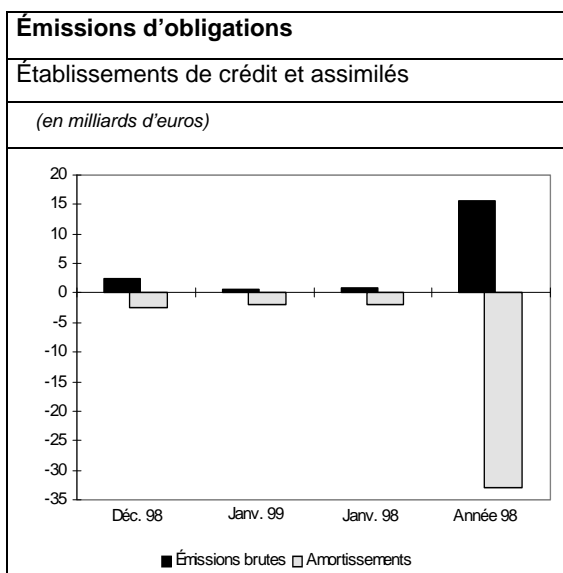
La répartition mensuelle par catégories de souscripteurs fait apparaître la très forte contribution des établissements de crédit, avec 81 % du montant global d'émission, le solde se répartissant à raison de 6,6 % pour les OPCVM, 6,1 % pour les ménages et associations et 5,5 % pour les sociétés et entreprises individuelles. Les assurances, caisses de retraite et mutuelles sont presque totalement restées à l'écart du marché primaire des BMTN et ne représentent que 0,6 % de la valeur totale des souscriptions.

La ventilation du montant global des émissions selon leur durée initiale traduit une concentration des opérations sur les échéances allant de deux à trois ans, qui ont recueilli 81,5 % de la production, contre 20,8 % en décembre. Cette répartition résulte essentiellement des émissions réalisées dans cette plage d'échéances par la Société générale au cours de la semaine du 4 au 8 janvier, pour un montant total de 2 milliards d'euros.

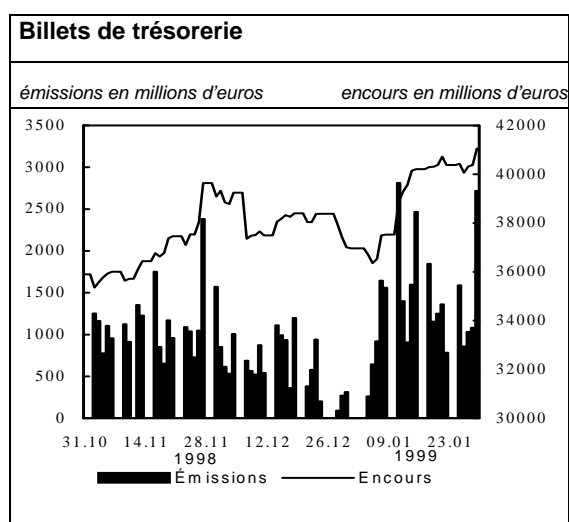
Les émissions de bons à moyen terme négociables effectuées à *taux fixe* n'ont constitué qu'une part relativement étroite du montant mensuel d'émissions, avec 11 % seulement de la valeur globale des opérations. À l'inverse, les BMTN structurés ont contribué à hauteur de 66,3 % de ce total (du fait de la Société générale) et ceux offrant une rémunération variable en ont représenté 22,7 %.

Le marché obligataire (primaire et secondaire)

Suite aux remboursements (2 milliards d'euros) effectués par les établissements de crédit au cours du mois de janvier et au faible volume des émissions (0,78 milliard d'euros), l'endettement obligataire a de nouveau enregistré une baisse, les encours revenant de 216,8 milliards en décembre 1998 à 215,49 milliards au cours du mois sous revue. Leur part ne représente plus que 30,9 % des encours totaux, contre 31,8 % il y a un an.



Les émissions de billets de trésorerie



L'euro a été choisi par tous les émetteurs sur le marché parisien, exception faite de la Banque Natexis, qui a levé près de 13,6 millions de francs (environ 2,07 millions d'euros).

Émissions de billets de trésorerie en janvier 1999

Durée initiale	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	0,6	2,3
De 10 jours à moins de 1 mois	3,6	12,8
De 1 mois à moins de 3 mois	18,0	64,4
De 3 mois à moins de 6 mois	4,9	17,6
De 6 mois à 1 an	0,8	2,9
Total	27,9	100,0

Décisions des instances de place

Le Conseil des marchés financiers (CMF) a communiqué le calendrier des opérations de conversion en euros des titres de créances négociables pour le second semestre.

La Commission des opérations de bourse a approuvé, au cours du mois de janvier 1999, dans le cadre du Forum of European Securities Commission (Fesco), une convention multilatérale d'échange d'information et de surveillance des activités financières.

Enfin, un calendrier de travail a été établi entre les huit grandes places boursières européennes, afin de commencer à mettre en place une Bourse pan-européenne courant 1999. Ce projet devrait permettre, à terme, une harmonisation des règlements de marché, des heures et jours d'ouverture, ainsi que la mise en place de procédures informatiques communes.

Taux de rendement à l'émission des BT

(en pourcentage)

	4 au 8 janv.	11 au 15 janv.	18 au 22 janv.	25 au 29 janv.
Billets à 5 jours	-	-	-	3,24
Billets à 10 jours	3,35	3,31	3,25	-
Billets à 30 jours	3,30	3,29	3,21	3,17
Billets à 90 jours	3,28	3,26	3,19	3,13

3.4.2. Les entreprises non financières

Le volume des émissions de billets de trésorerie a quelque peu progressé, ce mouvement s'accompagnant d'un allongement des durées des papiers émis dans un contexte marqué par la légère inversion de la courbe des taux à court terme. Le volume des émissions obligataires s'est, en revanche, contracté, tout en se concentrant sur des titres convertibles. Les spreads de rendements contre les titres d'État n'ont, pour leur part, guère varié.

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 41,1 milliards d'euros le 29 janvier 1999, contre 37 milliards le 31 décembre 1998. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 27,9 milliards d'euros, au lieu de 15,1 milliards en décembre 1998 (respectivement 23,8 milliards d'euros, contre 17,8 milliards, pour les tombées).

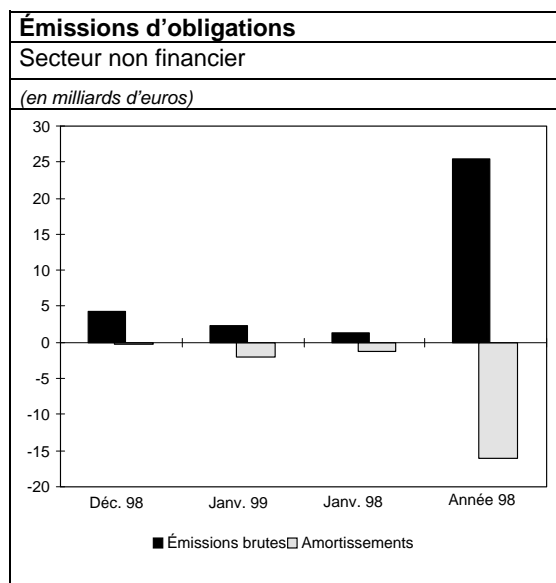
Le 29 janvier, le nombre d'émetteurs s'est établi à 98, dont 15 non résidents ; 2 d'entre eux (Éridania Beghin Say et Volkswagen Coordination Center) sont localisés dans la zone euro et 9 autres à Jersey. À cette date, les 2 principaux émetteurs du marché, disposant d'un encours supérieur à 1,5 milliard d'euros, étaient LVMH (1,8 milliard) et la Cades (1,7 milliard).

La ventilation du volume d'émission selon les types de *souscripteurs* confirme la part largement dominante des établissements de crédit sur le marché à l'émission des billets de trésorerie, avec 75,0 % du total (76,4 % en décembre 1998). Les OPCVM ont souscrit 17,2 % de ce montant, les sociétés et entreprises individuelles 4,8 % et les assurances, caisses de retraite et mutuelles 2,2 %.

La répartition des *émissions* selon la durée d'origine révèle un allongement des échéances, les opérations réalisées entre un mois et trois mois représentant 64,4 % du montant global des émissions, contre 56,5 % pour le mois de décembre 1998. Cette inflexion peut être expliquée par la préférence des émetteurs pour les échéances supérieures à un mois, du fait de la légère inversion de la courbe des taux allant jusqu'à un an. La faculté d'émettre à moins de dix jours n'a été utilisée que par cinq émetteurs, pour un volume constituant 2,9 % de la valeur totale des émissions. À l'opposé, la possibilité d'émettre à taux variable n'a pas encore été réellement concrétisée par les émetteurs qui ont très majoritairement continué de « *swaper* » leurs émissions à taux fixe.

Après s'être situés à des niveaux assez élevés en début de période, reflétant en cela la valeur initiale de l'Eonia, les *taux de rendement à l'émission* se sont régulièrement détendus, conjointement avec le retour à une plus grande liquidité.

Les émissions obligataires



Au cours du mois sous revue, les *sociétés non financières* et les *autres émetteurs* ont levé 2,4 milliards d'euros (4,3 milliards en décembre 1998) pour une bonne part en titres convertibles. Ce type d'émission représente près du tiers du total des émissions du mois de janvier.

La France a été le premier pays dans la zone euro à émettre un emprunt convertible en actions de type Océane (obligation convertible en action nouvelle ou existante) en euros : l'émetteur, Promodès, a levé plus de 589 millions d'euros.

Les écarts de rendement entre les titres de l'État français et les titres émis par des émetteurs privés, financiers et non financiers, n'ont pas connu d'évolution significative en janvier. Toutefois, si, dans leur ensemble, les titres non gouvernementaux ont bénéficié de l'engouement général manifesté pour le « libellé euro », une légère différence d'évolution peut être mise en évidence entre les titres d'émetteurs non financiers et ceux des émetteurs financiers. Si les premiers ont vu se réduire quelque peu, sur le marché secondaire, leur prime de rendement par rapport aux obligations d'État, pour les seconds, cette prime a tendu, au contraire, à s'accroître, dans des proportions toutefois très limitées. La même tendance était au demeurant perceptible entre *swaps* et titres d'État et peut être liée à la réapparition de risques sur l'Amérique latine, susceptibles de peser sur le secteur bancaire.

3.5. Les actions

3.5.1. Le marché primaire

Émissions d'actions et de certificats d'investissement				
(en milliards de francs)				
	Année 1997	Nov. 1998 (b)	Déc. 1998 (b)	Année 1998
Sociétés non financières	267,7	0,4	10,2	281,1
Établissements de crédit	7,1	3,0	—	8,9
Compagnies d'assurance	18,0	—	—	1,3
Administrations publiques	0,1	—	—	0,1
Total (a)	292,9	3,4	10,2	291,4
dont : Titres cotés (b)	52,2	3,4	10,2	69,1

(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

Les émissions d'actions cotées à la Bourse de Paris se sont élevées à 10,2 milliards de francs (1,6 milliard d'euros) en décembre 1998, après 3,4 milliards en novembre. Au terme de l'année 1998, le montant des titres cotés (69 milliards de francs) apparaît en forte progression, d'environ 33 %, d'une année à l'autre¹.

Après l'importante émission d'actions en numéraire effectuée par France Télécom en décembre 1998 (9 milliards de francs), le mois de janvier n'a pas été marqué par des opérations d'envergure sur le marché primaire.

3.5.2. Le marché secondaire

La Bourse de Paris a progressé davantage que ses homologues européennes, l'indice CAC 40 gagnant 7,6 %. Ce phénomène peut s'expliquer par la diversité, tant sectorielle que géographique, des entreprises inscrites à Paris, qui a permis d'amortir davantage que sur d'autres marchés boursiers les incidences, sur la cote, de la dégradation de la situation économique et financière des pays sud-américains. En outre, le mouvement de restructurations européennes dans la banque, l'assurance et les industries chimiques implique directement ou potentiellement de nombreux groupes français et favorise l'animation du marché parisien.

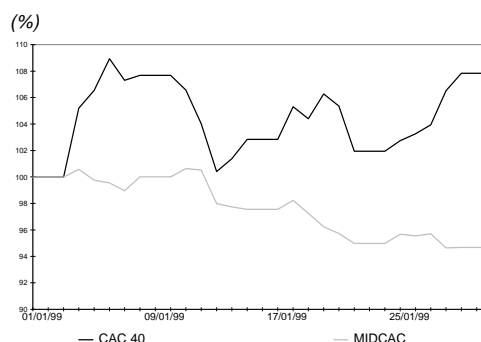
L'évolution a été toutefois très irrégulière, avec une première quinzaine plus heurtée que la seconde. Au cours de la première semaine,

l'ensemble des valeurs européennes a bénéficié du lancement réussi de l'euro, ce dernier attirant l'engouement des non-résidents pour les titres de la zone. Par la suite, le marché s'est retourné sous l'effet des craintes d'une répercussion des difficultés financières et économiques du Brésil sur les économies occidentales, notamment à la suite de la dévaluation du real. Toutefois, après cette correction, la cote a progressé de manière quasi ininterrompue jusqu'à la fin du mois.

Malgré cette reprise, l'incertitude sur le prix d'équilibre des actifs a eu tendance à augmenter ; en effet, la volatilité des options sur indice CAC 40 a été élevée au cours du mois de janvier, dépassant 40 % en milieu de mois, contre des niveaux de l'ordre de 30 % au cours des mois précédents. La hausse de la volatilité a été plus importante sur les valeurs françaises que sur les valeurs américaines, la volatilité implicite sur l'indice *Standard and Poor's 500*, évoluant jusqu'à près de 30 % avant le milieu du mois, pour se stabiliser autour de 25 % au cours de la seconde quinzaine.

En janvier, les indices CAC et MIDCAC ont suivi des évolutions nettement divergentes. L'explication peut provenir des mouvements de concentration dans certains secteurs, de la vigueur du dollar qui bénéficie d'abord aux grands exportateurs et aux groupes détenant des actifs libellés dans cette devise. Enfin, la communication financière des grands groupes devient plus précoce (annonce de résultats provisoires dès janvier) et soutient, dans certains cas, les cours, alors que les investisseurs attendent la période des assemblées générales pour se déterminer sur les moyennes et petites capitalisations. La progression des valeurs bancaires, surreprésentées au sein de l'indice CAC 40, ainsi que celle de France Télécom (pondération de plus de 13 %), constituent également des éléments d'explication.

Évolution de l'indice CAC 40

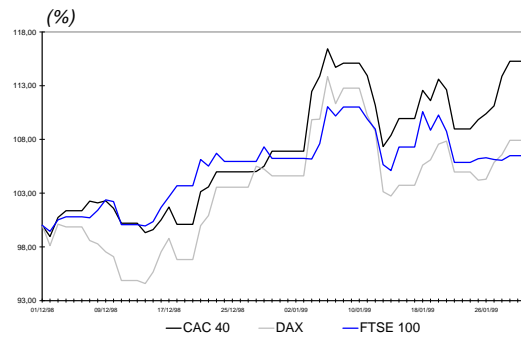


¹ La connaissance tardive d'opérations parfois importantes conduit à conférer un caractère provisoire pendant six mois aux statistiques d'un mois donné.

L'évolution divergente des indices CAC 40 et MIDCAC est confirmée par celle de l'indice SBF 250 et des actions cotées au second marché. En effet, l'indice SBF 250 a eu tendance à évoluer comme le CAC 40, enregistrant une baisse lors du déclenchement de la crise brésilienne, puis une reprise marquée au cours de la dernière semaine de janvier, avant de clôturer, début février, sur des niveaux proches de ceux de début janvier. En revanche, les actions cotées sur le second marché, après avoir fortement baissé, se sont tout juste stabilisées vers la fin du mois. Les actions cotées sur le second marché perdent ainsi 7,14 % sur le mois, tandis que celles constituant l'indice MIDCAC reculent de 5,45 %.

Cette volatilité peut traduire un double phénomène : hésitation des investisseurs en l'absence d'un consensus de marché suffisamment clair pour déterminer une tendance de moyen terme ; concentration des investisseurs sur un nombre limité de titres inclus dans les indices boursiers de référence, concourant à accroître leur cherté relative.

Évolution des principaux indices boursiers



Composition, évolution et structure des plans d'épargne en actions (PEA)

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 56,5 milliards d'euros à fin décembre 1998, en progression de 18 % par rapport au trimestre précédent et en augmentation de 40 % sur un an. Le nombre de PEA en fonctionnement (3,7 millions) s'est accru de plus de 7 % par rapport au trimestre précédent. La valeur moyenne d'un PEA était de 15 336 euros à fin décembre, en augmentation de 10 % par rapport à septembre 1998 ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 24 239 euros ¹.

	Montant (millions d'euros)		Variation (%)	Structure (%)	
	Septembre 1998 (a)	Décembre 1998	Déc. 1998/ Sept. 1998	Septembre 1998	Décembre 1998
Actions	20 571	25 495	23,9	43,0	45,1
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	27 274	31 037	13,8	57,0	54,9
TOTAL	47 845	56 532	18,2	100,0	100,0
Nombre de PEA	3 432 713	3 685 642	7,4		

(a) Données révisées

La réduction des avantages fiscaux, qui a pénalisé d'autres produits financiers, a épargné le PEA, ce qui explique en partie son succès grandissant. Par ailleurs, la restriction consistant à ne pouvoir investir dans le PEA que des valeurs françaises est atténuée par la possibilité offerte aux épargnants de placer leurs capitaux en Sicav et FCP, dont une fraction importante des actifs peut être investie en valeurs étrangères, notamment européennes.

La part des titres d'OPCVM, toutes catégories confondues, dans le PEA atteint 55 % et le poids des titres d'OPCVM inscrits sous dossier PEA représente 57 % de ces valeurs dans les comptes-titres des personnes physiques.

L'enquête PEA ² fait ressortir, à la fin du quatrième trimestre 1998 :

- une progression en volume, d'un trimestre à l'autre, de 3,6 % pour les titres d'OPCVM éligibles au PEA et de 3,4 % pour les actions ;*

Erreur ! Signet non défini. *une augmentation très forte du nombre de PEA : 253 000 d'un trimestre à l'autre et plus de 720 000 sur un an ; plus de la moitié des PEA supplémentaires créés au cours des six dernières années l'a été en 1998.*

Le dernier chiffre connu des liquidités non affectées et non rémunérées des PEA s'élevait à 3,3 milliards d'euros à fin septembre 1998.

¹ À fin septembre 1998 (derniers chiffres connus)

² Résultats détaillés disponibles sur le site Internet de la Banque (www.banque-france.fr)

3.6. Les titres d'OPCVM

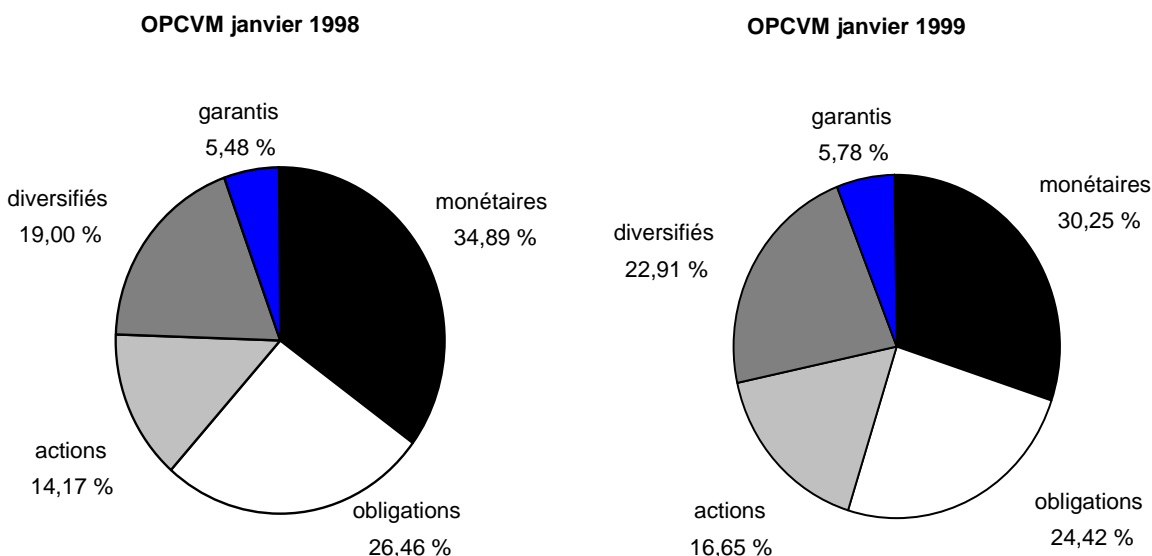
L'encours total des titres d'OPCVM s'est établi à 552,1 milliards d'euros en janvier 1999. Sa progression s'est donc poursuivie, au rythme soutenu de + 16,7 % sur un an. Parallèlement, l'offre de produits s'est renforcée, avec l'apparition depuis janvier 1998, de 406 OPCVM. Parmi eux, les OPCVM profilés ont fait une percée remarquable. En effet, ils répondent aux attentes d'une clientèle qui souhaite choisir un profil de risque plutôt qu'un niveau de performance.

Les OPCVM monétaires, qui représentent près de 30 % du total, ont enregistré en janvier une progression de leur encours de 6,5 milliards d'euros. Ce mouvement répond aux exigences de trésorerie des investisseurs institutionnels (établissements de crédit, assurances, OPCVM), mais aussi au regain d'intérêt des ménages pour cette forme d'épargne au détriment des comptes sur livrets (cf. partie 2. de l'actualité). L'encours

des OPCVM obligataires s'est établi à 134,8 milliards d'euros, en progression de 9,6 milliards sur un an. Ce mouvement traduit à la fois une certaine aversion des investisseurs pour le risque et un effet performance accru.

Les OPCVM « actions » et diversifiés ont enregistré une très forte progression de leurs encours sur un an (respectivement + 24,9 milliards d'euros et + 36,6 milliards), par un important effet de valorisation, mais aussi parce que les rendements élevés ont attiré certains investisseurs. On observe plus particulièrement, depuis le début de l'année, l'émergence des Sicav « actions » investies en Europe qui, en terme de performances, se rapprochent des niveaux français. Quant aux OPCVM garantis, leur encours s'est accru de 6 milliards d'euros sur un an. Cette hausse, qui prolonge celle observée en 1998 (6,4 milliards d'euros), reflète le succès persistant des produits d'épargne contractuelle.

Répartition de l'encours de titres par catégorie d'OPCVM



Source : Commission des opérations de bourse

4. Chronologie

1^{er} janvier

L'euro devient la monnaie officielle de la France, comme de dix autres pays européens. La parité est fixée au taux de EUR 1 pour FRF 6,55957.

6 janvier

Publication au *Journal officiel* du règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière qui normalise la préparation des institutions au passage informatique à l'an 2000.

7 janvier

Dans le cadre de la réforme de la justice commerciale, le décret de 1985 relatif aux administrateurs et mandataires liquidateurs est modifié afin de renforcer les procédures de contrôle entourant les missions des auxiliaires de justice.

13 janvier

Le Conseil des ministres adopte le projet de loi sur l'innovation, qui vise à encourager la création d'entreprises par les chercheurs publics et à simplifier les relations entre les organismes de recherche et le monde de l'entreprise.

15 janvier

Fin novembre, le déficit budgétaire pour 1998 s'élevait à FRF 279,7 milliards, en baisse de 45,6 milliards par rapport à la période correspondante de 1997.

18 janvier

L'Assemblée nationale et le Sénat, réunis en congrès, approuvent la révision de la Constitution préalable à la ratification du traité d'Amsterdam.

26 janvier

Le gouvernement lance l'opération d'ouverture du capital d'Air France : 32,3 millions d'actions seront placées sur le marché, soit 16,5 % du capital, et entre 3,3 millions et 5,2 millions d'actions seront réservées aux salariés.

27 janvier

Le Conseil des ministres adopte plusieurs projets de loi découlant de la ratification des conventions adoptées au niveau de l'Europe et de l'OCDE et visant à mieux lutter contre la délinquance financière internationale.

É T U D E S

Un agrégat monétaire large pour la zone euro

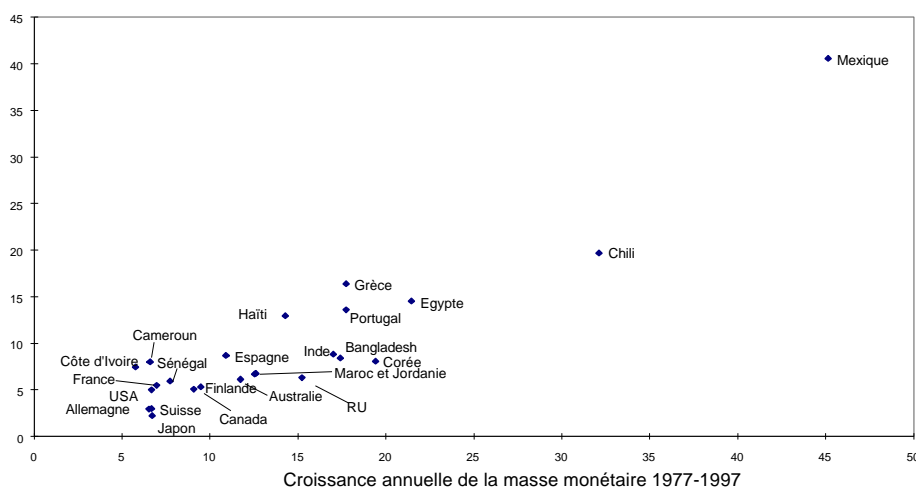
Jusqu'en décembre 1998, il n'y avait pas d'indicateur monétaire unifié pour la zone euro. Le suivi des évolutions monétaires européennes nécessitait une agrégation des indicateurs nationaux aboutissant à l'élaboration d'agrégats harmonisés dits « M3H ». Toutefois, leur définition différait d'un pays à l'autre et leur agrégation impliquait des omissions et doubles comptes, soulevant en outre le problème de la neutralisation des effets de change. Une refonte complète des dispositifs de collecte et du traitement a été entreprise par les banques centrales nationales, sous l'égide de l'Institut monétaire européen puis de la Banque centrale européenne. Elle a conduit à l'élaboration d'un agrégat monétaire M3 parfaitement homogène couvrant l'ensemble de la zone euro, qui se substitue aux anciens agrégats nationaux à compter de janvier 1999 et sert désormais de référence pour la définition et la conduite de la politique monétaire unique.

*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service des Analyses et Statistiques monétaires*

La stratégie de politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) assigne un rôle de premier plan à la masse monétaire. Ce rôle s'est illustré dans l'annonce d'une valeur de référence quantifiée pour la croissance d'un agrégat monétaire large en complément de l'objectif final qui consiste à maintenir la stabilité des prix ¹. En effet, sans entrer dans le débat sur le bien-fondé de la théorie quantitative de la monnaie, le constat empirique est celui d'une relation forte et positive entre croissance de la masse monétaire et inflation (cf. graphique ci-dessous).

Relation entre monnaie et inflation

Taux d'inflation annuel 1977-1997



Source : FMI

Réalisé le 4 février 1999
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 64 69

¹ Cf. Banque centrale européenne – *Déclaration introductive du président* – conférence de presse du 13 octobre 1998

Encore fallait-il être en mesure de construire des indicateurs fiables, c'est-à-dire satisfaisants d'un point de vue théorique et susceptibles de présenter une relation stable avec la production, les prix et les taux d'intérêt. À cet égard, il n'était pas possible de se satisfaire du dispositif statistique prévalant dans les différents pays de la zone euro antérieurement à l'entrée en phase III.

C'est ainsi que la définition et le champ des indicateurs élaborés pour répondre à des besoins nationaux différaient sensiblement d'un pays à l'autre. En outre, des informations complémentaires étaient indispensables pour effectuer une consolidation correcte au niveau de la zone euro. Enfin, il était souhaitable dans plusieurs pays que la fréquence et le délai de disponibilité des données nationales soient accélérés. La mise en œuvre de ce programme d'harmonisation statistique par les banques centrales nationales (BCN) sous l'égide de l'Institut monétaire européen (IME), puis de la BCE, permet de disposer depuis la mi-1998 d'un bilan consolidé des institutions financières monétaires de la zone euro, qui fournit un cadre unique et fiable pour le calcul de M3 et ses contreparties à l'échelle européenne. Toutefois, les informations actuellement disponibles n'offrent pas encore le recul nécessaire à l'analyse économique quantitative. Les travaux de réropolation en cours devraient, cependant, aboutir prochainement et permettre la diffusion de séries longues sur la monnaie et le crédit.

1. La somme des agrégats monétaires nationaux comme palliatif transitoire

1.1. L'hétérogénéité des agrégats monétaires nationaux en vigueur avant l'entrée en phase III

Les agrégats monétaires larges utilisés par les banques centrales nationales des pays membres de l'Union monétaire dans le cadre des politiques monétaires nationales, suivies jusqu'à la fin de 1998, reposaient sur des définitions proches. D'une façon générale, ils regroupaient tous actifs permettant l'achat de biens et services ou le règlement d'une dette sur un territoire donné ou facilement convertible en moyens de paiement, avec un faible risque en capital. Toutefois, leur contenu variait d'un pays à l'autre, en fonction des produits d'épargne existants et des critères retenus pour l'appréciation du degré de liquidité et du risque des actifs financiers².

Déjà, le renforcement de la coordination des politiques monétaires au début de la phase II de l'Union économique et monétaire (UEM), en 1990, avait nécessité un premier pas vers une plus grande harmonisation des agrégats monétaires nationaux, qui s'était traduit par l'élaboration d'agrégats larges nationaux dits « M3H » selon deux principes :

² Cf. J.-L. Mourier [1998], « L'hétérogénéité des statistiques monétaires en Europe pose des problèmes d'agrégations », *Recherche économique et financière*, Aurel, mai

- prise en compte des principales différences entre les systèmes financiers nationaux ;
- choix des composantes en fonction de critères économiques (degré de liquidité, stabilité de la relation entre masse monétaire et objectif final de la politique monétaire).

En réalité, l'harmonisation a été incomplète, les agrégats « H » continuant de se différencier d'un pays à l'autre, notamment du fait de l'inclusion ou non des titres d'OPCVM monétaires et de la prise en compte d'un critère de durée initiale plus ou moins longue des dépôts à terme.

En premier lieu, l'éventail des placements financiers n'est pas le même partout. Si l'on trouve des comptes sur livret et des dépôts à terme dans la plupart des pays, leurs conditions de rémunération varient. Surtout, les possibilités de placements sur le marché monétaire, soit directement *via* l'achat de titres de créances négociables, soit indirectement *via* l'achat de titres d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), sont inégalement réparties. Ainsi, les titres d'OPCVM monétaires se sont rapidement et largement diffusés au sein des portefeuilles financiers français, de telle sorte que la stabilisation de la demande de monnaie a nécessité leur inclusion dans l'agrégat monétaire de référence. En revanche, leur diffusion, plus récente en Allemagne, a eu un impact plus limité sur les comportements de placement et ils n'ont, de ce fait, pas été inclus dans l'agrégat support de l'objectif intermédiaire de la politique monétaire allemande en vigueur jusqu'à la fin de 1998. En outre, certains pays retiennent un plafond de durée initiale pour apprécier la liquidité des dépôts à terme (Allemagne, Belgique, Pays-Bas, par exemple), d'autres non (parmi lesquels la France).

1.2. Les limites de l'agrégation des indicateurs nationaux

Outre l'hétérogénéité des agrégats monétaires nationaux, le calcul d'un agrégat large couvrant la zone euro à partir des indicateurs nationaux bute sur la difficulté qu'il y a du point de vue statistique à les agréger. Deux grandes méthodes statistiques peuvent être utilisées, dont l'application s'étend à d'autres variables (prix, production, taux d'intérêt, notamment).

La méthode du taux de change

Les séries nationales de masse monétaire nominale sont converties dans la même unité monétaire aux taux de change courants, puis additionnées, pour calculer la masse monétaire de l'Union monétaire. Le taux de croissance de la masse monétaire de la zone est alors égal à la moyenne arithmétique des taux de croissance des masses monétaires nationales, pondérés par les parts relatives des agrégats nationaux.

La méthode indiciaire

Les séries nationales de masse monétaire nominale sont converties dans la même devise aux taux de change courants, puis transformées en logarithmes. Ceux-ci sont agrégés à partir de pondérations fixes, qui peuvent être choisies de façon indépendante des agrégats monétaires nationaux (par exemple, les parts relatives des PIB nationaux d'une année donnée convertis aux taux de change correspondant à la parité des pouvoirs d'achat).

Dans les travaux empiriques ayant nécessité la construction de données agrégées pour la zone euro, les deux méthodes ont été utilisées, sans que l'une paraisse supérieure à l'autre, même si la méthode indiciaire, à l'inverse de la première méthode, permet, en termes réels, d'écrire la variable d'ensemble comme la moyenne pondérée des variables nationales et élimine les effets de taux de change³. Il n'en demeure pas moins que l'une ou l'autre méthode conduit à un agrégat européen incomplet, dans la mesure où il n'inclut pas les avoirs monétaires détenus par les résidents de chaque pays participant dans les autres pays de l'Union monétaire (avoirs délocalisés qui ne sont pas repris dans les agrégats nationaux) et imprécis, compte tenu de sa sensibilité à la pondération choisie⁴.

Au plan opérationnel, l'utilité d'un tel agrégat était de toute façon limitée car ses composantes nationales n'étaient pas toutes disponibles dans les mêmes délais.

2. Un cadre unique et fiable pour le calcul de M3 et de ses contreparties à l'échelle de la zone euro

La consolidation correcte des avoirs monétaires au niveau de la zone euro passe par l'harmonisation complète des définitions retenues au plan national pour les secteurs créateur et détenteur de monnaie et pour les actifs monétaires recensés, et, au-delà, par celle des méthodes de collecte et de traitement des données nationales. Les principes et les modalités de cette harmonisation ont été décrits dans le rapport de l'Institut monétaire européen de juillet 1996, intitulé : *Obligations statistiques pour la phase III de l'Union monétaire*.

2.1. La définition d'un cadre conceptuel harmonisé

Pour obtenir des agrégats monétaires européens, cohérents et précis, il convenait au préalable que le Système européen de banques centrales se dotât d'un ensemble commun de concepts statistiques. À défaut, la diversité des systèmes nationaux de statistiques, tant dans le domaine de la méthodologie que dans celui des pratiques statistiques, risquait d'aboutir à l'élaboration d'agrégats non significatifs. L'objectif poursuivi a été de constituer des statistiques homogènes et fiables, tout en prenant en considération les particularités structurelles et de fonctionnement des systèmes financiers nationaux. La méthode adoptée a consisté à définir une population déclarante la plus homogène possible et un cadre comptable commun.

³ Cf. G. Fagan et J. Henry [1998], « Long Run Money Demand in the EU: Evidence for Area-Wide Aggregates », *Empirical Economics*, n° 23, p. 483-506

⁴ Cf. E. Bartsch et J. Fels [1998], *Revisiting Euro Money Supply*, EuroTower Insights, Morgan Stanley Dean Witter, 5 août

2.1.1. Les institutions financières monétaires

L'harmonisation de la définition des institutions créatrices de monnaie, dénommées *institutions financières monétaires (IFM)*, constituait un préalable indispensable. Ainsi, les institutions financières monétaires comprennent les établissements de crédit résidents, tels qu'ils sont définis par la législation communautaire, et toutes les autres institutions financières résidentes, dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières.

La notion d'IFM englobe la BCE, les BCN et les établissements de crédit, les fonds de placement collectif de type monétaire répondant à la définition retenue par la BCE et, marginalement, d'autres institutions financières. L'inclusion des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) monétaires répond à la nécessité de prendre en considération le processus d'innovation financière, déjà à l'œuvre dans un certain nombre de pays, qui donne aux agents économiques la possibilité de substituer des titres à des dépôts classiques. La BCE, en liaison avec les BCN, établit la liste des IFM⁵. En France, la population des IFM comprend la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

2.1.2. Le bilan consolidé des institutions financières monétaires

Les principales informations statistiques communiquées à la BCE par les BCN s'inscrivent dans un bilan national agrégé des IFM résidentes suffisamment détaillé pour permettre une certaine souplesse dans la composition des agrégats monétaires et de leurs contreparties⁶.

Le contenu du passif de ce bilan répond au souci d'identifier les liquidités susceptibles d'être incluses dans les agrégats monétaires : billets et pièces en circulation, dépôts à vue, dépôts à terme, dépôts avec préavis, opérations de pension, titres de créances émis, titres d'OPCVM monétaires, instruments du marché monétaire émis, capital et réserves et autres exigibilités.

L'actif inclut les crédits, le portefeuille en titres de créances, en instruments du marché monétaire et en actions et titres participatifs, les valeurs immobilisées et les autres créances.

⁵ La liste des institutions financières monétaires de la zone euro peut être consultée ou téléchargée à partir du site Internet de la Banque de France : www.banque-france.fr

⁶ À compter du 1^{er} janvier 1999, la collecte et le calcul des informations statistiques requises s'effectuent conformément au règlement n° 2819/98 de la BCE relatif au bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires.

En outre, la plupart de ces données sont ventilées par durées initiales, zones de résidence et secteurs contreparties. Ainsi, la distinction entre les créances et engagements vis-à-vis des résidents de la zone euro et ceux du reste du monde, et celle entre les créances et engagements vis-à-vis des IFM et des non-IFM, permettent de déterminer les avoirs monétaires détenus par les seuls résidents non IFM de la zone euro et d'inclure ainsi dans la masse monétaire les avoirs transfrontaliers au sein de cette même zone.

Ce bilan agrégé est à établir mensuellement par les BCN à partir d'informations collectées auprès des IFM. Les statistiques composant le bilan monétaire parviennent à la BCE au plus tard le quinzième jour ouvrable suivant la fin du mois auquel elles se rapportent. Afin d'alléger la charge statistique des établissements, la collecte mensuelle peut être circonscrite à une population restreinte, sous réserve que son total de bilan cumulé représente au moins 95 % du total du bilan de l'ensemble des IFM.

Enfin, des données complémentaires sont collectées au trimestre. Elles ont pour objet de fournir une répartition détaillée des principaux postes de bilan par devises, pays, secteurs et objets.

La mise en œuvre de ces obligations dans les onze pays participant à l'Union monétaire est effective depuis la mi-1998. Elle permet aujourd'hui de disposer pour la zone d'un bilan mensuel consolidé des institutions financières monétaires à partir duquel sont calculés les agrégats monétaires de la zone par simple sommation de ses composantes à caractère monétaire (cf. encadrés).

2.2. L'agrégat M3 de la zone euro et ses contreparties

S'agissant de la délimitation du secteur institutionnel détenteur de monnaie, il pouvait y avoir un doute quant à la classification des administrations publiques locales et de Sécurité sociale entre secteur neutre et secteur détenteur de monnaie, les pratiques nationales divergeant en la matière. Néanmoins, ces entités sont des clients habituels des établissements de crédit et leur comportement de dépense (du moins en ce qui concerne les collectivités locales) paraît proche de celui des sociétés non financières.

Sectorisation

Secteur émetteur de monnaie : se compose des institutions financières monétaires (IFM), comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire et toutes les institutions financières résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France se composent de la Banque de France, des établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, de la Caisse des dépôts et consignations, des OPCVM monétaires et de la Caisse nationale d'épargne.

Secteur neutre : administration centrale.

Secteur détenteur de monnaie : regroupe les autres intermédiaires financiers et les agents non financiers.

Agents non financiers (ANF) : cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

Tableau synoptique des principales catégories d'agents économiques				
Secteur émetteur de monnaie	Secteur neutre	Secteur détenteur de monnaie		
Institutions financières monétaires (IFM)		Autres intermédiaires financiers	Agents non financiers	
			Agents privés non financiers	Administrations publiques hors administration centrale
<ul style="list-style-type: none"> - BCE et BCN - Établissements de crédit - OPCVM monétaires - Autres institutions financières 	- Administration centrale	<ul style="list-style-type: none"> - OPCVM non monétaires - Entreprises d'investissement - Fonds communs de créances, etc. 	<ul style="list-style-type: none"> - Sociétés non financières - Ménages - Sociétés d'assurance et fonds de pension - Institutions à but non lucratif au service des ménages 	<ul style="list-style-type: none"> - Administrations de Sécurité sociale - Collectivités locales - Administrations d'États fédérés
			Secteur privé	

Ces arguments, ajoutés au souci de limiter les ruptures statistiques, justifient leur inclusion dans le secteur détenteur de monnaie, qui comprend, par ailleurs, les ménages, les entreprises non financières, les administrations privées, les sociétés d'assurance et fonds de pension, et les autres intermédiaires financiers. En revanche, les organismes d'administration centrale, dont les dépôts évoluent de façon erratique et sans relation stable avec l'activité économique, sont regroupés dans un secteur neutre au plan monétaire, ni créateur ni détenteur de monnaie.

Agrégats monétaires

La BCE s'est dotée de la panoplie d'agrégats suivante :

- un agrégat étroit M1 incluant les pièces et les billets en circulation et les dépôts à vue ;
- un agrégat intermédiaire M2 ne comprenant que les dépôts monétaires : M1 + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans ;
- un agrégat large de référence M3 contenant : M2 + pensions + titres d'OPCVM monétaires + instruments du marché monétaire + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans.

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale sont incluses dans M3.

Sont qualifiés de monétaires, tous les actifs entrant dans la composition de l'agrégat large.

Les dépôts à terme comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les dépôts avec un préavis inférieur ou égal à trois mois recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne-logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les pensions représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés.

Les titres autres que des actions sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend notamment les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les instruments du marché monétaire correspondent à des titres émis à court terme par des IFM (durée initiale inférieure ou égale à un an) et négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt et les bons des institutions et sociétés financières (BISF).

Par souci de prendre en compte d'éventuels mouvements de substitution entre actifs en euros et actifs en devises, mais aussi d'éviter toute rupture statistique, le choix des actifs monétaires s'appuie sur un critère « toutes devises » consistant à apprécier le degré de liquidité des actifs indépendamment de la devise dans laquelle ils sont libellés⁷. Un seuil de durée initiale est également utilisé pour la sélection des dépôts à terme et des titres de créances à caractère monétaire. Il est fixé à deux ans, en liaison avec le plafond retenu pour le calcul de la base des réserves obligatoires⁸.

⁷ En conséquence, il conviendra de corriger les variations d'encours des effets de taux de change pour mesurer les transactions réelles.

⁸ Cette approche pragmatique n'ignore pas le risque que des titres d'une maturité proche de deux ans soient en réalité peu liquides. À l'inverse, des placements investis dans des produits à moyen terme peuvent être très liquides, comme par exemple en France les sommes déposées sur les plans d'épargne-logement renouvelés après l'échéance des quatre premières années.

Enfin, dans certains pays de l'Union monétaire (Belgique, France, Irlande, Italie), le Trésor public et/ou La Poste sont habilités à collecter des dépôts et à octroyer des prêts. Bien que ces organismes ne soient pas des institutions financières monétaires (IFM), les dépôts qu'ils reçoivent sont pris en compte pour le calcul des agrégats monétaires de la zone euro, dans la mesure où ils satisfont aux critères d'inclusion.

Parmi les composantes de M3, ce sont les dépôts à vue qui en représentent la part la plus importante (environ 33 %). La part des dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois est légèrement moindre (environ 28 %) et celle des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'établit à 20 %. Le poids de la monnaie fiduciaire atteint 7 % environ, de même que la part cumulée des titres d'OPCVM monétaires et des instruments du marché monétaire. Parmi les plus petites composantes figurent les pensions (4 %) et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans (environ 1 %).

Les contreparties de M3, qui visent à mettre en évidence les principales sources de la création monétaire, regroupent les ressources non monétaires des IFM, leur portefeuille de titres émis par des non-IFM, les crédits accordés aux non-IFM, le solde des créances et des engagements des IFM sur les non-résidents, le solde des créances et des engagements inter-IFM et un poste « divers ». Les crédits incluent les crédits à l'habitat, à la consommation, à l'investissement, de trésorerie, les autres crédits, les créances douteuses brutes, le crédit-bail, les avoirs en titres non négociables et les dettes subordonnées constituées sous la forme de dépôts ou de prêts.

3. Les données sur M3 et ses contreparties

3.1. Des résultats mensuels disponibles depuis 1997

La mise en œuvre des obligations statistiques européennes a entraîné d'importantes refontes des dispositifs de collecte chez la plupart des pays participants à l'Union monétaire. Au plan français, les adaptations opérées en matière de délais de transmission, de contenu de l'information et de population déclarante ont été substantielles.

En ce qui concerne les établissements de crédit, l'instruction 97-01 de la Commission bancaire (27 mars 1997), adoptée après une négociation s'inscrivant dans le cadre du schéma de place bancaire et financier, a notamment modifié leurs obligations de remise mensuelle, afin de collecter les données nécessaires à la Banque de France pour remplir ses engagements vis-à-vis de la BCE. Pour respecter les conditions de représentativité minimale et de délai imposées par la BCE, l'instruction susvisée aboutit à assujettir à remise mensuelle environ 320 établissements, contre 120 dans l'ancien dispositif, et à ramener les délais de déclaration de 25 jours calendaires à 10 jours ouvrables. Au plan de la collecte, le nouveau dispositif est complètement opérationnel depuis l'échéance de fin septembre 1998.

Pour les OPCVM, le Conseil de la politique monétaire, par une décision du 2 avril 1998, a défini le dispositif de collecte de données à des fins statistiques, à l'issue d'un processus de négociation avec l'AFG-ASFFI et des représentants de ces organismes. Ce nouveau dispositif, applicable à l'ensemble des OPCVM à vocation générale ainsi qu'aux fonds communs de placement à risques et aux fonds communs d'intervention sur les marchés à terme, n'entrera en vigueur qu'en mars 1999. Toutefois, seuls les OPCVM monétaires, du fait de leur qualité d'IFM, seront assujettis à remise mensuelle. Dans l'intervalle, la fourniture à la BCE des données requises sur l'activité des OPCVM monétaires repose sur la collecte d'informations assurée par la Commission des opérations de bourse.

Depuis décembre 1998, la mise en œuvre des normes de délai de transmission des informations mensuelles, réussie au sein de la zone, permet au SEBC de diffuser, par communiqué de presse auprès du public et dans un délai de 30 jours calendaires, le bilan consolidé mensuel des IFM de la zone euro, ainsi que les résultats observés pour M3 et ses contreparties. Des données historiques conformes à ce format harmonisé sont également disponibles depuis décembre 1998, mais elles ne couvrent qu'une période plutôt courte, commençant en septembre 1997 pour le bilan consolidé, et en décembre 1996 pour M1, M2 et M3.

Ces informations sont disponibles sur le site Internet de la BCE (www.ecb.int) et dans la base de données de la Banque des règlements internationaux ou peuvent être obtenues auprès de la Banque de France, comme auprès des autres BCN.

Les résultats communiqués par la BCE sur les évolutions monétaires de la zone en décembre 1998 montrent un décalage de croissance entre la masse monétaire et le crédit (cf. tableau ci-après). L'agrégat monétaire M3 pour la zone euro a progressé à un taux annuel de 4,5 % en décembre 1998, en baisse de 0,2 point par rapport au glissement annuel de novembre 1998 (+ 4,7 %). Ce ralentissement a reflété essentiellement une moindre demande des instruments négociables inclus dans M3 (titres de créance émis, pensions, titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire), avec une baisse de 49 milliards d'euros de leur encours en décembre. À l'inverse, le glissement annuel des dépôts à vue a légèrement accéléré, de + 10,8 % en novembre à + 11,1 % en décembre.

En ce qui concerne les contreparties de M3, l'encours de crédit accordé par les IFM a augmenté de 7,0 % sur un an. En effet, l'impact nettement expansif des prêts (+ 10,1 points en termes de contribution à la variation annuelle de M3) et plus globalement des créances des IFM sur les résidents de la zone euro (+ 12,9 points) a été partiellement compensé par l'impact restrictif des opérations avec l'extérieur (- 2,1 points) et des exigibilités non monétaires des IFM (- 3,1 points).

M3 et ses contreparties

	Encours		Variation d'encours			Glissement annuel
	en milliards d'euros		en milliards d'euros			en %
	Déc. 1997	Déc. 1998	Déc. 97/ déc. 98	Nov. 97/ déc. 97	Nov. 98/ déc. 98	Déc. 97/ déc. 98
Billets et pièces en circulation	318,4	322,9	4,4	5,5	9,8	1,4
+ Dépôts à vue	1 300,2	1 444,3	144,2	57,7	67,4	11,1
= M1	1 618,6	1 767,2	148,6	63,2	77,3	9,2
+ Dépôts à terme ≤ 2 ans	894,0	883,2	- 10,8	- 6,9	13,0	- 1,2
+ Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	1 159,6	1 225,1	65,5	35,0	26,7	5,6
= M2	3 672,3	3 875,6	203,3	91,3	117,0	5,5
+ Pensions	205,4	181,2	- 24,1	- 10,3	- 17,2	- 11,7
+ Titres de créance émis ≤ 2 ans	71,9	67,1	- 4,8	3,8	- 14,8	- 6,7
+ Instruments du marché monétaire et titres d'OPCVM monétaires	296,8	312,1	15,4	- 10,4	- 17,4	5,2
= M3	4 246,3	4 436,0	189,7	74,5	67,7	4,5
Origine des variations de M3 (- = diminution)						
Créances nettes sur l'extérieur	481,8	371,6	- 110,2	13,8	21,1	- 22,9
Crédits	5 551,8	5 940,0	388,1	53,4	56,0	7,0
Secteur privé	4 709,3	5 099,1	389,8	67,2	55,8	8,3
Secteur public	842,5	840,8	- 1,7	- 13,9	0,2	- 0,2
Titres	1 583,5	1 699,2	115,8	- 19,6	- 18,6	7,3
Secteur privé	421,1	503,4	82,3	3,0	13,6	19,5
Secteur public	1 162,4	1 195,9	33,5	- 22,6	- 32,2	2,9
Créances nettes entre IFM	- 44,4	40,6	85,0	- 33,8	32,1	- 191,3
Ressources non monétaires des IFM	- 3 315,2	- 3 399,7	- 84,5	- 37,2	- 3,6	2,6
Dépôts de l'administration centrale	- 154,3	- 157,1	- 2,8	- 11,4	- 2,1	1,8
Dépôts à terme > 2 ans	- 1 009,2	- 1 023,4	- 14,2	- 6,8	- 5,5	1,4
Dépôts avec préavis > 3 mois	- 219,8	- 214,1	5,6	- 3,7	- 4,6	- 2,6
Titres de créance émis > 2 ans	- 1 233,5	- 1 299,7	- 66,2	- 2,6	3,6	5,4
Capital et réserves	- 698,3	- 705,4	- 7,0	- 12,7	5,0	1,0
Divers	- 11,2	- 215,6	- 204,5	97,9	- 19,3	201,8
TOTAL	4 246,3	4 436,0	189,7	74,5	67,7	4,5

Source : BCE

Réalisé le 4 février 1999
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 28 18

Dans une perspective à plus long terme, les estimations disponibles indiquent que M3 a progressé à un rythme annuel régulier compris entre 3,5 % et 5,5 % au cours des deux dernières années. Le Conseil des gouverneurs de la BCE juge cette tendance monétaire compatible avec le maintien de la stabilité des prix dans la zone euro.

À côté des statistiques de l'ensemble de la zone, subsistent pour la France un certain nombre de séries nationales pertinentes au plan économique et financier que la Banque de France continuera de diffuser auprès du public⁹ : statistiques de crédit par objets et par agents ; endettement intérieur total ; suivi de certains agrégats de liquidité ou de placements spécifiques, comme par exemple l'épargne à taux administré.

⁹ Cf. P. Jaillet et I. Odonnat [1998], « Les statistiques sur la monnaie et le crédit de la Banque de France en Union monétaire », *Bulletin de la Banque de France* n° 59, novembre

3.2. La nécessité d'élaborer et de diffuser des séries longues

L'analyse statistique et économétrique, en particulier la réalisation de travaux approfondis sur la demande de monnaie européenne et sur les déterminants des comportements de placement et de financement au sein de la zone euro, rend nécessaire la mise à disposition de séries longues sur 20 ans relatives au bilan consolidé des IFM et aux agrégats monétaires.

A priori, les ruptures résultant de l'entrée en vigueur des obligations statistiques pour la phase III ne peuvent être négligées. S'agissant du secteur créateur de monnaie, les établissements de crédit retenus dans la liste des institutions financières monétaires diffèrent quelque peu de ceux autrefois retenus pour le calcul des agrégats nationaux. Si la France, qui compte le plus grand nombre d'OPCVM monétaires (environ 700), les prenait déjà en compte dans l'agrégat large, support de l'objectif intermédiaire de sa politique monétaire, il n'en est pas de même du Luxembourg (environ 400 fonds monétaires) ni de l'Espagne (environ 100). S'agissant du secteur détenteur de monnaie, il est, pour l'essentiel, constitué des ménages et des entreprises non financières, mais l'exclusion de l'administration centrale et l'inclusion des institutions financières non monétaires affectent la mesure des avoirs monétaires. Les principales difficultés résident dans le suivi en longue période des instruments nouvellement qualifiés de monétaires (pensions et titres, selon les pays), dans la répartition par secteurs d'activité des contreparties sises dans les autres pays de la zone euro et dans la ventilation des opérations par durées initiales.

Des séries mensuelles longues sont d'ores et déjà disponibles pour ce qui concerne les opérations monétaires réalisées avec les institutions résidant en France et seront prochainement diffusées auprès du public : début février 1999 sous forme imprimée, puis début mars 1999 sous forme électronique, pour une période démarrant en janvier 1980. D'autres pays ont entrepris un effort similaire (Allemagne, Espagne). Il conviendra que ces travaux de rétropolation soient élargis à l'ensemble des BCN pour compléter le dispositif d'information du SEBC sur une base harmonisée.

La nouvelle réglementation des titres de créances négociables

Laure BÉAL

*Direction des Marchés de capitaux
Service des Intermédiaires et des Instruments des marchés*

Le marché français des titres de créances négociables (TCN) a connu, depuis sa création en 1985, un développement remarquable qui en fait aujourd'hui le premier marché continental de titres monétaires. Au 31 décembre 1998, l'encours des TCN était de 201 milliards d'euros (1 316 milliards de francs).

La sophistication progressive des instruments de marchés militait depuis plusieurs années pour un toilettage des textes, afin de prendre en compte les pratiques en vigueur sur des marchés concurrents du marché français des TCN. Par ailleurs, la construction européenne, plus particulièrement la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières prise en application de la Directive sur les services d'investissement, rendait impérative une réforme. Une rénovation des textes a donc été opérée autour de deux axes majeurs : la modernisation du marché et son ouverture européenne et internationale.

L'ensemble des textes parus au *Journal officiel* du 3 janvier 1999 établit tout d'abord un nouveau découpage des dispositions réglementaires, dans la logique de la loi de modernisation des activités financières. Sont mis en œuvre :

- un décret (n° 98-1316, modifiant le décret du 13 février 1992) récapitulant les principes généraux, dont relèvent toutes les catégories de titres de créances négociables ;
- un arrêté régissant les règles propres aux titres émis par les entités non financières (billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables des entreprises industrielles et commerciales) ;
- un règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière (n° 98-08, se substituant au règlement n° 92-03 abrogé) définissant les règles relatives aux émissions des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (respectivement certificats de dépôt et billets de trésorerie ; bons à moyen terme négociables pour les deux catégories d'émetteurs).

La tutelle du marché reste confiée à la Banque de France qui est chargée d'en assurer le bon fonctionnement.

Les amendements de fond à la réglementation sont d'importance ; ils s'inscrivent dans la direction souhaitée par la Banque de France, à savoir une orientation plus libérale favorable au développement du marché français et à son positionnement concurrentiel. Certaines des nouvelles dispositions concernent l'ensemble du marché, d'autres sont spécifiques à certains titres.

Les dispositions générales du marché

– La rémunération des titres de créances négociables, qu’il s’agisse des titres courts ou des titres longs, est désormais librement fixée par l’émetteur, sous la seule réserve d’une information préalable de la Banque de France lorsque la rémunération varie en application d’une clause d’indexation ne portant pas sur un taux usuellement employé sur les marchés interbancaire, monétaire ou obligataire. Est ainsi désormais possible l’indexation de titres sur le taux de l’argent au jour le jour (Eonia). Dans cette logique, pourront désormais exister des contrats d’émission ne garantissant pas le remboursement du capital emprunté — ceci est déjà admis pour les émissions de *Euro medium term notes* (EMTN) —, à condition que cette clause fasse l’objet d’un avertissement dans le dossier de présentation financière et que la fraction du capital garantie par l’émetteur soit explicitement mentionnée. Enfin, il est rappelé que, dans tous les cas, les mécanismes d’indexation s’inscrivent dans le cadre des dispositions de l’ordonnance n° 58-1374 du 30 décembre 1958, sous réserve de l’appréciation souveraine des tribunaux.

– La durée minimale des certificats de dépôt et des billets de trésorerie est ramenée de 10 jours à 1 jour.

– Les conditions de rachat de leurs propres titres par les émetteurs sont complètement libéralisées, sous réserve d’une information périodique de la Banque de France. Le rachat peut donner lieu à annulation des titres (remboursement anticipé) : dans ce cas, l’information de la Banque de France est hebdomadaire. Les titres rachetés peuvent être également conservés par l’émetteur (portage) ou revendus sur le marché secondaire : dans ce cas, l’information de la Banque de France est mensuelle.

– La domiciliation des titres de créances négociables reste obligatoirement exercée par des établissements résidant sur le territoire français ; toutefois, elle est désormais autorisée non seulement auprès des établissements de crédit agréés en France, mais également auprès des entreprises d’investissement habilitées à tenir des comptes espèces, ainsi que des succursales de ces établissements ou entreprises autorisés à intervenir en France dans le cadre du passeport prévu par la Directive européenne sur les services d’investissement. Une définition de la fonction de domiciliataire de titres de créances négociables est énoncée dans le règlement général du Conseil des marchés financiers (titre VI) ; une distinction est notamment opérée entre les titres gérés en dépositaire central et les autres. Pour ces derniers, une convention précisant les obligations réciproques des parties doit être conclue avec le domiciliataire. Ce dernier a pour fonctions principales de garantir la régularité des conditions d’émission, d’assurer le service financier et de procéder aux déclarations statistiques auprès de la Banque de France.

– La négociation et le placement des TCN sont ouverts à tous les prestataires de services d’investissement agréés dans l’espace économique européen.

Les dispositions spécifiques à certains titres

– La catégorie des bons des institutions et sociétés financières (BISF) est supprimée, les émetteurs de BISF émettant dorénavant des certificats de dépôt (CD). Ce changement de dénomination permet ainsi d'unifier dans une seule catégorie, bien connue des investisseurs étrangers, les titres à court terme émis par l'ensemble des établissements de crédit.

– Les certificats de dépôt peuvent être émis par tous les établissements de crédit, qu'ils soient ou non implantés en France. Cette mesure permet un accroissement potentiel important de la population habilitée à émettre ces titres. En effet, jusqu'à présent, seuls les établissements de crédit habilités à recevoir des dépôts à vue du public et assujettis en France à la constitution des réserves obligatoires, donc implantés en France, étaient habilités à émettre des certificats de dépôt, les autres établissements ne pouvaient émettre que des billets de trésorerie en devises étrangères. Cette nouvelle disposition résulte de la mise en œuvre de la politique monétaire unique ¹.

– Les entreprises d'investissement peuvent émettre des billets de trésorerie dans les conditions de droit commun ; elles peuvent, par ailleurs, dès lors qu'elles sont habilitées à émettre des TCN, garantir les titres émis par des entités appartenant au même groupe financier.

Au total, cette nouvelle réglementation assouplit les conditions de fonctionnement du marché français, demeuré longtemps essentiellement domestique, et devrait permettre à celui-ci d'attirer à la fois les investisseurs et les émetteurs étrangers, et de localiser ainsi sur la place de Paris une partie significative du marché des TCN en euros. Ces instruments financiers pourront ainsi concurrencer les *euro commercial papers* (ECP) qui tendent également à se développer.

Parallèlement à l'amélioration de cette offre, la poursuite des travaux européens, en particulier la révision des directives encadrant l'emploi des actifs des grands investisseurs institutionnels (OPCVM notamment), contribuera à élargir les conditions d'accès au marché des TCN.

¹ L'interdiction opposée aux établissements de crédit non implantés en France visait à garantir l'égalité de concurrence entre émetteurs de certificats de dépôt dans un contexte où les établissements de crédit français étaient assujettis à la constitution de réserves obligatoires non rémunérées. Les réserves obligatoires imposées par la politique monétaire unique étant rémunérées, la constitution de ces réserves n'emporte plus un coût pour les banques de la zone euro. L'ouverture de l'émission de ces titres à tous les établissements de crédit ne soulève plus, dès lors, de risque d'inégalité de traitement.

Principales caractéristiques des titres de créances négociables en vigueur au 1^{er} janvier 1999

Caractéristiques	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	Bons à moyen terme négociables	Bons du Trésor
Nature des émetteurs	<ul style="list-style-type: none"> - Établissements de crédit et - Caisse des dépôts et consignations. 	<ul style="list-style-type: none"> - Entreprises résidentes et non résidentes autres que les établissements de crédit, ayant deux ans d'existence, constituées sous la forme de sociétés par actions, entreprises du secteur public, sociétés coopératives, GIE ou sociétés en nom collectif composés uniquement d'émetteurs potentiels. - Entreprises d'investissement. - Institutions de la CEE et organisations internationales dont la France est membre. 	<ul style="list-style-type: none"> - Tous les émetteurs pouvant émettre des certificats de dépôt ou des billets de trésorerie. 	État français.
Durée	De 1 jour à 1 an.	De 1 jour à 1 an.	De 1 an 1 jour et sans limitation de durée.	Non réglementée (actuellement des bons sont émis pour des durées de 13, 24 à 29 semaines, 40 à 52 semaines, 2 ans et 5 ans).
Montant minimal	1 million de francs ou sa contrevaletur exprimée en euros ou en devises étrangères.			Non réglementé.
Prix d'émission	Les titres de créances négociables peuvent être émis à un prix différent du pair et comporter une prime de remboursement. Si l'émission d'un titre de créance négociable ne garantit pas le remboursement de la totalité du capital, cette clause doit faire l'objet d'un avertissement dans le dossier de présentation financière ; la fraction du capital garantie par l'émetteur doit être, de plus, explicitement mentionnée lors de l'émission.			Fixé par adjudication.
Monnaie d'émission	Euro (y compris ses dénominations nationales) ou toute devise étrangère sauf opposition temporaire de la Banque de France.			Euro.
Rémunération	<ul style="list-style-type: none"> - Libre. - Lorsque la rémunération varie en application d'une clause d'indexation qui ne porte pas sur un taux usuel des marchés interbancaire, monétaire ou obligataire, cette clause doit être au préalable portée à la connaissance de la Banque de France. 			Taux fixe.

Principales caractéristiques des titres de créances négociables en vigueur au 1^{er} janvier 1999 (suite)

Caractéristiques	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	Bons à moyen terme négociables	Bons du Trésor
Visa : obtention et retrait	Attribué par la COB aux émetteurs non implantés en France qui ne se prévalent pas d'une notation.	Attribué par la COB aux émetteurs qui ne se prévalent pas d'une notation.	Attribué par la COB aux émetteurs non établissements de crédit et aux établissements de crédit non implantés en France qui ne se prévalent pas d'une notation.	
	Le visa devient caduc si un émetteur suspend sa présence pendant plus d'un an. La COB peut rendre caduc le visa si l'émetteur manque à ses obligations d'information.			
Garantie éventuelle	Elle peut être accordée par : a) un établissement de crédit habilité par son statut à délivrer une telle garantie ; b) une entreprise d'investissement elle-même habilitée à émettre des billets de trésorerie, lorsque cette entreprise détient, directement ou indirectement, 20 % au moins du capital de l'émetteur ou dont le capital est détenu, directement ou indirectement, par l'émetteur à concurrence de 20 % au moins ;	c) pour les émetteurs mentionnés aux 2 ^o , 3 ^o , 4 ^o du III de l'article 19 de la loi du 26 juillet 1991, également par une entité mentionnée dans les textes précités, elle-même habilitée à émettre des billets de trésorerie dans les conditions indiquées au b) ci-dessus.	En fonction de la nature de l'émetteur, ils peuvent être garantis selon les règles respectivement applicables aux certificats de dépôt et billets de trésorerie.	
Gestion, domiciliation	Domiciliation obligatoire auprès d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement installé en France, ou de la Caisse des dépôts et consignations (les établissements de crédit et entreprises d'investissement installés en France peuvent être leur propre domiciliataire). Possibilité, sur demande des émetteurs, d'être gérés en Sicovam.			Dépôt en compte courant à la Banque de France. La gestion des opérations est assurée par la Sicovam <i>via</i> RGV.
Placement et négociation	- Placement et négociation par les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, la Caisse des dépôts et consignations.			Émis par adjudication à la Banque de France.
Surveillance du marché, sanctions	- La Banque de France prend les mesures en vue d'assurer le fonctionnement normal du marché ; elle peut suspendre ou interdire d'émission un émetteur qui ne respecte pas les dispositions en vigueur.			Banque de France.
Dématérialisation	Obligatoire depuis le 26 janvier 1993.			

Principales caractéristiques des titres de créances négociables en vigueur au 1^{er} janvier 1999 (fin)

Caractéristiques	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	Bons à moyen terme négociables	Bons du Trésor
Classement monétaire : titres d'une durée inférieure à 2 ans	En cas de détention par des agents non financiers ou par la clientèle financière (entreprises d'investissement et OPCVM non monétaires) M3 – M2.		Titres émis par les établissements de crédit, en cas de détention par des agents non financiers ou par la clientèle financière (entreprises d'investissement et OPCVM non monétaires) M3 – M2.	
Assujettissement aux réserves obligatoires	Sur l'encours des titres d'une durée inférieure ou égale à 2 ans, excepté les titres dont les détenteurs finaux sont des établissements de crédit soumis aux réserves obligatoires au sein du SEBC (dans ce cas la justification du détenteur final est requise).		Sur l'encours des titres d'une durée inférieure ou égale à 2 ans, émis par les établissements de crédit, excepté les titres dont les détenteurs finaux sont des établissements de crédit soumis aux réserves obligatoires au sein du SEBC (dans ce cas la justification du détenteur final est requise).	
Diffusion d'informations	La Banque de France publie régulièrement des statistiques sur les émetteurs de TCN.			
Rachat par l'émetteur	Libre.			
Remboursement anticipé suivi d'annulation	Libre.			
Notation	Facultative. Les émetteurs notés bénéficient d'une procédure d'information allégée. La notation doit être effectuée par une agence spécialisée figurant sur une liste arrêtée par le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.			
Obligation d'information	Dépôt à la Banque de France d'un dossier de présentation financière 15 jours avant la première émission. Mise à jour annuelle. Pour les émetteurs non notés, dépôt à la COB, pour visa, du dossier de présentation financière 1 mois avant la première émission. Mise à jour annuelle. Ces émetteurs doivent communiquer à la Banque de France et à la COB un rapport semestriel d'activité et une situation trimestrielle de trésorerie.			
Textes applicables	<ul style="list-style-type: none"> – Art. 19 de la loi n° 91-716 du 26 juillet 1991. – Décret n° 92-137 du 13 février 1992 modifié par les décrets n° 94-848 du 27 septembre 1994 et n° 98-1316 du 31 décembre 1998. – Arrêté du 13 février 1992 et arrêté du 31 décembre 1998 pris en application du décret n° 92-137 du 13 février 1992. – Règlement du CRBF n° 98-08 du 7 décembre 1998. – Règlement général du CMF – Titre VI – articles 6.3.10 à 6.3.13. 			Ordonnance n° 45-679 du 13 avril 1945. Arrêté du 19 septembre 1973.

Enquête financière – Quatrième trimestre 1998

Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

Méthodologie de l'enquête

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

Vue d'ensemble

Au quatrième trimestre 1998, la situation financière des entreprises, qui apparaît toujours aisée, n'a pratiquement pas varié par rapport au trimestre précédent. Dans le même temps, le patrimoine financier des ménages s'est renforcé. Les utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes par les entreprises ont continué de progresser, à un rythme toutefois un peu inférieur à celui du trimestre précédent sous l'effet d'une légère décélération de l'investissement. Les crédits aux ménages ont fortement augmenté, qu'il s'agisse des prêts personnels ou des prêts immobiliers.

La concurrence demeure très vive lors de l'octroi de crédits, notamment aux particuliers.

***Disposant d'une situation financière toujours aisée,
les entreprises et les ménages ont accru leur demande de crédit,
en vue de financer leur consommation et leurs investissements***

La situation de trésorerie des entreprises est demeurée globalement inchangée au cours du quatrième trimestre 1998 ; elle est jugée aisée. La progression des résultats d'exploitation s'est poursuivie, à un rythme, toutefois, moins soutenu qu'au cours des trimestres précédents, et les besoins en fonds de roulement ont de nouveau progressé en raison d'un alourdissement des stocks dans certains secteurs (en particulier, le commerce de détail). Les dépenses d'investissement, comme les utilisations de crédit à moyen et long termes, toujours en hausse, enregistrent toutefois une légère décélération.

Le patrimoine financier des ménages s'est redressé au cours du trimestre. Les réallocations de portefeuille, toujours importantes, ont surtout favorisé la détention d'actions, au détriment des placements sur livrets. La demande de crédit a été particulièrement dynamique, qu'il s'agisse des prêts à court terme ou des prêts immobiliers.

Au cours du premier trimestre 1999, selon les établissements bancaires interrogés, la demande de crédit des entreprises et des ménages devrait continuer de progresser.

***Dans un climat de concurrence toujours très vive pour l'octroi de prêts,
la baisse des conditions débitrices a été plus marquée
que celle des conditions créditrices***

La compétition entre établissements de crédit est demeurée particulièrement intense dans le domaine de la distribution du crédit aux entreprises et, plus encore, aux particuliers. S'agissant des placements, la concurrence, nettement moins vive, n'a pas été affectée par la libération de la rémunération des livrets.

Le mouvement de réduction des conditions consenties par les établissements de crédit s'est poursuivi en liaison avec la baisse des taux de marché. Il a été toutefois plus marqué pour les conditions débitrices que créditrices. La tarification des services restant pratiquement inchangée, l'amenuisement des marges s'est poursuivi.

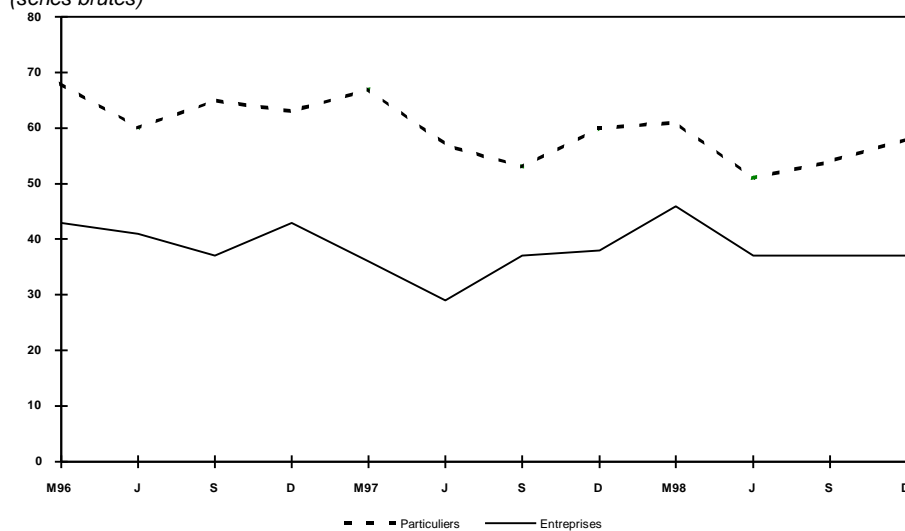
1. Le comportement des établissements de crédit

Au cours du quatrième trimestre 1998, la concurrence est demeurée très vive dans le domaine de la distribution du crédit, notamment sur le marché des particuliers. La compétition pour la collecte des fonds est nettement plus modérée. La baisse des conditions débitrices s'est poursuivie et a été plus marquée que celle des conditions créditrices. La tarification des services n'ayant pas, dans l'ensemble, été modifiée, l'amenuisement des marges s'est poursuivi.

Le comportement des établissements de crédit – solde des opinions

Évolutions passées sauf indications contraires	<i>(en données brutes)</i>							
	1 ^{er} trim. 1997	2 ^e trim. 1997	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998
Concurrence sur les placements des particuliers	24	28	20	27	19	23	14	12
des entreprises	24	18	15	17	25	19	11	13
Concurrence sur les crédits aux particuliers	78	84	70	69	70	69	74	75
aux entreprises	59	57	53	54	61	64	56	52
Stratégie prévue pour les placements des particuliers	42	39	41	47	45	38	36	33
des entreprises	20	20	21	23	24	17	20	19
Stratégie prévue pour les crédits aux particuliers	67	57	53	60	61	51	54	58
aux entreprises	36	29	37	38	46	37	37	37
Rémunération des placements des particuliers	- 28	- 11	- 14	- 10	- 14	- 41	- 26	- 22
des entreprises	- 25	- 11	- 6	- 3	- 10	- 11	- 19	- 22
Taux des crédits aux particuliers	- 50	- 47	- 28	- 24	- 36	- 35	- 52	- 49
aux entreprises	- 39	- 43	- 28	- 16	- 35	- 38	- 43	- 43
Prix des services aux particuliers	20	6	9	11	21	11	11	9
aux entreprises	21	3	9	13	22	4	5	1
Marges bancaires	- 34	- 37	- 33	- 28	- 31	- 27	- 27	- 19
Évolution prévue de la demande de crédit	26	24	27	35	46	46	36	34

Stratégie prévue pour les crédits

(séries brutes)

En matière de crédit

Sur le marché des *entreprises*, en dépit d'une progression toujours soutenue de l'investissement et de la demande de crédit à moyen et long termes, la compétition demeure très vive. Les entreprises disposent toujours d'un pouvoir de négociation important qui tient à leur aisance de trésorerie et à leur capacité d'autofinancement. La concurrence porte moins sur les taux qui, déjà très bas, offrent une faible marge d'action que sur les autres éléments du dossier : baisse constante des garanties exigées, non-application de pénalités en cas de renégociation, minoration des frais d'assurances, réduction du montant de l'apport personnel. Certains prêts sont accordés à marge nulle.

Sur le marché des *particuliers*, la compétition déjà intense s'est encore accrue. Concernant la distribution de crédits à la consommation, dont la progression a été forte ce trimestre, les banques sont confrontées à l'activité des établissements spécialisés, qui interviennent directement ou indirectement par le biais des grandes surfaces, notamment. La concurrence est plus forte encore dans le domaine des prêts à l'habitat où les négociations sont âpres, s'agissant d'engagements plus longs. La stratégie est toujours active en matière de taux, même si les renégociations de prêts sont un peu moins nombreuses. La bonne orientation de l'immobilier, en raison, notamment, de l'anticipation de la fin prochaine du dispositif Périssol, conduit certains établissements à traiter les dossiers les meilleurs à des taux fixes extrêmement bas et sans garantie réelle.

En matière de placements

La libération de la rémunération des livrets n'a pas avivé la concurrence ; celle-ci s'est certes accentuée à l'égard des patrimoines importants, mais a fléchi sur d'autres compartiments. Vis-à-vis des particuliers, les efforts se concentrent sur l'offre de produits d'assurance-vie, placement le plus prisé devant l'épargne-logement et les placements boursiers. La stratégie des banques consiste également à fidéliser leur clientèle en proposant des *packages* qui allient aux opérations bancaires des avantages auprès d'organismes culturels ou de loisirs, ou des avantages tarifaires sur d'autres produits bancaires. Vis-à-vis des entreprises, la concurrence se manifeste moins au niveau des taux d'intérêt qu'au travers d'innovations permanentes : placements assortis de rémunérations *minima* indexées sur les indices boursiers, gestion des indemnités de fin de carrière ou des plans d'épargne salariale.

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

Le mouvement de baisse des taux s'est poursuivi, suivant l'évolution des taux de marché. Le recul a été plus marqué pour les conditions appliquées aux crédits, objets d'une vive concurrence, que pour la rémunération des placements. La tarification des services n'a guère changé d'un trimestre à l'autre, en partie en raison de l'extension du système de forfait-clients. Par ailleurs, de nombreux établissements ont souhaité reporter la réactualisation de leur grille de tarification, afin de ne pas la faire coïncider avec la mise en place de l'euro. Le nombre de prestations facturées augmente mais cet élargissement de l'assiette des commissions n'a pas permis de compenser totalement la diminution d'écart de taux (créditeurs et débiteurs). Dans ces conditions, les marges se sont de nouveau légèrement amenuisées.

Évolution prévue de la demande de crédit

Les établissements interrogés prévoient une poursuite de la progression de la demande de crédit au premier trimestre 1999 à un rythme proche de celui observé fin 1998.

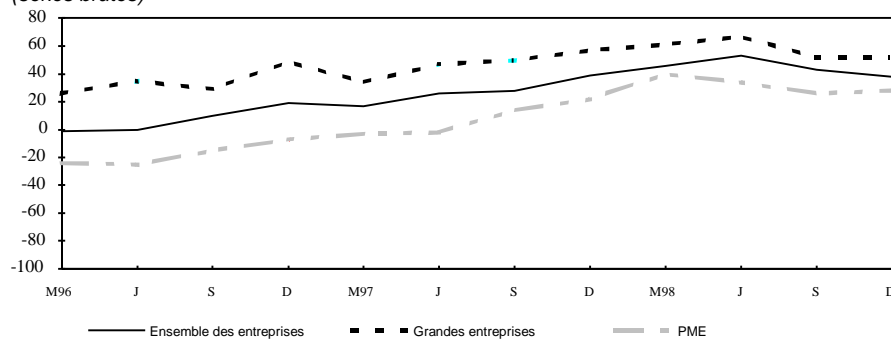
2. Le comportement des entreprises

Solde des opinions portées par les établissements de crédit sur l'ensemble des entreprises

Évolutions passées, sauf indications contraires	<i>(en données brutes)</i>							
	1 ^{er} trim. 1997	2 ^e trim. 1997	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998
Situation de trésorerie en fin de période								
Ensemble des entreprises	17	26	28	39	46	53	43	44
Grandes entreprises	34	47	50	57	61	67	52	52
PME	- 3	- 2	14	22	40	34	26	28
Situation de trésorerie prévue								
Ensemble des entreprises	7	15	15	15	26	29	16	16
Grandes entreprises	20	33	27	29	39	39	20	23
PME	1	- 1	4	16	23	20	7	6
Difficultés de paiement	2	2	- 9	- 16	- 22	- 33	- 29	- 27
Résultats bruts d'exploitation	- 6	- 1	17	33	34	56	37	29
Besoins en fonds de roulement	- 6	1	- 2	- 4	2	15	9	12
Investissements globaux	- 10	- 3	14	34	41	53	43	37
Autorisations nouvelles et renouvellements de crédits à court terme	- 2	- 1	- 4	- 5	- 6	3	4	- 1
Utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes	- 11	- 1	10	32	34	47	39	28
Situation de l'endettement global	- 21	- 25	- 26	- 12	- 14	- 9	- 5	- 10
Dépôts à vue (encours moyen)	0	10	25	32	32	36	32	22
Placements nouveaux liquides	- 30	- 22	- 14	- 11	- 1	- 8	1	- 10
Placements nouveaux en titres négociables	- 2	0	10	13	15	11	12	8
dont : Titres d'OPCVM	5	6	12	14	20	17	15	10
Évolution prévue de la demande de crédit de trésorerie	4	12	8	6	5	10	8	11
Évolution prévue de la demande de crédit à moyen et long termes	18	14	25	36	44	48	27	21

Situation de trésorerie des entreprises

(séries brutes)



La situation de trésorerie des entreprises reste aisée.

La situation financière des grandes entreprises demeure satisfaisante et les trésoreries des petites et moyennes entreprises se sont très légèrement redressées. Toutefois, dans les très petites entreprises du commerce de détail, en particulier dans le secteur de l'habillement-chaussure, un resserrement a été observé, notamment sur le dernier mois du trimestre, en raison d'une moins bonne orientation des ventes au détail. Ce mouvement a également été constaté dans certains compartiments de l'industrie des viandes, surtout dans les secteurs liés à l'industrie porcine, en raison de la baisse des cours.

Au cours des prochains mois, la trésorerie des entreprises ne devrait guère connaître d'évolutions.

Les difficultés de paiement ont de nouveau sensiblement diminué au cours de ce trimestre. Les résultats bruts d'exploitation se sont encore accrus, à un rythme toutefois moins soutenu qu'au cours des trimestres précédents. Tant sur le marché intérieur qu'à l'exportation, les prix de vente ont été orientés à la baisse. Les besoins en fonds de roulement ont de nouveau progressé, pour le quatrième trimestre successif, en raison d'un alourdissement des stocks dans certains secteurs, en particulier dans le commerce de détail. Les utilisations nouvelles de crédits à court terme n'ont guère varié au cours du trimestre.

Les dépenses d'investissement ont connu une nouvelle progression au quatrième trimestre 1998, dans un contexte de taux d'intérêt particulièrement attractifs. Toutefois, un certain tassement des investissements des très petites entreprises du commerce et de l'artisanat semble avoir été observé au cours des derniers mois de 1998. Les investissements de productivité et de renouvellement de matériels se sont poursuivis, alors que des investissements d'immobilier d'entreprise ont été également réalisés. Par ailleurs, les investissements informatiques, en liaison avec la perspective du passage à l'euro et à l'an 2000, sont toujours très dynamiques. Au total, une nouvelle progression des prêts à moyen et long termes a été observée au cours du trimestre, à un rythme toutefois légèrement inférieur à celui du trimestre précédent.

Le niveau de l'endettement global a diminué en fin d'année et demeure inférieur à la normale.

L'encours des dépôts à vue s'est légèrement réduit au quatrième trimestre. Les placements liquides effectués par les entreprises se sont contractés, alors que les placements nouveaux en titres d'OPCVM continuaient de progresser, à un rythme cependant moins soutenu que celui enregistré au cours des trimestres précédents.

Au cours des prochains mois, la demande de crédits de trésorerie devrait enregistrer une légère hausse. La demande de prêts à moyen et long termes s'accroîtrait de nouveau. Toutefois, la progression anticipée est sensiblement moins forte qu'au cours des trimestres précédents. Les anticipations d'investissement pour 1999 apparaissent, en effet, très contrastées selon les secteurs concernés et la taille des entreprises. Les investissements informatiques devraient cependant permettre de soutenir l'investissement des entreprises, quelle que soit l'évolution de la conjoncture économique.

3. Le comportement des particuliers

Le patrimoine financier des ménages s'est redressé au cours du quatrième trimestre. Les réallocations de portefeuille, encore très importantes au cours de ce trimestre, ont été surtout défavorables aux placements en livrets, alors que les placements en actions se sont accrus.

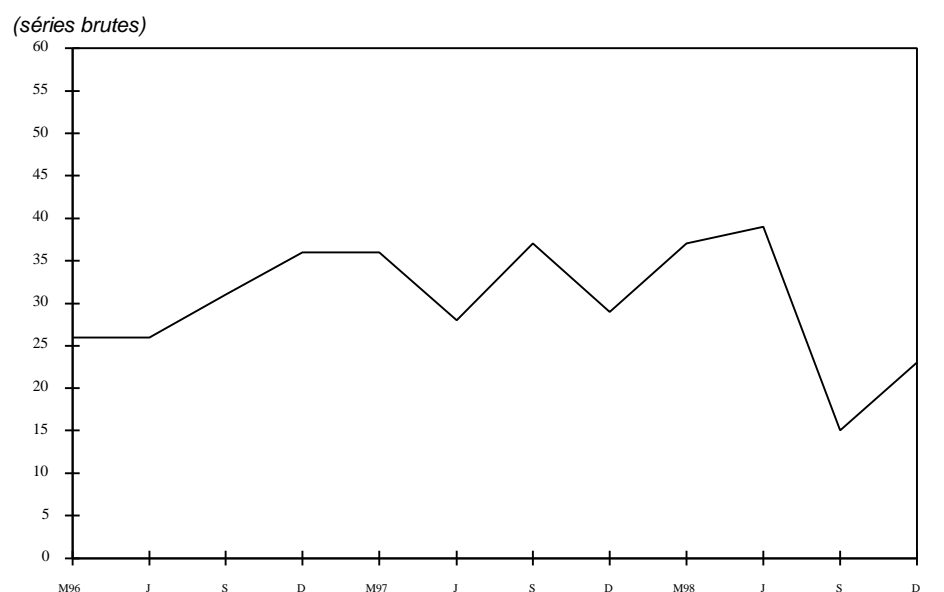
3.1. Les comportements d'épargne

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

(en données brutes)

Évolutions passées	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
	trim. 1997	trim. 1997	trim. 1997	trim. 1997	trim. 1998	trim. 1998	trim. 1998	trim. 1998
Situation du patrimoine financier	36	28	37	29	37	39	15	23
Encours moyens des dépôts à vue	- 1	19	40	38	6	50	38	33
Encours moyens des livrets	41	34	65	36	58	5	19	- 8
Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôt	- 72	- 62	- 55	- 49	- 42	- 36	- 33	- 41
Placements nouveaux en PEL	92	33	35	29	33	27	6	21
Placements nouveaux en PEP	43	15	21	24	12	- 6	- 14	- 12
Placements en actions	9	17	31	33	46	48	- 20	39
Placements en obligations	- 12	0	- 5	- 8	- 5	- 6	- 2	1
Placements en OPCVM court terme	- 44	- 38	- 28	- 39	- 28	- 28	- 16	- 12
Placements en autres OPCVM	- 13	15	29	6	36	49	16	37

Patrimoine financier des particuliers



Le niveau des dépôts à vue a très légèrement diminué en fin d'année en raison, principalement, de la réalisation de programmes immobiliers ainsi que de l'augmentation des placements effectués par les ménages. En effet, les décaissements habituels liés à la consommation de fin d'année semblent avoir été un peu moins importants que ceux observés au cours de la période correspondante de l'année précédente. Par ailleurs, le patrimoine financier des ménages a été conforté par les encaissements traditionnels du mois de décembre (prime de fin d'année, treizième mois...).

Les mouvements de réallocation de portefeuille effectués au cours du quatrième trimestre 1998 sont apparus particulièrement défavorables aux placements sur livrets, en raison des rumeurs de nouvelles baisses de leur taux de rémunération. Contrairement au trimestre précédent, les placements nouveaux en actions ont nettement rebondi en fin d'année. Ils ont, en effet, été soutenus par les ouvertures de capital de France Télécom et de la CNP, ainsi que par la bonne orientation des cours de la bourse fin 1998. Les OPCVM actions ont également profité de ce mouvement.

Les placements nouveaux en produits d'assurance-vie ont continué de progresser fortement, malgré la modification de leur régime fiscal. Les placements en plan d'épargne-logement se sont redressés ; de nombreuses ouvertures de nouveaux plans ont même été observées, les ménages craignant une baisse de leurs conditions de rémunération. Les placements en plan d'épargne populaire ont diminué, pour le troisième trimestre consécutif.

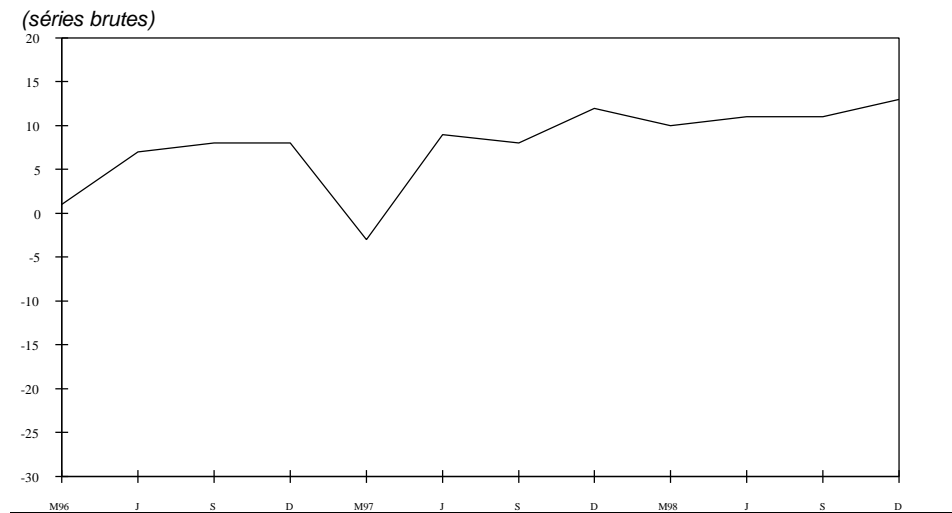
Les placements en obligations sont demeurés pratiquement stables au cours du trimestre. La désaffection des particuliers pour les placements nouveaux en comptes à terme et en certificats de dépôt s'est confirmée au cours de la période, alors que les OPCVM monétaires ont évolué de façon un peu plus favorable qu'au cours des trimestres précédents.

3.2. Les comportements d'endettement

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

Évolutions passées, sauf indications contraires	<i>(en données brutes)</i>							
	1 ^{er} trim. 1997	2 ^e trim. 1997	3 ^e trim. 1997	4 ^e trim. 1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998
Situation de l'endettement global	- 3	9	8	12	10	11	11	13
Difficultés de paiement	1	- 3	- 5	- 2	- 5	- 7	- 6	- 5
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie	12	23	18	31	28	34	23	37
Utilisations nouvelles de prêts personnels	6	47	35	45	48	58	43	65
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers	2	55	48	64	42	71	54	68
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie	31	25	27	31	51	46	41	33
Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers	43	34	39	30	60	54	46	47

Endettement global des particuliers



Le niveau d'endettement global des particuliers s'est très légèrement accru au cours du quatrième trimestre 1998, mais continue d'apparaître, selon les établissements de crédit interrogés, globalement satisfaisant.

Les difficultés de paiement se sont encore légèrement contractées, alors que les utilisations nouvelles de crédits de trésorerie et de prêts personnels sont apparues particulièrement dynamiques. Le niveau extrêmement attractif des taux offerts, conjugué à une politique commerciale de plus en plus dynamique des banques sur certains produits, en particulier les crédits *revolving*, explique cette évolution. Ainsi, certains ménages préfèrent placer leurs disponibilités, en actions par exemple, et s'endetter pour financer leurs achats de biens. Les utilisations nouvelles de prêts immobiliers ont fortement progressé, à un rythme pratiquement équivalent à celui observé au cours du deuxième trimestre 1998. L'anticipation de la fin du dispositif « Périssol » a soutenu, de façon ponctuelle, ce mouvement. Bien que fortes en fin d'année, les renégociations de crédits ont été sur le trimestre un peu moins nombreuses qu'auparavant, alors que les prêts utilisés dans le cadre de plans d'épargne-logement s'inscrivent en baisse, les taux à présent proposés par les banques en dehors de ce dispositif apparaissant plus intéressants dans la plupart des cas.

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

MARCHE OBLIGATAIRE DE L'EUROFRANC AU QUATRIEME TRIMESTRE 1998

Dans un contexte marqué par l'imminence de l'entrée en Union monétaire et la suppression, au début du mois d'octobre 1998, de la distinction réglementaire entre les compartiments domestique et international du franc, l'activité sur le marché obligataire de l'eurofranc s'est à nouveau contractée au quatrième trimestre de 1998, avec des remboursements nets à hauteur de 1,8 milliard de francs. La forte diminution des montants nets émis est cependant imputable, pour les trois quarts, à une accélération des remboursements en fin d'année.

Les émissions brutes ont atteint le montant record de 208 milliards de francs pour l'ensemble de l'année 1998. Compte tenu de la contraction des émissions brutes intérieures au quatrième trimestre, due à une moindre collecte de l'État, la part de l'eurofranc se stabilise au second semestre, à environ 25 % du total des émissions obligataires libellées en francs.

Marqué par un retrait partiel des émetteurs non résidents et par un moindre appétit des investisseurs résidents pour les titres en eurofrancs, le quatrième trimestre s'est aussi caractérisé par un retour des émissions à plus long terme et la réapparition d'émissions subordonnées, signes d'un relatif retour au calme sur les marchés financiers internationaux.

JEAN-STEPHANE MÉSONNIER

Direction de la Balance des paiements

Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)

1. Malgré le déclin de l'activité sur le second semestre, le marché obligataire de l'eurofranc affiche un montant record d'émissions brutes en 1998¹

Confirmant le déclin de l'activité enregistré sur le marché obligataire primaire de l'eurofranc au troisième trimestre de 1998, le compartiment des émissions internationales d'obligations et EMTN libellées en francs s'est caractérisé par des remboursements nets de l'ordre de 2 milliards de francs sur le dernier trimestre de l'année.

En termes bruts (hors remboursements), le montant des émissions réglées au cours du second semestre de 1998 s'avère environ de moitié inférieur au montant enregistré au cours des six premiers mois de l'année.

EMISSIONS OBLIGATAIRES EN FRANCS DE 1992 A 1998											
(en date de règlement)											
<i>(en milliards de francs)</i>											
	1992	1993	1994	1995	1996	1997 (a)	1 ^{er} trim. 1998 (a)	2 ^e trim. 1998 (a)	3 ^e trim. 1998 (a)	4 ^e trim. 1998	1998
Émissions nettes en eurofrancs (A – B)	112,2	187,7	116,4	10,4	136,4	132,3	53,8	51,7	25,2	-1,8	128,9
Émissions brutes en eurofrancs... (A)	126,9	207,9	135,3	48,7	191,9	199,8	71,7	67,8	38,1	31,4	208,9
Remboursements (B)	14,7	20,2	18,9	38,3	55,5	65,8	17,8	16,2	12,9	33,2	80,0
Émissions nettes sur le marché intérieur.....	185,7	315,2	197,2	186,4	249,5	51,0	22,5	7,5	57,5	32,2	119,8
Émissions totales nettes.....	297,9	502,9	313,6	196,8	385,9	185,3	76,4	59,2	82,7	30,4	248,7
Émissions cotées (principalement à Paris et au Luxembourg)											
(a) Chiffres révisés											
Sources : <i>International Financing Review</i>											
Banque de France											
DESM – SEVAM											
Réalisation : Banque de France											
Direction de la Balance des paiements – SEMEX											

La hausse des remboursements au quatrième trimestre, qui a atteint un montant record de 33,2 milliards de francs, contre seulement 12,9 milliards pour le trimestre précédent, explique à elle seule plus des trois quarts de l'évolution des montants d'émissions nettes. Imputables notamment à l'arrivée à échéance d'emprunts lancés dans les années 1991 à 1993, années de montée en régime du marché euro-obligataire du franc, les remboursements massifs constatés sur la période sous revue propulsent le montant des remboursements effectués sur l'ensemble de 1998 au niveau historique de 80 milliards de francs.

De moindre ampleur que celle des émissions nettes sur le dernier trimestre de 1998, la contraction de 6,7 milliards de francs des émissions brutes, qui traduisent le volume d'affaires des banques participant au placement des titres, témoigne d'un contexte moins favorable aux nouvelles opérations. L'approche de l'Union monétaire a pu dissuader, en effet, une partie des emprunteurs potentiels de lancer de nouvelles émissions en francs peu de temps avant l'introduction de l'euro.

¹ L'évaluation des montants émis sur le marché international du franc s'avère un peu plus délicate sur le dernier trimestre de l'année, la suppression officielle des règles spécifiques régissant les émissions en eurofrancs (accompagnant la dissolution du Comité des émissions) au début du mois d'octobre rendant de fait plus floue la frontière entre les émissions domestiques et internationales.

Dans un contexte de baisse des taux à long terme qui a touché de nouveaux plus bas niveaux historiques sur fond de ralentissement de la croissance en Europe et aux États-Unis, et de celle des taux directeurs par le Système fédéral de réserve américain puis par les banques centrales de la zone euro, le franc a moins profité que d'autres devises, comme le dollar mais aussi l'écu², de la reprise de l'activité des marchés de titres internationaux constatée au mois de novembre.

À quelques semaines de l'avènement de l'euro, la prudence plus grande des investisseurs et des banques chefs de file, renforcée par la crise de l'été, s'est en effet conjuguée à un certain attentisme des émetteurs potentiels sur le marché international du franc, préoccupés à la fois de ne pas donner aux investisseurs de signaux biaisés sur la valeur de leur signature avant le passage à l'euro et de ne pas se charger inutilement de problèmes techniques liés à l'imminence des opérations de conversion.

TAUX D'INTERET MOYEN MENSUEL A 10 ANS										
	Décembre 1994	Décembre 1995	Décembre 1996	Décembre 1997	Mars 1998	Juin 1998	Septembre 1998	Octobre 1998	Novembre 1998	Décembre 1998
France.....	8,00	6,74	5,75	5,32	4,95	4,86	4,13	4,17	4,18	3,91
Allemagne.....	7,44	6,07	5,81	5,31	4,90	4,80	4,05	4,04	4,10	3,86
États-Unis.....	7,96	5,78	6,38	5,88	5,72	5,58	4,88	4,57	4,87	4,70

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

Sur l'ensemble de l'année 1998, le volume des émissions brutes, bénéficiant de l'acquis du premier semestre (près de 140 milliards de francs empruntés), culmine cependant à près de 209 milliards de francs, en progression de 4,6 % par rapport à 1997, soit légèrement plus que le montant record de 1993 (207,9 milliards de francs). Par contraste, le montant des émissions nettes s'inscrit légèrement à la baisse, avec près de 129 milliards de francs, soit 2,6 % de moins que sur l'année 1997.

L'orientation du marché de l'eurofranc décelée sur la période sous revue s'accompagne d'une diminution de l'ordre de 25 milliards de francs du montant des émissions domestiques nettes (et de 21,3 milliards des émissions domestiques brutes) au quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent (imputable principalement à une moindre collecte de l'État). Compte tenu de la contraction simultanée des deux compartiments, la part de l'eurofranc sur les deux derniers trimestres se stabilise à environ 25 % du total des émissions brutes obligataires et assimilées libellées en francs, contre 36,8 % pour le deuxième trimestre. Sur l'ensemble de l'année écoulée, la part des émissions brutes en eurofrancs s'établit ainsi, comme en 1997, à un peu moins du tiers de l'ensemble des émissions exprimées en francs (cf. tableau ci-après).

² Ainsi, les émissions brutes sur le marché international de l'écu ont sensiblement progressé au dernier trimestre de 1998, pour atteindre 17,6 milliards d'écus, contre 15,2 milliards au trimestre précédent.

PART DE L'EUROFRANC SUR LE MARCHE OBLIGATAIRE DU FRANC (émissions brutes)						
<i>(en milliards de francs et en pourcentage)</i>						
	1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1998
Émissions internationales.....	199,8	71,7	67,8	38,1	31,4	208,9
Émissions sur le marché intérieur.....	440,0	119,9	115,6	112,7	91,4	439,5
Total.....	639,8	191,6	183,4	150,8	122,8	648,4
Part de l'eurofranc	31,2	37,4	37,0	25,3	25,6	32,2
Sources : <i>International Financing Review</i> Banque de France DESM – SEVAM						
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX						

D'après les dernières statistiques publiées par la Banque des règlements internationaux, l'encours des titres obligataires en eurofrancs se maintenait en septembre 1998 à un niveau relativement élevé, avec 213,7 milliards de dollars, contre seulement 178,9 milliards à fin décembre 1997. Le marché de l'eurofranc (évalué en contrevaletur dollars) conservait donc sa place de cinquième marché euro-obligataire derrière ceux de l'eurodollar (1 734,8 milliards de dollars), de l'eurodeutschemark (421,5 milliards de dollars), de l'euro-yen (412,5 milliards de dollars) et de l'eurolivre sterling (320,4 milliards de dollars). Il devançait encore largement le marché du franc suisse (157,5 milliards de dollars d'encours) et celui de l'écu/euro, à la huitième place, avec 128,2 milliards de dollars d'encours. Ce dernier marquait cependant la progression la plus rapide depuis la fin de décembre 1997, l'encours des titres longs internationaux libellés en écus ayant plus que doublé en neuf mois.

2. Émetteurs et investisseurs

2.1. *Le retrait des émetteurs non résidents s'accompagne d'un retour des émetteurs financiers résidents*

La part des émetteurs résidents dans le montant total des émissions brutes en eurofrancs s'est fortement redressée sur le trimestre sous revue. Compte tenu de la baisse modérée des émissions brutes (6,7 milliards de francs de moins qu'au troisième trimestre), les non-résidents ont, en effet, emprunté environ 16 milliards de francs de moins au quatrième trimestre qu'au cours du trimestre précédent.

Sur l'ensemble de l'année, la part des résidents dans le montant total des émissions brutes de titres longs en eurofrancs (23 %) retrouve son niveau de 1995, alors même que les montants émis ont été multipliés par cinq en trois ans.

Alors que les émetteurs souverains avaient déserté le marché international du franc au troisième trimestre, le dernier trimestre de l'année a vu le retour des emprunts d'État avec deux émissions importantes du Canada et de l'Autriche (4 milliards de francs à 10 ans et 3 milliards de francs à 7 ans, respectivement). Ce dernier pays a, d'ailleurs, emprunté au cours du trimestre à hauteur de 1,5 milliard d'écus sur le compartiment de l'écu, qui a continué d'accueillir un grand nombre d'émissions souveraines et supranationales (ainsi l'emprunt de la BEL, qui a levé en novembre 1 milliard d'écus à 7 ans).

Les grands émetteurs publics AAA qui animent traditionnellement le marché primaire de l'eurofranc, comme la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) et le Réseau ferré de France (RFF), sont

restés absents comme au cours du trimestre précédent, le RFF, par exemple, ayant déjà réalisé son programme de financement pour 1998. La Caisse nationale des autoroutes (CNA) a toutefois fait exception en émettant pour 2,5 milliards de francs à 12 ans en décembre.

Le trait le plus marquant du dernier trimestre demeure cependant le retour massif, après leur quasi-désertion au cours du troisième trimestre, des agents financiers résidents parmi les émetteurs d'obligations internationales en francs, avec 9,7 milliards de francs d'obligations émises et 1,8 milliard de francs d'emprunts sous forme d'*euro medium term notes* (EMTN), soit 2,3 fois plus qu'au deuxième trimestre de 1998. Par contraste, les émetteurs financiers non résidents ont été moins actifs durant les trois derniers mois de l'année, avec seulement 9,8 milliards de francs émis, contre 21,5 milliards au cours du troisième trimestre de 1998.

Pénalisés par une demande des investisseurs toujours dirigée vers les titres AAA ou présentant un *ratio Cooke* intéressant, les émetteurs du secteur privé non financier (*corporate*) résident sont restés absents au dernier trimestre. Parmi les non-résidents, l'américain General Electric s'est illustré en tirant 1 milliard de francs sur son programme d'EMTN.

REPARTITION ENTRE EMETTEURS RESIDENTS ET NON RESIDENTS											
<i>(en pourcentage des émissions brutes)</i>											
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1998
Émetteurs résidents.....	65	62	42	23	16	14	30	15	10	42	23
Émetteurs non résidents.....	35	38	58	77	84	86	70	85	90	58	77
Total.....	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Source : Banque de France DESM – Direction de la Balance des paiements											
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX											

2.2. Les investisseurs résidents moins demandeurs d'eurofrancs après juin 1998

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

Confirmant la décline de la part des investisseurs résidents amorcée sur les deux premiers trimestres de l'année, les premiers éléments disponibles pour le troisième trimestre dénotent un net retour en valeur relative des investisseurs non résidents, qui se portent acquéreurs de la moitié des émissions brutes en eurofrancs sur la période. Compte tenu, cependant, de la contraction du marché primaire international du franc depuis le premier trimestre de 1998, les achats effectués par les non-résidents apparaissent relativement stables en niveau, avec quelque 18,5 milliards de francs au troisième trimestre comme au premier.

La moindre demande des investisseurs résidents pour les titres libellés en eurofrancs, à relier au ralentissement de la collecte sur l'assurance-vie au cours du second semestre, semble, d'après les estimations conduites sur le mois d'octobre 1998, se confirmer. Sur ce dernier mois, la part des achats des résidents se monte ainsi à 8 milliards de francs (49 %) sur les 13,7 milliards d'émissions recensées.

REPARTITION ENTRE INVESTISSEURS RESIDENTS ET NON RESIDENTS SUR LE MARCHE PRIMAIRE							
<i>(en pourcentage des émissions brutes)</i>							
	1994	1995	1996	1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998 (a)	3 ^e trim. 1998 (b)
Investisseurs résidents	59	75	84	72	74	61	51
Investisseurs non résidents	41	25	16	28	26	39	49
Total	100	100	100	100	100	100	100
(a) Chiffres révisés							
(b) Chiffres provisoires							
Source : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX							
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX							

3. Retour aux émissions à long terme et moindre intérêt pour le taux fixe au dernier trimestre

3.1. La répartition par durée initiale d'émission

La demande des compagnies d'assurance résidentes, qui privilégient les titres à taux fixe et à échéance relativement lointaine des meilleures signatures (AAA ou AA), conditionne traditionnellement les caractéristiques des émissions sur le marché de l'eurofranc. La part des émissions d'une durée supérieure à 8 ans s'établit ainsi à plus de 60 % depuis plusieurs années (1995 excepté).

RÉPARTITION DES ÉMISSIONS EN FONCTION DE LEUR DURÉE INITIALE de 1994 à 1997									
<i>(en pourcentage des émissions brutes)</i>									
	1994	1995	1996	1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1998
< 5 ans.....	29	45	12	10	6	2	27	15	10
5 à 7 ans.....	11	15	27	25	10	20	25	10	16
8 à 10 ans.....	51	35	40	30	32	38	24	52	36
> 10 ans.....	9	5	21	30	51	40	23	23	38
Perpétuel.....	0	0	0	5	1	0	0	0	0
Total.....	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Source : <i>International Financing Review</i>									
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX									

Après un troisième trimestre marqué par la crise russe et une demande d'investisseurs qui, montrant plus d'aversion pour le risque, privilégient de ce fait le plus court terme (au moins pour les emprunts d'émetteurs moins bien cotés), on assiste ainsi au quatrième trimestre à un rééquilibrage en faveur du plus long terme, largement explicable par le retour sur le marché de l'eurofranc d'émetteurs AAA (résidents comme la Caisse autonome de refinancement, la Caisse nationale des autoroutes, la région Île de France — qui a fait en novembre son entrée sur le marché international du franc — ou non-résidents comme General Electric) et de souverains (Canada).

La relative accalmie sur les marchés financiers a favorisé enfin la réapparition d'émissions subordonnées, dont un emprunt de 400 millions de francs de la Swedbank (qui avait déjà lancé une émission de ce type en juin 1998) dirigé par Paribas. Remboursés en cas de faillite de l'emprunteur après les obligations classiques, les titres subordonnés, considérés de ce fait comme plus risqués, avaient en effet disparu du marché primaire international du franc au troisième trimestre.

3.2. La répartition selon le type de coupons

La part des émissions à taux fixe, perçues comme plus sûres par les investisseurs en période d'incertitude sur les perspectives de croissance, s'est maintenue à un niveau élevé, avec près des trois quarts des montants bruts réglés au cours du trimestre. Sans retrouver le niveau des années 1994-1996, où l'essentiel des titres émis livraient un coupon à taux fixe, la part de ces émissions s'établit ainsi à 79 % sur l'ensemble de 1998, en nette hausse par rapport à 1997, année moins marquée par les phénomènes de « fuite vers la sécurité » qui se sont accentués en 1998 avec l'aggravation de la crise survenue en Asie et son extension à d'autres régions émergentes.

Parmi les emprunteurs émettant à taux variable, la Caisse centrale du crédit immobilier de France (3CIF) a créé la surprise en proposant une émission de 3 milliards de francs indexée sur un taux au jour le jour (TMP). La 3CIF a ainsi été la première à tirer partie d'un des volets de la déréglementation des marchés obligataires du franc mise en œuvre en octobre 1998. Avant cette date, en effet, la réglementation française interdisait d'indexer un emprunt obligataire sur un taux relatif à une échéance inférieure à un mois. D'après *International Financing Review*, ce type de produits rencontre une forte demande de la part d'institutionnels français, notamment d'OPCVM monétaires.

REPARTITION DES EMISSIONS EN FONCTION DE LEUR COUPON depuis 1994									
<i>(en pourcentage des émissions brutes)</i>									
	1994	1995	1996	1997	1 ^{er} trim. 1998	2 ^e trim. 1998	3 ^e trim. 1998	4 ^e trim. 1998	1998
Taux fixe.....	88,7	82,0	86,5	69,6	80,2	79,5	82,3	73,3	79,2
Taux variable indexé sur :									
<i>indice court terme</i>	1,4	7,9	4,7	16,3	3,2	13,3	15,9	16,0	10,7
<i>indice long terme</i>	0,4	0,0	3,8	1,9	4,2	0,9	0,8	3,0	2,3
Divers (a).....	5,4	6,4	4,2	11,5	11,4	5,7	0,0	6,1	6,8
Zéro-coupon.....	4,1	3,7	0,8	0,7	1,0	0,6	1,1	1,6	1,0
Total.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
(a) Émissions « structurées », pour l'essentiel									
Source : <i>International Financing Review</i>									
Réalisation : Banque de France									
Direction de la Balance des paiements – SEMEX									

Enfin, après leur disparition au troisième trimestre, des émissions à taux structuré ont été notées, comme celle de 1,5 milliard de francs lancée (auprès d'investisseurs qualifiés et pré-placée) en novembre par le Crédit local de France dans le cadre de son programme EMTN.

LES MARCHES DE MATIERES PREMIERES AU QUATRIEME TRIMESTRE 1998

Au cours du quatrième trimestre, les *marchés mondiaux de matières premières* ont, dans l'ensemble, reculé.

Les cours des *denrées alimentaires*, mis à part ceux du cacao, se sont raffermis.

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

Les cours de la pâte à papier se sont fortement réduits.

Les *produits minéraux* se sont repliés, notamment le cuivre et l'aluminium. Seuls les cours de l'or ont légèrement progressé.

Sur le trimestre, l'*indice Moody*, exprimé en dollars, et l'*indice Reuter*, libellé en livres sterling, se sont réduits de, respectivement, 4,46 % et 0,5 %.

L'*indice Banque de France*, qui reflète le coût en francs des matières premières importées, hors énergie, a fléchi de 4,82 % au quatrième trimestre 1998, le dollar se dépréciant de 1,75 % sur la même période. Les indices partiels relatifs aux coûts des produits agricoles à usage industriel et des produits minéraux sont en baisse de, respectivement, 7,85 % et 7,35 %. Le sous-indice relatant les coûts des produits alimentaires s'est accru de 4,11 %.

S'agissant des cours du *pétrole*, la demande mondiale peu soutenue et l'abondance de l'offre ont contribué à faire baisser les prix. Le cours moyen mensuel du baril de pétrole brut de Mer du Nord (*Brent*) a reculé de 25,54 %, passant de 13,39 dollars en septembre 1998 à 9,97 dollars en décembre 1998, tandis que les cours du *Dubaï* et du *WTI* baissaient de, respectivement, 22,25 % et 23,56 %.

ÉVELYNE FAM

Direction de la Conjoncture

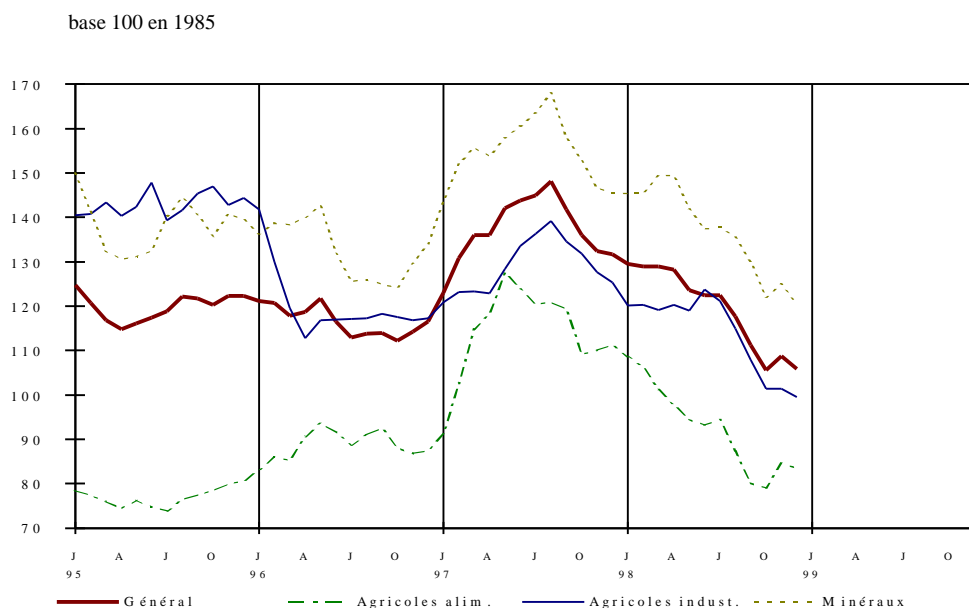
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Matières premières hors énergie

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

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

EVOLUTION DE L'INDICE BANQUE DE FRANCE ET DES INDICES PARTIELS



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

Mise à jour le 25 janvier 1999

1.1. Produits alimentaires

Les prix des produits alimentaires, après un repli de 14,02 % au troisième trimestre, ont enregistré une hausse de 4,11 %, selon l'indice Banque de France, en raison notamment d'une progression des cours du café (11,07 % pour la qualité Robusta) et du soja (12,41 % pour les tourteaux).

Céréales (blé : + 5,08 % ; maïs : + 7,72 % en cents/boisseau)

Les cours du *blé* se sont accrus de 5,08 % au cours de la période sous revue.

– Pour la campagne 1998-1999, la *production* mondiale de blé pourrait s'établir à 584 millions de tonnes, en baisse par rapport à la saison précédente.

En revanche, la *demande* continue de croître et s'établirait à 594 millions de tonnes.

Les *stocks* mondiaux de blé devraient reculer en fin de campagne à 54 millions de tonnes.

– S'agissant du *maïs*, les cours ont progressé de 7,72 % au quatrième trimestre 1998, en raison de perspectives plutôt favorables. Ainsi, la campagne 1998-1999 se solderait par un déficit de l'*offre* d'environ 3 millions de tonnes.

Soja (tourteaux : + 12,41 % en dollars/tonne ; graines : + 6,17 % en cents/boisseau)

Dans la mouvance des cours du blé et du maïs, les prix du *soja* ont progressé. Au cours de la période sous revue, ils se sont accrus de 12,41 % pour les tourteaux et de 6,17 % pour les graines, malgré des perspectives d'offre fortement excédentaires.

Les *récoltes* atteindraient des niveaux record, en particulier aux États-Unis où la production devrait s'élever à 76,9 millions de tonnes (contre 74,5 millions pour la campagne précédente).

En regard, la *demande* apparaît plutôt terne.

Les *stocks* mondiaux, auparavant à un niveau bas, se sont étoffés.

Café (Robusta : + 11,07 % en dollars/tonne ; Arabica : + 4,53 % en cents us/livre britannique)

Au quatrième trimestre 1998, les cours du *café* se sont inscrits en hausse de 11,07 % pour le Robusta et de 4,53 % pour l'Arabica dans un contexte de contraction de l'*offre*.

Les prévisions pour la *récolte* 1998-1999 ont ainsi été revues à la baisse, principalement en raison des ravages effectués par le cyclone Mitch sur les plantations d'Amérique centrale. La *production* mondiale ne s'élèverait plus qu'à 105 millions de sacs de 60 kg (dont 71 millions de sacs d'Arabica et 34 millions de sacs Robusta).

Parallèlement, la *demande* est soutenue, notamment en Europe.

Les *stocks* mondiaux, qui s'étaient élevés ces derniers mois à 37,5 millions de sacs (dont 28,6 millions dans les pays exportateurs et 8,9 millions chez les importateurs), se sont réduits du fait d'une progression de la demande et de l'inondation de nombreux entrepôts d'Amérique centrale, qui ont rendu les réserves invendables.

Cacao (- 10,89 % en livres sterling/tonne)

Affaiblis par le ralentissement de la *demande* mondiale, les cours du *cacao* se replient de 10,89 % au quatrième trimestre 1998.

Pour la campagne 1998-1999, la *consommation*, affectée par la crise en Asie et en Russie, ne devrait atteindre que 2,8 millions de tonnes de fèves de cacao.

En regard, l'*offre* s'établirait à 2,9 millions de tonnes, en hausse de 4,8 % par rapport à la campagne précédente, du fait de conditions climatiques très favorables en Côte d'Ivoire (premier producteur mondial qui représente près de la moitié de l'offre totale).

Le niveau élevé des *stocks* mondiaux (1,7 million de tonnes malgré une baisse de 8 % en Europe) pèse sur les cours.

Sucre (- 10,55 % en dollars/tonne)

Après avoir reculé de 13,9 % au trimestre précédent, les cours du *sucre* sont en hausse de 10,55 % au quatrième trimestre 1998.

En raison de mauvaises conditions climatiques, pour la campagne 1998-1999, la *production* mondiale pourrait se situer en dessous de 128,5 millions de tonnes.

Parallèlement, la *demande* se resserre en Asie, notamment en Inde et en Chine, ainsi qu'en Russie.

La *consommation* mondiale s'établirait à 124,3 millions de tonnes.

Les *stocks* mondiaux s'alourdissent.

Au total, malgré les révisions à la baisse de l'*offre*, l'excédent du marché du sucre devrait se maintenir à 1,1 million de tonnes environ.

1.2. Produits agricoles à usage industriel

Après avoir enregistré un recul de 12,8 % au troisième trimestre 1998, les cours des produits agricoles à usage industriel retenus dans l'indice Banque de France ont, de nouveau baissé, de 7,85 % pendant la période sous revue.

Caoutchouc (- 7,46 % en cents/kilogramme)

Les cours du *caoutchouc*, en repli depuis le début de l'année 1996, en raison d'une surabondance de l'offre, enregistrent un recul de 7,46 % au dernier trimestre 1998.

L'*offre* s'établirait à 6,61 millions de tonnes pour l'année 1998 et devrait s'accroître de 3 %, à 6,8 millions de tonnes, en 1999.

La *demande* est soutenue en Amérique du Nord et en Europe centrale. Elle est plus faible, en revanche, en Asie, la crise ayant affecté de nombreux consommateurs comme le Japon, la Chine et la Corée.

Pour l'année 1999, la consommation devrait s'élever à 6,6 millions de tonnes (comme en 1998).

Textiles (coton : - 16,46 % en cents/livre britannique ;
laine : + 1,56 % en cents australiens/kilogramme)

Les cours du *coton*, en baisse de 3,18 % au trimestre précédent, enregistrent un repli de 16,46 % au quatrième trimestre 1998 et se situent à leur plus bas niveau depuis septembre 1993.

La *demande* mondiale pour la saison 1998-1999 serait en recul de 2,2 %, le ralentissement de l'activité économique mondiale provoquant une régression de la consommation.

De plus, le coton subit la concurrence des fibres synthétiques. Ainsi, la demande se resserre dans tous les centres de consommation et plus particulièrement en Europe, aux États-Unis, en Asie du Sud-Est, au Brésil et en Russie.

Les *stocks* sont en progression.

S'agissant de l'*offre*, la production mondiale de coton devrait s'établir à 18,2 millions de tonnes pour la saison 1998-1999, selon le Comité consultatif international du coton (CCIC).

Pour leur part, les cours de la *laine* enregistrent une progression de 1,56 %.

L'*offre* se contracte.

La *production* australienne devrait tomber à 630 millions de kilogrammes, soit son plus bas niveau depuis vingt ans ; la population ovine, en recul de 2,3 millions de têtes, s'établit à 117,9 millions de bêtes. Il semble que les éleveurs s'orientent vers la culture de céréales, plus rémunératrice.

En regard, la *demande* se redresse.

Pâte à papier (- 11,54 % en dollars/tonne)

Poursuivant leur mouvement de recul, les cours de la *pâte à papier* ont baissé de 11,54 %, essentiellement du fait d'un fléchissement de la consommation.

La *demande* américaine et européenne, bien que soutenue, n'a pu compenser l'effacement de l'Asie, très grande consommatrice de pâte à papier ces dernières années. La Chine, qui avait jusqu'alors poursuivi ses achats, a quasiment arrêté de s'approvisionner depuis septembre.

Les *stocks* de pâte Norscan (Amérique du Nord et Scandinavie) sont devenus importants. Ils s'établissent à plus de 1,9 million de tonnes, en hausse de plus de 25 % par rapport au niveau habituel.

Parallèlement, l'*offre* a progressé cette année de 2 %.

Au total, malgré des arrêts de production dans certaines régions, notamment en Amérique du Nord, l'excédent mondial de l'*offre* sur la *demande* devrait atteindre 45 millions de tonnes.

1.3. Produits minéraux

Les prix des produits minéraux retenus ont fléchi de 7,35 % (dans l'indice Banque de France), avec une baisse particulièrement marquée pour le cuivre.

Malgré une prévision positive concernant la demande (la consommation devrait croître de 2,2 % en 1999), les réductions de production ne sont pas encore suffisantes pour que les cours des métaux se raffermissent.

Aluminium (- 7,01 % en dollars/tonne)

Les cours de l'*aluminium*, après avoir enregistré une hausse de 2,68 % au troisième trimestre, baissent de 7,01 % au quatrième trimestre sous l'effet de perspectives peu favorables.

Les *stocks* détenus par le *London Metal Exchange* (LME) sont en progression et représentent environ 634 000 tonnes.

Malgré la mise en sommeil de certaines capacités d'utilisation, la *production* mondiale devrait progresser de 2,2 %, à 16,6 millions de tonnes, cette année.

Parallèlement, la *consommation* américaine et européenne, qui avait soutenu le marché jusqu'alors, se resserre.

Au total, la *demande* mondiale ne devrait croître que de 0,3 % en 1998, tandis que l'*offre* enregistrerait un surplus supérieur à 300 000 tonnes.

Cuivre (– 10,65 % en dollars/tonne)

Poursuivant leur mouvement de recul entamé depuis plus d'un an, les cours du *cuivre* ont baissé de 10,65 % et se situent à leur plus bas niveau depuis douze ans.

Les *stocks* entreposés au *London Metal Exchange* (LME), en forte hausse ces derniers mois, s'établissent à 584 000 tonnes (contre 410 000 tonnes au trimestre précédent).

S'agissant de l'*offre*, les quelques réductions de capacités dans des exploitations non rentables apparaissent très insuffisantes pour absorber le métal provenant de nouvelles mines, notamment au Chili et en Australie. Au total, les capacités de production devraient s'accroître de 2,4 % entre 1998 et 2002, soit 1,4 million de tonnes en moyenne annuelle.

La *demande* est très ralentie, particulièrement en Asie.

De ce fait, la consommation, qui ne devrait progresser que de 0,5 % en 1998, n'arrive pas à absorber la totalité de l'*offre*. L'excédent pourrait dépasser les 300 000 tonnes cette année.

Étain (– 4,25 % en dollars/tonne)

Au cours du quatrième trimestre 1998, les cours de l'*étain* se sont réduits de 4,25 %.

Les *stocks* entreposés au LME sont restés stables au quatrième trimestre et représentent environ 8 000 tonnes.

La *consommation* en Europe s'est ralentie. Aux États-Unis, en revanche, la demande, largement dépendante de l'industrie alimentaire, demeure bien orientée.

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

Nickel (– 5,5 % en dollars/tonne)

Au cours du quatrième trimestre, les prix du *nickel* ont poursuivi leur recul. Il se sont réduits de 5,5 % (soit – 34,76 % sur un an) et se situent à leur plus bas niveau depuis onze ans.

Le marché souffre d'une *offre* largement excédentaire.

Pour tenter de redresser les cours et de limiter le gonflement des stocks, certains groupes de production (tels *Falcon Bridge and Inc*) devraient fermer des unités, ce qui réduirait l'*offre* de 20 000 tonnes environ.

Cependant, de nouvelles mines, notamment en Australie, devraient ouvrir au premier semestre 1999.

La *consommation* stagne. La sidérurgie, qui représente 60 % des débouchés du nickel, est en repli au États-Unis et en Europe.

Les *stocks* entreposés au LME atteignent 65 000 tonnes.

Plomb (– 3,66 % en dollars/tonne)

Après avoir enregistré une baisse de 1,52 % au trimestre précédent, les prix du *plomb* ont reculé de 3,66 % au cours de la période sous revue et se situent à leur plus bas niveau depuis plus de quatre ans.

Depuis plusieurs années, les *stocks* détenus par le LME sont stables et s'établissent à environ 110 000 tonnes.

Le marché, bien que soutenu par la *demande* européenne et américaine de batteries automobiles (qui représente de 55 % à 60 % de la consommation mondiale), pâtit de la contraction de la demande en Asie.

La *production* devrait augmenter à un rythme élevé en 1999, année pour laquelle l'excédent d'*offre* serait compris entre 50 000 tonnes et 100 000 tonnes.

Zinc (– 4,19 % en dollars/tonne)

Les cours du *zinc* poursuivent leur repli ; la baisse atteint 4,19 % au quatrième trimestre 1998.

La crise asiatique continue de peser sur les cours, qui semblent s'être durablement installés à leur plus bas niveau depuis quatre ans, malgré une *demande* occidentale soutenue.

Les *stocks* gérés par le LME se sont légèrement contractés pendant le trimestre et se situent à environ 316 000 tonnes. Ils restent cependant trop élevés et représentent près de sept semaines et demie de consommation.

L'*offre* est abondante. Les deux premiers producteurs mondiaux (l'Australie et le Canada) n'annoncent toujours pas de réduction de production.

Au total, la *production* mondiale de zinc raffiné devrait augmenter de 2,1 %, à 8,09 millions de tonnes, alors que la *consommation* ne devrait pas dépasser 7,99 millions de tonnes.

Métaux précieux (or : + 0,45 % en dollars/onçe ; argent : – 2,45 % en dollars/onçe ; platine : – 3,13 % en dollars/onçe)

Au quatrième trimestre 1998, les cours de l'*argent* et du *platine* se sont repliés de, respectivement, 2,45 % et de 3,13 %, tandis que ceux de l'*or* s'appréciaient de 0,45 %.

– La *demande* d'*or* a été soutenue au quatrième trimestre par l'accroissement des achats des États-Unis et de l'Europe et le redressement de la demande en Asie.

Parallèlement, l'*offre* diminue. Les mines, dont les coûts de production sont supérieurs à 320 dollars l'onçe, ont commencé à stopper leur production.

Par ailleurs, les banques centrales ralentissent leurs ventes, qui devraient se limiter à 14 millions d'onces en 1999 (contre 20 millions en 1997).

– Les cours de l'*argent* se sont réduits, dans le sillage de ceux du platine.

La *production* reste abondante et les *stocks* se situent à des niveaux élevés.

Du côté de la *demande*, la consommation se contracte.

– Les cours du *platine* continuent d'être affectés par la crise asiatique et se situent à leur plus bas niveau depuis plus de six ans.

Les mouvements de grève qui ont affecté les mines sud-africaines (75 % de l'*offre* mondiale) n'ont pas provoqué de remontée des cours.

2. Le pétrole

Les cours du *Brent*, le brut de référence de la Mer du Nord, ont fléchi de 25,54 % par rapport à septembre 1998, cotant en moyenne 9,97 dollars en décembre 1998 (en baisse de 41,93 % par rapport au cours de décembre 1997).

En moyenne annuelle, le baril s'est échangé à 12,81 dollars en 1998, contre 19,20 dollars en 1997, et en monnaie constante les prix sont revenus à leur plus faible niveau depuis le premier choc pétrolier, il y a vingt-cinq ans.

Les cours du *Dubai* et du *WTI* ont, quant à eux, baissé de, respectivement, 22,25 % et de 23,56 % au quatrième trimestre 1998.

Les prix sont très déprimés dans un marché marqué par une abondance de l'*offre* et par un tassement de la *demande*.

– Selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), la demande mondiale n'aurait progressé que de 0,7 % en 1998 (contre 2,7 % en 1997 et 2,4 % en 1996).

Au quatrième trimestre 1998, la consommation a ainsi été révisée en baisse de 650 000 barils/jour, à 75,7 millions de barils/jour, du fait du ralentissement de la croissance mondiale, de la crise en Asie et de son extension à de nombreux autres pays en développement. De plus, un début d'hiver exceptionnellement clément dans l'hémisphère Nord a entraîné l'atonie du marché.

– Par ailleurs, le marché reste extrêmement sensible au niveau record des *stocks* qui représentent plus de deux mois de consommation mondiale.

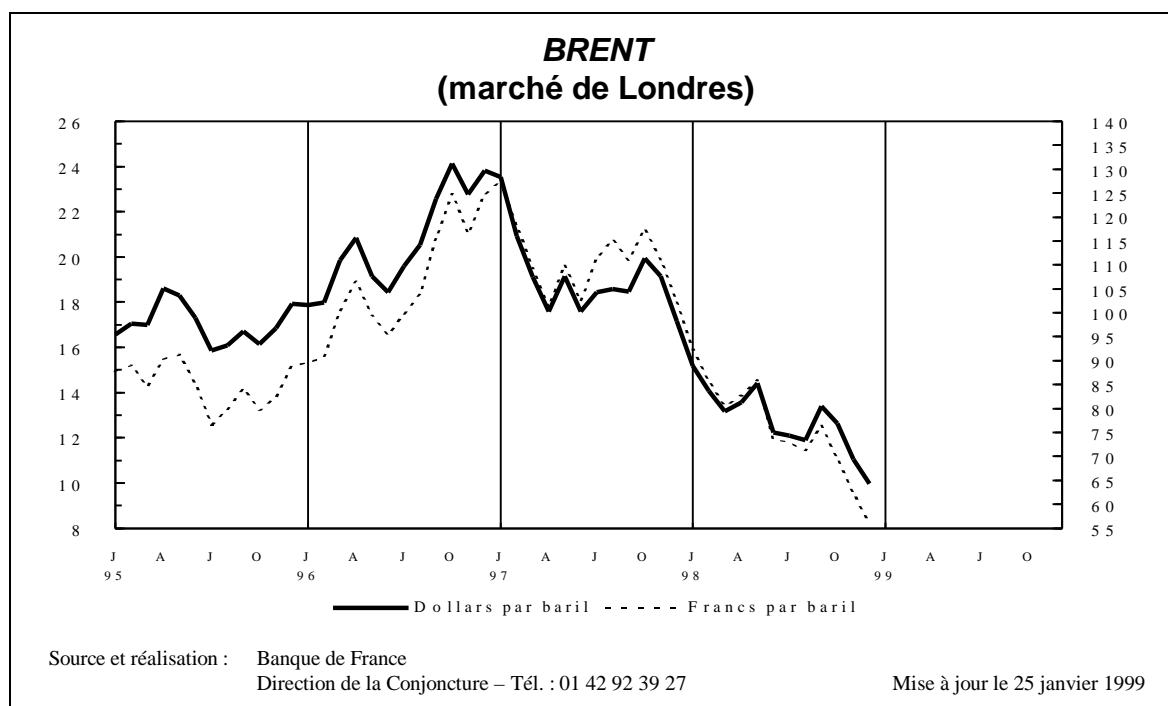
– L'*offre*, quant à elle, est surabondante, les pays producteurs étant dans l'incapacité de réduire davantage leur débit de façon concertée.

S'agissant de l'OPEP, le dépassement des quotas s'est révélé, en décembre, le plus important depuis cinq mois, avec une production de 27,45 millions de barils/jour (le quota officiel étant fixé à 26,487 millions de barils/jour).

Le dernier sommet de l'Organisation, qui s'est tenu en novembre, s'est soldé par un échec. Toute décision de nouvelle réduction de production a été reportée à la prochaine conférence, en mars.

Certains pays, au rang desquels l'Algérie, souhaitent que l'OPEP diminue sa production pour la troisième fois depuis un an. Mais de nombreux États (l'Indonésie, l'Iran, le Venezuela) se sont opposés à une telle mesure en raison de leur situation financière, les recettes pétrolières constituant l'essentiel des budgétaires. L'Arabie saoudite, premier exportateur mondial, elle a refusé d'être le seul pays à consentir de nouveaux efforts, alors que plusieurs membres de l'OPEP ne respectent pas leurs quotas. Par ailleurs, l'Irak, actuellement autorisé à exporter l'ensemble de sa production (pour une valeur de 3 milliards de dollars par semestre environ), pourrait connaître une levée partielle de l'embargo fixé par l'ONU.

Toutefois, le déséquilibre entre l'*offre* et la *demande* devrait partiellement se réduire début 1999, en raison de la vague de froid qui frappe actuellement les États-Unis et l'Europe.



INDICES GENERAUX DES COURS DES MATIERES PREMIERES

(moyenne annuelle)

Années	Banque de France (en francs) Base 100 en 1985	INSEE (en francs) Base 100 en 1990	Moody (en dollars) Base 100 en 1931	Reuter (en livres sterling) Base 100 en 1931
1993	90,41	81,24	1 056,55	1 668,91
1994	108,93	97,48	1 287,78	1 978,22
1995	119,84	102,67	1 471,83	2 229,50
1996	116,68	94,59	1 491,01	2 013,29
1997	137,21	109,95	1 536,71	1 917,86
1998	119,43	—	1 319,61	1 581,00

INDICES DES COURS DES MATIERES PREMIERES (hors énergie)

(moyenne mensuelle – variation en pourcentage)

Indices	Septembre 1998	Octobre 1998	Novembre 1998	Décembre 1998	Variation Déc. 1998/ Sept. 1998
Banque de France (en francs) (Base 100 en 1995)	111,16	105,61	108,70	105,80	- 4,82
– Produits alimentaires (23,43 %)	80,10	79,01	84,68	83,39	4,11
– Produits agricoles à usage industriel (25,21 %)	107,93	101,42	101,38	99,46	- 7,85
– Produits minéraux (51,35 %)	130,02	121,99	124,95	120,46	- 7,35
Moody (en dollars) (Base 100 le 31.12.1931)	1 214,85	1 204,38	1 192,51	1 160,75	- 4,46
Reuter (en livres sterling) (Base 100 le 18.09.1931)	1 483,24	1 458,84	1 477,66	1 475,76	- 0,50
Cours du dollar à Paris (en francs)	5,71	5,50	5,64	5,61	- 1,75
Cours de la livre sterling à Paris (en francs)	9,59	9,31	9,37	9,36	- 2,40

**EVOLUTION DES COURS DES PRINCIPAUX PRODUITS
SUR LEUR PLACE DE COTATION**

(moyenne mensuelle – variation en pourcentage)

Produits (pondération dans l'indice Banque de France)	Place de cotation	Unités	Sept. 1998	Octobre 1998	Nov. 1998	Déc. 1998	Variation Déc. 1998/ Sept. 1998
PRODUITS ALIMENTAIRES							
Blé	CHICAGO	cents/boisseau	256,92	291,16	285,87	269,98	5,08
Maïs	CHICAGO	cents/boisseau	200,14	218,67	218,68	215,59	7,72
Café Robusta (1,99 %)	LONDRES	dollars/tonne	1 683,68	1 705,91	2 004,86	1 870,09	11,07
Café Arabica (3,42 %)	NEW YORK	cents/livre britannique	110,80	106,16	115,58	115,82	4,53
Soja – tourteaux (9,61 %)	CHICAGO	dollars/tonne	130,01	137,11	145,07	146,15	12,41
Soja – graines (1,46 %)	CHICAGO	cents/boisseau	525,78	546,66	570,40	558,22	6,17
Sucre	PARIS	dollars/tonne	217,79	219,88	238,44	240,77	10,55
Cacao (3,53 %)	LONDRES	livres sterling/tonne	1 008,05	1 005,55	971,95	898,32	- 10,89
PRODUITS AGRICOLES INDUSTRIELS							
Pâte à papier (11,51 %)	PARIS	dollars/tonne	520,00	480,00	460,00	460,00	- 11,54
Caoutchouc (2,17 %)	KUALA LUMPUR	cents/kg	68,61	72,90	69,07	63,49	- 7,46
Coton (2,55 %)	NEW YORK	cents/livre britannique	73,38	70,07	65,09	61,30	- 16,46
Laine (3,37 %)	SYDNEY	cents australiens/kg	543,73	528,55	550,33	552,23	1,56
PRODUITS MINÉRAUX							
Aluminium (13,07 %)	LONDRES	dollars/tonne	1 342,27	1 304,08	1 294,97	1 248,20	- 7,01
Cuivre (12,94 %)	LONDRES	dollars/tonne	1 647,27	1 586,20	1 573,74	1 471,80	- 10,65
Étain (0,62 %)	LONDRES	dollars/tonne	5 482,05	5 428,30	5 474,88	5 248,98	- 4,25
Nickel (4,33 %)	LONDRES	dollars/tonne	4 102,16	3 871,93	4 131,90	3 876,36	- 5,50
Plomb (0,22 %)	LONDRES	dollars/tonne	519,81	492,47	493,87	500,80	- 3,66
Zinc (1,48 %)	LONDRES	dollars/tonne	1 000,00	940,13	966,83	958,08	- 4,19
Or	NEW YORK	dollars/once	289,24	296,06	294,47	290,55	0,45
Argent (1,73 %)	NEW YORK	dollars/once	497,20	494,70	494,52	485,01	- 2,45
Platine (1,33 %)	NEW YORK	dollars/once	361,32	342,50	348,91	350,00	- 3,13
PETROLE							
Prix spot depuis le 01.01.90							
<i>BRENT</i>	LONDRES	dollars/baril	13,39	12,63	11,05	9,97	- 25,54
<i>DUBAÏ</i>	LONDRES	dollars/baril	13,08	12,84	11,79	10,17	- 22,25
<i>WTI</i>	LONDRES	dollars/baril	14,94	14,45	13,13	11,42	- 23,56

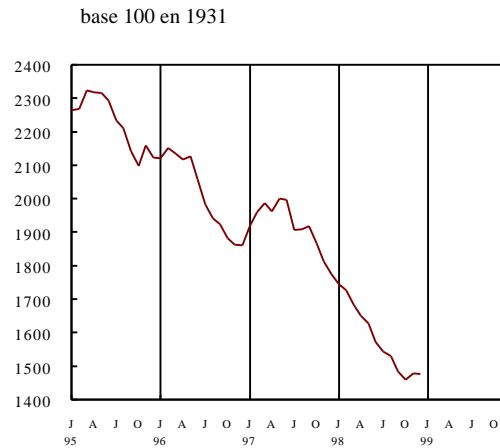
INDICES GENERAUX

INSEE EN FRANCS



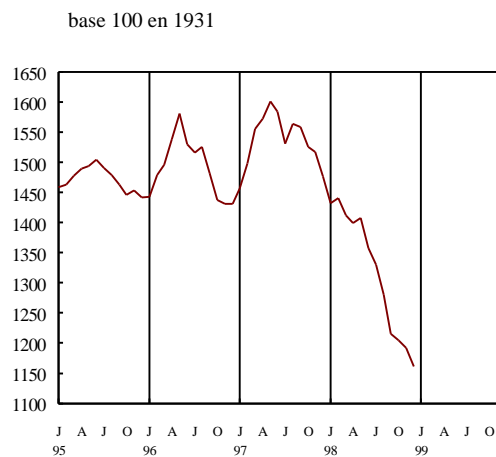
Importations françaises

REUTER EN LIVRES STERLING



Commerce britannique

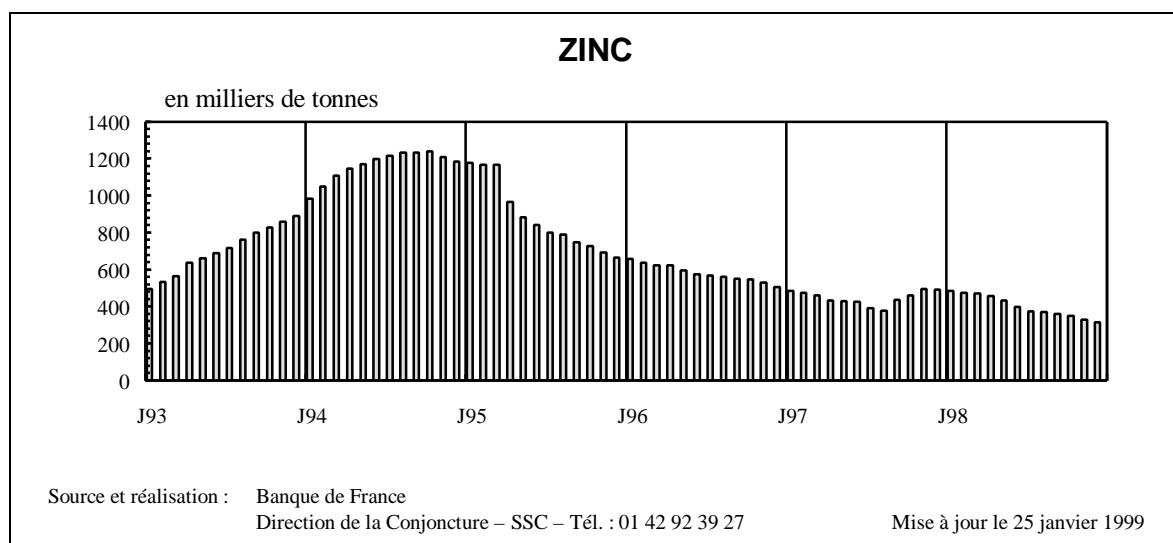
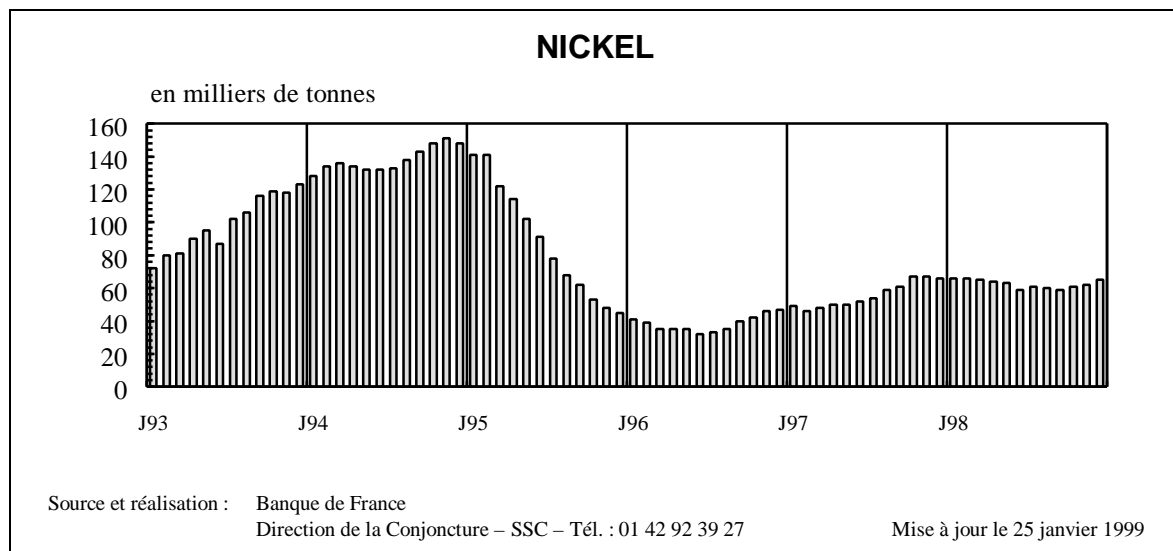
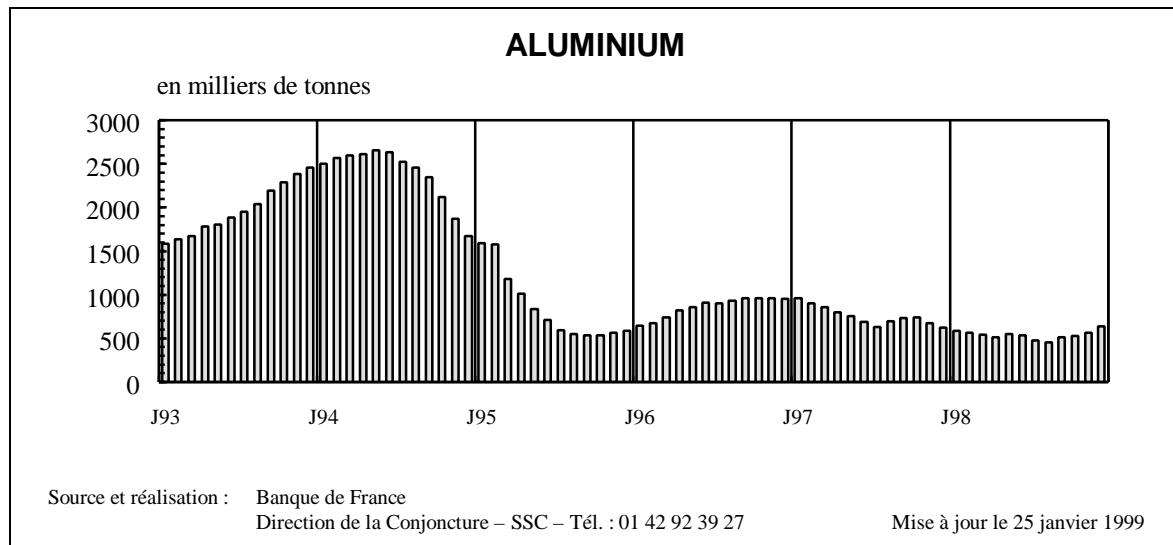
MOODY EN DOLLARS

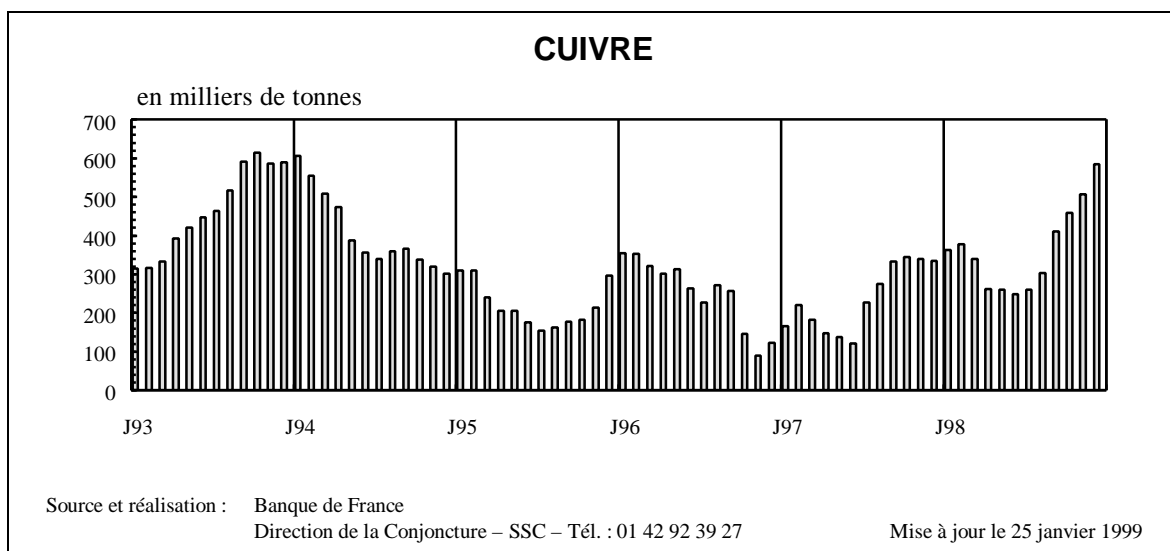
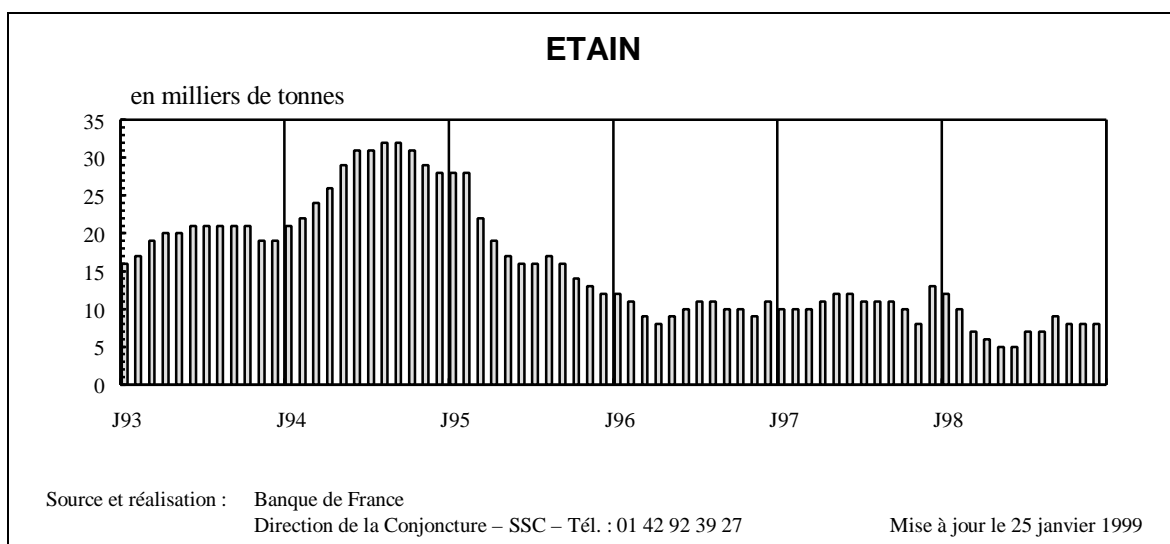
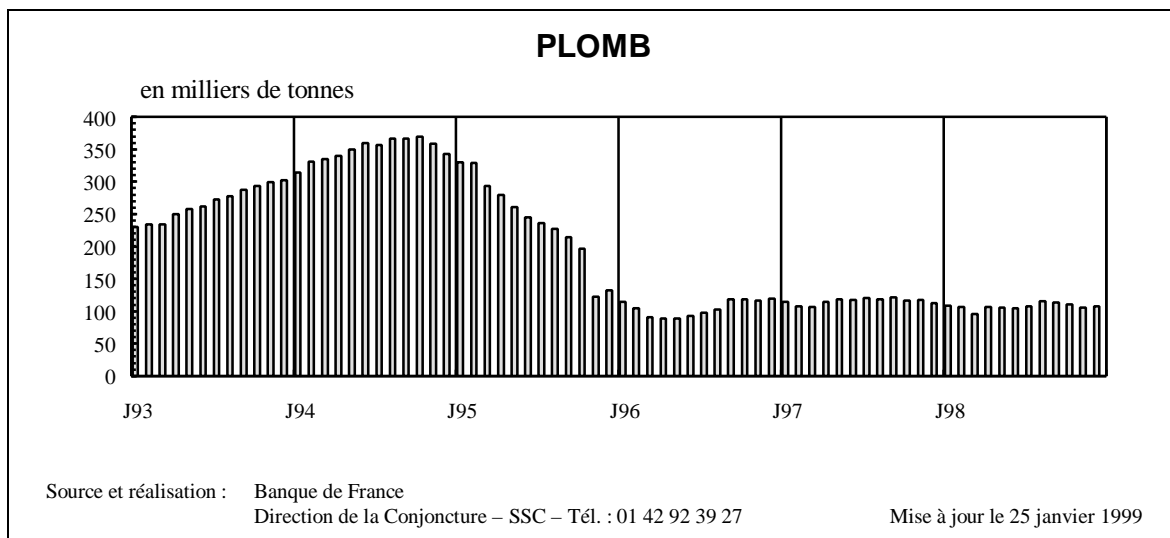


Commerce américain

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

MÉTAUX NON FERREUX Évolution des stocks





LA COMPOSITION, EVOLUTION ET STRUCTURE DES PEA

MONIQUE CHOCRON

LYDIE MARCHAND

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

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 56,5 milliards d'euros à fin décembre 1998, en progression de 18 % par rapport au trimestre précédent et en augmentation de 40 % sur un an. Le nombre de PEA en fonctionnement (3,7 millions) s'est accru de plus de 7 % par rapport au trimestre précédent. La valeur moyenne d'un PEA était de 15 336 euros à fin décembre, en augmentation de 10 % par rapport à septembre 1998 ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 24 239 euros ¹.

	Montant (millions d'euros)		Variation (%)	Structure (%)	
	Septembre 1998 (a)	Décembre 1998	Déc. 1998/ Sept. 1998	Septembre 1998	Décembre 1998
Actions	20 571	25 495	23,9	43,0	45,1
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	27 274	31 037	13,8	57,0	54,9
TOTAL	47 845	56 532	18,2	100,0	100,0
Nombre de PEA	3 432 713	3 685 642	7,4		

(a) Données révisées

La réduction des avantages fiscaux, qui a pénalisé d'autres produits financiers, a épargné le PEA, ce qui explique en partie son succès grandissant. Par ailleurs, la restriction consistant à ne pouvoir investir dans le PEA que des valeurs françaises est atténuée par la possibilité offerte aux épargnants de placer leurs capitaux en Sicav et FCP, dont une fraction importante des actifs peut être investie en valeurs étrangères, notamment européennes.

La part des titres d'OPCVM, toutes catégories confondues, dans le PEA atteint 55 % et le poids des titres d'OPCVM inscrits sous dossier PEA représente 57 % de ces valeurs dans les comptes-titres des personnes physiques.

L'enquête PEA fait ressortir, à la fin du quatrième trimestre 1998 :

- une progression en volume, d'un trimestre à l'autre, de 3,6 % pour les titres d'OPCVM éligibles au PEA et de 3,4 % pour les actions ;
- une augmentation très forte du nombre de PEA : 253 000 d'un trimestre à l'autre et plus de 720 000 sur un an ; plus de la moitié des PEA supplémentaires créés au cours des six dernières années l'a été en 1998.

Le dernier chiffre connu des liquidités non affectées et non rémunérées des PEA s'élevait à 3,3 milliards d'euros à fin septembre 1998.

¹ À fin septembre 1998 (derniers chiffres disponibles)

Cette étude trimestrielle sur la composition des PEA a été réalisée, comme les précédentes, à partir des portefeuilles-titres de la clientèle des principaux établissements dépositaires¹. Les données présentées permettent d'apprécier l'évolution des titres placés sous dossier PEA au cours du quatrième 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, EVOLUTION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES					
	Montant (en millions de francs)		Variation (en pourcentage)	Structure (en pourcentage)	
	Septembre 1998	Décembre 1998	Décembre 1998/ Septembre 1998	Septembre 1998	Décembre 1998
Actions	134 937	167 238	23,9	43,0	45,1
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	178 905	203 587	13,8	57,0	54,9
TOTAL	313 842	370 825	18,2	100,0	100,0
Nombre de PEA	3 432 713	3 685 642	7,4		

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

Mise à jour le 2 février 1999

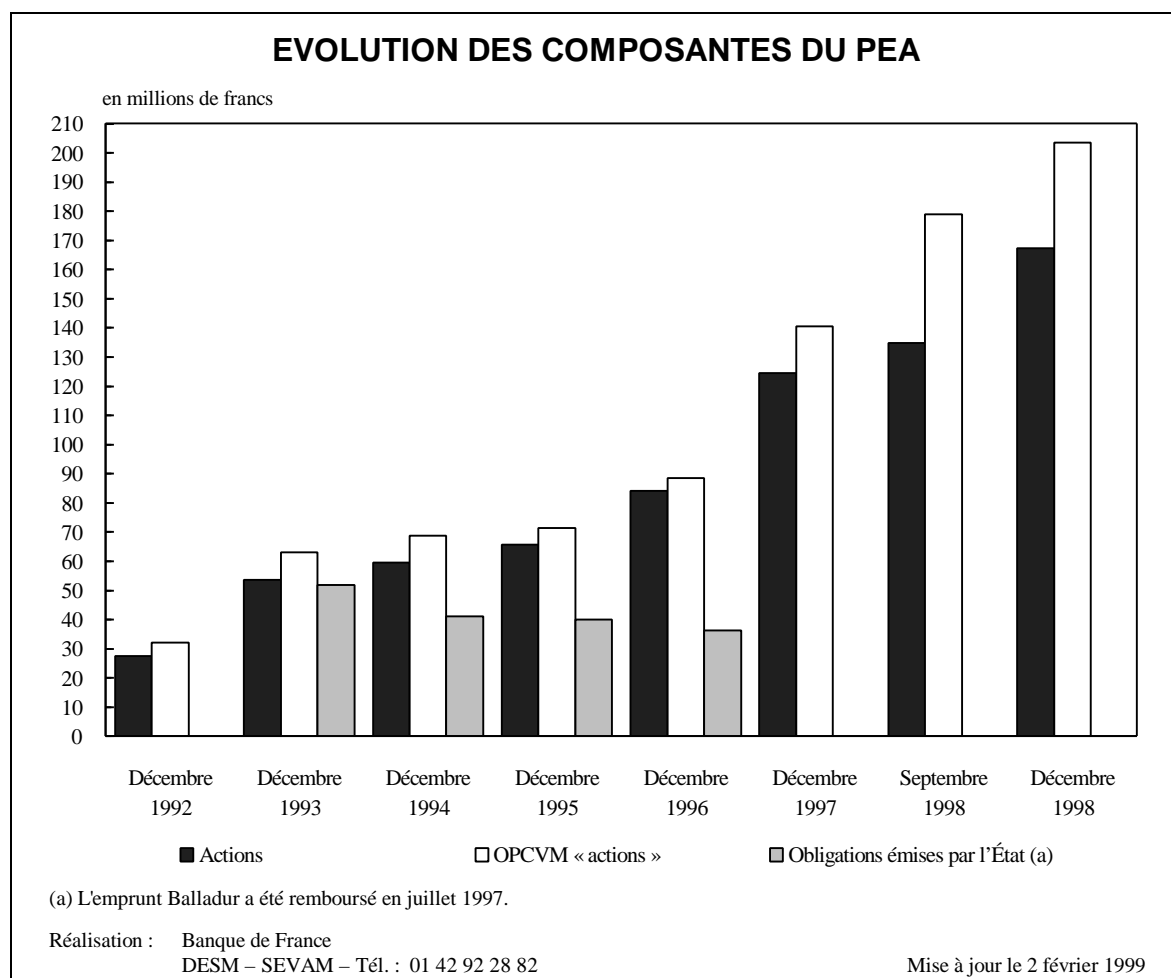
En décembre 1998, la valeur des titres placés sous dossier PEA a progressé de 18,2 % par rapport à septembre 1998 et s'élève dans les établissements couverts par l'enquête à 371 milliards de francs (contre 314 milliards à fin septembre), auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 22 milliards (dernier chiffre connu à fin septembre 1998).

Corrigés de l'évolution des indices de cours², les encours d'actions et de titres d'OPCVM éligibles au PEA ont augmenté de, respectivement, 3,4 % et 3,6 %.

Le nombre de PEA (3,7 millions), en augmentation de 7,4 % par rapport au trimestre précédent, a poursuivi la progression régulière amorcée plus d'un an auparavant.

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

² Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : + 20,5 % au quatrième trimestre 1998 et indice Europerformance pondéré pour les Sicav « actions, diversifiées et garanties » : + 10,2 %



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

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

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

ENCOURS ET STRUCTURE DES PORTEFEUILLES-TITRES en septembre 1998		
	Montant (en millions de francs)	Répartition (en pourcentage)
Actions	438 063	55,2
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	355 761	44,8
TOTAL	793 825	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		Mise à jour le 2 février 1999

**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>	
	Septembre 1998	Décembre 1998
Actions	30,8	38,2
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	50,3	57,2
TOTAL	39,5	46,7
Total des portefeuilles (a)	17,6	20,8
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		Mise à jour le 2 février 1999

À la fin du quatrième trimestre 1998, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 20,8 % des portefeuilles-titres à fin septembre 1998 ¹ (contre 17,6 % des portefeuilles-titres à fin septembre 1998).

L'importance relative dans les portefeuilles des titres gérés sous PEA a été, dès l'origine, plus grande pour les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » que pour les actions gérées en direct (l'écart atteignait plus de 19 points à fin décembre 1998). Plus de 57 % des titres d'OPCVM cités précédemment sont contenus dans les plans d'épargne en actions.

¹ Derniers chiffres disponibles

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	
	Septembre 1998	Septembre 1998	Décembre 1998
Actions françaises	38 990	39 309	45 376
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	31 665	52 118	55 238
Autres titres (a)	88 312	—	—
TOTAL	158 967	91 427	100 613

(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 2 février 1999

Au 30 septembre 1998, on dénombrait environ 11 235 000 comptes-titres ¹.

Selon l'enquête, plus de 720 000 PEA supplémentaires ont été enregistrés au cours de l'année 1998.

Le montant moyen du PEA s'élevait à 100 600 francs à fin décembre 1998 (+ 10 % par rapport au trimestre précédent). Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen, toutes valeurs réunies, qui atteignait au 30 septembre 1998 environ 159 000 francs.

¹ Derniers chiffres connus : 11 235 331 comptes-titres au 30 septembre 1998

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

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

COMPOSITION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ETABLISSEMENTS					
	En millions de francs		En pourcentage		En évolution
	Septembre 1998	Décembre 1998	Septembre 1998	Décembre 1998	Déc. 1998/ Sept. 1998
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIETES DE BOURSE					
Actions	19 562	23 951	79,0	79,5	21,9
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	5 226	6 181	21,0	20,5	18,3
TOTAL	24 878	30 132	100,0	100,0	21,1
Nombre de PEA	57 406	62 214			8,4
LES TROIS GRANDES BANQUES					
Actions	45 562	57 621	43,9	47,3	26,5
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	58 180	64 077	56,1	52,7	10,1
TOTAL	103 742	121 698	100,0	100,0	17,3
Nombre de PEA	864 907	898 065			3,8
AUTRES ETABLISSEMENTS					
Actions	69 723	85 666	37,6	39,1	22,9
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	115 499	133 329	62,4	60,9	15,4
TOTAL	185 221	218 995	100,0	100,0	18,2
Nombre de PEA	2 510 400	2 725 363			8,6
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82					
Mise à jour le 2 février 1999					

Le tableau ci-dessus montre que l'encours des PEA a augmenté chez les trois groupes d'établissements : de 21 % chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse à 18 % et 17 % chez les « autres établissements » et les trois grandes banques, respectivement.

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, 24,4 % pour les trois grandes banques et 73,9 % pour les « autres établissements »).

Les évolutions qui sont intervenues au quatrième trimestre 1998 n'ont pas modifié la structure des PEA de manière sensible pour les banques d'affaires, les sociétés de bourse et les « autres établissements ». En revanche, pour les trois grandes banques, un transfert s'est opéré des titres d'OPCVM vers les actions (3,4 points), ce qui représente une progression en volume des actions d'environ 6 %.

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

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES SELON LE TYPE D'ETABLISSEMENT		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Septembre 1998	Décembre 1998
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIETES DE BOURSE		
Actions	23,8	29,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	14,5	17,2
TOTAL	21,0	25,4
Total des portefeuilles (a)	11,9	14,4
LES TROIS GRANDES BANQUES		
Actions	30,3	38,3
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	42,4	46,7
TOTAL	36,1	42,3
Total des portefeuilles (a)	17,5	20,5
AUTRES ETABLISSEMENTS		
Actions	34,0	41,8
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	63,2	73,0
TOTAL	47,8	56,5
Total des portefeuilles (a)	18,8	22,3
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		
Mise à jour le 2 février 1999		

À fin décembre 1998, les PEA représentaient plus de la moitié (56,5 %) des portefeuilles d'actions et d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » chez les « autres établissements », 42,3 % chez les trois grandes banques et plus de 25 % chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentent respectivement, environ 20 % et 22 % 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 ¹

À fin décembre 1998, la valeur moyenne des PEA représentait 51,6 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 66,0 % chez les « autres établissements » et 67,0 % chez 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 (79,5 %). 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 » (52,7 % et 60,9 %, respectivement).

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