

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 26

FÉVRIER 1996

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité a ralenti dans l'ensemble des pays européens et aux États-Unis. Les signes d'une meilleure orientation au Royaume-Uni et en Italie, perceptibles le mois dernier, ne se sont pas renouvelés, tandis que la décélération constatée dans les autres pays s'est confirmée. Au Japon, quelques indices d'amélioration de la conjoncture sont apparus. La hausse des prix est restée modérée. La détente des taux d'intérêt à court et à long terme s'est poursuivie sous l'effet de nouveaux assouplissements de la politique monétaire dans les principaux pays.

L'évolution des principales devises en janvier

Le dollar a enregistré une progression sensible (+ 3,8 %) tant contre yen que contre deutschemark. La monnaie américaine, qui a fait l'objet de déclarations de soutien lors de la réunion du G 7 le 20 janvier à Paris, a en effet bénéficié du recul du yen, conséquence d'une politique délibérée des autorités japonaises et des difficultés du système financier nippon, et du repli de la devise allemande, sensible jusqu'en milieu de mois. Affecté par la publication de plusieurs statistiques traduisant le ralentissement de l'économie allemande, le deutschemark s'est toutefois redressé en fin de période à la faveur d'anticipations d'une pause dans le processus de baisse des taux. La livre sterling, qui a pâti des difficultés politiques du Premier ministre britannique, a progressé contre deutschemark mais a fléchi vis-à-vis du dollar. La lire italienne a également progressé par rapport au deutschemark, en dépit de la démission du chef du gouvernement. Au sein du Système monétaire européen, la plupart des devises se sont appréciées à l'égard de la monnaie allemande. Le franc français a relativement peu varié par rapport au deutschemark. Affecté par les incertitudes quant à l'évolution de l'activité et par le débat sur les critères de Maastricht, il a été soutenu par la fermeté des déclarations du gouvernement et du gouverneur de la Banque de France.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en janvier

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a progressé dans l'ensemble des secteurs, à l'exception des biens d'équipement où l'activité a peu évolué. Cette hausse a permis de compenser le recul enregistré en décembre 1995. Le taux d'utilisation des capacités de production n'a pas varié de manière significative.

La demande globale s'est redressée. Affaibli en décembre, à la suite des mouvements sociaux, le marché intérieur a été mieux orienté, mais ce sont les commandes étrangères qui se sont le plus nettement raffermies, en particulier celles émanant des zones les plus lointaines. En Europe, toutefois, le fléchissement enregistré les mois précédents s'est confirmé. Les carnets de commandes sont considérés comme peu garnis dans l'ensemble et les stocks restent supérieurs au niveau désiré dans la plupart des secteurs, en particulier dans l'industrie automobile.

À court terme, une nouvelle augmentation de la production est généralement attendue, sauf dans l'automobile, où un nouveau repli pourrait intervenir, et dans les biens intermédiaires, où elle resterait stable.

Les prix des produits finis ont globalement peu varié. Des baisses, le plus souvent de faible importance, ont, toutefois, été constatées dans plusieurs secteurs.

L'activité commerciale s'est nettement redressée, rattrapant le mois de décembre 1995, perturbé par les conflits sociaux, et dépassant sensiblement le niveau atteint en janvier 1995.

La tendance à un certain effritement des effectifs s'est confirmée dans l'industrie : en baisse sensible dans l'automobile et plus faible dans les biens de consommation et les biens intermédiaires, ils sont restés stables dans les biens d'équipement et les industries agro-alimentaires. Pour les prochains mois, une nouvelle diminution, d'ampleur limitée, apparaît probable. Stables dans le commerce et les services marchands, les effectifs employés ont de nouveau fléchi dans le BTP.

La balance des paiements en novembre

En données FAB-FAB cvs, l'excédent *commercial* s'est élevé à 14,1 milliards de francs, soit nettement au-dessus du niveau moyen des derniers mois, du fait, principalement, d'une diminution prononcée des importations. Le solde cumulé des onze premiers mois de l'année, en données brutes, marque un progrès sensible par rapport aux résultats déjà très favorables de la période correspondante de 1994 : 96 milliards de francs, contre 70,2 milliards.

En données brutes, l'excédent du compte de transactions courantes, en nette progression, a atteint 7 milliards de francs, après 4,5 milliards en octobre (respectivement 11,5 milliards et 2,3 milliards en données cvs) ; depuis le début de l'année, le solde positif cumulé s'élève à 77,4 milliards de francs, contre 28,9 milliards pour les onze premiers mois de 1994.

Le compte financier a dégagé en novembre un excédent de 8,4 milliards de francs en données brutes. Les flux à long terme ont été à l'origine d'entrées nettes de 8,4 milliards de francs, contre des sorties de 21,7 milliards en octobre, tandis que les flux à court terme étaient quasiment équilibrés (+ 0,1 milliard de francs). Les avoirs de réserve (bruts) ont augmenté de 0,1 milliard de francs.

Les marchés de capitaux en janvier

L'évolution des marchés de taux a été globalement favorable au cours du mois. En effet, si quelques tensions passagères se sont manifestées, les perspectives de ralentissement de la croissance n'en ont pas moins alimenté les anticipations d'une poursuite du mouvement de détente des politiques monétaires tant en Europe qu'aux États-Unis.

Les rendements courts interbancaires se sont repliés de manière significative, dans un contexte de bonne tenue du franc sur les marchés de change et de baisse des taux directeurs en France comme dans le reste de l'Europe occidentale. Le Conseil de la politique monétaire a ainsi décidé, le 18 janvier, une baisse de 25 points de base du taux d'appel d'offres et du taux des pensions de 5 à 10 jours en les ramenant respectivement à 4,20 % et 5,60 %. Le loyer de l'argent au jour le jour a diminué au total de 7/16 de point pour s'établir à 4 5/16 % en fin de mois. De même, le TIOP 3 mois a cédé plus d'un demi-point, passant de 5,0 % à 4,38 % entre le 29 décembre 1995 et le 31 janvier 1996.

Les rendements obligataires se sont inscrits en nette détente, avant d'enregistrer un mouvement de consolidation en fin de période. Le taux de l'emprunt phare à 10 ans s'est ainsi replié de 6,64 % à 6,37 %. Dans le même temps, l'écart OAT-Bund est revenu de 62 points de base à 46 points de base.

Après le net recul observé au mois de décembre (– 139,5 milliards de francs), l'encours global des titres de créances négociables a augmenté de plus de 30 milliards de francs au cours du mois de janvier. Cette évolution est due principalement à la forte croissance des billets de trésorerie, pour un montant de 22 milliards de francs, mais aussi à la hausse des certificats de dépôt, pour 16,1 milliards. L'encours des bons à moyen terme a perdu 2,4 milliards de francs et celui des bons des institutions et des sociétés financières a diminué de 5,1 milliards. Les taux d'intérêt ont baissé de façon significative pour tous les titres et sur l'ensemble des maturités.

Dans un contexte caractérisé par la poursuite du mouvement de baisse des taux d'intérêt et par le ralentissement de la croissance observé tant en France qu'en Allemagne, la reprise des émissions, amorcée fin novembre et interrompue par la traditionnelle « trêve des confiseurs », s'est largement confirmée au cours du mois de janvier, tant sur le marché intérieur que sur le compartiment de l'eurofranc.

À la Bourse de Paris, l'indice CAC 40 a enregistré une hausse de 7,96 % sur l'ensemble du mois, principalement sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt.

Les agrégats monétaires

En décembre, l'agrégat de monnaie M3 a progressé de 0,4 %, après une hausse de 1,4 % le mois précédent. Le fort accroissement des dépôts à vue (4,1 %) présente un caractère exceptionnel, les mouvements sociaux de fin d'année ayant entraîné la constitution d'encaisses particulièrement importantes. Les placements sur livrets à taux réglementés (M2 – M1) ont continué de se développer à un rythme très soutenu (2,0 %, après 1,0 %). En revanche, les placements rémunérés à taux de marché (M3 – M2) ont diminué de 2,9 %, sous l'effet d'une vive baisse des dépôts à terme et des titres de créances négociables, alors que les avoirs en titres d'OPCVM monétaires n'ont que légèrement progressé.

Sur un an et entre moyennes trimestrielles centrées, la croissance de M1 s'établit à 2,7 % et celle de M2 à 4,9 %. L'évolution de M3 reste voisine de sa norme de progression de moyen terme (3,7 % en un an et 4,0 % en taux annualisé sur les six derniers mois).

La croissance de l'épargne contractuelle (P1) s'est renforcée et s'élève à 12 % en variation annuelle. Les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire se sont respectivement accrus de 14,4 % et de 16,6 % en un an.

À fin novembre, la progression sur douze mois de l'endettement intérieur total atteint 4,3 %. Le taux de croissance des crédits à l'économie s'est légèrement redressé (0,7 %, après 0,3 % en octobre), tandis que les financements de marché demeurent en forte croissance (11,7 %, après 13,2 %).

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

La protection sociale

- 1^{er} janvier** Relèvement de 3,1 % du plafond de la Sécurité sociale, de 2,1 % du RMI et des pensions vieillesse et invalidité et de 2 % des indemnités journalières assurance-maladie et accidents de travail. Le forfait hospitalier est porté de FRF 55 à FRF 70.
- 24 janvier** Le Conseil des ministres approuve la création du RDS (remboursement de la dette sociale) qui frappera la quasi-totalité des revenus (à l'exception des minima sociaux et de l'épargne populaire) pendant 13 ans et entrera en vigueur dès le 1^{er} février. Ce prélèvement, au taux de 0,5 %, devrait rapporter quelque FRF 20 milliards en 1996.

Les salaires dans le secteur public

- 2 janvier** Selon les instructions du Premier ministre, les augmentations générales ne devront pas excéder 3,4 % cette année dans les entreprises publiques.

Les marchés financiers

- 3 janvier** Le Conseil des ministres adopte le projet de loi relatif à la transposition en droit français de la directive européenne sur les services d'investissement.

Les finances publiques

- 4 janvier** Selon le ministre de l'Économie et des Finances, le programme de financement à moyen et long terme de l'État s'élèvera à FRF 520 milliards en 1996, en hausse de 20 milliards par rapport à 1995.
- 17 janvier** Selon les statistiques du ministère de l'Économie et des Finances, le déficit budgétaire s'établissait à FRF 340 milliards fin novembre, en regard d'un objectif fixé à 322 milliards pour l'ensemble de l'année.

Les réquisitions de logements

- 16 janvier** Le ministre du Logement annonce une nouvelle vague de réquisitions de 700 logements à Paris et en Île-de-France.

Le plan banlieues

- 18 janvier** Le Premier ministre présente le « pacte de relance pour la ville », qui prévoit notamment la création de zones franches pour faciliter l'implantation des entreprises dans les quartiers difficiles et la création d'emplois réservés aux jeunes.

Le plan de soutien à l'activité

- 30 janvier** Le gouvernement annonce un nouveau train de mesures en faveur de la croissance et de l'emploi, qui repose essentiellement sur une baisse de la rémunération du livret A, ramenée de 4,5 % à 3,5 %, et sur des dispositions visant à stimuler l'investissement, notamment dans le logement, et la consommation.

Les privatisations

- 29 janvier** Terme de la privatisation de Péchiney qui a rapporté FRF 3,8 milliards à l'État, lequel garde 12 % du capital.

La préparation du passage à l'euro

- 31 janvier** Le gouvernement annonce la mise en place d'un dispositif d'explication et d'information sur l'euro. Une cellule de coordination sera créée au sein du ministère de l'Économie et des Finances et le président du Comité consultatif du Conseil national du crédit est chargé d'engager une concertation avec les organismes représentatifs des différents secteurs de l'économie.

La Banque de France et la politique monétaire

- 18 janvier** La Banque de France ramène son taux d'appels d'offres de 4,45 % à 4,20 % et le taux de prises en pension de 5 à 10 jours de 5,85 % à 5,60 %.

Le gouverneur de la Banque de France présente le bilan de la politique monétaire menée en 1995 et les objectifs retenus par le Conseil de la politique monétaire pour 1996.

- 1^{er} février** La Banque de France abaisse le taux de ses appels d'offres, de 4,20 % à 4,05 %.

- 8 février** La Banque de France ramène le taux de ses appels d'offres de 4,05 % à 3,90 %.

Les principaux indicateurs conjoncturels***Le PIB au troisième trimestre***

- 18 janvier** Selon les chiffres définitifs publiés par l'INSEE, le PIB a progressé de 0,2 % au troisième trimestre.

La production industrielle

- 26 janvier** En novembre, la production industrielle a augmenté de 0,6 % par rapport à octobre mais a fléchi de 0,7 % par rapport à novembre 1994. De son côté, la production manufacturière a reculé de 1,2 % sur un mois et de 2,9 % sur un an.

Les créations et les défaillances d'entreprises

- 12 janvier** Selon l'INSEE, les créations d'entreprises ont diminué de 3 % en 1995.

- 29 janvier** Selon l'INSEE, le nombre des défaillances jugées au cours des mois de juin, juillet et août 1995 a diminué de 2,1 % par rapport aux trois mois précédents, en données cvs, et de 6,5 % par rapport à la période correspondante de 1994.

Les mises en chantier de logements

- 23 janvier** Elles se sont élevées à 285 000 en 1995, contre 302 200 en 1994, soit une baisse de 5,4 %.

Les immatriculations d'automobiles

- 2 janvier** En 1995, les immatriculations de voitures neuves ont diminué de 5 % par rapport à l'année précédente.

La consommation des ménages

- 25 janvier** En décembre, la consommation des ménages en produits manufacturés a diminué de 1,1 %. Sur l'ensemble de l'année, elle a progressé de 1,9 %.

L'emploi

- 31 janvier** Fin décembre, le nombre des demandeurs d'emploi atteignait 3 019 400 (cvs), soit 57 600 de plus qu'en octobre mais 58 000 de moins qu'un an plus tôt. Le taux de chômage (au sens du BIT) s'élevait à 11,7 % de la population active, contre 11,5 % en octobre et 12,0 % en décembre 1994.

Les prix

- 10 janvier** La moyenne sur quatre trimestres de l'indice du coût à la construction a progressé de 0,17 %, à 1 019,25, au troisième trimestre 1995.

- 22 janvier** Selon l'indice définitif de l'INSEE, en décembre, les prix à la consommation ont progressé de 0,1 % sur un mois et de 2,1 % sur un an (contre 1,9 % en novembre et 1,6 % en décembre 1994). En moyenne annuelle, leur hausse s'établit à 1,7 %, comme en 1994.

Les comptes extérieurs

- 17 janvier** En octobre, la balance des transactions courantes a dégagé un excédent (cvs) de FRF 2,3 milliards, contre 2,9 milliards en septembre. Sur les dix premiers mois de l'année, le surplus cumulé atteint FRF 77,4 milliards, contre 39,2 milliards pour la période correspondante de 1994.

- 26 janvier** En novembre, la balance commerciale a dégagé un solde positif (cvs) de FRF 14 milliards, portant l'excédent cumulé des onze premiers mois de 1995 à FRF 98 milliards.

2.2. Étranger

- 9 janvier** En Suède, la Banque centrale réduit le taux de ses appels d'offres à un mois, de 8,91 % à 8,66 %.
- 11 janvier** En Allemagne, le PIB a progressé de 1,9 % en 1995, contre 2,9 % en 1994.
- 12 janvier** En Espagne, la Banque centrale diminue le taux de ses appels d'offres, de 9,0 % à 8,75 %.
- En Espagne, l'indice des prix à la consommation a progressé de 0,3 % en décembre, soit + 4,3 % en rythme annuel.
- En Italie, démission du Premier ministre, M. Dini.
- 15 janvier** Au Royaume-Uni, progression de 0,8 % des prix à la production en décembre (+ 4,3 % en rythme annuel).
- 16 janvier** En Allemagne, la Banque fédérale ramène de 3,73 % à 3,65 % le taux minimum de ses prises en pension.
- Aux États-Unis, progression de 5,7 % des mises en chantier en novembre.
- 17 janvier** En Belgique, la Banque nationale abaisse son taux central, de 3,70 % à 3,65 %, et son taux des découverts de fin de journée, de 4,95 % à 4,90 %.
- Aux États-Unis, le déficit commercial a baissé de 2,5 % en octobre, à USD 8,04 milliards.
- 18 janvier** Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre diminue son taux de base d'un quart de point, à 6,25 %.
- 19 janvier** Aux États-Unis, la croissance pour le troisième trimestre 1995 est révisée à 3,2 %, contre 3,0 %. Le taux de chômage est inchangé en décembre à 5,6 %.
- Aux Pays-Bas, la Banque centrale abaisse le taux des avances spéciales, de 3,40 % à 3,30 %.
- 20 janvier** Réunion du G 7 à Paris.
- 22 janvier** Au Royaume-Uni, le taux de croissance de l'économie au quatrième trimestre 1995 a été de 0,4 %, soit + 1,8 % en rythme annuel.
- 23 janvier** En Allemagne, la Banque fédérale ramène de 3,65 % à 3,55 % le taux minimum de ses prises en pension.
- En Allemagne, prix à la production stables en décembre (+ 1,2 % en glissement annuel).
- 24 janvier** En Belgique, baisse du taux central de 3,65 % à 3,55 % et du taux des avances en fin de journée, de 4,90 % à 4,80 %.
- Au Danemark, baisse des taux directeurs, le taux d'escompte passant de 4,25 % à 4,0 % et le taux des prises en pension à 14 jours de 4,50 % à 4,35 %.
- Aux Pays-Bas, la Banque centrale réduit le taux des avances spéciales, de 3,3 % à 3,2 %.
- 25 janvier** En Autriche, baisse du taux Gomex de la Banque nationale, de 3,75 % à 3,65 %.

- 25 janvier** Au Canada, réduction de l'objectif de taux au jour le jour de la Banque centrale de 25 points de base.
- 26 janvier** En Allemagne, hausse de 2,5 % de M3 sur l'ensemble de l'année 1995.
- 29 janvier** En Allemagne, la Banque fédérale ramène de 3,55 % à 3,40 % le taux minimum de ses prises en pension.
- 30 janvier** Aux États-Unis, hausse de 0,3 % des ventes de détail en décembre.
En Suède, la Banque centrale abaisse son taux d'appel d'offres à un mois, de 8,66 % à 8,41 %.
- 31 janvier** En Belgique, la Banque nationale abaisse son taux directeur de 15 points de base, de 3,55 % à 3,40 %. Le taux des prêts en fin de journée est également réduit, passant de 4,80 % à 4,65 %.
Aux États-Unis, le Système de réserve fédérale diminue d'un quart de point l'objectif des fonds fédéraux, à 5,25 %. Le taux d'escompte est également réduit de 25 points de base, à 5 %.
Aux États-Unis, les prix à la production ont progressé de 0,5 % en décembre (2,2 % en rythme annuel).
- 1^{er} février** En Allemagne, la Banque fédérale décide d'effectuer les deux prochaines prises en pension à 14 jours au taux fixe de 3,30 %, soit un niveau très proche du minimum historique de 3,25 % enregistré entre mars et juin 1978.
En Autriche, la Banque nationale réduit le taux Gomex, de 3,65 % à 3,50 %, soit le taux le plus bas depuis 18 ans. Le taux d'escompte et le taux Lombard demeurent fixés à 3,0 % et 5,25 % respectivement.
En Belgique, la Banque nationale abaisse le taux central de 3,40 % à 3,30 % et le taux des découverts en fin de journée de 4,65 % à 4,55 %.
Aux Pays-Bas, la Banque centrale ramène le taux des avances spéciales de 3,20 % à 3,0 %.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité a ralenti dans l'ensemble des pays européens et aux États-Unis. Les signes d'une meilleure orientation au Royaume-Uni et en Italie, perceptibles le mois dernier, ne se sont pas renouvelés, tandis que la décélération constatée dans les autres pays s'est confirmée. Au Japon, quelques indices d'amélioration de la conjoncture sont apparus. La hausse des prix est restée modérée. La détente des taux d'intérêt à court et à long terme s'est poursuivie sous l'effet de nouveaux assouplissements de la politique monétaire dans les principaux pays.

Aux États-Unis, les indicateurs disponibles traduisent un certain ralentissement de l'activité. Certes, le rythme de l'expansion a été revu à la hausse pour le troisième trimestre : le PIB a progressé de 3,2 %, au lieu de 3,0 % précédemment annoncé, contre 0,5 % au deuxième trimestre. Mais la dernière enquête de conjoncture du Système de réserve fédérale — le *Livre Beige* — fait état du rythme modeste de la croissance à la fin de l'année 1995 : outre la fermeture de nombreuses administrations liée à l'absence d'accord sur le budget, les conditions atmosphériques ont paralysé une partie de l'activité, rendant la croissance très inégale, tant sectoriellement que géographiquement. En décembre, les ventes au détail n'ont augmenté que de 0,3 %, leur glissement annuel revenant de 3,3 % en novembre à 3,1 %. Sur l'ensemble de l'année 1995, elles ont progressé de 5,0 %, contre 7,5 % en 1994. La production industrielle a crû de 0,1 %, après 0,3 % en novembre, le taux d'utilisation des capacités productives se réduisant parallèlement, de 83,0 % à 82,8 %. Le nombre de chômeurs a augmenté en janvier, à 5,8 % de la population active, contre 5,6 % en décembre et 5,7 % en janvier 1995. Cette hausse est essentiellement imputable aux mauvaises conditions climatiques, qui ont amené des fermetures temporaires de bureaux.

Au Japon, les perspectives s'améliorent : dans son rapport trimestriel publié le 26 janvier, la Banque du Japon prévoit une amélioration de la conjoncture, soutenue par l'accroissement des dépenses de travaux publics et par une reprise plus marquée de l'investissement des entreprises. Les indicateurs les plus récents montrent en effet un certain redressement de la production industrielle : elle a progressé de 1,5 % sur un an en décembre (0,8 % sur un mois), portant sa croissance à 2,3 % sur le dernier trimestre (contre -2,3 % au trimestre précédent) et à 3,3 % sur l'ensemble de l'année 1995 (0,8 % en 1994). Le secteur de la construction paraît également mieux orienté : les mises en chantier de logements ont ainsi augmenté, sur un an, de 4,8 % en décembre, après 0,1 % en novembre, alors que l'indicateur enregistrait une baisse constante, en glissement annuel, depuis le mois de mars. Sur l'année 1995, il subit cependant une contraction de 6,4 %, après une hausse de 5,7 % en 1994. En revanche, les dépenses de consommation des ménages, en termes réels, ont accusé en novembre leur sixième repli mensuel (-2,4 %, après -1,7 % en octobre), et le taux de chômage est demeuré en décembre au niveau de 3,4 %, en dépit d'une faible augmentation du nombre des créations d'emplois. L'excédent commercial continue pour sa part de se replier : il a enregistré en décembre

son sixième mois consécutif de baisse, en glissement annuel, et s'inscrit pour l'ensemble de l'année 1995 en diminution par rapport à l'année précédente (- 11,4 %), pour la première fois depuis cinq ans.

En **Allemagne**, le ralentissement de l'activité constaté en 1995 (le PIB allemand a progressé de 1,9 %, après 2,9 % en 1994) s'est sans doute prolongé au cours des premières semaines de 1996. La production industrielle s'est accrue de 0,6 % en décembre 1995, après une progression de 0,9 % en novembre. En glissement annuel, son recul s'est stabilisé à - 2,7 %. Sur l'ensemble de l'année, l'augmentation de la production industrielle s'est limitée à 0,4 %, contre 4,4 % en 1994. Si aucun indicateur d'activité retraçant l'évolution économique de l'ensemble de l'Allemagne n'a encore été publié pour le début de l'année 1996, le ralentissement devrait s'accentuer, à en juger par la dégradation marquée de la confiance des entrepreneurs (l'indice de confiance des industriels allemands mesuré par l'institut de conjoncture IFO, en recul depuis juillet, s'est replié de 11,3 % sur le seul mois de décembre 1995) et des ménages allemands. La sensible détérioration de la situation du marché du travail en janvier indiquerait d'ailleurs la médiocrité de la conjoncture. Le taux de chômage s'est établi à 10 % dans l'ensemble de l'Allemagne, 9,4 % dans la partie occidentale du pays et 15,7 % dans la partie orientale, contre respectivement 9,9 %, 8,7 % et 15,2 % en décembre 1995. Le nombre brut des chômeurs a ainsi dépassé le seuil historique de 4 millions, pour s'élever à 4,2 millions en janvier.

Au **Royaume-Uni**, la décélération de la croissance s'est accentuée au quatrième trimestre : le PIB a progressé de 0,4 % en variation trimestrielle, comme au troisième, mais son glissement annuel est revenu de 2,1 % à 1,8 %. Au total, en 1995, le PIB aurait augmenté de 2,6 %, après 4,0 % en 1994. Les derniers indicateurs confirment la faiblesse de la conjoncture : les ventes au détail n'ont crû que de 0,4 % en décembre, après 0,8 % en novembre.

Au cours du même mois, la production industrielle a progressé de 0,4 %, contre 0,5 % en novembre, le glissement annuel revenant de 1,9 % à 1,8 %. Si le nombre de chômeurs a poursuivi sa décrue, le taux de chômage est cependant demeuré inchangé par rapport à novembre, à 8 % de la population active. Le solde du commerce extérieur s'est nettement amélioré, le déficit s'établissant à 567 millions de livres sterling en novembre, après 1,67 milliard en octobre. C'est le déficit le plus faible depuis mars 1995. L'amélioration du solde du commerce extérieur est due à la bonne tenue des exportations (+ 5,6 % sur un mois) et surtout à un nouveau repli des importations (- 2,4 %) lié à la faiblesse de la demande intérieure.

En **Italie**, la confiance des ménages, mesurée par l'ISCO, s'est repliée de 5,3 % au cours du quatrième trimestre. Pour le seul mois de décembre 1995, il a diminué de 2,3 % par rapport au mois précédent. L'enquête effectuée par l'ISCO auprès des entreprises italiennes en décembre indique que le niveau des commandes est jugé en nette réduction depuis le mois d'août, de même que les perspectives de production pour les prochains mois. Ce tassement prévisible de la demande confirme l'hypothèse d'un ralentissement de l'économie italienne au quatrième trimestre 1995.

En **Espagne**, d'après les premières estimations de la Banque centrale, le glissement annuel du PIB serait resté stable à + 2,9 % au quatrième trimestre. Le détail complet par composantes de la demande n'est pas encore disponible. Il apparaît cependant que la consommation privée a progressé de 1,8 % sur un an au quatrième trimestre, après 1,7 % le trimestre précédent, tandis que l'investissement aurait augmenté de 9,0 %, après 9,5 %. Sur l'ensemble de l'année, la croissance atteindrait 3,1 %, contre 2,1 % en 1994. Le taux de chômage a progressé en janvier, à 15,4 % de la population active, contre 15,1 % en décembre.

Le rythme de la hausse des **prix à la consommation** est resté dans l'ensemble modéré. Il a quelque peu progressé au Royaume-Uni, de 3,1 % en glissement annuel en novembre à 3,2 % en décembre. Aux États-Unis, sur la même période, il est revenu de 2,6 % à 2,5 %. Au Japon, les prix de détail ont diminué pour le troisième mois consécutif en décembre, à – 0,3 % en glissement annuel, après – 0,7 %. En Allemagne, leur hausse sur un an s'est établie à 1,5 % en janvier, après 1,8 % en décembre.

Les **taux d'intérêt** à court terme ont poursuivi leur repli — excepté au Japon — sous l'effet de nouvelles baisses de taux directeurs de plusieurs banques centrales. Dans le compartiment du long terme, la détente s'est également prolongée.

3.2. L'évolution des principales devises

Le mois de janvier a été marqué par une progression du dollar tant contre deutschemark que contre yen. La monnaie américaine a en effet bénéficié du repli de la monnaie allemande, sensible jusqu'en milieu de mois. Par ailleurs, on a observé une appréciation de plusieurs monnaies du Système monétaire européen.

Le **dollar** a progressé de 3,8 % par rapport au deutschemark, et n'a donc pas pâti outre mesure de l'absence de progrès significatifs dans les négociations budgétaires entre le gouvernement et le Congrès américain. Le dollar a notamment bénéficié de déclarations de soutien à l'occasion de la réunion du G 7 le 20 janvier à Paris. La monnaie américaine a également été soutenue par les anticipations d'un élargissement de l'écart de taux à court terme entre les États-Unis et l'Europe, alimentées par les déclarations de plusieurs responsables allemands et par la baisse sensible du taux des prises en pension hebdomadaires de la Banque fédérale d'Allemagne. Le dollar a enfin bénéficié de la bonne orientation des marchés obligataire et boursier américains, eux-mêmes stimulés par la publication du « *Livre Beige* » du Système de réserve fédérale, qui prévoyait une croissance modérée en 1996. De ce fait, la baisse des taux américains, le 31 janvier par le FOMC qui a réduit de 25 points de base le taux des fonds fédéraux (5,25 %) et le taux d'escompte (à 5 %) était largement anticipée et n'a pas eu d'impact notable sur la devise américaine.

Contre **yen**, le dollar s'est également apprécié de 3,8 %, en liaison notamment avec la confirmation par les autorités japonaises de leur intention de favoriser la poursuite d'une politique économique de nature à affaiblir le yen. La devise japonaise a aussi été affectée par la réduction de l'excédent commercial japonais, à 10,9 milliards de dollars, en diminution de 16 % sur un an, et par les déclarations de M. Matsushita, gouverneur de la Banque du Japon, qui a indiqué que les difficultés des sociétés de crédit hypothécaire japonaises constituaient une menace majeure pour la stabilité du système financier du pays.

La **livre sterling** a profité de la bonne orientation du dollar et a progressé contre deutschemark, mais elle a perdu près de 2,8 % par rapport à la monnaie américaine. La devise britannique a pâti des difficultés politiques de M. Major, dont la majorité parlementaire est de plus en plus étroite. Les opérateurs ont également été surpris par la baisse de 25 points de base, à 6,25 %, du taux de la Banque d'Angleterre, alors même que les prix de détail progressaient de 0,6 % en décembre 1995.

Le **franc suisse** s'est effrité sur la période, en liaison avec la montée des incertitudes des investisseurs concernant la réalisation de la monnaie unique : le statut de « monnaie refuge » du franc suisse aux yeux de certains investisseurs s'en est trouvé amoindri.

La **couronne suédoise** a connu au cours du mois de janvier une évolution heurtée. Elle a bénéficié en début de période d'un engouement assez général en faveur des monnaies dites à haut rendement. Elle s'est appréciée après l'annonce d'une réduction de 8,91 % à 8,66 % du taux des prises en pension à 14 jours de la Banque nationale de Suède, qui semblait accompagner une amélioration de la situation économique, renforçant par là même ses chances de participer à l'Union monétaire. Mais la monnaie suédoise s'est fortement dépréciée, perdant près de 2 % entre le 19 et le 22 janvier, à la suite des propos du ministre des Finances qui s'est déclaré partisan de renouer avec une politique sociale généreuse et de privilégier l'emploi sur l'équilibre des finances publiques.

La **lire italienne** a progressé de 2,9 % par rapport au deutschemark, en dépit de la démission de M. Dini et du débat parlementaire qui a suivi pour désigner son successeur. En effet, l'hypothèse d'élections anticipées a semblé écartée, et les différents partis politiques ont paru d'accord pour mettre en œuvre une réforme des institutions.

Le **deutschemark**, qui s'inscrivait en net repli par rapport à la plupart des devises du mécanisme de change, s'est redressé à la fin du mois. La monnaie allemande a reculé après la publication de plusieurs statistiques traduisant un ralentissement de l'économie allemande : le nombre de chômeurs est passé en données brutes de 3,58 millions en novembre à 3,79 millions en décembre, et la croissance du PIB est ressortie à 1,9 % en 1995, contre 2,9 % en 1994. Plusieurs déclarations de membres de la Banque fédérale d'Allemagne ont également contribué à relancer les anticipations de baisse des taux, dans la mesure où les prix à la production n'ont progressé que de 1,2 % en glissement annuel en décembre, tandis que l'indice préliminaire du coût de la vie s'établissait à 1,4 % sur un an en janvier. De plus, la progression annuelle de la masse monétaire M3 s'est limitée à + 2,5 % pour 1995, en regard d'un objectif de 4 % à 6 %. Le taux des prises en pension hebdomadaire a d'ailleurs été abaissé à plusieurs reprises, passant sur la période de 3,75 % à 3,40 %. La prise de conscience par les responsables allemands d'une surévaluation du deutschemark, qui figure notamment dans le dernier rapport mensuel de la Banque fédérale d'Allemagne, a également quelque peu pesé sur la monnaie allemande. Le déficit du gouvernement fédéral s'est élevé à 50,2 milliards de deutschemarks en 1995, d'où un déficit rapporté au PIB de 3,5 %. En fin de période, les anticipations d'une pause dans le processus de baisse de taux ont permis au deutschemark de se redresser, d'abord contre les monnaies nordiques, puis contre la plupart des monnaies européennes.

Les banques centrales d'**Espagne**, de **Belgique**, des **Pays-Bas**, du **Danemark** et d'**Autriche** ont profité de la bonne orientation de leur devise pour abaisser leurs taux directeurs.

Le **franc français** a évolué entre 3,4125 et 3,4410 pour 1 deutschemark. Les inquiétudes renouvelées sur la croissance en France en 1996 ont quelque peu pesé sur notre devise. Le franc a également pâti des risques de nouvelles tensions sociales après l'appel lancé par un syndicat à une semaine d'action du 5 au 11 février, de plusieurs déclarations de responsables politiques appelant à un assouplissement des critères de Maastricht et de chiffres du chômage décevants (+ 57 000 chômeurs sur les mois de novembre et décembre, soit un taux de chômage de 11,7 % et 3,02 millions de personnes inemployées). La réaffirmation par MM. Juppé, Arthuis et Trichet de l'intangibilité du calendrier de passage à la monnaie unique, ainsi que la publication de statistiques économiques plus favorables ont toutefois soutenu le franc ; l'excédent commercial s'est établi à 14,1 milliards de francs (cvs) en novembre, après 6,4 milliards en octobre, et la production industrielle a progressé de 0,6 % en novembre.

Le Conseil de la politique monétaire (CPM) a réduit de 25 points de base les taux directeurs, le taux des appels d'offres passant à 4,20 % et le taux des prises en pension de 5 à 10 jours à 5,60 % le 18 janvier. Le taux au jour le jour s'est détendu (de 4,69 % à 4,31 % au cours du mois), comme toutes les échéances des taux eurofranc, tandis que l'écart OAT-Bund s'est réduit de 60 points de base à 46 points de base. Outre la détente observée sur les taux de marché, le taux administré du livret A a été ramené de 4,5 % à 3,5 % tandis que le taux de base bancaire revenait de 7,5 % à 7,0 %.

Lors de la présentation annuelle des objectifs monétaires de la France, le gouverneur a fait part de la confiance du CPM dans les réserves de puissance de l'économie française pour 1996.

COURS DE CHANGE À PARIS				
		<i>(en francs)</i>		
Principales monnaies étrangères à Paris		29 décembre 1995	31 janvier 1996	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	4,90	5,1215	4,52
Écu privé.....	1 XEU	6,2785	6,302	0,37
Allemagne.....	100 DEM	341,82	343,5	0,49
Belgique.....	100 BEF	16,641	16,707	0,40
Pays-Bas	100 NLG	305,41	306,70	0,42
Danemark.....	100 DKK	88,27	88,77	0,57
Espagne.....	100 ESP	4,036	4,074	0,94
Portugal.....	100 PTE	3,275	3,315	1,22
Irlande	1 IEP	7,849	7,9905	1,80
Royaume-Uni.....	1 GBP	7,601	7,713	1,47
Italie	1000 ITL	3,092	3,2015	3,54
Grèce.....	100 GRD	2,067	2,078	0,53
Suède	100 SEK	74,05	73,69	- 0,49
Finlande	100 FIM	112,65	112,32	- 0,29
Autriche	100 ATS	48,582	48,851	0,55
Norvège	100 NOK	77,48	78,48	1,29
Suisse	100 CHF	425,68	421,14	- 1,07
Japon	100 JPY	4,7495	4,7833	0,71

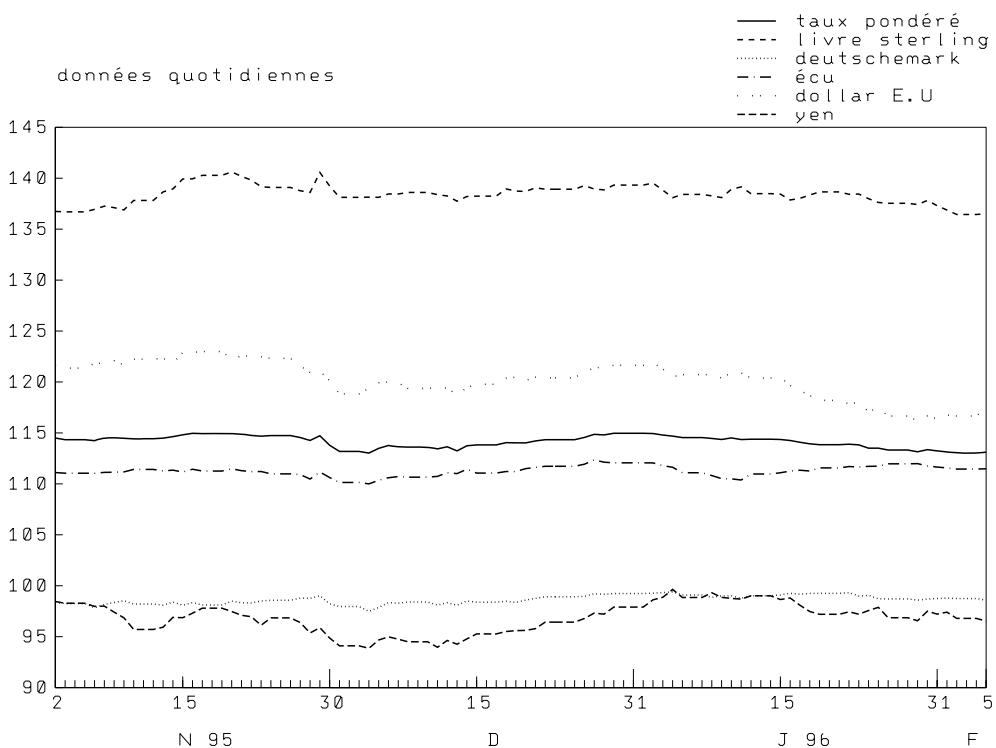
TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES				
	1 mois		3 mois	
	29 décembre 1995	31 janvier 1996	29 décembre 1995	31 janvier 1996
	Dollar	5,625	5,313	5,563
Livre sterling	6,562	6,25	6,437	6,187
Deutschmark	3,813	3,438	3,75	3,313
Franc suisse	1,687	1,75	1,687	1,75
Franc français	4,82	4,375	4,92	4,41

Source et réalisation : Banque de France
Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 31

Mise à jour le 31 janvier 1996

TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS

Base 100 en 1988



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

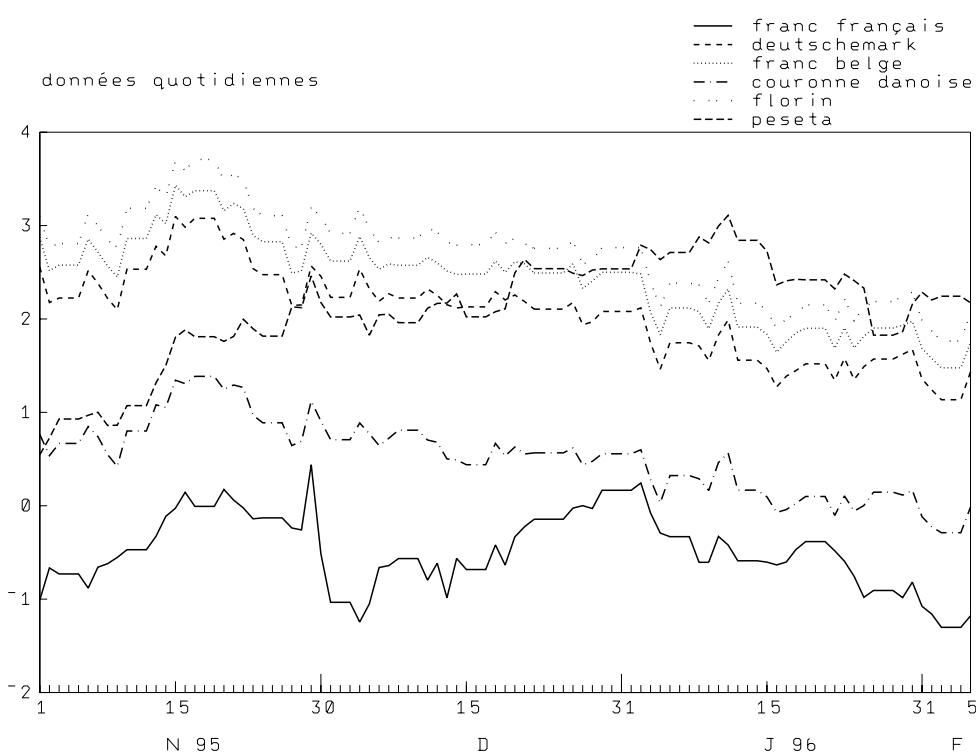
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

Source et réalisation : Banque de France
Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 6 février 1996

Depuis fin décembre dernier, le franc français a relativement peu varié vis-à-vis de la devise allemande. Il s'est quelque peu repris par rapport à l'écu, après la baisse enregistrée durant les premiers jours de l'année 1996. Le dollar et, dans une moindre mesure, la livre sterling, ont quelque peu progressé. De son côté, le yen a tendance à s'apprécier depuis la mi-janvier.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

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

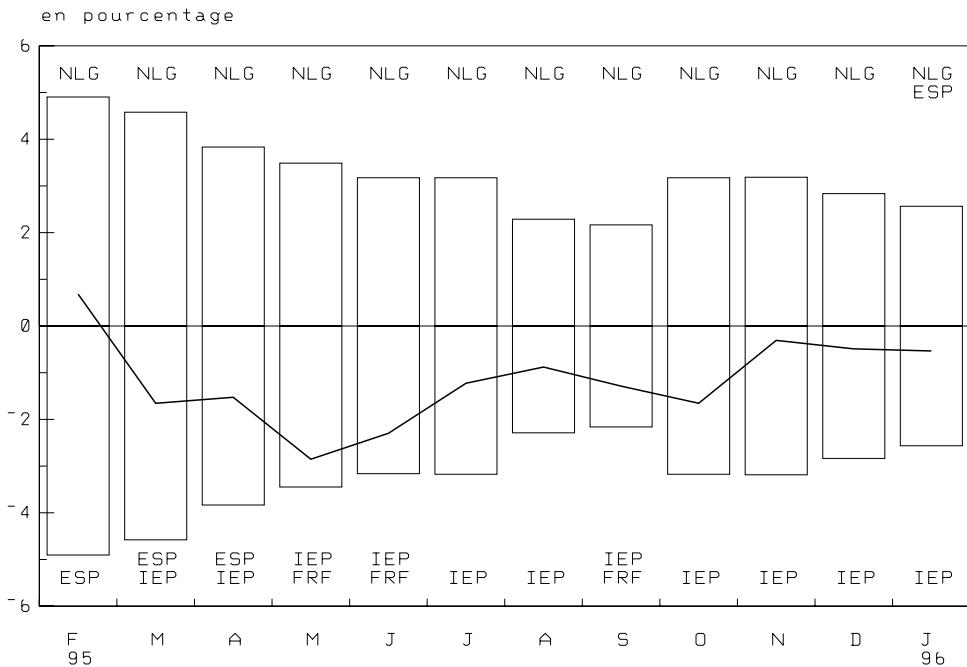
Source et réalisation :

Banque de France
Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 6 février 1996

La position relative du franc français au sein du Système monétaire européen, qui, à la fin de l'année dernière, s'était rapprochée de celles des monnaies du noyau dur (deutschemark, florin, franc belge) et de la couronne danoise, s'en est de nouveau quelque peu éloignée en janvier. Dans le même temps, la situation de la peseta s'est légèrement dégradée, mais elle a conservé durant pratiquement toute la période la première place au sein du mécanisme de change européen.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

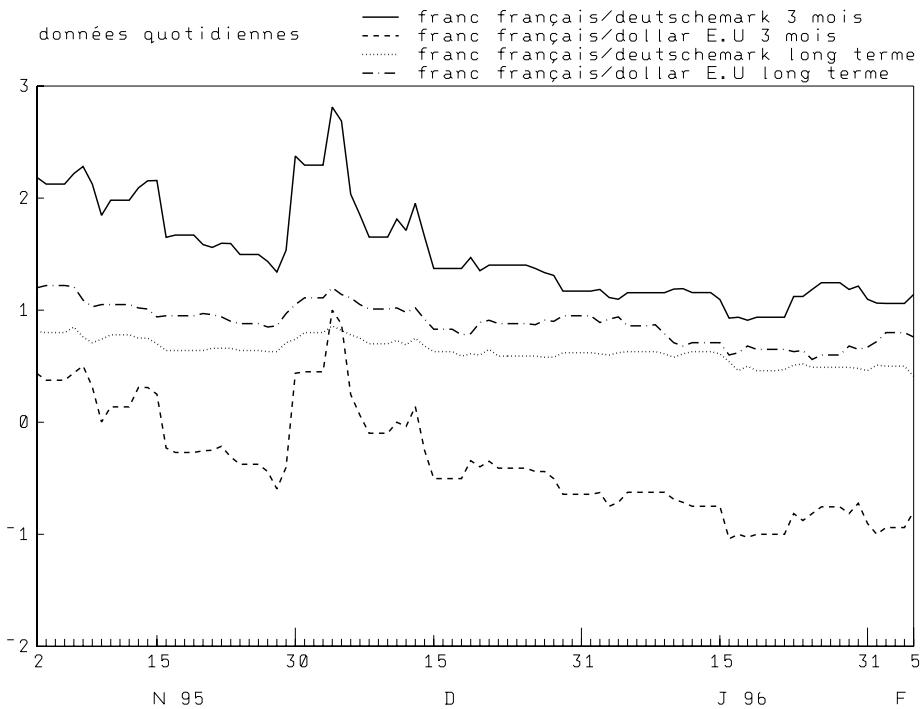
La courbe en gras retrace l'évolution du franc français au cours de la période considérée.

Source et réalisation : Banque de France
Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 6 février 1996

À l'intérieur de la bande communautaire, le florin néerlandais et la peseta ont été durant le mois de janvier en opposition avec la livre irlandaise, qui a enregistré les écarts négatifs moyens les plus importants. Globalement, l'écart entre les extrêmes s'est légèrement réduit.

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



Source et réalisation : Banque de France
 Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 6 février 1996

D'une fin de période à l'autre, l'écart de taux à court terme entre la France et l'Allemagne a relativement peu varié, les taux ayant baissé dans des proportions équivalentes dans les deux pays. De son côté, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme français et américains s'est un peu creusé, sous l'effet d'une diminution des taux un peu plus accentuée en France qu'aux États-Unis.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart entre taux français et allemands s'est de nouveau légèrement réduit, prolongeant ainsi le mouvement amorcé début décembre. En revanche, l'écart entre taux français et américains s'est accru au début du mois de février, la détérioration du marché obligataire aux États-Unis s'étant répercutee de manière amplifiée sur les marchés européens.

3.3. Le marché de l'or

Le marché de l'**or** a débuté l'année en vive progression et, à partir du 22 janvier, le prix de l'once s'est constamment maintenu au-dessus de 400 dollars. Il a même dépassé les plus hauts niveaux de 1993 pour atteindre 407,40 dollars l'once au premier fixage du 26 janvier, un de ses plus hauts niveaux depuis septembre 1990. Le cours du métal fin a été tiré à la hausse par des achats spéculatifs sur le Comex qui reflètent un regain d'intérêt des fonds d'investissement et une restructuration des portefeuilles en faveur des métaux précieux, après les niveaux records

atteints sur les marchés d'actions et d'obligations aux États-Unis en 1995. En outre, la progression de l'or n'a pas été contenue par des ventes à terme, les compagnies minières ayant été particulièrement peu présentes sur le marché au cours de ce premier mois de l'année. Les taux d'intérêt demeurent moins attractifs qu'avant la crise de la fin novembre 1995 pour les vendeurs à terme. En effet, bien que se détendant sur l'échéance de 3 mois, ils sont passés de 2,75 % à 2,0 % au cours du mois.

COURS DE L'OR			
	Au 29 décembre 1995	Au 31 janvier 1996	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	60 900,00	65 800,00	8,05
Lingot (le kg).....	61 400,00	66 250,00	7,90
<i>Pièces</i>			
Napoléon	349,00	380,00	8,88
Vreneli	346,00	380,00	9,83
Union latine	350,00	380,00	8,57
Souverain.....	447,00	483,00	8,05
20 dollars	112,00	115,25	2,90
Peso mexicain.....	2 200,00	2 425,00	10,23
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars).	386,70	403,20	4,27
Source et réalisation :	Banque de France		
	Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35		Mise à jour le 31 janvier 1996

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en janvier 1996

Les indicateurs

En décembre, selon l'indice définitif de l'INSEE, les prix de détail ont enregistré une hausse de 0,1 %, comme en novembre. En glissement sur un an, la hausse des prix a été de 2,1 % (contre 1,9 % en novembre).

Les comptes nationaux relatifs au troisième trimestre 1995 font ressortir une augmentation du PIB de 0,2 % en volume, comme le trimestre précédent (après 0,7 % au premier trimestre).

L'activité dans le BTP s'est nettement repliée au cours du quatrième trimestre ; elle a reculé sur un an. Le nombre de logements commencés au cours de l'année 1995 s'inscrit en baisse de 5,4 % par rapport à 1994.

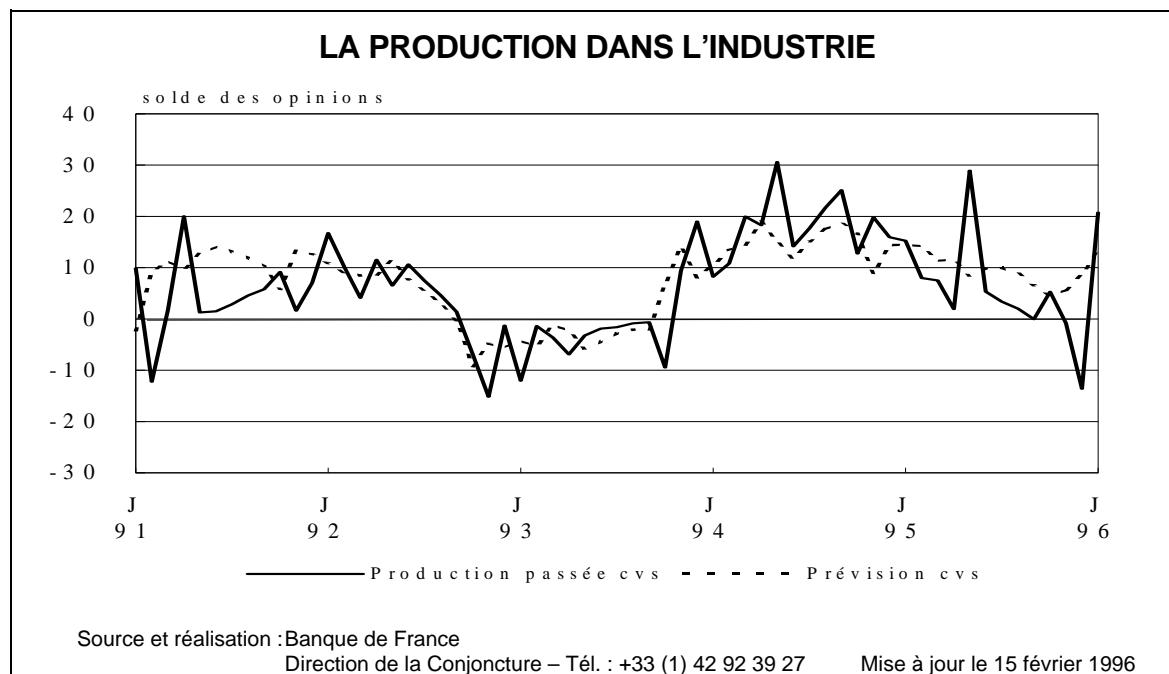
Les effectifs salariés de l'ensemble des secteurs marchands non agricoles ont progressé de 0,1 % au troisième trimestre, après + 0,4 % au deuxième, pour atteindre 13 401 200 emplois, soit un accroissement d'environ 15 000 emplois (le champ de l'emploi salarié, tel qu'il est désormais défini ne correspond plus tout à fait à l'ancien champ des « secteurs marchands non agricoles » — 14,7 millions de salariés — ; en particulier, il ne comprend pas les salariés de la santé et de l'action sociale).

En décembre, le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) — catégorie 1 — est passé à 3 019 400 personnes, en hausse de 2 % par rapport à octobre. Sur un an, le chômage diminue toutefois de 1,9 % (contre - 4,3 % à fin octobre).

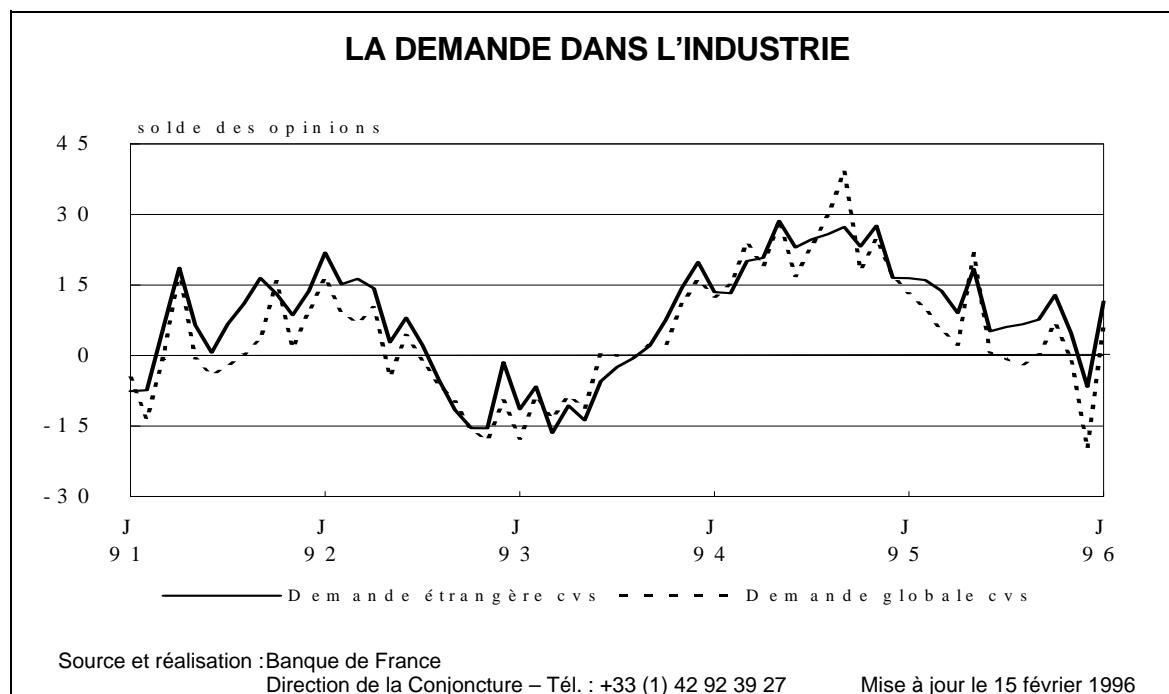
Le taux de chômage, au sens du BIT, s'établit à 11,7 % en décembre (contre 11,5 % en octobre). Sur un an, il a fléchi de 0,3 point.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, en janvier, la production industrielle a progressé dans l'ensemble des secteurs, à l'exception des biens d'équipement où l'activité a peu évolué. Cette hausse a permis de compenser le recul enregistré en décembre 1995.

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

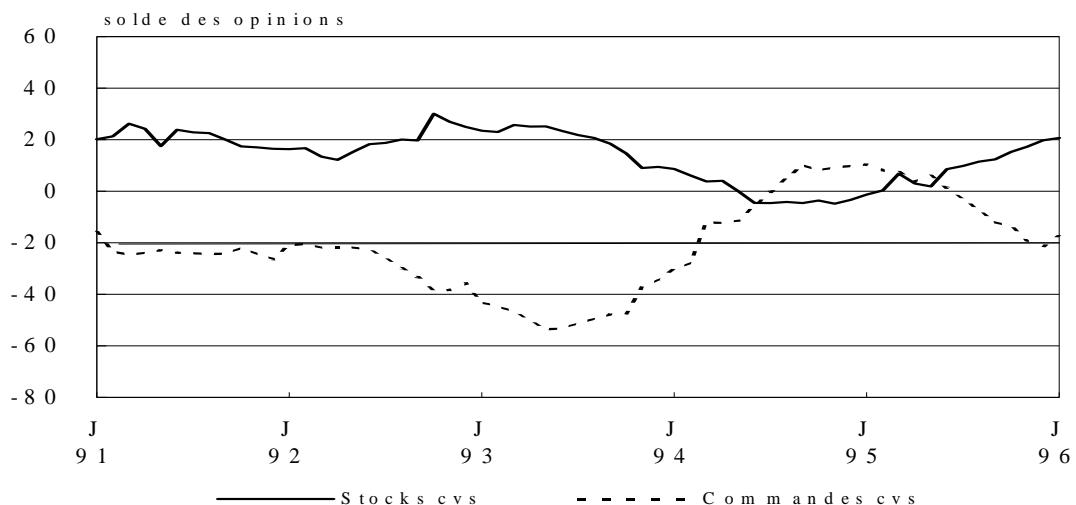


En janvier, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la *production industrielle* a progressé dans l'ensemble des secteurs, à l'exception des biens d'équipement où l'activité a peu évolué. Cette hausse a permis de compenser le recul enregistré en décembre 1995. Le *taux d'utilisation* des capacités de production n'a pas varié de manière significative.



La *demande globale* s'est redressée. Affaibli en décembre, à la suite des mouvements sociaux, le marché intérieur a été mieux orienté, mais ce sont les commandes étrangères qui se sont le plus nettement raffermies grâce, en particulier, aux ordres émanant des zones les plus lointaines (Amérique, Extrême-Orient) ; en Europe, toutefois, le fléchissement enregistré les mois précédents s'est confirmé.

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



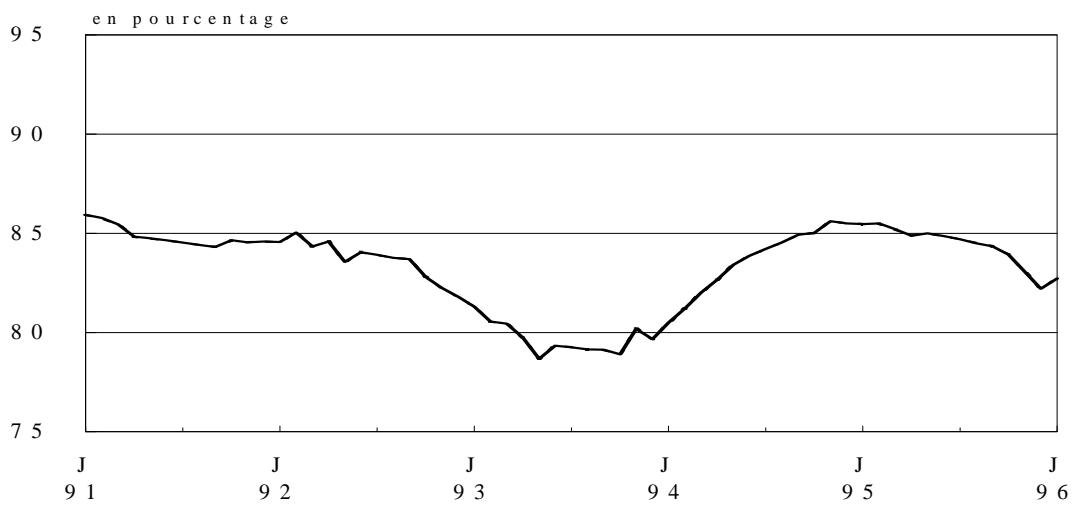
Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 27

Mise à jour le 15 février 1996

Les carnets de commandes sont considérés comme peu garnis dans l'ensemble. Jugés insuffisants dans les biens intermédiaires et les industries agro-alimentaires, ils apparaissent proches de la normale dans les biens de consommation et satisfaisants dans les biens d'équipement. Les stocks restent supérieurs au niveau désiré dans la plupart des secteurs, en particulier dans l'industrie automobile.

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



Source et réalisation : Banque de France

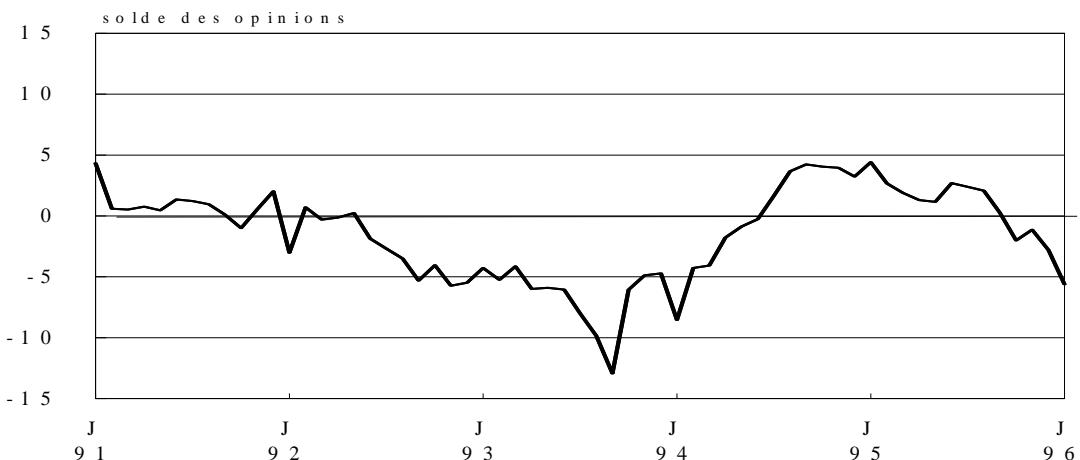
Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 27

Mise à jour le 15 février 1996

À court terme, une nouvelle augmentation de la production est généralement attendue, sauf dans l'automobile où un nouveau repli pourrait intervenir et dans les biens intermédiaires où la production resterait stable.

Les *prix* des produits finis ont globalement peu varié. Des baisses, le plus souvent de faible importance, ont, toutefois, été constatées dans plusieurs secteurs des biens intermédiaires (composants électroniques, sidérurgie, fonderie, parachimie, papier-carton, textile, verre et céramique) ainsi que dans certains secteurs des biens d'équipement (chaudronnerie, équipements électriques) et des biens de consommation (habillement, cuir et édition-imprimerie).

LES PRIX DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE (cvs)



Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 27 Mise à jour le 15 février 1996

En janvier, l'*activité commerciale* s'est nettement redressée, rattrapant le mois de décembre 1995, perturbé par les conflits sociaux, et dépassant sensiblement le niveau atteint en janvier 1995.

La tendance à un certain effritement des *effectifs* s'est confirmée dans l'industrie : la baisse a été sensible dans l'industrie automobile, plus faible dans les biens de consommation et les biens intermédiaires mais dans les biens d'équipement et les industries agro-alimentaires, les effectifs sont restés stables. Pour les prochains mois, une nouvelle diminution, d'ampleur limitée, apparaît probable. Stables dans le commerce et les services marchands, les effectifs employés ont, de nouveau, fléchi dans le BTP.

4.2. La balance des paiements en novembre 1995

En novembre, l'excédent du *compte de transactions courantes*, en nette progression, s'est élevé à 7 milliards de francs, après + 4,5 milliards en octobre (respectivement, en données cvs, + 11,5 milliards et + 2,3 milliards). Le solde des marchandises a été positif de 12,6 milliards de francs en données douanières et celui des biens enregistrés en balance des paiements s'est établi à 8,4 milliards de francs.

Si une contraction sensible du déficit des opérations de répartition avec l'extérieur (revenus et transferts) est intervenue (– 6,2 milliards de francs en novembre, contre – 9,5 milliards en octobre et – 5,3 milliards en moyenne au cours des douze derniers mois), les services (y compris les voyages) ont fait apparaître, au contraire, une diminution de leur excédent (+ 3,2 milliards de francs, au lieu de + 7,2 milliards en octobre).

Le compte financier a enregistré en novembre des entrées nettes de capitaux de 8,4 milliards de francs.

Des entrées nettes de flux financiers à long terme de 8,4 milliards de francs ont eu lieu, dont 2,7 milliards de francs au titre des investissements de portefeuille (– 12,3 milliards pour les achats nets de titres étrangers par les résidents et + 13,7 milliards pour les investissements nets en titres français par les non-résidents). Les investissements directs et des autres investissements ont également été à l'origine de ces entrées nettes.

Le solde des flux financiers à court terme — hors avoirs de réserve — s'est équilibré en raison d'une compensation entre les sorties du secteur bancaire et les entrées au titre des « autres secteurs » (OPCVM, entreprises, ménages et administrations publiques).

Sur les douze derniers mois, le compte de transactions courantes a dégagé un surplus supérieur à 93 milliards de francs. Il atteint 77,4 milliards de francs sur les onze premiers mois de 1995. Sur cette dernière période, on a enregistré des sorties nettes de capitaux de 72,7 milliards de francs dans le compte financier, dont un accroissement des avoirs de réserve (bruts) de 3,3 milliards.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE								
	Année 1994 (a)	Juillet 1995 (b)	Août 1995 (b)	Septembre 1995 (b)	Octobre 1995 (c)	Novembre 1995 (c)	11 mois de 1994 (a)	11 mois de 1995 (c)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	44 743	1 893	-1 998	5 613	4 526	7 004	28 895	77 411
dans : Biens et services	146 649	15 429	4 968	11 083	14 015	13 188	127 022	136 914
COMPTE DE CAPITAL	-25 537	-26	4	-153	-8	-6	-3 701	-973
COMPTE FINANCIER	-42 522	8 077	-14 196	4 538	-2 929	8 400	-72 648	-72 676
Flux financiers (hors avoirs de réserve)	-29 017	8 480	-13 475	4 543	-3 083	8 535	-66 017	-69 393
<i>Long terme</i>								
– Investissements directs	332	6 409	-5 557	2 640	206	2 709	-8 146	2 166
– Investissements de portefeuille	-308 187	-993	7 167	-519	-26 807	2 750	-311 362	-48 139
– Autres investissements	51 917	2 024	-2 727	4 380	4 883	2 927	28 933	1 271
<i>Court terme</i>								
– Secteurs des autorités monétaires et des administrations publiques	-56 652	3 017	-50	1 896	9 171	2 287	-60 678	16 237
– Secteur bancaire	273 247	-23 576	-5 435	13 672	-33 465	18 557	287 732	-120 731
– Autres secteurs	10 326	21 599	-6 873	-17 526	42 929	-20 695	-2 496	79 803
Avoirs de réserve (bruts)	-13 505	-403	-721	-5	154	-135	-6 631	-3 283
ERREURS ET OMISSIONS NETTES	23 316	-9 944	16 190	-9 998	-1 589	-15 398	47 454	-3 762
(a) Chiffres définitifs	(b) Chiffres semi-définitifs		(c) Chiffres provisoires					
Source et réalisation : Banque de France	Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 85						Mise à jour le 8 février 1996	

4.2.1. Le compte de transactions courantes

(en données cvs)

L'excédent des transactions courantes s'établit à un très haut niveau au mois de novembre. Le solde de + 11,5 milliards de francs (contre + 2,3 milliards le mois précédent), qui est un des plus élevés depuis environ deux ans si l'on excepte les résultats exceptionnels des mois de janvier 1994 et 1995 dus aux transferts avec les institutions de l'Union européenne, résulte principalement des bons résultats commerciaux ainsi que d'un solde favorable des *revenus des investissements*. En revanche, l'excédent des services (+ 3,2 milliards de francs) s'inscrit en retrait par rapport au mois précédent ainsi qu'au regard du solde moyen enregistré depuis janvier.

Depuis le début de l'année, les transactions courantes ont dégagé un excédent, également exceptionnel, de 85,6 milliards de francs, que l'on peut comparer au solde de + 36,6 milliards atteint au terme des onze premiers mois de 1994. Trois postes concourent essentiellement à cette évolution : les *biens*, en raison d'un solde commercial en nette progression, les *revenus des investissements* dont le déficit s'est très nettement réduit, et enfin les *transferts courants*. Le résultat des services, pour sa part, demeure le principal excédent au titre des paiements courants et progresse dans des proportions moindres.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE
Compte de transactions courantes

(en données brutes – en millions de francs)

	Octobre 1995 (a)	Novembre 1995 (a)	11 mois de 1994 (b)	11 mois de 1995 (a)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	4 526	7 004	28 895	77 411
<i>Biens</i>	5 614	8 380	34 090	51 722
– Marchandises générales	5 233	8 211	27 691	46 309
<i>Services</i>	7 201	3 208	66 482	68 989
– Transports	498	-198	-3 017	-1 819
Transports maritimes	-372	-413	-5 900	-5 028
Transports non maritimes	870	215	2 883	3 209
– Voyages	4 392	2 399	55 333	52 210
– Services techniques	982	960	6 040	4 998
– Autres services	53	36	-2 048	-842
<i>Autres biens et services</i>	1 200	1 600	26 450	16 203
<i>Revenus</i>	-5 741	-1 973	-58 948	-33 211
<i>Transferts courants</i>	-3 748	-4 211	-39 179	-26 292
dont : Transferts du secteur des administrations publiques	-4 339	-5 256	-35 049	-24 004

(en données cvs – en millions de francs)

	Octobre 1995 (a)	Novembre 1995 (a)	11 mois de 1994 (b)	11 mois de 1995 (a)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	2 343	11 472	36 554	85 618
<i>Marchandises générales</i>	915	10 766	31 227	50 249
<i>Services</i>	8 124	3 899	67 622	70 861
– Transports maritimes	-371	-356	-6 041	-5 145
– Transports non maritimes	711	186	2 926	3 261
– Voyages	5 048	4 098	56 035	52 883
<i>Autres biens et services</i>	1 173	1 561	26 755	16 422
<i>Revenus</i>	-7 167	759	-53 438	-27 403

(a) Chiffres provisoires

(b) Chiffres définitifs

Source et

réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 85

Mise à jour le 8 février 1996

4.2.1.1. *Évolution du commerce extérieur de marchandises* (source Douanes)

Évolution globale (en données FAB-FAB cvs)

En données corrigées des variations saisonnières, l'excédent douanier s'élève à 14,1 milliards de francs, soit nettement au-dessus du niveau moyen des derniers mois du fait, principalement, d'une diminution prononcée des importations (– 5 % d'un mois sur l'autre). Pour leur part, les exportations ne sont pas touchées par ce mouvement de repli et progressent même de 1,8 % d'un mois sur l'autre.

L'excédent dégagé au cours des onze premiers mois de l'année marque un progrès sensible par rapport aux résultats déjà très favorables de la période correspondante de 1994 (données brutes) : 96 milliards de francs, contre 70,2 milliards.

Répartition géographique : progression sensible des exportations hors de l'Union européenne et chute assez généralisée des importations (en données CAF-FAB cvs)

– Vis-à-vis de l'*Union européenne*, l'excédent, en phase de croissance depuis le mois d'août, dépasse les 6 milliards de francs, mais dans un contexte de forte contraction des échanges (en quatre mois, – 6 % pour les exportations, – 12 % pour les importations). Sur onze mois et d'une année à l'autre, le rythme de progression des échanges s'établit autour de 10 % ; par un effet de masses, l'excédent s'inscrit en progrès (+ 25,9 milliards de francs, au lieu de + 19,4 milliards).

Le solde envers l'*Allemagne*, excédentaire de + 1,3 milliard de francs, est un peu plus favorable que le mois précédent et le résultat s'oriente vers une amélioration (– 2,3 milliards de francs, au lieu de – 3,9 milliards sur onze mois respectivement en 1995 et 1994). On notera à cet égard que les importations provenant de ce pays ont diminué de 11 %. Le solde vis-à-vis de l'*Italie* reste excédentaire de 0,8 milliard de francs, après 0,3 milliard en octobre. Son très net redressement en 1995 (+ 0,3 milliard de francs, au lieu de – 7,1 milliards en 1994), s'explique par le dynamisme des exportations (+ 13 %) favorisé par la croissance de l'investissement en Italie. Enfin, l'excédent à l'égard du *Royaume-Uni*, qui est particulièrement élevé, reste inchangé d'un mois sur l'autre à 1,8 milliard de francs, mais s'inscrit néanmoins en retrait depuis le début de l'année par rapport au cumul des onze premiers mois de 1994 (+ 20,6 milliards de francs, contre + 23,3 milliards), compte tenu d'un léger ralentissement du rythme de croissance des exportations.

– Le déficit envers les *autres pays de l'OCDE* s'établit à 1,8 milliard de francs en novembre et reste légèrement plus élevé sur onze mois cumulés que celui de l'année précédente (– 25,9 milliards, contre – 23,4 milliards), les importations croissant un peu plus vite que les exportations (+ 4 %, au lieu de + 3 %).

Le déficit avec le *Japon* s'est réduit (1,5 milliard de francs, contre 2,1 milliards). Depuis le début de l'année, les exportations ont vivement progressé (+ 19 %), contre un courant d'importations relativement stable, le déficit sur onze mois cumulés revenant ainsi à – 17 milliards de francs, contre – 20,4 milliards en 1994. Les échanges avec les *États-Unis* tendent à se replier, compte tenu notamment d'une diminution de 7 % des exportations depuis le début de l'année par rapport aux mois correspondants de 1994, portant le déficit à 19,5 milliards de francs, contre – 15,3 milliards précédemment. Le résultat du mois marque néanmoins un léger progrès par rapport au mois précédent (– 2 milliards de francs, contre – 2,6 milliards).

– L'amélioration du solde commercial global provient principalement des échanges avec les pays situés hors de la zone OCDE. On observe notamment, sur onze mois cumulés, un ample retournement du solde vis-à-vis des *pays d'Asie à économie en développement rapide* (+ 9,4 milliards de franc, au lieu de – 2,6 milliards), un renforcement de l'excédent avec l'*Afrique* (+ 21,4 milliards de francs, au lieu de + 12,3 milliards) et une contraction du déficit envers les pays de l'Est (– 2,6 milliards, au lieu de – 5,2 milliards). Les résultats du mois de novembre restent conformes à cette tendance.

Évolution par produits : redressement de l'excédent industriel, imputable pour les deux tiers à un recul des importations (en données CAF-FAB cvs)

– La diminution régulière des importations de produits *agro-alimentaires* depuis le début du second semestre entraîne une consolidation de l'excédent (5,1 milliards de francs, contre 4,3 milliards en moyenne au cours des douze derniers mois). Sur onze mois cumulés, l'excédent passe ainsi de 40,7 milliards de francs à 47,4 milliards, les exportations progressant de 6 % et les importations de 3 %.

– Le déficit *énergétique* (3,9 milliards de francs) est nettement inférieur au niveau observé sur les douze derniers mois (– 4,8 milliards de francs) et revient sur onze mois cumulés de 61,3 milliards à 53,5 milliards, sous l'effet conjugué d'une hausse de 8 % des ventes et d'une baisse de 6 % des approvisionnements.

– Le bond réalisé par l'excédent *industriel* (9 milliards de francs, contre + 2,6 milliards en octobre et + 5,4 milliards en moyenne au cours des douze derniers mois) s'explique d'un mois sur l'autre par une hausse de 2 % des exportations et un repli de 4 % des importations. Sur onze mois, l'excédent passe de 41,9 milliards de francs à 60,4 milliards, à la suite d'une poussée plus vive des ventes (+ 11 %) que des achats (+ 9 %).

Sans retrouver le niveau exceptionnel du premier semestre, l'excédent de *biens d'équipement professionnels* se redresse à 5,1 milliards de francs (contre 3,5 milliards en moyenne au cours des quatre premiers mois du second semestre), sous l'effet de ventes réalisées par le secteur aéronautique notamment vers les pays d'Asie à économie en développement rapide et, surtout, par celui des machines de bureau et du matériel électronique professionnel. Sur onze mois cumulés, l'excédent des biens d'équipement professionnels se renforce notablement (56,7 milliards de francs, au lieu de 33,6 milliards), les exportations augmentant de 15 % et les importations de 8 %. L'accroissement des ventes d'Airbus, qui avaient stagné durant les trois dernières années, explique environ un tiers de cette amélioration.

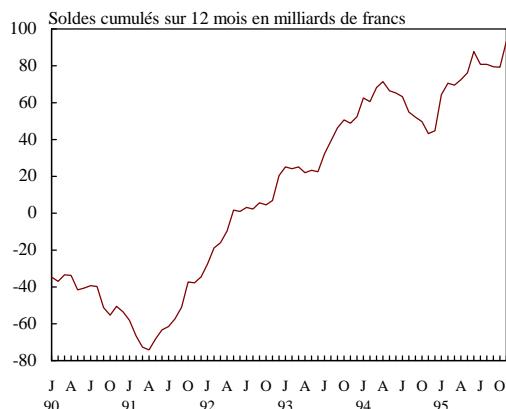
Le déficit des *biens intermédiaires* apparaît plus proche de l'équilibre que précédemment (– 0,4 milliard de francs, contre – 1,3 milliard en moyenne au cours des douze mois précédents), les flux se contractant dans les deux sens d'un mois sur l'autre, tant dans le secteur des produits métalliques que dans celui des produits chimiques. Toutefois, sur onze mois cumulés, le déficit passe de 8,7 milliards de francs à 12,8 milliards en raison notamment de l'évolution des échanges de produits métalliques.

Dans le contexte de repli des flux, les échanges *automobiles* font exception : + 5 % pour les exportations, + 15 % pour les importations, le solde restant excédentaire (1,2 milliard de francs, après + 1,7 milliard). D'un exercice à l'autre, l'excédent se réduit toutefois de moitié (2,8 milliards de francs, au lieu de 5,8 milliards), uniquement par la hausse des importations (3 %). Les ventes de *pièces détachées* et de *matériel utilitaire de transport terrestre* restent soutenues, le marché européen des camions se montrant particulièrement dynamique. L'excédent du poste progresse en novembre (2,2 milliards de francs, après 1,5 milliard en octobre) ; sur onze mois cependant, il revient de 22,6 milliards de francs à 19,4 milliards, à la suite d'un sensible gonflement des importations (+ 15 %).

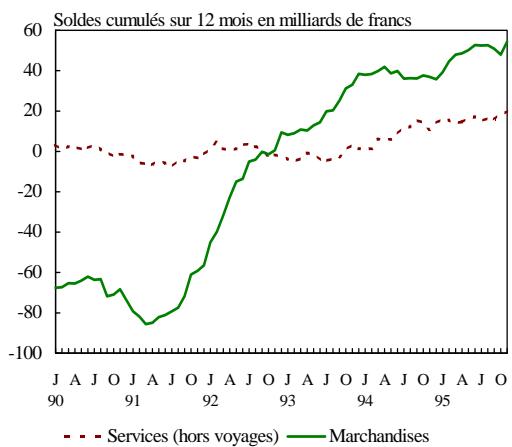
Enfin, la tendance à la résorption du déficit des *biens de consommation* se confirme, liée en particulier au ralentissement des importations et à « l'essoufflement » de la demande des ménages résidents. En novembre, le solde atteint + 0,5 milliard de francs, après – 0,5 milliard en octobre. Sur onze mois, le déficit revient ainsi de 8,7 milliards de francs à 3,9 milliards à la suite d'une croissance plus forte des exportations que des importations (7 %, contre 4 %).

BALANCE DES PAIEMENTS

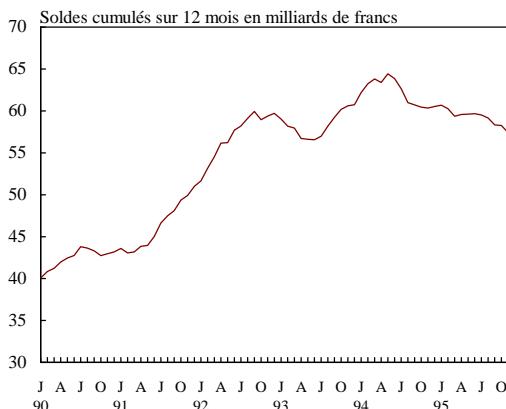
Transactions courantes



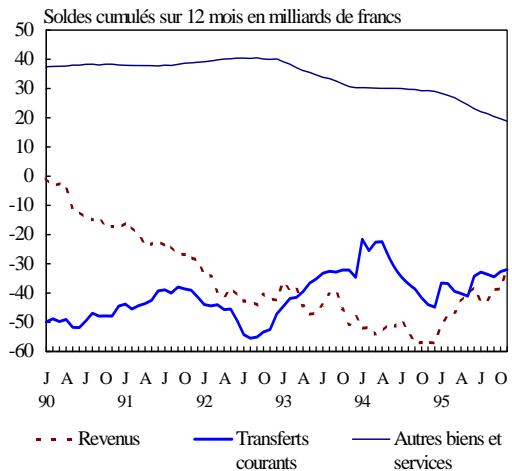
Marchandises et services (hors voyages)



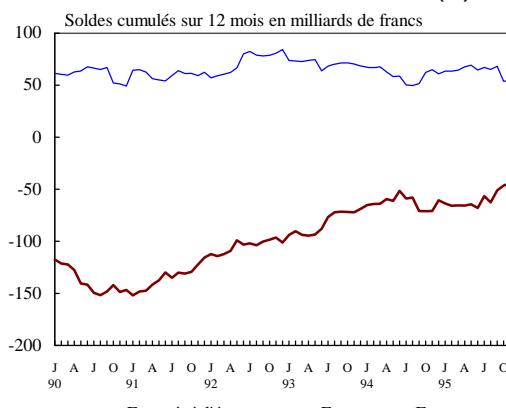
Voyages



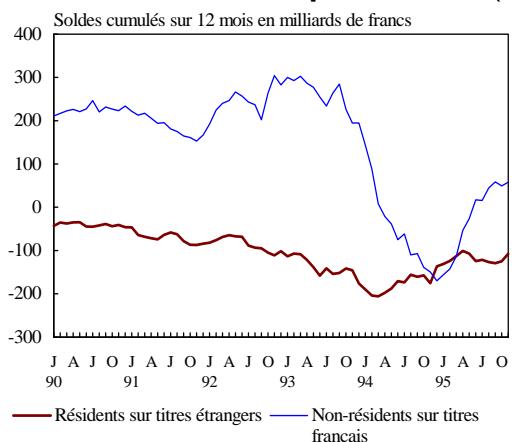
Autres lignes des transactions courantes



Investissements directs (a)



Investissements de portefeuille (a)



(a) Signe négatif : augmentation d'avoirs.

Source et
réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 85

Mise à jour le 8 février 1996

4.2.1.2. *Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes*

Les biens (en données cvs)

L'évolution de ce poste, qui regroupe en balance des paiements les marchandises générales¹ et le travail à façon, dépend étroitement du résultat des échanges de marchandises. En données cvs, le résultat du mois de novembre s'inscrit très nettement au-dessus de celui du mois précédent (+ 11,2 milliards de francs, contre + 0,9 milliard en octobre) et porte le cumul des onze premiers mois à + 55,8 milliards, contre + 37,7 milliards pour la période correspondante de 1994.

Les services (en données cvs)

L'excédent des services fléchit d'un mois à l'autre (3,9 milliards de francs, contre 8,1 milliards). Pour partie à l'origine de cette évolution, le repli des flux touristiques s'est avéré plus prononcé au titre des recettes que des dépenses à l'étranger, l'excédent des *voyages* diminuant ainsi de près de 1 milliard de francs (+ 4,1 milliards, au lieu de 5 milliards). On note aussi une croissance du déficit au titre des *redevances et droits de licence* (solde passant de l'équilibre à un déficit de 0,8 milliard de francs). Ce mouvement reste cependant limité à un faible nombre d'opérateurs. La diminution de l'excédent du *transport autre que maritime* (+ 0,2 milliard de francs, contre + 0,7 milliard) reflète l'évolution des paiements liés à plusieurs modes de transport, et notamment de moindres recettes au titre du lancement de satellites.

Sur onze mois, l'excédent des services progresse de plus de 3 milliards de francs (70,9 milliards de francs, contre 67,6 milliards sur la période correspondante de 1994) en dépit de la contraction du solde des *voyages* (+ 52,9 milliards, contre + 56 milliards). L'évolution de ce dernier poste découle d'une diminution des recettes constatée globalement avec les pays de l'OCDE (notamment Royaume-Uni, Italie, États-Unis et Suisse), plus que compensée, néanmoins, par la croissance des paiements de touristes d'origine extérieure à la zone. Les dépenses des résidents à l'étranger, en augmentation d'une année à l'autre ont progressé, en revanche, en Europe (notamment en Espagne) et aux États-Unis. L'excédent des *services techniques* diminue également, de 0,6 milliard de francs d'une période de 11 mois à l'autre (+ 6 milliards, au lieu de + 6,6 milliards), en raison notamment d'une baisse des recettes au titre des domaines aéronautique, spatial ou militaire. Parallèlement, le déficit des *autres services* s'allège notamment (0,7 milliard de francs, au lieu de 2,2 milliards), reflétant non seulement l'évolution du résultat des commissions bancaires, mais également de meilleurs résultats au titre des télécommunications et de l'audiovisuel. De même, le solde du *négoce international* (série non désaisonnalisée) passe de + 8 milliards de francs à + 10,7 milliards, mais plutôt sous l'effet des échanges de biens réalisés sans franchissement de la frontière douanière française que du fait des entreprises spécialisées dans le négoce international.

Les autres biens et services (en données cvs)

Le solde excédentaire de cette ligne, résultat du rapprochement entre les transactions douanières, les règlements de marchandises correspondants et les crédits commerciaux, s'établit à 1,6 milliard de francs au mois de novembre.

¹ Statistiques douanières du commerce extérieur corrigées, selon les principes d'élaboration de la balance des paiements, des différences de champ territorial et des opérations sans transfert de propriété

Les revenus
(en données cvs)

Ce poste recouvre pour l'essentiel les *revenus d'investissements* qui fluctuent amplement d'un mois à l'autre et apparaissent nettement excédentaires en novembre (1,4 milliard de francs, contre - 6,3 milliards au mois d'octobre). Plusieurs facteurs concourent à cette évolution et, en particulier, un résultat nettement positif des règlements d'intérêts sur « *swaps* » ainsi qu'un retournement favorable du solde des intérêts courus payés lors des transactions sur obligations et assimilées (coupon couru).

Depuis le début de l'année, l'évolution du déficit des *revenus d'investissements* est notable, passant de 53,4 milliards de francs au terme des onze premiers mois de 1994 à 27,4 milliards en 1995. Cette forte amélioration s'explique par une croissance de l'excédent au titre des règlements d'intérêts (globalement de l'ordre de 8 milliards de francs), due aux opérations des administrations publiques et des banques, par un retournement positif du solde des intérêts sur « *swaps* » (de l'ordre de 7 milliards de francs), et par un résultat nettement moins négatif (d'environ 9 milliards de francs) des règlements de coupons courus.

Les transferts courants
(en données brutes)

Le solde des transferts courants est déficitaire en novembre de 4,2 milliards de francs, contre 3,7 milliards le mois précédent, reflétant pour l'essentiel l'évolution des *transferts des administrations publiques* avec les institutions de l'Union européenne, mais, pour ce mois, quelques opérations exceptionnelles (mises en jeu de garanties) sont venues conforter le solde excédentaire des *autres secteurs*. Pour les onze premiers mois et par rapport à la période correspondante de 1994, le déficit de l'ensemble des transferts s'est réduit de quelque 13 milliards de francs (26,3 milliards de francs, contre 39,2 milliards). Le poids des relations financières des administrations publiques avec les institutions de l'Union européenne est prédominant sur l'évolution de ce poste, justifiant près des deux tiers de son amélioration. Les versements perçus par la France au titre notamment du Fonds social européen et du Fonds européen de développement régional sont en effet en augmentation, tandis que les dépenses diminuent d'une année à l'autre.

4.2.2. Le compte de capital

(en données brutes)

Le *compte de capital* a été relativement peu mouvementé au cours des onze premiers mois de 1995, les transferts nets vers l'étranger n'atteignent pas tout à fait 1 milliard de francs et se répartissent de façon presque égale entre abandons de créances du secteur officiel et moins-values sur cessions de créances bancaires.

4.2.3. Le compte financier ¹

(en données brutes)

En novembre, le compte financier est à l'origine d'entrées nettes de 8,4 milliards de francs. Pour les onze premiers mois de l'année, il enregistre des sorties nettes de 72,7 milliards de francs.

¹ Cf. tableaux détaillés 15 et 16 dans la partie « statistiques »

Flux financiers à long terme

Les flux financiers ont dégagé un solde positif de 8,4 milliards de francs, après un déficit de 21,7 milliards de francs.

Les opérations d'investissements directs ont conduit à un solde excédentaire de 2,7 milliards de francs, contre 0,2 milliard en octobre. Après la très forte baisse des flux enregistrée le mois précédent, les mouvements ont retrouvé un niveau plus habituel avec toutefois une augmentation plus prononcée des investissements étrangers en France (+ 5,4 milliards de francs) que des investissements français à l'étranger (- 2,7 milliards).

Les investissements de portefeuille ont dégagé des entrées nettes de 2,7 milliards de francs, après 26,8 milliards de sorties le mois précédent. Les achats de titres étrangers par les résidents se sont élevés à 12,3 milliards de francs ; ils ont porté notamment sur des obligations libellées en deutschemarks. Les acquisitions nettes de titres français par les non-résidents ont atteint 13,7 milliards de francs, les transactions sur valeurs du Trésor (BTAN et OAT) représentant les deux tiers du flux net.

Les prêts bancaires à long terme ont été à l'origine d'entrées nettes de 4,6 milliards de francs, essentiellement en raison de remboursements nets sur les prêts consentis en devises à l'étranger.

Flux financiers à court terme

(hors avoirs de réserve)

En novembre, le solde des flux financiers à court terme est proche de l'équilibre (+ 0,1 milliard de francs).

Les opérations à court terme du secteur bancaire ont dégagé des entrées nettes de 18,6 milliards de francs, après des sorties de 33,5 milliards en octobre. Les opérations en francs des non-résidents ont provoqué des entrées de 38,6 milliards de francs qui s'expliquent par une augmentation des dépôts des non-résidents de 13,1 milliards, des remboursements d'emprunts à hauteur de 15,9 milliards et des entrées nettes de 9,6 milliards dues aux opérations de change à terme des non-résidents contre francs. Les opérations en devises de la clientèle résidente sont, quant à elles, équilibrées.

Les opérations des secteurs des autorités monétaires et des administrations publiques ont conduit à des entrées nettes de 2,3 milliards de francs.

Les flux financiers à court terme des « autres secteurs » sont à l'origine de sorties nettes de 20,7 milliards de francs qui, pour une grande part, résultent de placements des résidents à l'étranger (- 15 milliards de francs).

Avoirs de réserve

(bruts)

En novembre, les avoirs de réserve ont augmenté de 0,1 milliard de francs.

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

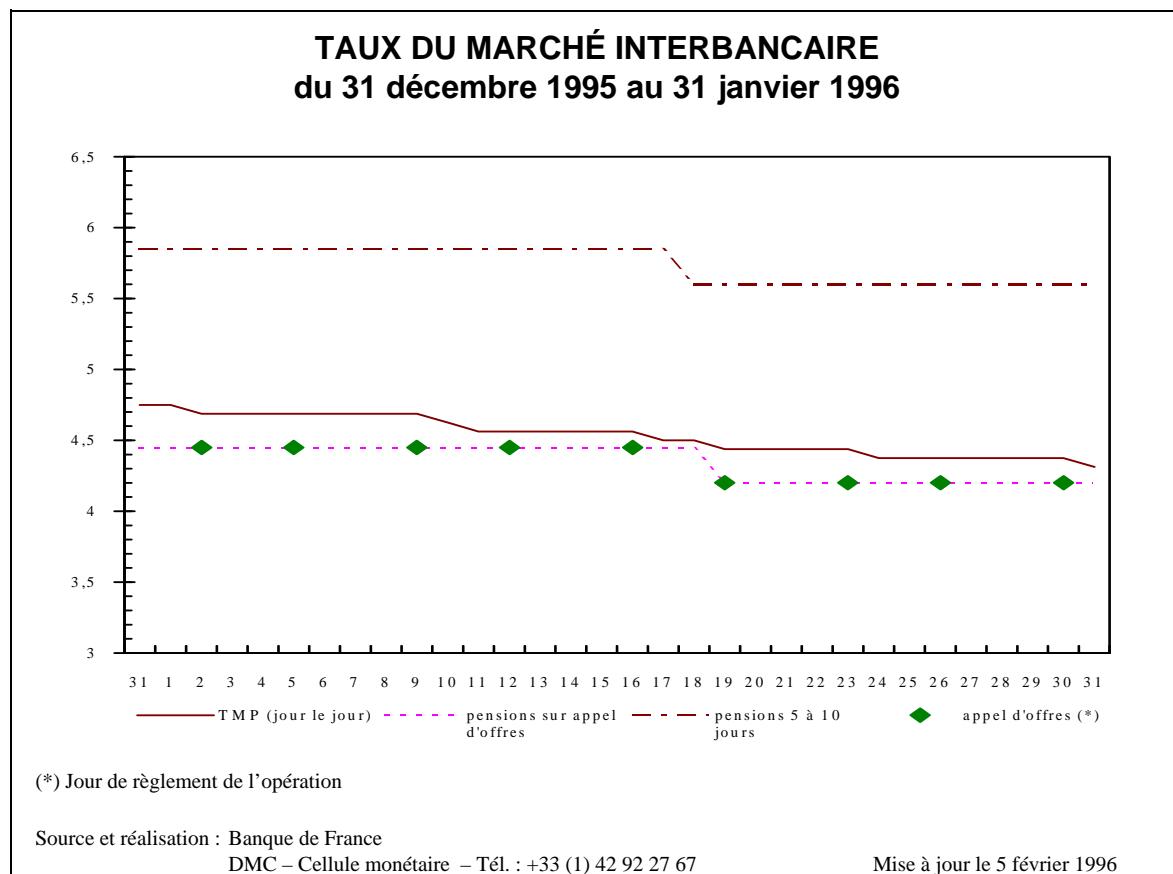
5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire

L'évolution des marchés de taux a été globalement favorable au cours du mois. En effet, si quelques tensions passagères se sont manifestées, les perspectives de ralentissement de la croissance n'en ont pas moins alimenté les anticipations d'une poursuite du mouvement de détente des politiques monétaires tant en Europe qu'aux États-Unis.

Les rendements courts interbancaires se sont repliés de manière significative, dans un contexte de bonne tenue du franc sur les marchés de change et de baisse des taux directeurs en France comme dans le reste de l'Europe occidentale. Le Conseil de la politique monétaire a ainsi décidé, le 18 janvier, une baisse de 25 points de base du taux d'appel d'offres et du taux des pensions de 5 à 10 jours en les ramenant respectivement à 4,20 % et 5,60 %. Le loyer de l'argent au jour le jour a diminué au total de 7/16 de point pour s'établir à 4 5/16 % en fin de mois. De même, le TIOP 3 mois a cédé plus d'un demi-point, passant de 5,0 % à 4,38 % entre le 29 décembre 1995 et le 31 janvier 1996.

Les rendements obligataires se sont inscrits en nette détente, avant d'enregistrer un mouvement de consolidation en fin de période. Le taux de l'emprunt phare à 10 ans s'est ainsi replié de 6,64 % à 6,37 %. Dans le même temps, l'écart OAT-Bund est revenu de 62 points de base à 46 points de base.

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



La Banque de France a de nouveau abaissé ses taux directeurs au cours du mois de janvier. À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire du 18 janvier, le taux d'appel d'offres et celui des pensions de 5 à 10 jours ont été ainsi réduits de 25 points de base pour s'établir respectivement à 4,20 % et 5,60 %.

Parallèlement, le loyer de l'argent au jour le jour a continué de baisser pour s'inscrire dans une fourchette de 4 1/4 %-4 3/8 % à la fin du mois de janvier, contre 4 11/16 %-4 13/16 % à la fin de l'année dernière.

Phénomène habituel en début d'année, le volume des concours octroyés par la Banque de France aux établissements de crédit a sensiblement diminué, passant de 147,1 milliards de francs le 29 décembre 1995 à 114,2 milliards le 31 janvier 1996, en raison notamment de la réduction des avoirs détenus par le Trésor public.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 décembre-15 janvier se sont élevées à 22,5 milliards de francs (dont 14,2 milliards d'encaisses en billets) pour une moyenne requise de 21,2 milliards.

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

(en milliards de francs)

	Décembre 1995	Janvier 1996	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	-251,7	-248,3	3,4
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	-8,5	-6,9	1,6
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	124,0	127,3	3,3
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	-19,8	-5,6	14,2
DIVERS	19,7	11,7	-8
TOTAL	-136,4	-121,8	14,6
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
- Opérations sur appels d'offres	92,8	99,7	6,9
- Autres pensions	36,5	7,8	-28,7
- Bons du Trésor achetés ferme	21,2	20,1	-1,1
- Opérations d'escompte net	0,2	0,1	-0,1
- Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	-14,4	-5,9	8,5
TOTAL	136,4	121,8	-14,6

(a) Les facteurs précédés du signe négatif agissent dans le sens d'une diminution de la liquidité.

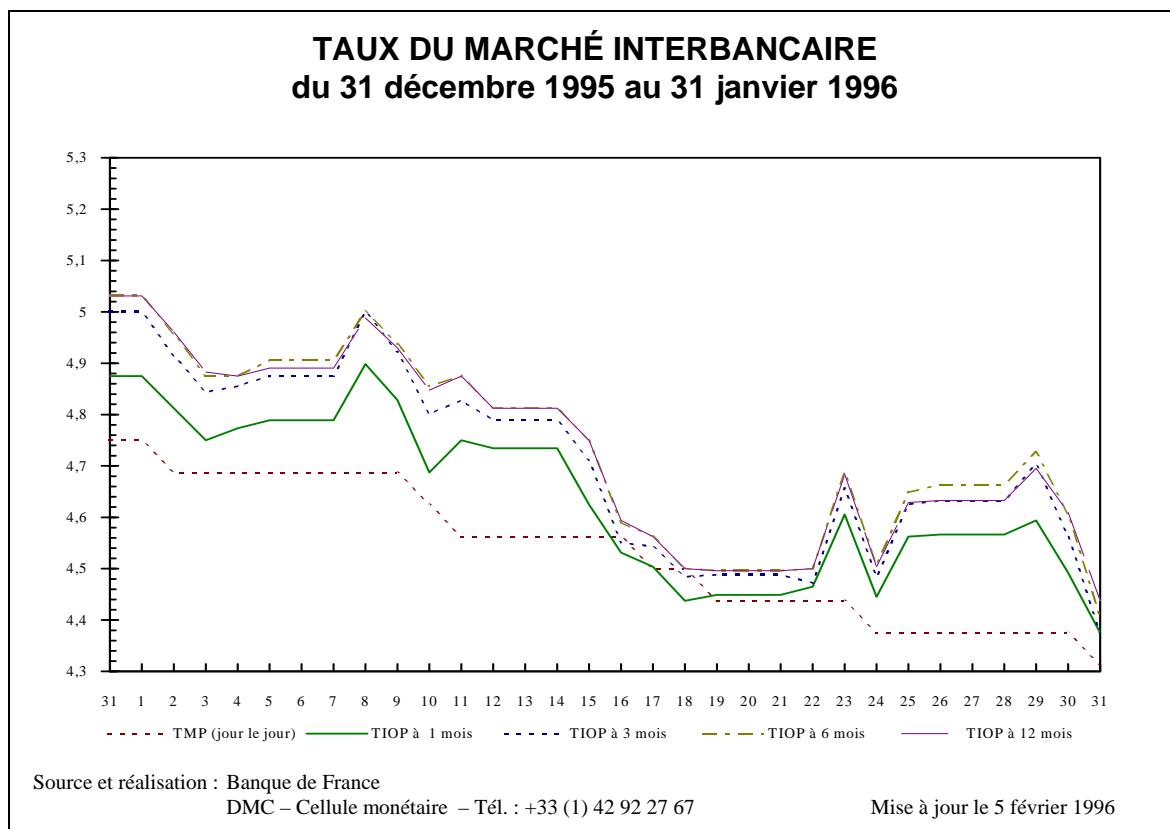
(b) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.

Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42-92-27-67

Mise à jour le 5 février 1996

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



La baisse des taux directeurs de la Banque de France et le repli du loyer de l'argent au jour le jour ont favorisé une détente des rendements courts interbancaires, ponctuée par de brèves phases de consolidation. Ainsi, d'une fin de mois à l'autre, les TIOP ont-ils cédé entre 50 points de base et 62 points de base selon les échéances.

Cette évolution s'est effectuée dans un contexte de desserrement des politiques monétaires dans de nombreux pays. Motivé généralement par des signes de ralentissement de l'activité économique, cet ajustement s'est notamment traduit par :

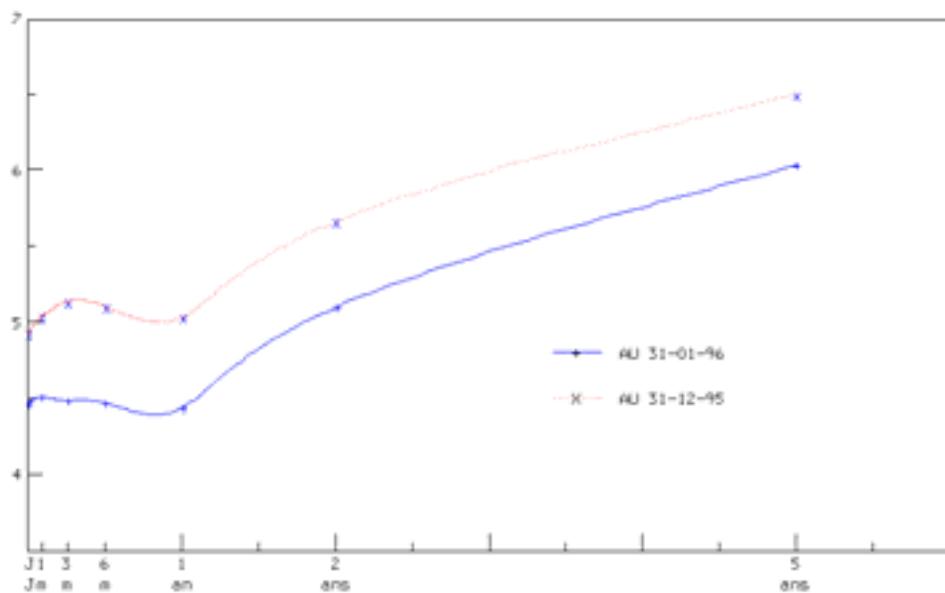
- les baisses successives du taux des prises en pensions hebdomadaires de la Banque fédérale d'Allemagne, lequel a été ramené de 3,75 % à 3,40 % ;
- la réduction de 0,25 point du taux directeur de la Banque d'Angleterre, de 6,50 % à 6,25 %, et celle de 0,10 point du taux des avances spéciales de la Banque des Pays-Bas, de 3,40 % à 3,30 %, simultanément annoncées le 18 janvier ;
- la baisse d'un quart de point du taux d'escompte du Système de réserve fédérale et du taux des Fonds fédéraux, qui ont été ramenés à 5,0 % et 5,25 % respectivement.

La détente des taux interbancaires ayant été plus rapide en France qu'outre-Rhin, les écarts entre les rendements français et allemands se sont resserrés de 7 points de base à 23 points de base selon les échéances.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	31 décembre 1995	31 janvier 1996	Variation
TIOP à 1 mois	4,875	4,375	-0,5
TIOP à 3 mois	5,0	4,375	-0,625
TIOP à 6 mois	5,0313	4,4063	-0,625
TIOP à 1 an	5,0313	4,4375	-0,5938
Taux à 2 ans	5,66	5,1	-0,56
Taux à 5 ans	6,5	6,03	-0,47

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels



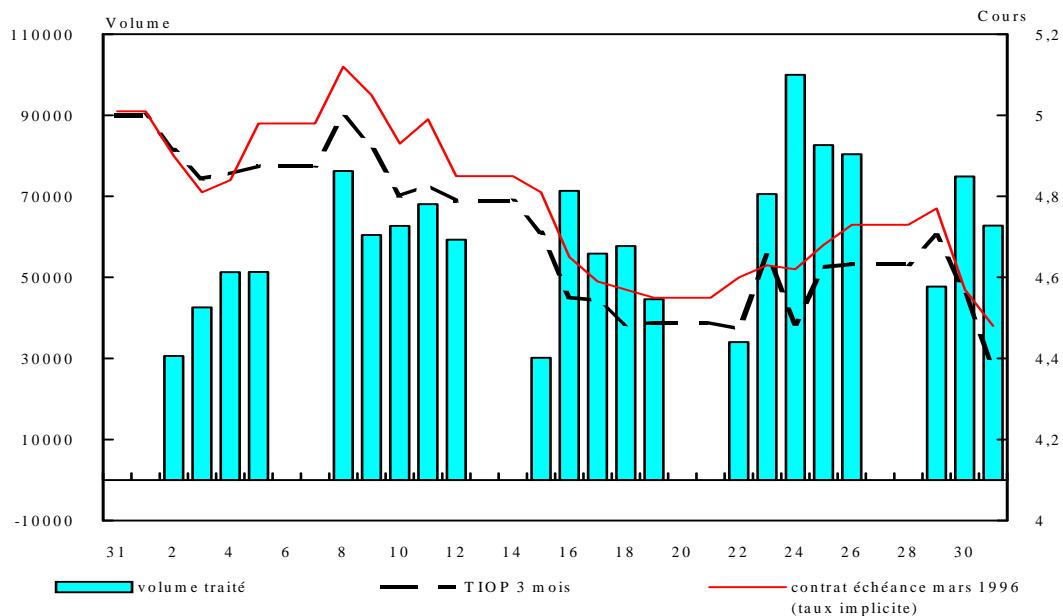
Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 19 février 1996

Sur le Matif, le taux implicite des contrats Pibor 3 mois a enregistré une baisse de 52 points de base sur l'échéance mars 1996, contre 62 points de base pour le taux au comptant. Son niveau est resté légèrement supérieur à celui du taux au comptant, ce qui dénote l'absence d'anticipations de détente des rendements à plus ou moins brève échéance. En revanche, des prévisions de repli des taux persistent pour les horizons plus lointains, quoiqu'elles demeurent d'ampleur limitée (9 centimes pour juin 1996 et 11 centimes pour septembre 1996).

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ
SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS
du 31 décembre 1995 au 31 janvier 1996**



Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 5 février 1996

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de janvier, le Trésor a procédé à l'adjudication de 114,4 milliards de bons à taux fixe en francs (25,9 milliards de BTAN et 88,5 milliards de BTF), soit un volume d'émission sensiblement supérieur à celui du mois dernier (83,3 milliards).

Au 31 janvier, l'encours total de bons en francs atteignait 1 037,7 milliards de francs, contre 1 018,8 milliards au 29 décembre. S'agissant des bons en écus, l'encours a été porté de 6,7 milliards d'écus à 7,5 milliards à la suite d'une émission de 815 millions de BTAN 5 ans.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES

Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis sions (c)	Montants émis		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)	Taux actuel annuel moyen	Taux inter- bancaire (f)
				(c)	(d)			
2 janvier 1996	BTF	13 sem.	36 828	11 439	1 596	4,67	4,69	4,83
2 janvier 1996	BTF	48 sem.	10 550	3 440	436	4,77	4,78	4,85
8 janvier 1996	BTF	13 sem.	42 302	13 711	1 895	4,83	4,86	5,01
8 janvier 1996	BTF	26 sem.	11 519	3 435	480	4,95	4,97	5,09
11 janvier 1996	BTAN ÉCUS	5 ans	1 935	784	31	110,02	99,90	6,01
15 janvier 1996	BTF	13 sem.	54 963	14 812	2 177	4,51	4,52	4,66
15 janvier 1996	BTF	46 sem.	23 665	5 705	782	4,57	4,59	4,66
18 janvier 1996	BTAN 5,75 %	5 ans	37 534	25 850	3 550	101,19	101,11	5,48
22 janvier 1996	BTF	13 sem.	60 837	15 006	282	4,28	4,30	4,43
22 janvier 1996	BTF	28 sem.	17 406	4 004	76	4,32	4,35	4,46
29 janvier 1996	BTF	13 sem.	58 507	13 619	1 971	4,45	4,46	4,60
29 janvier 1996	BTF	44 sem.	15 875	3 411	501	4,46	4,51	4,57

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

Source : Banque de France
 DST – Tél. : +33 (1) 42 92 55 99

Réalisation : Banque de France
 DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 5 février 1996

ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES EN ÉCUS

Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Montants émis (c)	Taux actuel annuel
11 janvier 1996	BTAN ÉCUS	5 ans	784	6,01

(a) Date de placement
 (b) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté ; BTAN : Bons du Trésor à intérêt annuel
 (c) Valeur en écus

Source et réalisation : Banque de France
 DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 5 février 1996

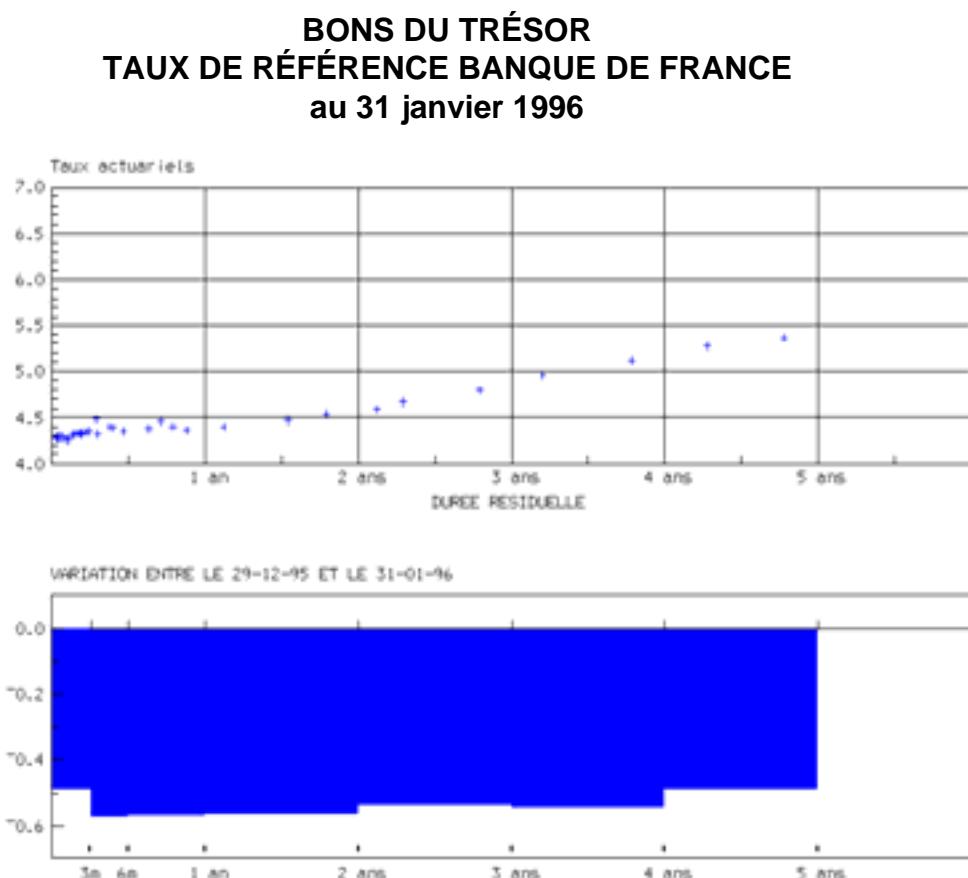
Les taux à l'émission ont suivi une tendance analogue à celle des rendements interbancaires. S'agissant des titres à 13 semaines, les taux se sont détendus de 40 points de base entre le 2 janvier et le 22 janvier.

En ce qui concerne les BTAN 5 ans, l'adjudication du 18 janvier s'est traduite par une baisse de 13 centimes par rapport à la précédente adjudication du 21 décembre.

Marché secondaire

Le marché secondaire des bons du Trésor s'est inscrit au mois de janvier dans le mouvement de détente graduelle de l'ensemble des taux de rendement.

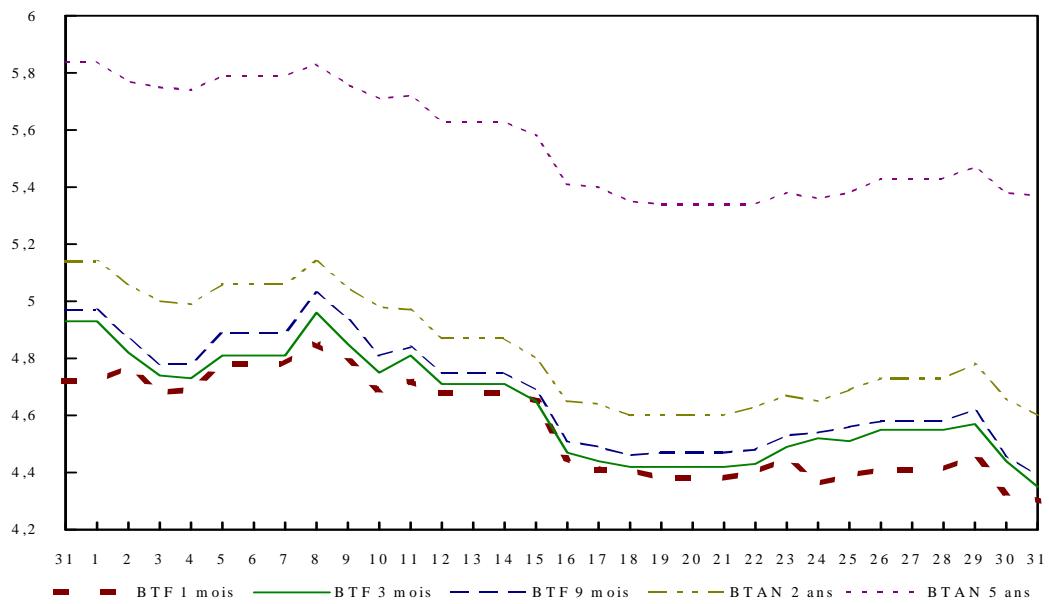
Ce mouvement n'a été que très ponctuellement affecté par deux périodes de consolidation sur le marché interbancaire.



Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 13 février 1996

TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 31 décembre 1995 au 31 janvier 1996



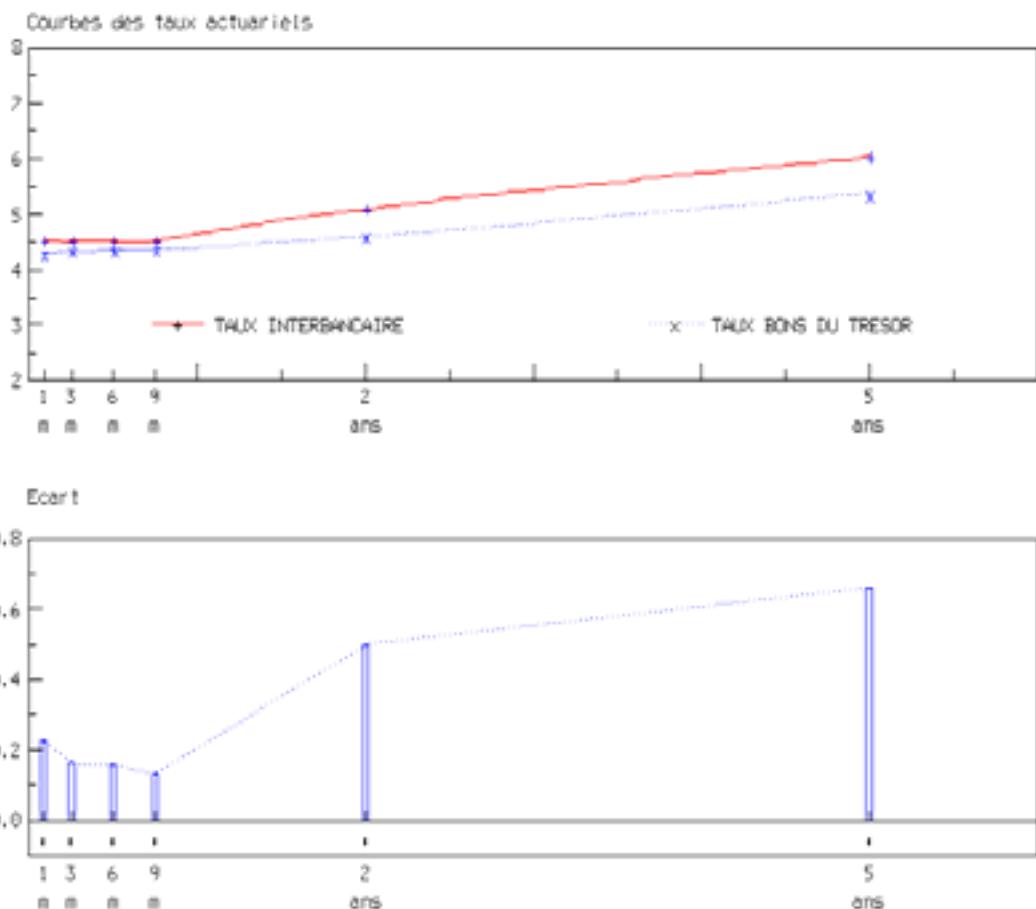
Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 5 février 1996

Sur l'ensemble de la période, le taux de rendement des BTF à 1 mois a perdu 46 points de base, le taux du 3 mois 57 points de base, le 6 mois et l'année 65 points de base et 57 points de base. Parallèlement, les taux de rendement des BTAN reculent de 54 points sur le 2 ans et de 47 points sur le 5 ans.

**COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT
MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR
ET MARCHÉ INTERBANCAIRE
au 31 janvier 1996**



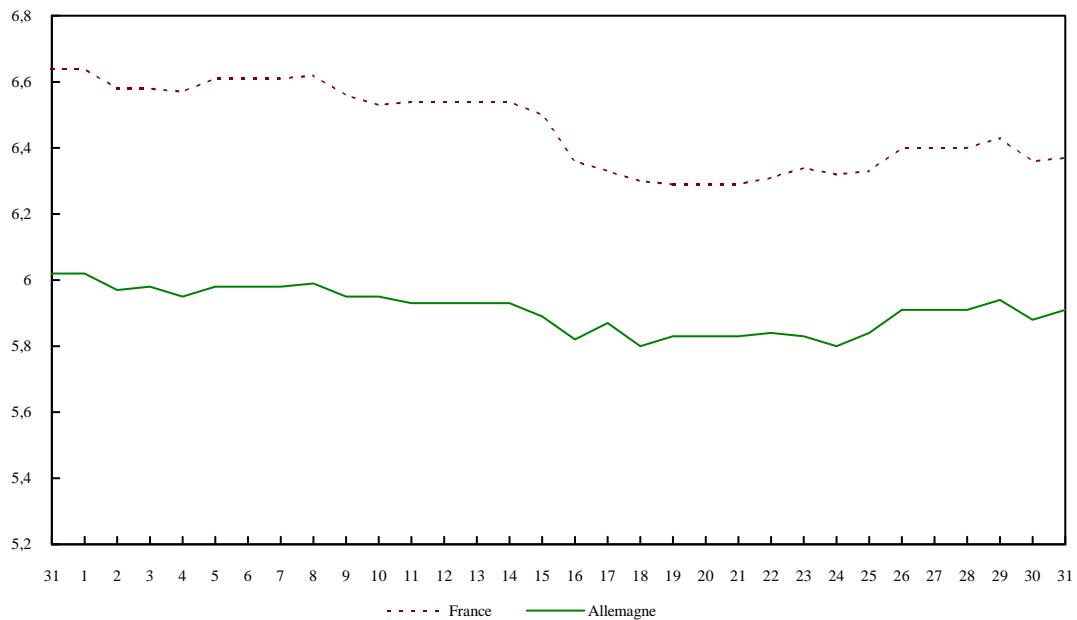
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 13 février 1996

La détente des taux observée en janvier s'est effectuée de façon quasi homothétique sur l'ensemble des échéances modifiant peu la forme de la courbe des taux. La courbe est quasiment plate à la fin du mois de janvier jusqu'au 1 an et elle croît régulièrement entre le 2 ans et le 5 ans.

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 31 décembre 1995 au 31 janvier 1996



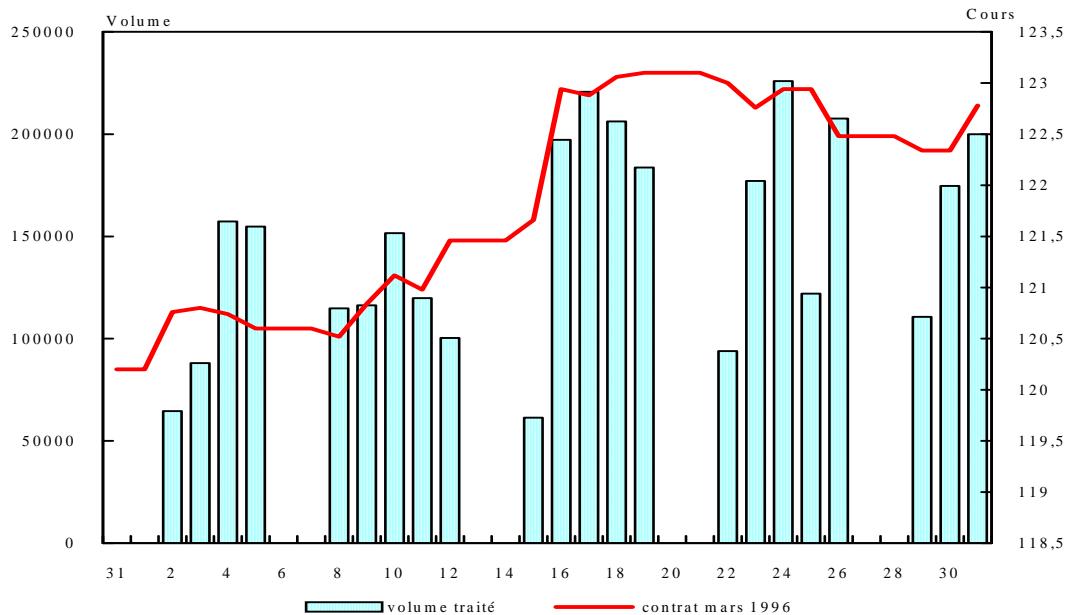
Taux de négociation sur le marché secondaire de la ligne d'emprunt d'État considérée comme la plus représentative

Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 5 février 1996

Le marché des titres longs français a vivement progressé, bénéficiant de l'assouplissement des politiques monétaires en Europe sans être particulièrement affecté par les fluctuations sensibles qu'a connues le marché obligataire américain au cours du mois de janvier. Ainsi, au total, la principale échéance du contrat notionnel a gagné 258 points de base dans un contexte de nette hausse de la position ouverte (35,7 %), et d'activité moyenne (160 200 contrats échangés quotidiennement). L'emprunt phare français à 10 ans a cédé 27 points de base, à 6,37 %, le repli étant de même ampleur sur les autres segments de la courbe obligataire. On observe que l'emprunt allemand n'a perdu que 12 points de base, traduisant des achats de *spread OAT-Bund* effectués dans un contexte général de réduction des écarts entre l'Allemagne et les autres marchés obligataires européens.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ
SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF
du 31 décembre 1995 au 31 janvier 1996**

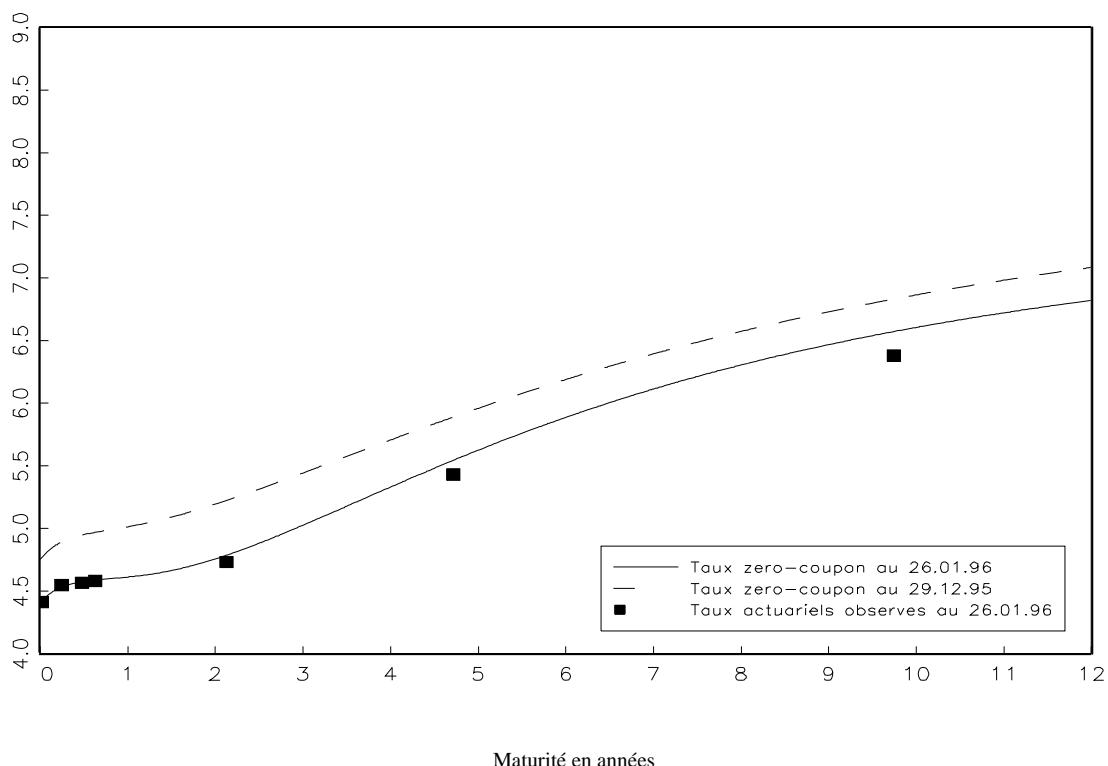


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 5 février 1996

La confirmation d'un ralentissement conjoncturel en Europe et le mouvement prononcé de baisse des taux directeurs ont permis au marché des titres d'État français de poursuivre la nette tendance haussière entamée en octobre. Le contrat notionnel a ainsi atteint un plus haut niveau de 123,10 au cours de la séance suivant la baisse des taux officiels de la Banque de France le 18 janvier. Par la suite, le marché des titres d'État a subi quelques prises de bénéfices et a accompagné légèrement le repli du marché obligataire américain consécutif au problème budgétaire.

TAUX D INTÉRÊT ZÉRO-COUPON ET TAUX ACTUARIELS



Source et réalisation : Banque de France
DEER – Tél. : +33 (1) 42 92 49 78

Mise à jour le 2 février 1996

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

(arrêtée au 12 février)

La Banque de France a poursuivi une politique de détente graduelle de ses taux d'intervention. Le loyer de l'argent au jour le jour a diminué d'1/8 de point au total entre le 31 janvier et le 12 février, revenant de 4 5/16 % à 4 3/16 %. Le Conseil de la politique monétaire a procédé à deux baisses du taux des appels d'offres les 1^{er} et 8 février, de 15 points de base chacune, le ramenant ainsi à 3,90 %.

La baisse des taux d'intervention de l'Institut d'émission ne s'est répercutee que sur les échéances les plus courtes du marché interbancaire. Entre le 31 janvier et le 12 février, le taux à 1 mois a perdu 13 centimes et le taux à 3 mois 3 centimes. En revanche, les taux à 6 mois et 1 an sont demeurés stables.

Les taux de long terme ont enregistré un net redressement en Europe au début du mois de février. Ce mouvement a été dicté par le marché allemand, où les interrogations sur l'ampleur du ralentissement économique et la poursuite du mouvement d'assouplissement de la politique monétaire ont été à l'origine d'une sensible dégradation de la tendance, mais le marché français a fait preuve d'une bonne résistance, l'écart sur les emprunts phares à 10 ans avec l'Allemagne enregistrant une réduction de 46 centimes le 31 janvier à 41 centimes le 12 février au matin.

5.2. Les émissions

Après le net recul observé au mois de décembre (– 139,5 milliards de francs), l'encours global des titres de créances négociables a augmenté de plus de 30 milliards de francs au cours du mois de janvier. Cette évolution est due principalement à la forte croissance des billets de trésorerie, pour un montant de 22 milliards de francs, mais aussi à la hausse des certificats de dépôt, pour 16,1 milliards. L'encours des bons à moyen terme a perdu 2,4 milliards de francs et celui des bons des institutions et des sociétés financières s'est rétracté de 5,1 milliards. Les taux d'intérêt ont baissé de façon significative pour tous les titres et sur l'ensemble des maturités.

Dans un contexte caractérisé par la poursuite du mouvement de baisse des taux d'intérêt et par le ralentissement de la croissance observé tant en France qu'en Allemagne, la reprise des émissions, amorcée fin novembre et interrompue par la traditionnelle « trêve des confiseurs », s'est largement confirmée au cours du mois de janvier, tant sur le marché intérieur que sur le compartiment de l'eurofranc.

5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

Certificats de dépôt (CDN)

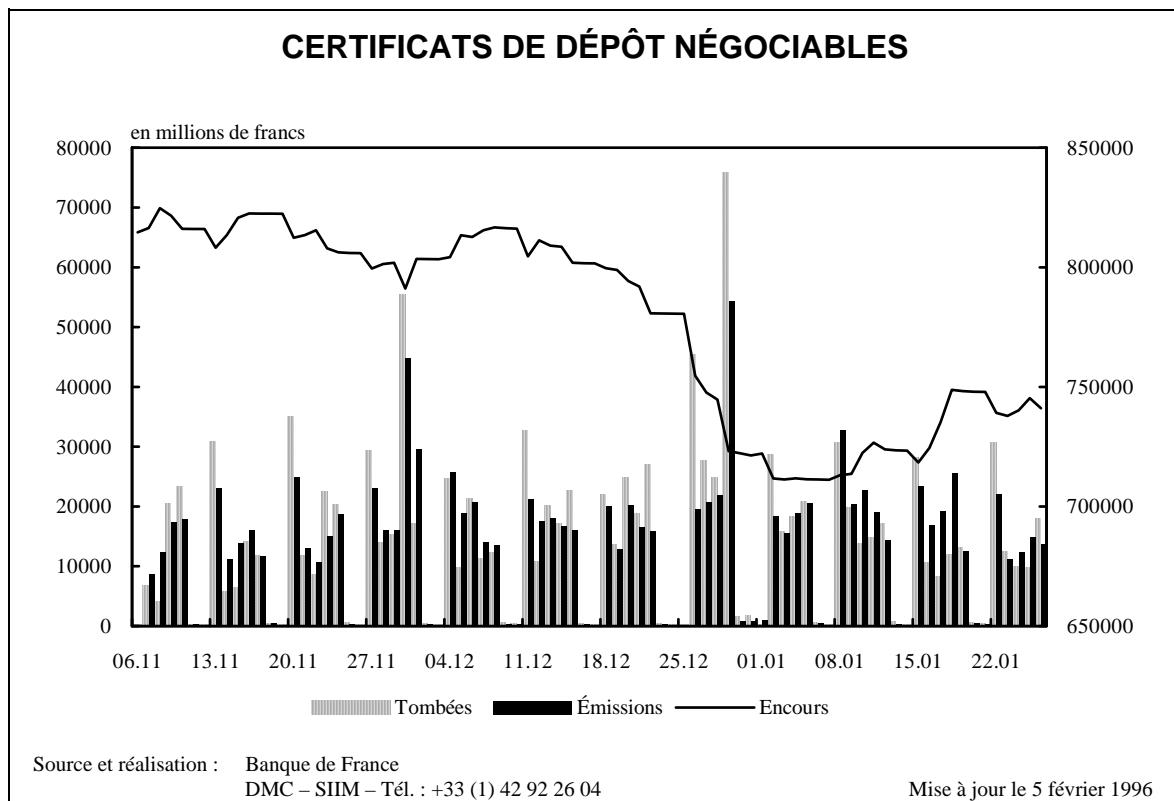
L'encours des certificats de dépôt s'établissait en données provisoires à 739,3 milliards de francs le 26 janvier, contre 723,2 milliards le 29 décembre et 806,3 milliards le 24 novembre.

Les émissions réalisées au cours du mois de janvier ont atteint 356,5 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 515,4 milliards en décembre et 333,4 milliards en novembre (340,4 milliards contre 598,5 milliards et 354,5 milliards pour les tombées).

Douze émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs dont six de plus de 2 milliards. Il s'agit de la Société générale (+ 11,5 milliards), la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (+ 3,5 milliards), la Banque fédérative du Crédit mutuel (+ 3,3 milliards), la Compagnie financière du Crédit mutuel de Bretagne (+ 3,1 milliards), la Banque Indosuez (+ 2,4 milliards) et J.-P. Morgan et Compagnie (+ 2,2 milliards). Dans le même temps, l'encours de treize émetteurs a enregistré une baisse de plus de 1 milliard de francs, les reflux les plus conséquents ont concerné la BNP (– 8,2 milliards de francs), la Caisse nationale de crédit agricole (– 6,1 milliards) et la Caisse des dépôts et consignations (– 3,2 milliards).

La répartition des souscripteurs s'est peu modifiée par rapport au mois précédent. Les établissements de crédit et assimilés ont souscrit à hauteur de 32,9 %, contre 32,8 % en décembre, tandis que la part des sociétés et entreprises industrielles s'est établie à 24,3 % du volume des titres émis, contre 28,4 %. Les durées initiales se répartissent comme suit.

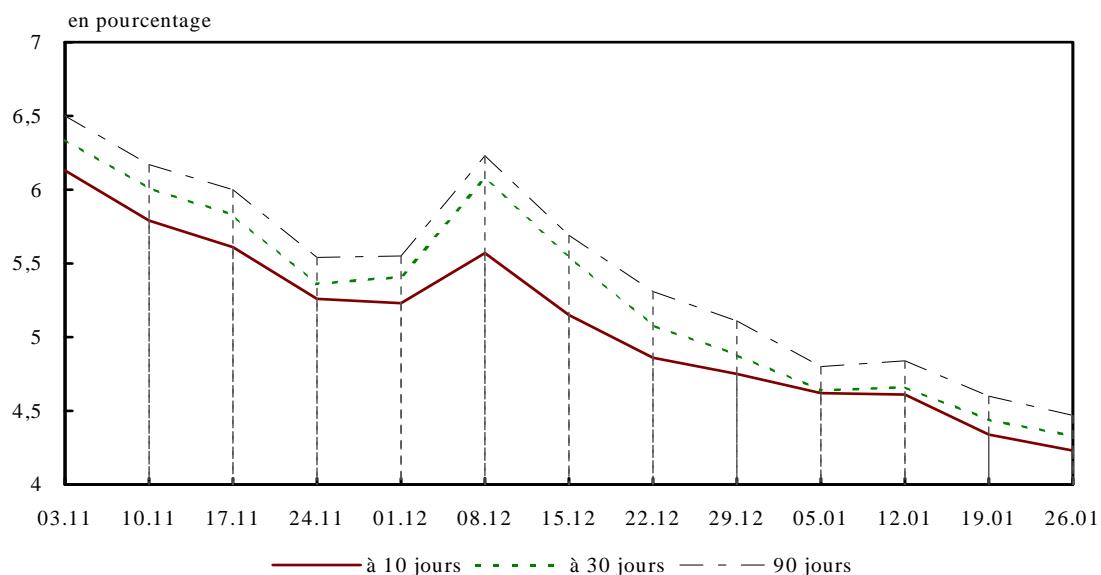
Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
10 jours à moins de 1 mois	62,9	17,6
De 1 mois à moins de 3 mois.....	193,4	54,0
De 3 mois à moins de 6 mois.....	92,8	25,9
De 6 mois à un an.....	9,1	2,5
Total	358,2	100,0



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 366 le 26 janvier comme au 29 décembre, contre 374 le 24 novembre.

	TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN			
	(en pourcentage)	2 au 5 janvier	8 au 12 janvier	15 au 19 janvier
Certificats à 10 jours (moyenne).....	4,62	4,62	4,34	4,23
Certificats à 30 jours (moyenne).....	4,64	4,67	4,44	4,33
Certificats à 90 jours (moyenne).....	4,80	4,84	4,60	4,47
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	4,15	4,12	4,00	3,80
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	4,76	4,88	4,62	4,48

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



Source et réalisation : Banque de France
DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 04

Mise à jour le 2 février 1996

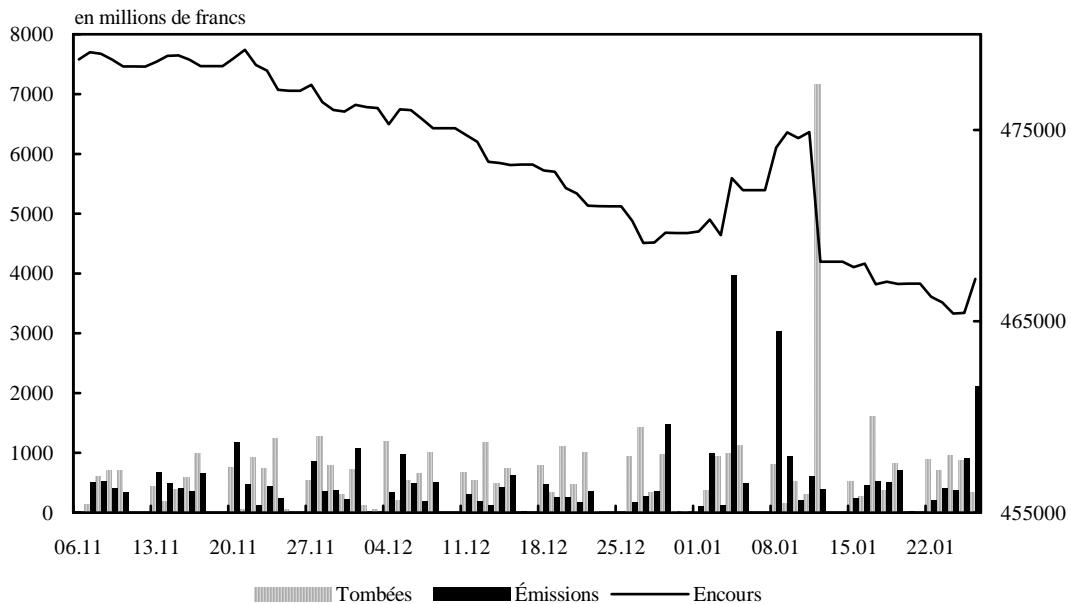
Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 467,2 milliards de francs le 26 janvier (dernier chiffre provisoire disponible), contre 469,6 milliards au 29 décembre et 477,1 milliards au 24 novembre ; 234 émetteurs avaient un encours en gestion au 26 janvier, contre 236 le 29 décembre et 235 le 24 novembre.

Les émissions se sont élevées à 17,4 milliards de francs pendant le mois de janvier, contre 11 milliards en décembre et 12,1 milliards en novembre. La part des titres souscrits par les établissements de crédit a continué de décroître ; elle est passée de 63 % des émissions en octobre à 46 % pour le mois sous revue ; en revanche, les assurances, caisses de retraite et mutuelles ont manifesté une très forte présence sur le marché, acquérant 41 % du montant des émissions, contre 16 % en décembre et 10 % au cours du mois de novembre.

La part des émissions de 1 an à 2 ans s'est nettement redressée par rapport au mois précédent, retrouvant un niveau proche de celui du mois de novembre, alors que la tranche des maturités à plus de sept ans a été beaucoup moins sollicitée ; elle s'est établie à 12 %, contre 29 % pour le mois de décembre.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
1 an 1 jour à moins de 2 ans.....	9,9	56,9
De 2 ans à moins de 3 ans	3,5	20,3
De 3 ans à moins de 5 ans	0,9	5,4
De 5 ans à moins de 7 ans	0,9	5,4
De 7 ans et plus	2,2	12,0
Total	17,4	100,0

BONS À MOYEN TERME NÉGOCIABLES

Source et réalisation : Banque de France
DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 04

Mise à jour le 5 février 1996

La détente notée le mois précédent sur les termes compris entre un an et trois ans s'est encore accentuée au cours de la période ; les taux de rendement à l'émission ont marqué un repli de 60 points à 70 points.

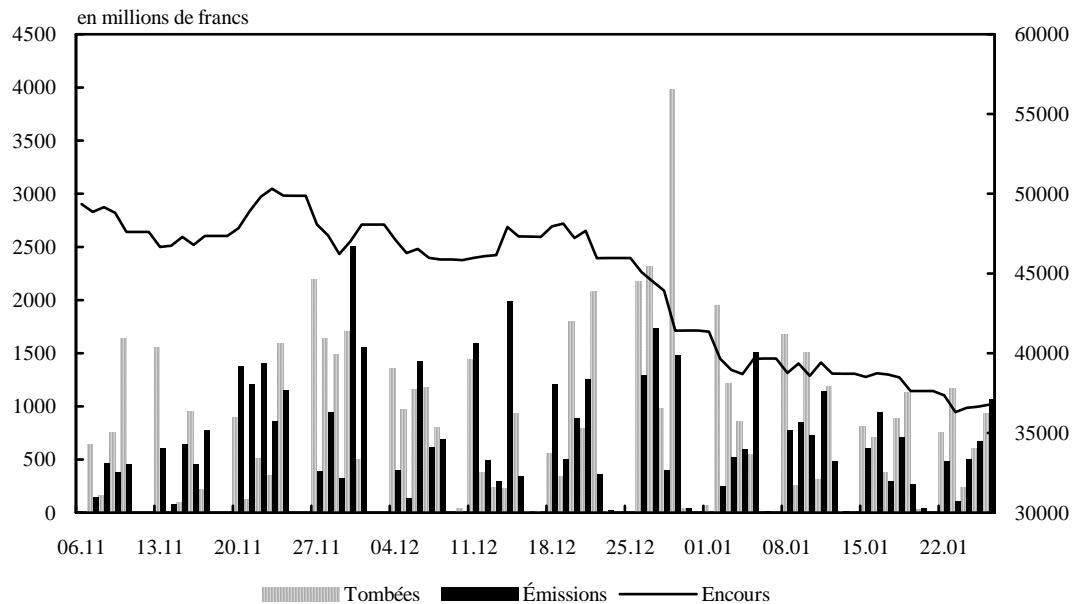
Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

L'encours de ces bons se montait à 36,3 milliards de francs le 26 janvier (dernier chiffre provisoire disponible), contre 41,4 milliards le 29 décembre et 49,9 milliards le 24 novembre. Ce recul est dû principalement à la diminution de l'encours du Crédit foncier de France qui passe de 11,8 milliards de francs à fin novembre à 5,5 milliards à fin décembre et 4,2 milliards au 26 janvier. Le montant des émissions s'est établi à 12,2 milliards de francs pour le mois de janvier, contre 22,9 milliards en décembre et 14,1 milliards en novembre.

Les émissions du mois par durée initiale se répartissent comme suit.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
10 jours à moins de 1 mois.....	0,5	4,2
De 1 mois à moins de 3 mois	6,6	52,7
De 3 mois à moins de 6 mois	4,9	38,6
De 6 mois à un an	0,6	4,5
Total	12,6	100,0

BONS DES INSTITUTIONS ET SOCIÉTÉS FINANCIÈRES



Source et réalisation : Banque de France
DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 04

Mise à jour le 5 février 1996

Billets de trésorerie (BT)

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 166,5 milliards de francs le 26 janvier (dernier chiffre provisoire disponible), contre 144,5 milliards le 29 décembre et 150,5 milliards le 24 novembre. Le 26 janvier, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 99, contre 95 le 29 décembre et 97 le 24 novembre.

Le montant des émissions intervenues au cours du mois de janvier a atteint 134,8 milliards de francs, contre 134,4 milliards en décembre et 114,8 milliards en novembre (respectivement 112,8 milliards de francs, contre 140,4 milliards et 106,1 milliards pour les tombées).

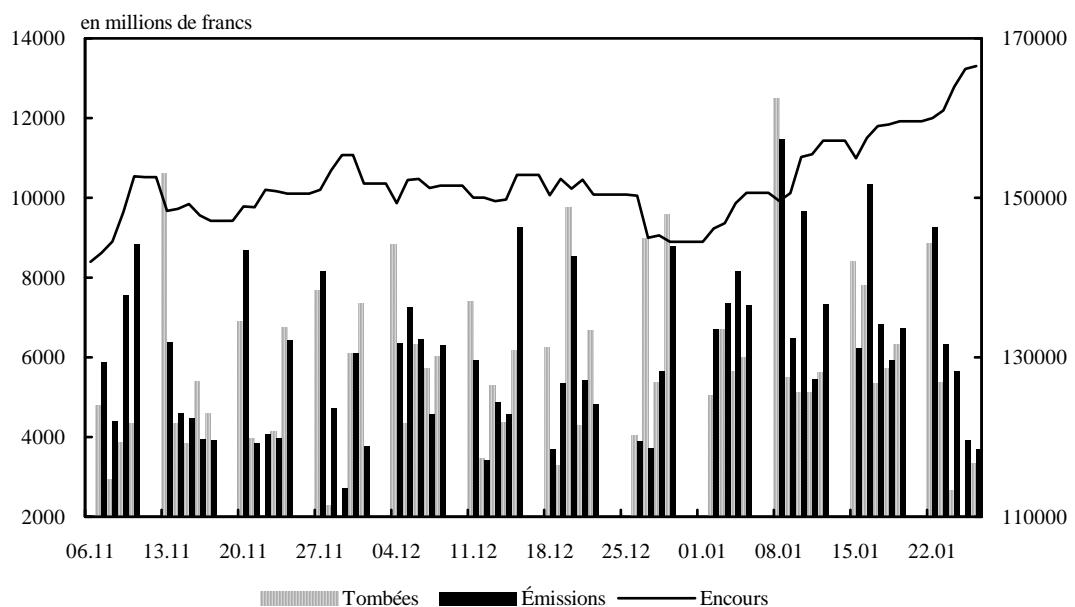
Douze émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs, les hausses les plus fortes concernant Total CFP (+ 5,7 milliards), Rhône-Poulenc (+ 4,6 milliards), Alcatel Alsthom et Elf Aquitaine Finance (+3,3 milliards) ; pour la même période, seuls trois émetteurs ont réduit leur encours dans une proportion identique, il s'agit de la SNCF (- 6,2 milliards), Électricité de France (- 5 milliards) et SNC Commerciale Drouot (- 1 milliard).

La répartition des émissions, selon le type d'investisseur, a légèrement varié par rapport au mois de décembre : hausse d'environ cinq points de la part des établissements de crédit et de celle des sociétés et entreprises individuelles, contre un reflux équivalent des montants souscrits par les OPCVM au même titre que les assurances, caisses de retraite et mutuelles.

La ventilation par durée initiale des émissions mensuelles a marqué un allongement restreint des maturités ; la part des titres émis à moins d'un mois a perdu environ sept points, le report s'effectuant essentiellement sur les émissions comprises entre un mois et six mois.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
10 jours à moins de 1 mois.....	17,2	12,7
De 1 mois à moins de 3 mois.....	101,8	75,6
De 3 mois à moins de 6 mois.....	14,5	10,8
De 6 mois à un an.....	1,3	0,9
Total	134,8	100,0

BILLETS DE TRÉSORERIE



Source et réalisation : Banque de France
DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 36

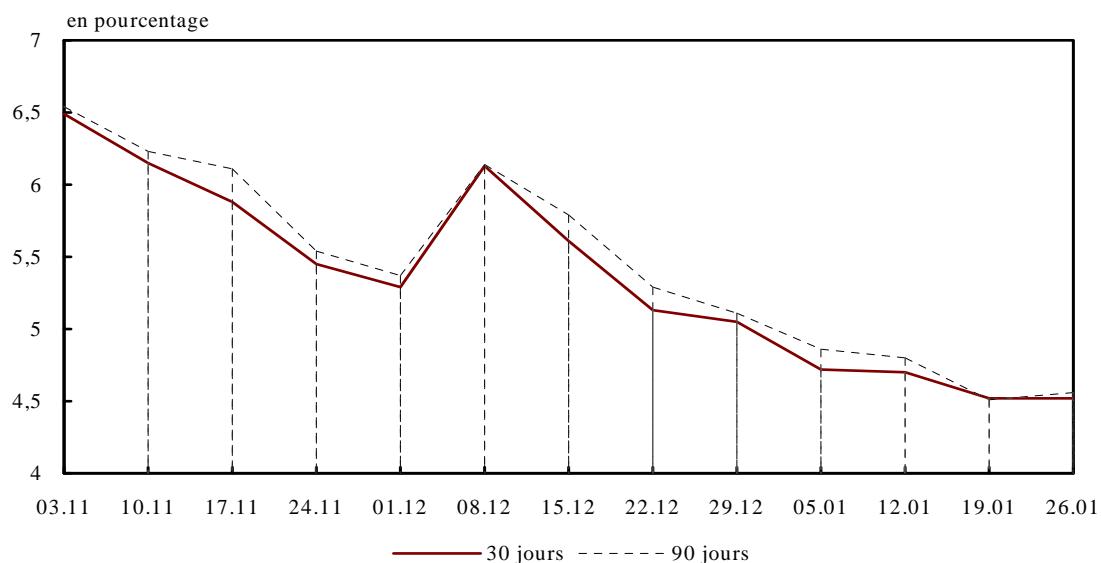
Mise à jour le 5 février 1996

Déjà en retrait au cours du mois précédent, les taux payés se sont encore plus nettement repliés. La baisse s'est établie à 40 points de base pour les billets émis à 10 jours et de 90 centimes à 115 centimes pour les termes compris entre 1 mois et 6 mois.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT

		(en pourcentage)			
		2 au 5 janvier	8 au 12 janvier	15 au 19 janvier	22 au 26 janvier
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus bas	4,61	4,57	4,30	4,29
	Plus haut	4,95	4,95	4,70	4,60
TIOP à un mois	Plus bas	4,75	4,69	4,44	4,45
	Plus haut	4,81	4,99	4,63	4,65

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



Source et réalisation : Banque de France
DMC - SIIM - Tél. : +33 (1) 42 92 26 36

Mise à jour le 2 février 1996

Répartition par catégorie de détenteurs

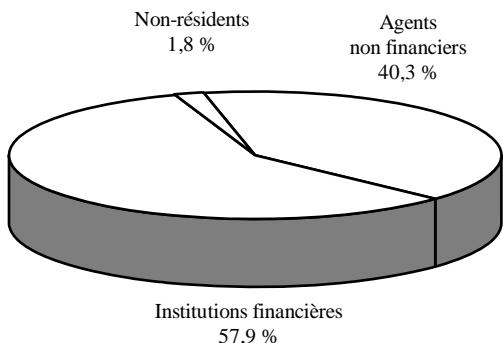
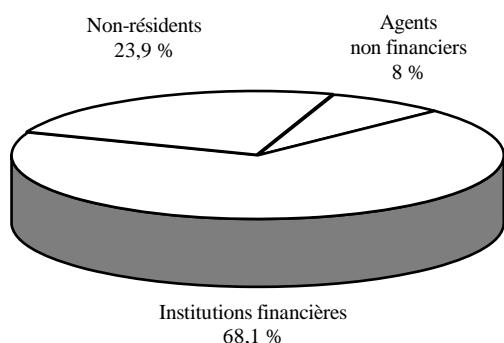
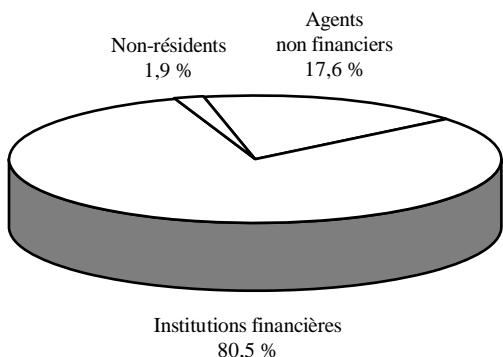
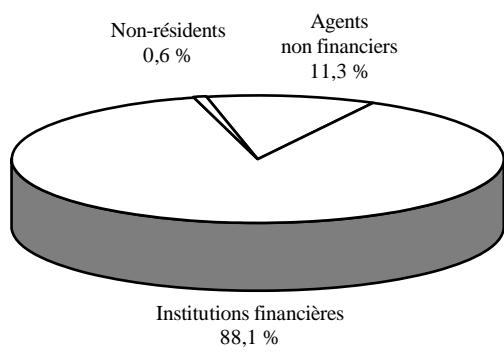
(statistiques à fin décembre 1995)

L'encours de l'ensemble des titres de créances négociables émis sur le marché intérieur s'est contracté de 136 milliards de francs en décembre pour revenir à 2 480,2 milliards. Ce repli, essentiellement à caractère saisonnier, affecte surtout l'encours des certificats de dépôt en francs (- 70 milliards de francs) et celui des bons du Trésor (- 44,2 milliards). De plus, le volume des billets de trésorerie a légèrement décrû en décembre (- 10,9 milliards de francs).

La part de détention des agents non financiers résidents s'est nettement affaiblie en décembre pour les certificats de dépôt (- 2,3 points). Elle s'est, en revanche, renforcée sur les bons du Trésor (+ 2,7 points) et sur les billets de trésorerie (+ 0,8 point). Elle a peu varié sur les bons à moyen terme négociables (+ 0,1 point).

La part de détention des non-résidents en bons du Trésor s'est accrue de 0,7 point en décembre.

La position des institutions financières s'est réduite en décembre sur les bons du Trésor (- 3,4 points). Elle s'est en revanche accrue sur les certificats de dépôt (+ 2,1 points).

**CERTIFICATS DE DÉPÔT
(en francs)****BONS DU TRÉSOR
(en francs et écus)****BMTN EN FRANCS
(tous émetteurs confondus)****BILLETS DE TRÉSORERIE**

Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29

Mise à jour le 2 février 1996

5.2.2. Les Sicav

En décembre, l'actif net de l'ensemble des Sicav s'est établi à 1 610,7 milliards de francs, soit une diminution de 66 milliards par rapport à novembre et de 156,5 milliards sur l'année. Les désinvestissements ont concerné toutes les catégories de Sicav et notamment les organismes monétaires, tant sur le mois que sur l'année.

L'actif net des Sicav monétaires s'est replié de 46,5 milliards de francs en décembre pour revenir à 889,4 milliards, les retraits nets s'étant élevés à 53,8 milliards (après des souscriptions nettes de 44,3 milliards en septembre). Sur l'ensemble de l'année, la décollecte a été forte et d'un montant pratiquement identique à celui de 1994 (– 153,3 milliards de francs, contre – 153,7 milliards).

L'encours des Sicav « obligations et autres titres de créances » a continué de se réduire (– 15,4 milliards de francs) et s'établit à 442,2 milliards à fin décembre. Sur un an, cet encours a diminué de 58,5 milliards de francs, sous l'effet d'un mouvement de rachats nets ininterrompu, dont l'ampleur n'est guère inférieure à celle de 1994 (– 93 milliards, contre – 114,7 milliards), malgré des performances qui se sont nettement redressées à partir de l'été (pour atteindre un rendement moyen supérieur à 10 % en fin d'année).

Les encours des Sicav « actions » et des Sicav « diversifiées » ont diminué respectivement de 2,1 milliards de francs (avec 2,2 milliards de rachats nets) et de 2 milliards (avec 2,3 milliards de rachats nets), revenant ainsi à 167,3 milliards et 110,2 milliards (contre 180,5 milliards et 119,4 milliards à fin 1994).

ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DES SICAV (a)

(en milliards de francs)

		1994	1995		
		Décembre	Octobre	Novembre	Décembre
Sicav monétaires	Actif net	965,3	883,0	935,9	889,4
	Souscriptions mensuelles nettes	-73,3	-71,5	44,3	-53,8 (b)
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année....	-153,7	-143,7	-99,5	-153,3
Sicav obligations	Actif net	500,7	461,5	457,6	442,2
	Souscriptions mensuelles nettes	-15,7	-9,2	-11,4	-20,1
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année....	-113,0	-61,6	-72,9	-93,0
Sicav actions	Actif net	180,5	166,2	169,4	167,3
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,9	-1,7	-2,1	-2,2
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année....	8,6	-7,7	-9,8	-12,0
Sicav diversifiées	Actif net	119,4	110,2	112,2	110,2
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,5	-1,1	-0,7	-2,3
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année....	-5,9	-10,4	-11,1	-13,4
Sicav garanties	Actif net	1,3	1,5	1,6	1,6
	Souscriptions mensuelles nettes	0,0	0,0	0,1	0,0
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année....	0,0	0,0	0,1	0,1
Total Sicav	Actif net	1 767,2	1 622,4	1 676,7	1 610,7
	Souscriptions mensuelles nettes	-92,4	-83,4	30,2	-78,4
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année....	-263,9	-223,4	-193,3	-337,1

(a) Données brutes

(b) Chiffres corrigés pour tenir compte de la transformation d'un certain nombre de Sicav de capitalisation en Sicav de distribution

Sources : Commission des opérations de bourse – Fininfo

Réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29

Mise à jour le 10 janvier 1996

5.2.3. Le marché primaire obligataire en janvier

Les flux d'émissions en francs et en écus

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte caractérisé par la poursuite du mouvement de baisse des taux d'intérêt et par le ralentissement de la croissance observé tant en France qu'en Allemagne, la reprise des émissions, amorcée fin novembre et interrompue par la traditionnelle « trêve des confiseurs », s'est largement confirmée au cours du mois de janvier, tant sur le marché intérieur que sur le compartiment de l'eurofranc. Les premières semaines de l'année ont également enregistré le lancement de deux grands emprunts convertibles (Lyonnaise des Eaux et Havas) ainsi qu'une émission d'obligations à bons de souscription d'obligations.

Ainsi, les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 50 milliards de francs, contre 28 milliards en décembre. Un peu plus des trois quarts des titres réglés en janvier ont été émis en francs sur le marché intérieur, le solde ayant été constitué d'émissions en eurofrancs.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a) ventilation par marché								
				En date de règlement	(en milliards de francs)			
Brutes			Année 1995		Nettes			
Décembre 1995	Janvier 1996	Janvier 1995			Décembre 1995	Janvier 1996	Janvier 1995	
MARCHÉ INTÉRIEUR								
16,4	26,2	19,9	263,9	État	14,0	1,6	18,6	
4,9	7,8	2,8	68,2	Établissements de crédit et assimilés	- 5,7	1,2	1,3	
1,7	4,6	2,1	32,1	Sociétés non financières	- 1,3	2,1	- 1,5	
0,3	-	-	1,0	Autres émetteurs résidents	- 0,5	- 0,2	- 0,3	
23,3	38,6	24,7	365,2	Ensemble des résidents	6,5	4,6	18,1	
-	-	-	6,0	Non-résidents	- 0,1	-	- 1,5	
23,3	38,6	24,7	371,3	TOTAL	6,4	4,6	16,6	
-	-	1,6	13,7	dont émissions en écus (b)	-	-	1,6	
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	
2,5	6,1	-	6,9	Établissements de crédit et assimilés	- 2,9	- 0,9	- 19,3	
-	-	-	4,3	Sociétés non financières	- 0,5	-	2,6	
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	
2,5	6,1	-	11,2	Ensemble des résidents	- 3,4	- 0,9	- 16,8	
2,4	5,3	9,5	37,4	Non-résidents	0,8	5,3	9,3	
4,9	11,4	9,5	48,7	TOTAL	- 2,5	4,4	9,3	
-	-	-	-	dont émissions en écus	-	-	- 9,3	
-	-	-	-	dont émissions en écus des résidents	-	-	- 5,2	

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB).

(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.

Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 23

Mise à jour le 8 février 1996

La **collecte des résidents** est ressortie à 45 milliards de francs (26 milliards en décembre), soit 89 % des émissions réglées en janvier.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a) ventilation par devise

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Décembre 1995	Janvier 1996	Janvier 1995	Année 1995		Décembre 1995	Janvier 1996	Janvier 1995	Année 1995
ÉMISSIONS en FRANCS								
16,4	26,2	18,3	250,2	État	14,0	1,6	17,0	199,1
7,5	13,8	2,8	75,2	Établissements de crédit et assimilés	- 8,6	0,3	1,3	- 25,0
1,7	4,6	2,1	36,5	Sociétés non financières	- 1,8	2,1	- 1,5	5,2
0,3	-	-	1,0	Autres émetteurs résidents	- 0,5	- 0,2	- 0,3	- 4,5
25,8	44,7	23,1	362,8	Ensemble des résidents	3,1	3,7	16,5	174,8
2,4	5,3	9,5	43,5	Non-résidents	0,8	5,3	7,9	25,2
28,2	50,0	32,6	406,3	TOTAL	3,9	9,0	24,3	200,0
23,3	38,6	23,1	357,6	dont émissions intérieures	6,4	4,6	15,0	189,6
23,3	38,6	23,1	351,5	dont émissions intérieures des résidents	6,5	4,6	16,5	186,4
ÉMISSIONS en ÉCUS								
-	-	1,6	13,7	État	-	-	1,6	13,7
-	-	-	-	Établissements de crédit et assimilés	-	-	-	- 5,2
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
-	-	1,6	13,7	Ensemble des résidents	-	-	1,6	8,6
-	-	-	-	Non-résidents	-	-	-	- 4,2
-	-	1,6	13,7	TOTAL	-	-	1,6	4,4
-	-	1,6	13,7	dont émissions intérieures	-	-	1,6	13,7
-	-	1,6	13,7	dont émissions intérieures des résidents	-	-	1,6	13,7

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

Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 23

Mise à jour le 8 février 1996

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 26,2 milliards de francs (16,4 milliards en décembre). Les fonds ont été levés sur deux lignes, l' OAT 7,25 % avril 2006, créée en octobre dernier¹ et l' OAT 8,50 % octobre 2008. Lors de l'adjudication du 4 janvier, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 21 milliards de francs, auquel il faut ajouter 2,5 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 6,68 %, en baisse de 20 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée pour l'essentiel (86 %) sur le marché intérieur², a atteint plus de 18 milliards de francs (10 milliards en décembre et 9 milliards en novembre). Les **établissements de crédit** et les **sociétés financières** ont levé respectivement 14 milliards de francs et 5 milliards.

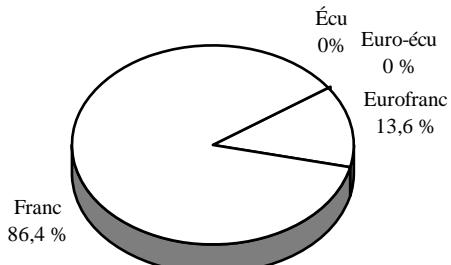
¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 4 au 24 janvier) ont atteint 1,2 milliard de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 6,41 %.

² En raison de l'interdiction — renouvelée fin 1994 par le Trésor — faite aux émetteurs français de solliciter le compartiment de l'eurofranc s'ils ne peuvent justifier du placement de 50 % au moins des titres auprès d'investisseurs non résidents, la quasi-totalité des émissions des résidents a été effectuée sur le marché intérieur depuis le mois de janvier 1995.

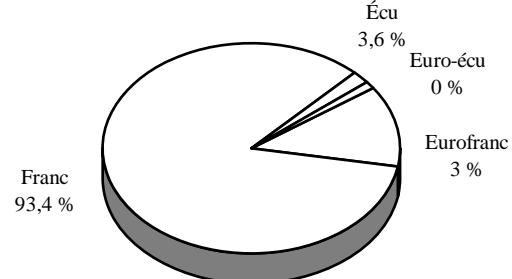
La collecte des **émetteurs non résidents**, réalisée entièrement sur le marché international, a progressé d'un mois sur l'autre de 2 milliards de francs, à 5 milliards.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

Janvier 1996

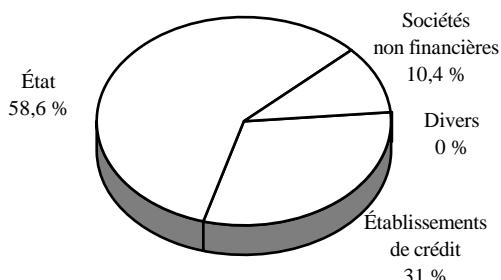


Année 1995

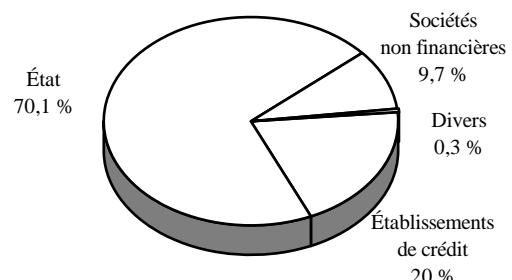


ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

Janvier 1996



Année 1995



Réalisation : Banque de France

DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 23

Mise à jour le 8 février 1996

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

Par un communiqué en date du 4 janvier 1996, le ministère de l'Économie et des Finances a fait connaître le programme indicatif du financement de l'État pour l'année 1996. Le montant des émissions d'OAT, y compris celles (estimées à un peu moins de 15 milliards de francs) placées auprès des particuliers, devrait être de l'ordre de 270 milliards de francs et celui des émissions de BTAN de l'ordre de 250 milliards. Au total, le montant global des émissions augmenterait de 17 milliards de francs d'une année sur l'autre. En ce qui concerne le programme de financement en écus, le Trésor a renforcé son objectif de régularité en prévoyant de procéder à des adjudications mensuelles (et non plus bimestrielles) de BTAN ou d'OAT en écus.

À l'occasion de la privatisation de la société Pechiney¹, un peu moins de 4 millions de titres de l'emprunt d'État 6 % juillet 1997, soit 375 millions de francs environ, ont été annulés fin décembre dans le cadre de la procédure spéciale de règlement lors des opérations de cession de titres du secteur public². L'encours nominal des titres de l'emprunt d'État restant en circulation après cette huitième offre publique de vente s'élève à un peu plus de 100,5 milliards de francs.

5.2.4. Le marché primaire des actions en décembre³

ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT					
	<i>(en milliards de francs)</i>				
	Octobre 1995	Novembre 1995	Décembre 1995	Année 1995	Année 1994
TOTAL ÉMIS (a)	18,6	7,9	19,4	232,1	267,6
dont :					
– émissions de titres cotés (b)	2,8	0,5	0,6	35,9	74,6
– émissions avec appel public à l'épargne (c)	1,5	0,3	0,8	38,4	77,2
(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 et second marché					
(c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB					
Sources :	Crédit lyonnais (jusqu'en mars 1995) Société des bourses françaises et Banque de France (depuis avril 1995)				
Réalisation :	Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 23				
	Mise à jour le 8 février 1996				

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 19 milliards de francs en décembre⁴, contre 8 milliards en novembre. Au terme de l'année 1995, leur montant (232 milliards de francs) a fléchi de 35 milliards d'une année sur l'autre.

Les émissions de titres cotés sont restées faibles et stables d'un mois sur l'autre. Au terme de l'année 1995, elles n'ont atteint que 36 milliards de francs (75 milliards en 1994), soit 15 % du montant total des émissions d'actions, contre 28 % en 1994.

¹ L'offre publique de vente, intervenue du 5 au 12 décembre 1995, portait sur 11,5 millions d'actions (au prix unitaire de 187 francs) pour un montant de 2,1 milliards de francs. Cette offre a été majorée de 1,7 million d'actions prélevées sur la tranche du placement garanti.

² Les ordres de souscriptions d'actions par remise en paiement de titres de cet emprunt donnent accès à un droit de priorité de second rang. Ainsi, une fois servis les ordres prioritaires, l'attribution des actions restantes se fait d'abord au profit des porteurs de titres de cet emprunt « convertible ».

³ Les données postérieures au mois de mars 1995 sont élaborées conjointement par la Banque de France et la Société des bourses françaises.

⁴ La connaissance tardive d'opérations parfois importantes conduit à conférer un caractère provisoire pendant six mois aux statistiques d'un mois donné.

5.3. Le marché secondaire des actions

À la Bourse de Paris, l'indice CAC 40 a enregistré une hausse de 7,96 % sur l'ensemble du mois, principalement sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

Dès les premiers jours de l'année, la Bourse de Paris a enregistré une nette hausse qui s'est poursuivie tout au long du mois en dépit de quelques replis temporaires.

Ce sont les perspectives de baisse des taux d'intérêt qui ont permis cette reprise du marché. Les investisseurs espèrent que la détente de la politique monétaire permettra un rebond de la croissance et donc des résultats des sociétés à partir du second semestre de 1996. La remontée du dollar et la bonne tenue des autres grandes bourses étrangères ont également contribué à cette tendance haussière. Enfin, on a enregistré un net retour des non-résidents sur le marché, la Bourse de Paris bénéficiant d'un rapport cours-bénéfice relativement bas par rapport à ses principales concurrentes étrangères.

Les investisseurs ont privilégié les valeurs cycliques ainsi que celles réalisant une grande part de leur activité à l'exportation. En sens inverse, les valeurs du secteur financier sont restées pénalisées par le poids des engagements dans l'immobilier.

Au total, la liquidation mensuelle de janvier s'est soldée par un gain de 6,08 % de l'indice CAC 40. L'indice a poursuivi sa progression durant les derniers jours du mois, franchissant le seuil des 2 000 points pour la première fois depuis mai 1995, et s'établissant en hausse de près de 8 % sur l'ensemble de janvier.

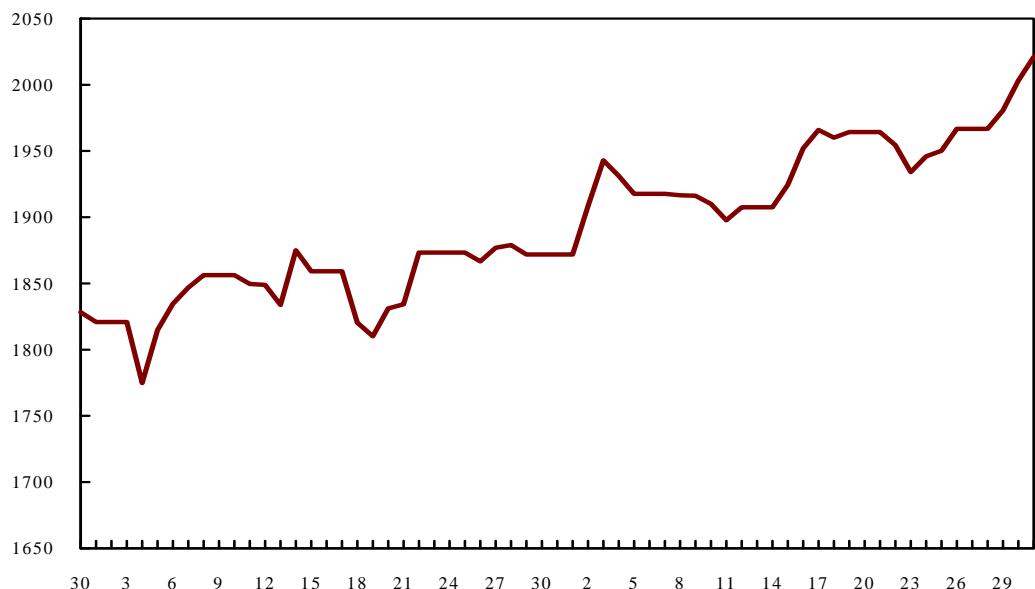
Les autres places internationales ont également été orientées en hausse, New York, Londres et Francfort enregistrant de nouveaux records historiques au cours du mois.

INDICES BOURSIERS				
	29 décembre 1995	31 janvier 1996	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1996
New York (Dow Jones).....	5 117,12	5 395,30	5,44	5,44
Londres (FT 100)	3 689,30	3 759,30	1,90	1,90
Tokyo (Nikkei).....	19 868,15	20 812,74	4,75	4,75
Paris (CAC 40).....	1 871,97	2 021,03	7,96	7,96
Francfort (Dax).....	2 253,88	2 470,14	9,60	9,60

Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 5 février 1996

ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40



Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 5 février 1996

5.3.2. La tendance au début du mois de février

(arrêtée au 9)

À partir du 5 février, des prises de bénéfices ont affecté la tendance à la Bourse de Paris. L'indice CAC 40 est repassé sous le seuil des 2 000 points, à 1 960,65 points en clôture de la séance du 9 février, soit une baisse de 3 % par rapport à son niveau de fin janvier.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

En décembre, l'*agrégat de monnaie M3* a progressé de 0,4 %, après une hausse de 1,4 % le mois précédent. Le fort accroissement des dépôts à vue (+ 4,1 %) présente un caractère exceptionnel, les mouvements sociaux de la fin d'année ayant entraîné la constitution d'encaisses particulièrement importantes. Les placements sur livrets à taux réglementés (M2 – M1) ont continué de se développer à un rythme très soutenu (+ 2,0 %, après + 1,0 %). En revanche, les placements rémunérés à des taux de marché (M3 – M2) ont diminué de 2,9 %, sous l'effet d'une vive baisse des dépôts à terme et des titres de créances négociables, alors que les avoirs en titres d'OPCVM monétaires n'ont que légèrement progressé.

Sur un an, et entre moyennes trimestrielles centrées, la croissance de M1 s'établit à 2,7 % et celle de M2 à 4,9 %. L'évolution de M3 reste voisine de sa norme de progression de moyen terme (+ 3,7 % en un an et + 4,0 % en taux annualisé sur les six derniers mois).

La croissance de l'*épargne contractuelle (P1)* s'est renforcée et s'élève à + 12,4 % en variation annuelle. Les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire se sont respectivement accrus de 14,4 % et 16,6 % en un an.

À fin novembre, la progression sur douze mois de l'*endettement intérieur total* atteint 4,3 %. Le taux de croissance des crédits à l'économie s'est légèrement redressé (+ 0,7 %, après + 0,3 % en octobre), tandis que les financements de marché demeurent en forte croissance (+ 11,7 %, après 13,2 %).

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES				
Statistiques à fin décembre 1995	Encours données brutes en milliards de francs	Variations du mois en cvs et en pourcentage	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
			Octobre 1995 (a) en pourcentage	Novembre 1995 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
– M1	1 765,4	3,8	1,8	2,7
– M2	3 210,9	2,9	4,3	4,9
– M3	5 442,3	0,4	4,1	3,7
– M4	5 544,5	1,0	4,2	3,9
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
– P1	1 638,7	1,5	11,9	12,4
 Statistiques à fin novembre 1995				
Variations sur 12 mois en glissement				
AGRÉGATS DE CRÉDIT		Septembre 1995 en pourcentage	Octobre 1995 en pourcentage	Novembre 1995 en pourcentage
– Endettement intérieur total	10 551,6	5,4	4,9	4,3
– Ensemble des crédits à l'économie	6 397,1	1,2	0,3	0,7
– Crédits des banques à l'économie	3 580,2	0,8	-0,2	0,3

(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés : M1 : 1,7 % ; M2 : 4,2 % ; M3 : 3,9 % ; M4 : 4,1 % ; P1 : 11,5 %

Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29

Mise à jour le 2 février 1996

M1 Encours cvs

M2 Encours cys

en milliards de francs

Date	Budget Deficit (billions of francs)
D 93	2700
F 93	2695
A 93	2685
J 93	2675
A 94	2680
O 94	2700
D 94	2720
F 94	2740
A 94	2760
J 94	2780
A 95	2800
O 95	2820
D 95	2850
F 95	2880
A 95	2900
J 95	2920
A 95	2940
O 95	2960
D 95	2980
F 95	3000
A 95	3020
O 95	3050
D 95	3100

M3 Encours cvs

M1 Glissements sur 12 mois

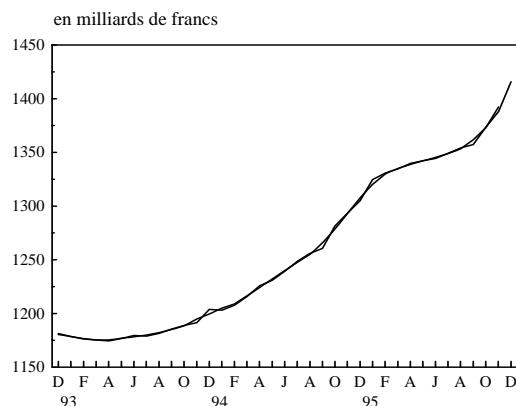
M2

Date	Percentage (%)
D 93	-1.0
F 93	-0.5
A 93	-2.5
J 93	-1.5
A 93	-0.5
O 93	0.5
D 94	1.5
F 94	3.0
A 94	5.0
J 94	3.5
A 94	4.5
O 94	4.8
D 95	5.0
F 95	4.5
A 95	4.0
J 95	4.5
A 95	3.5
O 95	4.5
D 95	6.5

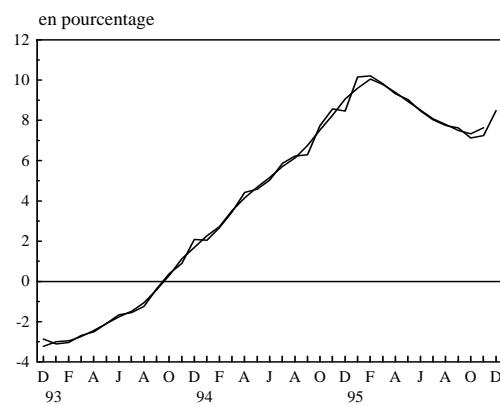
M3

Glissements sur 12 mois

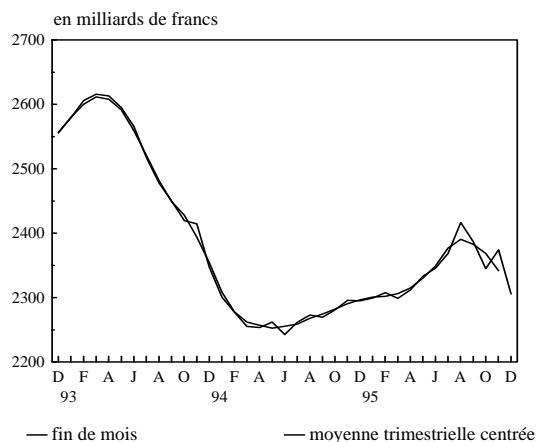
M2 – M1
Encours cvs



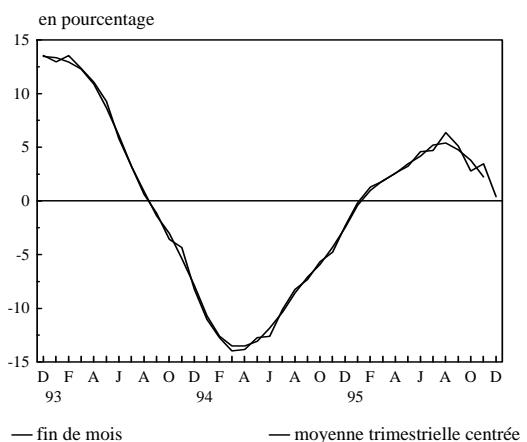
M2 – M1
Glissements sur 12 mois



M3 – M2
Encours cvs



M3 – M2
Glissements sur 12 mois



LES AGRÉGATS DE MONNAIE ET P1(a)

Tableau non disponible

6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

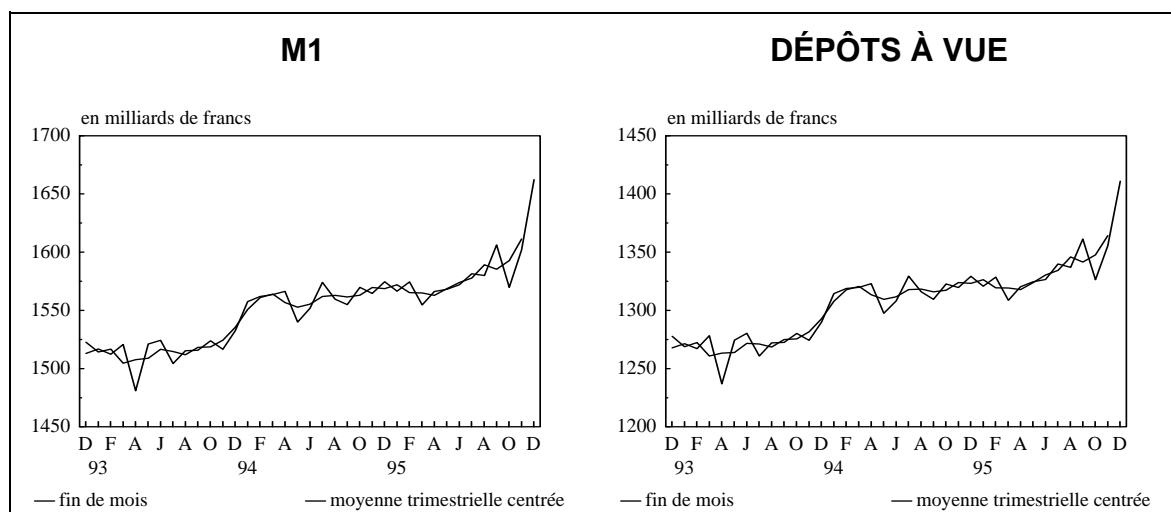
Les actifs monétaires et l'épargne contractuelle ¹

(statistiques à fin décembre 1995)

M1

En décembre, l'agrégat de monnaie M1, qui s'inscrit sur une pente ascendante depuis plusieurs mois, s'est accru de 3,8 %, après avoir progressé de 2,0 % le mois précédent. La croissance de M1 s'établit à + 2,7 % sur l'ensemble de l'année 1995, soit un rythme voisin de celui observé en 1994 (2,9 %).

Cette forte hausse de M1 est principalement imputable à l'évolution des dépôts à vue, dont l'augmentation a été très vive en décembre (+ 4,1 %, après + 2,2 % le mois précédent). L'ampleur marquée de cet accroissement semble largement avoir un caractère exceptionnel, lié aux mouvements sociaux de fin d'année (différé de dépenses de la part des ménages ayant entraîné une utilisation plus soutenue des lignes de trésorerie par les sociétés). Sur un an, la progression des dépôts à vue s'élève à + 3,1 %, contre + 3,2 % en 1994.



Le montant des billets et monnaies en circulation a augmenté de 2,0 % en décembre, après 1,1 % en novembre. Sur douze mois, il a progressé de 0,5 % (après + 1,2 % en 1994).

M2 – M1

La croissance des placements à vue à taux réglementés a continué de s'accélérer en décembre (+ 2,0 %, après + 1,0 % en novembre), tous les livrets ayant bénéficié d'une collecte soutenue. En variation annuelle, la croissance de M2 – M1 s'est donc de nouveau raffermie et atteint + 7,6 % à fin décembre (après + 8,3 % en 1994).

¹ Tous les graphiques sont en encours corrigés des variations saisonnières (en milliards de francs). Les données sont corrigées des variations saisonnières, à l'exception des titres de créances négociables inclus dans M4 – M3. Les évolutions annuelles sont calculées en glissement sur douze mois et entre moyennes trimestrielles centrées.

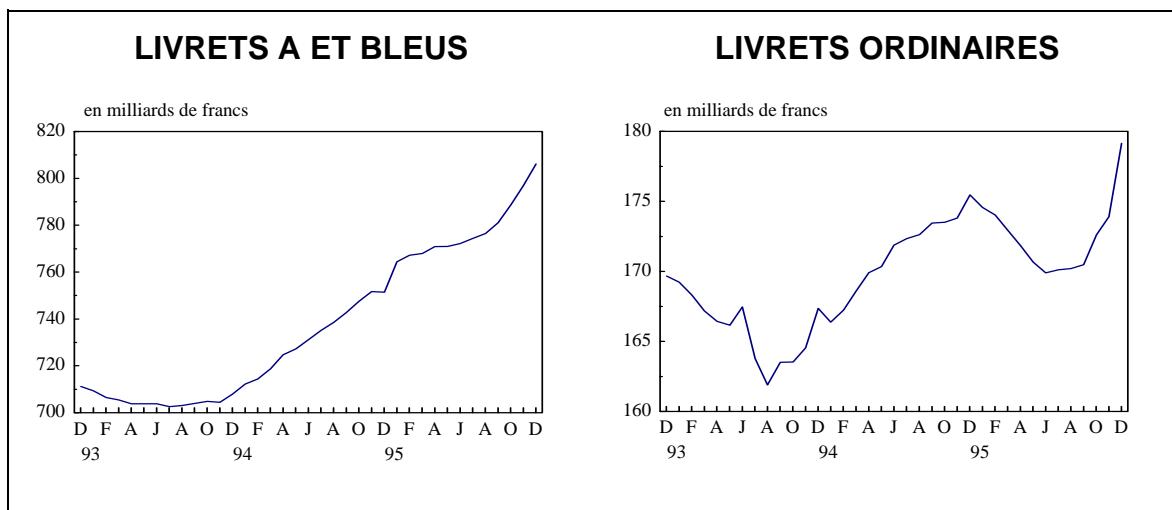
La progression des livrets A des caisses d'épargne est restée vive en décembre, s'effectuant à un rythme inchangé depuis octobre (+ 0,9 %). La hausse des livrets bleus du Crédit mutuel a atteint 3,4 % (+ 1,9 % et + 1,5 % les deux mois précédents). Sur douze mois, la croissance de l'ensemble de ces premiers livrets s'établit à + 6,2 % à fin décembre, après + 6,3 % un an auparavant.

La progression des comptes d'épargne-logement s'est élevée à + 1,3 % en décembre (après + 0,9 % le mois précédent) et à 2,1 % sur douze mois (3,8 % en 1994).

Les comptes pour le développement industriel (Codevi) ont fortement augmenté en décembre (3,5 %, après + 1,0 % en novembre). Sur douze mois, leur développement reste très élevé (+ 25,8 % à fin 1995, après + 36,9 % en 1994).

Le renforcement de la progression des livrets d'épargne populaire observé depuis juillet 1995 s'est poursuivi en décembre, avec + 2,2 %, après + 1,4 % le mois précédent. Sur douze mois, leur encours s'est accru de 11,8 % (après + 11,6 % en 1994).

Les livrets soumis à l'impôt ont enregistré une forte expansion en décembre (+ 3,0 %, après + 0,8 % le mois précédent). De ce fait, leur glissement annuel est redevenu positif après plusieurs mois de recul (+ 0,5 % à fin décembre, contre + 5,5 % un an plus tôt).

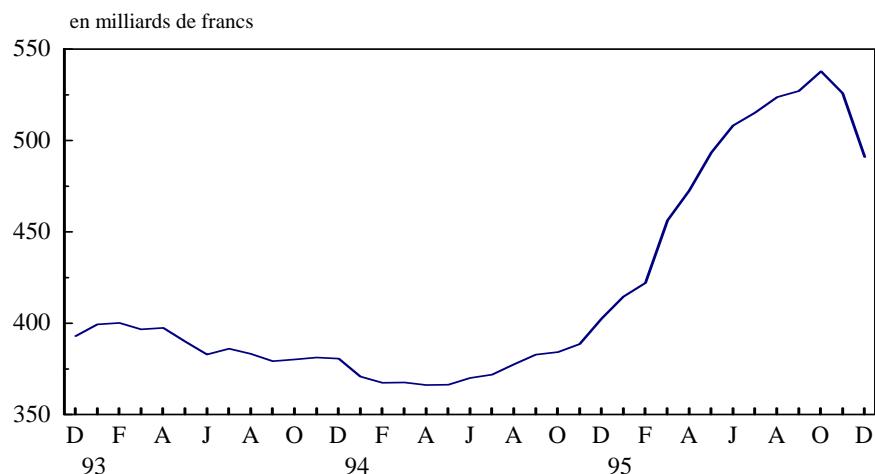


M3 – M2

Les placements rémunérés à des taux de marché (M3 – M2), dont la tendance au repli est observée depuis l'été, ont diminué de 2,9 % en décembre (après + 1,3 % en novembre et – 1,7 % en octobre). Leur rythme annuel de progression a donc continué de s'affaiblir, revenant de + 5,4 % à fin septembre à + 2,2 % à fin décembre (contre – 4,3 % en 1994).

Affectés par la baisse des taux d'intérêt à court terme et par le changement du dispositif fiscal à compter de 1996, les dépôts à terme se sont nettement réduits en décembre (– 6,7 %, après – 2,2 % en novembre) et leur progression annuelle s'est de nouveau sensiblement ralentie (+ 32,1 %, après + 37,5 % à fin novembre).

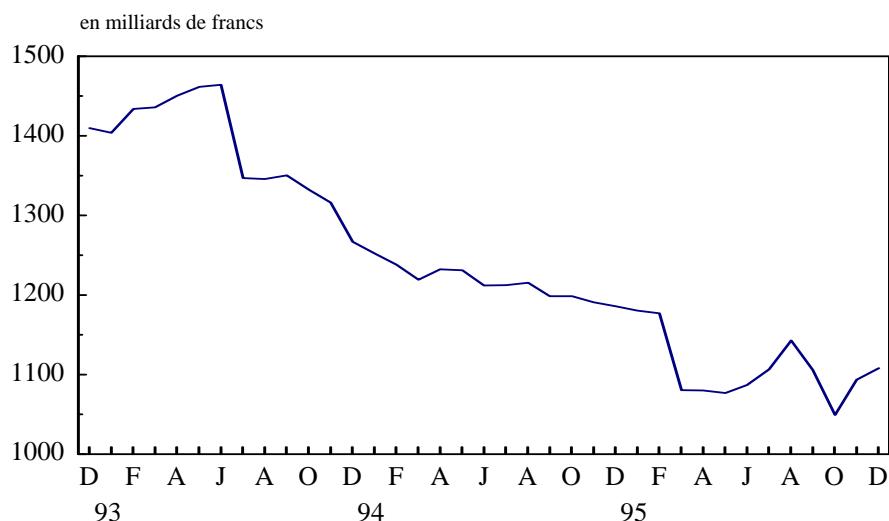
DÉPÔTS À TERME



Les bons de caisse et d'épargne ont reculé de 0,9 % sur le mois de décembre, soit de 8,9 % sur un an.

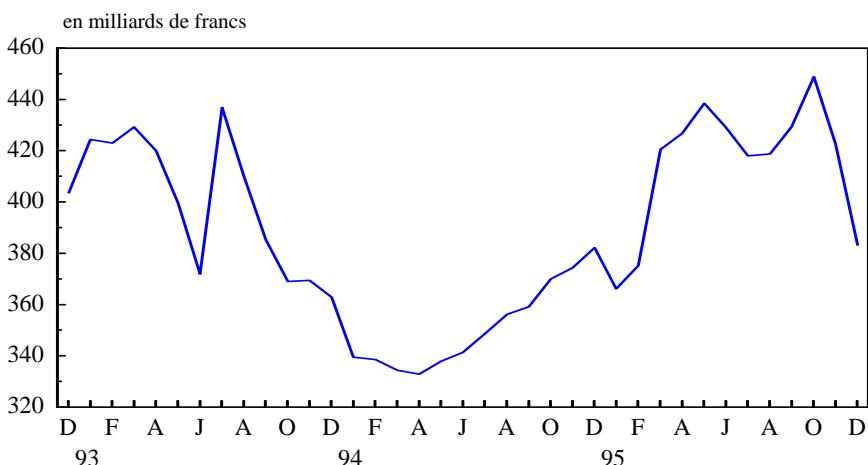
L'encours des titres d'OPCVM monétaires a légèrement progressé en décembre (+ 1,3 %, après + 4,2 % le mois précédent). Malgré leur reprise pendant l'été et en fin d'année, cette forme de placement s'est globalement réduite sur l'ensemble de l'année 1995 et leur recul sur douze mois atteint 9,1 % à fin décembre, soit un rythme voisin de celui de 1994 (- 8,6 %).

TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES



Le montant des titres de créances négociables émis par les établissements de crédit et détenus par les agents non financiers s'est fortement contracté pour le deuxième mois consécutif (- 9,3 % en décembre, après - 5,8 % en novembre). Sur douze mois, toutefois, leur progression reste élevée (+ 11,4 %, contre + 2,2 % à fin 1994).

TCN INCLUS DANS M3 – M2

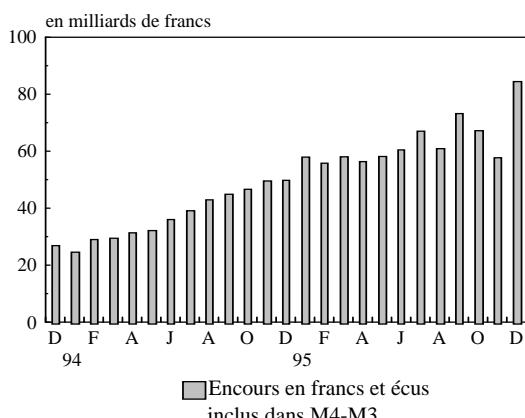


M4 – M3

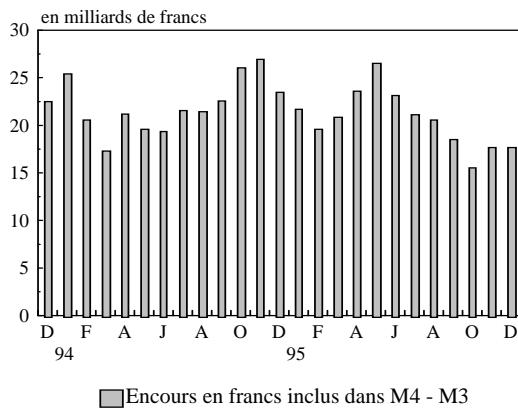
Le volume global des bons du Trésor émis en francs et en écus a enregistré une contraction saisonnière de 44,2 milliards de francs en décembre et s'élève à 1 061,1 milliards. La partie détenue par les agents non financiers résidents (principalement les entreprises d'assurance et les sociétés) a en revanche nettement progressé par rapport au mois précédent (84,5 milliards de francs, soit + 26,8 milliards). Sur un an, l'encours émis a augmenté de 134,8 milliards de francs et le montant détenu par le public s'est accru de 34,8 milliards.

L'encours des titres de créances négociables émis par les entreprises a diminué de 10,8 milliards de francs en décembre pour s'établir à 151,9 milliards. Sur ce total, 17,7 milliards de francs sont détenus par les agents financiers (comme en novembre). D'une fin d'année à l'autre, les variations sont respectivement de + 0,2 milliard de francs et de - 5,8 milliards.

BONS DU TRÉSOR



BILLETS DE TRÉSORERIE ET BMTN (a)



(a) BMTN émis par les sociétés non financières

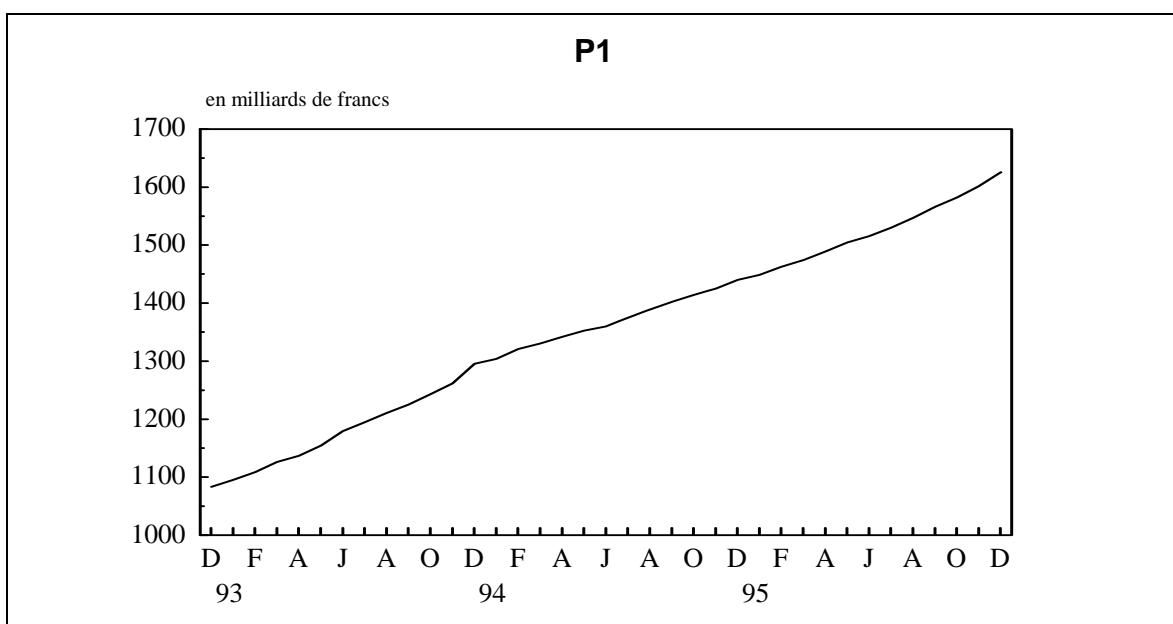
P1

La progression de l'agrégat de placement P1 s'est renforcée en décembre (+ 1,5 %, après + 1,2 % en novembre) et a pratiquement retrouvé, en rythme annuel, son niveau de fin 1994 (+ 12,4 %, contre + 12,6 % un an auparavant).

La hausse mensuelle des plans d'épargne-logement en décembre (+ 2,9 %) a été la plus forte depuis décembre 1993. Sur douze mois, leur progression continue de s'accélérer (+ 14,4 %, après + 13,5 % à fin novembre).

La progression annuelle des plans d'épargne populaire s'est maintenue à fin décembre sur un niveau élevé (+ 16,6 %, après + 16,7 % le mois précédent).

L'évolution en glissement sur douze mois des titres d'OPCVM garantis s'est établie à + 17,5 %.



6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

6.2.1. Les crédits à l'économie

(statistiques à fin novembre 1995) ¹

Vue d'ensemble

Après une baisse de 0,7 % en octobre, les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit ont progressé de 0,3 % en novembre. En glissement sur douze mois, leur évolution a continué de s'inscrire en hausse (+ 0,7 %, après + 0,3 % à fin octobre).

LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE DISTRIBUÉS PAR L'ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois		
	1995			1994	1995	
	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	Octobre	Novembre
TOTAL	0,2	-0,7	0,3	-1,3	0,3	0,7
SOCIÉTÉS.....	0,2	-1,2	0,8	-2,1	-0,6	0,5
MÉNAGES	0,0	0,0	-0,1	0,8	0,5	0,2
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	2,5	-1,9	1,2	-4,5	2,6	2,7

Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 28

Mise à jour le 31 janvier 1996

Les crédits aux sociétés se sont accrus de 0,8 % en novembre (contre – 1,2 % en octobre) et de 0,5 % en variation annuelle. Pour leur part, les crédits aux ménages, dont l'encours était resté inchangé depuis le mois d'août, se sont légèrement repliés (– 0,1 %). Leur progression sur douze mois s'est de nouveau ralentie (+ 0,2 %, après + 0,5 % à fin octobre). Les crédits aux autres agents ont enregistré une hausse de 1,2 % (après – 1,9 % en octobre), notamment sous l'effet d'un accroissement des concours octroyés aux entreprises d'assurance et de capitalisation.

¹ Les nouveaux documents issus de la réforme Bafi, entrée en vigueur en janvier 1993, ne peuvent pas être systématiquement raccordés avec ceux existant précédemment. Les ruptures les plus importantes, consécutives à ce changement, ont conduit à effectuer des corrections statistiques visant à éliminer les mouvements sans fondement réel. L'évolution des crédits, ventilés par objet et/ou par agent, reste néanmoins à interpréter avec prudence lorsqu'elle porte sur une période incluant l'arrêté de décembre 1992.

Les crédits des banques

Les crédits distribués par les banques se sont globalement contractés de 0,1 % en novembre (après -0,4 % en octobre), mais leur évolution annuelle est légèrement positive (+ 0,3 %).

Les crédits aux sociétés ont augmenté de 0,3 % (- 2,1 % le mois précédent), leur recul sur un an revenant à - 1,6 %.

Les crédits aux ménages ont diminué de 0,2 % (+ 0,1 % en octobre) et leur rythme annuel de croissance a continué de s'affaiblir (+ 0,4 %, contre + 0,8 %).

Les crédits aux autres agents ont poursuivi leur croissance à un rythme plus modéré (+ 1,8 %, après + 3,9 % en octobre), leur taux de croissance annuel s'établissant à 2,0 %.

LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE DISTRIBUÉS PAR LES BANQUES

(en pourcentage)

	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois		
	1995			1994	1995	
	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	Octobre	Novembre
TOTAL avant défaisance	0,4	-0,4	-0,1	-1,0	-0,2	0,3 (a)
TOTAL après défaisance	0,4	-0,4	-0,1	-2,1	-1,3	-0,4
SOCIÉTÉS	0,6	-2,1	0,3	-5,5	-3,7	-1,6
- Investissement des sociétés	0,5	0,1	0,1	-4,6	0,4	1,0
- Trésorerie des sociétés	0,6	-2,0	1,2	-5,5	1,1	3,6
- Autres crédits	0,6	-4,6	-0,9	-6,6	-14,9	-11,6
MÉNAGES	0,2	0,1	-0,2	1,1	0,8	0,4
- Habitat ménages	0,0	0,0	-0,1	2,3	1,7	1,5
- Trésorerie des particuliers	0,9	0,1	-1,9	-0,3	-0,2	-2,1
- Autres crédits	0,2	0,1	0,7	-0,7	-0,7	-0,3
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	3,7	3,9	1,8	2,3	2,8	2,0

(a) Les redressements liés aux opérations de défaisance se sont élevés à 26 milliards de francs au cours des 12 derniers mois.

Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 28

Mise à jour le 31 janvier 1996

Les crédits à l'investissement aux sociétés se sont accrus de 0,1 % comme en octobre et, en glissement annuel, leur progression s'est légèrement accentuée (+ 1,0 %, après + 0,4 % à fin octobre). Les crédits de trésorerie aux sociétés ont augmenté de 1,2 %, après avoir diminué de 2,0 % en octobre. Ce mouvement s'est traduit par une accélération de leur taux de croissance annuel (+ 3,6 %, après + 1,1 % en octobre).

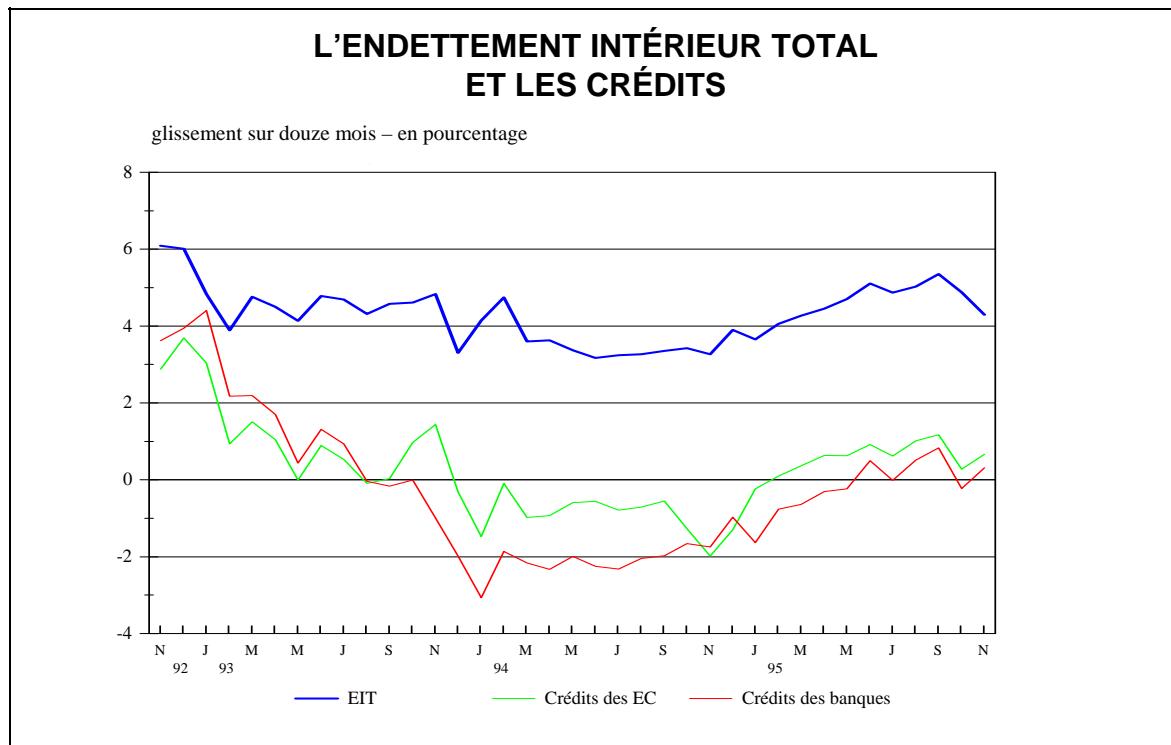
Les crédits à l'habitat se sont pratiquement maintenus à leur niveau du mois d'octobre (- 0,1 %, après trois mois de stabilité). Sur douze mois, leur progression est demeurée positive (+ 1,5 %, après + 1,7 % à fin octobre).

Les crédits de trésorerie aux particuliers se sont sensiblement repliés (- 1,9 %, après + 0,1 % en octobre) et leur recul sur un an s'est accentué (- 2,1 %, après - 0,2 % à fin octobre).

6.2.2. L'endettement intérieur total

(statistiques à fin novembre 1995)

La croissance annuelle de l'endettement intérieur total a légèrement fléchi à fin novembre (+ 4,3 %) par rapport à fin octobre (+ 4,9 %). Cette évolution résulte principalement d'un ralentissement de la progression de l'endettement de l'État (+ 14,4 %, après + 17,7 % à fin octobre) et de celui des ménages (0,2 %, après 0,5 % à fin octobre). En revanche, l'endettement des sociétés, qui se contractait au rythme de 1 % l'an à fin octobre, s'est stabilisé, tandis que celui des autres agents a progressé de 2,2 % à fin novembre.



La progression annuelle des crédits à l'économie a été plus rapide à fin novembre (0,7 %) qu'à fin octobre (0,3 %)¹, alors que celle des financements collectés sur les marchés internes ralentissait (11,7 %, après 13,2 % à fin octobre). Les financements obtenus sur le marché monétaire ont en effet progressé de seulement 12,8 %, après 16,3 % à fin octobre, du fait d'un fléchissement sensible de la progression de l'encours de bons du Trésor. La contraction des financements levés par les sociétés s'est atténuée, s'établissant à – 14,1 % à fin novembre, au lieu de – 18,4 % à fin octobre.

Sur le marché obligataire, la croissance annuelle des financements collectés par les agents non financiers est revenue de 11,5 % à fin octobre à 11,1 % à fin novembre. Ce tassement a concerné aussi bien la dette obligataire de l'État (14,7 % à fin novembre, après 14,9 % à fin octobre), que celle des sociétés (0,3 %, après 1,3 %). Les financements obligataires obtenus par les autres agents ont continué de se contracter (– 7,5 % à fin novembre, après – 5,9 % à fin octobre).

Enfin, la croissance annuelle des crédits obtenus auprès des non-résidents s'est sensiblement ralentie (1,1 %, après 3,2 % à fin octobre) et celle des obligations internationales émises par les sociétés est revenue de 4,5 % à fin octobre à 2,3 % à fin novembre.

¹ L'évolution des crédits à l'économie, principale composante de l'EIT, est décrite au paragraphe précédent.

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT

(en données brutes – variations sur douze mois en pourcentage)

	1994	1995		
	Décembre	Septembre	Octobre	Novembre
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL	3,9	5,4	4,9	4,3
– État	18,4	16,7	17,7	14,4
– Sociétés	-1,5	0,4	-1,0	-0,2
– Ménages	0,8	0,7	0,5	0,2
– Autres	-2,4	3,5	2,1	2,2
CRÉDITS	-1,3	1,2	0,3	0,7
– Sociétés	-2,1	0,7	-0,6	0,5
– Ménages	0,8	0,7	0,5	0,2
– Autres	-4,5	4,3	2,6	2,7
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (a)	40,3	19,8	16,3	5,0
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b)	13,4	12,6	13,2	11,7
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>15,3</i>	<i>13,6</i>	<i>16,3</i>	<i>12,8</i>
– État	18,5	18,5	23,4	18,3
– Sociétés	-0,7	-13,2	-18,4	-14,1
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>12,4</i>	<i>11,9</i>	<i>11,5</i>	<i>11,1</i>
– État	14,6	15,6	14,9	14,7
– Sociétés	1,8	1,7	1,3	0,3
– Autres (c)	66,0	-10,4	-5,9	-7,5
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS	17,0	-1,1	3,2	1,1
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	0,9	6,0	4,5	2,3
– Sociétés	0,9	6,0	4,5	2,3

(a) La dette non négociable nette de l'État correspond à la composante « autres créances nettes » de la contrepartie de M3 « créances sur l'État » (monnaies divisionnaires, circuit du Trésor et net des comptes à la Banque de France).
 (b) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents
 (c) Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des administrations publiques hors État et des assurances.

Source et réalisation : Banque de France
 DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 28 18

Mise à jour le 2 février 1996

La contribution des placements monétaires inclus dans M3 à la progression de l'ensemble des contreparties de l'EIT a augmenté, passant de 1,5 point (sur 4,9 points au total) à fin octobre à 2 points (sur 4,3 points) à fin novembre, alors que l'apport des éléments d'épargne contractuelle a peu varié d'un mois sur l'autre (1,5 point à fin octobre, après 1,4 point à fin novembre).

La contribution des placements à caractère obligataire à la croissance des contreparties de l'EIT s'est inscrite en légère baisse. Elle s'est établie à 0,5 point (sur 4,3 points) à fin novembre, après 0,6 point (sur 4,9 points) à fin octobre.

Enfin, les concours nets des non-résidents ont exercé un impact légèrement moins restrictif sur la croissance des contreparties de l'EIT que le mois précédent (-1,1 point à fin novembre sur 4,3 points, après -1,4 point sur 4,9 points à fin octobre).

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) ET SES CONTREPARTIES
Parts dans la progression annuelle

(en données brutes – en points de croissance)

	1994	1995		
	Décembre	Septembre	Octobre	Novembre
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL	3,9	5,4	4,9	4,3
– État	4,5	4,7	4,9	4,1
– Sociétés	-0,6	0,2	-0,3	-0,1
– Ménages	0,2	0,2	0,1	0,1
– Autres	-0,2	0,3	0,2	0,2
CRÉDITS	-0,8	0,7	0,2	0,4
– Sociétés	-0,6	0,2	-0,1	0,1
– Ménages	0,2	0,2	0,1	0,1
– Autres	-0,4	0,3	0,2	0,2
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (a)	0,7	0,6	0,5	0,2
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b)	3,8	4,0	4,1	3,7
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>1,5</i>	<i>1,6</i>	<i>1,8</i>	<i>1,4</i>
– État	1,5	1,8	2,2	1,7
– Sociétés	0,0	-0,2	-0,3	-0,3
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>2,4</i>	<i>2,4</i>	<i>2,3</i>	<i>2,2</i>
– État	2,1	2,3	2,3	2,3
– Sociétés	0,1	0,1	0,1	0,0
– Autres (c)	0,2	-0,1	0,0	0,0
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS	0,2	0,0	0,0	0,0
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	0,0	0,1	0,1	0,0
– Sociétés	0,0	0,1	0,1	0,0
CONTREPARTIES DE L'EIT	3,9	5,4	4,9	4,3
M3	1,0	2,6	1,5	2,0
M4 – M3	0,2	0,2	0,1	0,0
ÉPARGNE CONTRACTUELLE (Éléments de P1) (d)	1,3	1,4	1,4	1,5
PLACEMENTS EN OBLIGATIONS ET TITRES D'OPCVM « OBLIGATIONS »	-0,4	0,5	0,6	0,5
CONCOURS NETS DES NON-RÉSIDENTS	0,2	-1,1	-1,4	-1,1
AUTRES	1,6	1,8	2,7	1,4

(a) La dette non négociable nette de l'État correspond à la composante « autres créances nettes » de la contrepartie de M3 « créances sur l'État » (monnaies divisionnaires, circuit du Trésor et net des comptes à la Banque de France).

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

(c) Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des administrations publiques hors État et des assurances.

(d) Hors épargne collectée par les entreprises d'assurance

Source et réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 28 18

Mise à jour le 2 février 1996

COMMUNICATIONS

LES PRINCIPALES ORIENTATIONS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE POUR 1996

Audition de Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
devant la commission des Finances,
de l'Économie générale et du Plan de l'Assemblée nationale,
à Paris, le 18 janvier 1996

La commission des Finances, de l'Économie générale et du Plan a procédé à l'audition de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France.

Jean-Claude Trichet a indiqué qu'il allait faire part aux membres de la Commission des principales orientations de la politique monétaire pour 1996, telles qu'elles venaient d'être arrêtées le matin même par le Conseil de la politique monétaire. Il a souligné que la primeur de ces informations était ainsi donnée à la représentation nationale, indépendamment de l'annonce, en milieu de journée, de la baisse d'un quart de point des taux d'intérêt directeurs qui relevait de la gestion courante du marché monétaire.

Le gouverneur de la Banque de France a observé que le taux des appels d'offres venait d'être abaissé à 4,20 %, soit 0,3 point de pourcentage en dessous du taux des livrets A, atteignant son plus bas niveau depuis vingt-trois ans, tandis que le taux de prises en pension de 5 à 10 jours était ramené à 5,6 %, son niveau historiquement le plus bas.

Puis Jean-Claude Trichet a rappelé les principaux concepts retenus depuis deux ans par la Banque de France pour déterminer les grandes orientations de la politique monétaire. Après avoir souligné, en premier lieu, que la stabilité des prix constituait le but central assigné à la politique monétaire par la loi, il a indiqué que le Conseil de la politique monétaire retenait comme objectif une hausse des prix en glissement inférieure à 2 % en fin d'année 1996 et à moyen terme. Il a rappelé à ce propos que la hausse des prix avait atteint 1,7 % en moyenne et 1,6 % en glissement en 1994, puis 1,7 % en moyenne et 2,1 % en glissement en 1995.

En second lieu, Jean-Claude Trichet a présenté les deux objectifs intermédiaires de la Banque centrale, l'un d'ordre interne, l'autre d'ordre externe. S'agissant de l'objectif interne, il a indiqué que la hausse de l'agrégat monétaire M3 devrait être de 5 % à moyen terme, sans que soit pour autant déterminé

un « corridor » encadrant les évolutions observées. Il a précisé que l'objectif ainsi défini correspondait, d'une part, à une inflation limitée à 2 % et, d'autre part, à un potentiel de croissance non inflationniste de 2,5 % à moyen terme auquel pouvait être ajouté un « rattrapage » correspondant au retard enregistré par rapport à ce potentiel. Il a indiqué que le Conseil de la politique monétaire entendait parallèlement suivre l'évolution de l'endettement intérieur total contracté par l'ensemble des agents économiques, privés ou publics, par l'intermédiaire du système bancaire ou directement sur les marchés, ainsi que l'évolution des taux d'intérêt à long terme et de la balance des paiements courants.

S'agissant de l'objectif externe, Jean-Claude Trichet a indiqué qu'il s'agissait de préserver la stabilité du franc français au regard du groupe des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen, et qu'au sein de l'Union européenne, sept pays sont totalement stables entre eux sur le plan monétaire depuis neuf ans. Il a estimé que la stabilité monétaire en Europe n'était pas seulement un projet, mais une situation avérée depuis longtemps.

Jean-Claude Trichet a par ailleurs indiqué que le raisonnement tenu par le Conseil de la politique monétaire était fondé sur le respect de l'objectif déterminé par la loi fixant le statut d'indépendance de la Banque de France, à savoir la stabilité des prix. Après avoir rappelé que cet objectif central figurait dans les lois équivalentes en Europe et était expressément prévu par le traité de Maastricht, il a estimé qu'il correspondait aux souhaits des Français, fortement attachés et attentifs à la stabilité des prix. Il a également précisé que le Conseil de la politique monétaire se fondait sur une analyse économique d'ensemble, selon laquelle la préservation de la valeur de la monnaie favorise la stabilité des coûts nominaux, la compétitivité des entreprises françaises et par conséquent la croissance et l'emploi. Soulignant les effets positifs d'une plus grande crédibilité monétaire sur la réduction des « primes de risques » et sur la baisse des taux de marché, il a fait valoir qu'elle permettait un financement plus aisément de l'économie, gage de croissance durable et de créations d'emplois.

S'agissant de l'évolution des taux de marché français au cours des trois derniers mois, le gouverneur de la Banque de France a indiqué que les taux de marché à trois mois avaient baissé de 2,8 points, les taux à deux ans de 1,6 point et les taux à dix ans de 1 point. Il a jugé que cette baisse reflétait une très importante crédibilisation du franc et une anticipation de la réduction des déficits publics, qui résultait notamment de l'affirmation d'une claire stratégie du pouvoir exécutif en matière de finances publiques et de politique européenne. Il a estimé que la Banque de France avait également contribué à l'amélioration des conditions de financement de l'économie grâce aux choix stratégiques qu'elle avait adoptés et a indiqué que des progrès ne pourraient résulter que d'un surcroît de confiance dans la monnaie. Il a en outre souligné que les taux de marché nominaux et réels du franc s'étaient améliorés substantiellement en étant nettement inférieurs à ceux des monnaies flexibles et s'étaient rapprochés des plus bas taux observés dans le mécanisme de change du Système monétaire européen.

Évoquant les prévisions conjoncturelles pour 1996, le gouverneur de la Banque de France a rappelé que le Conseil de la politique monétaire n'était investi d'aucune mission particulière en ce domaine. Il a insisté sur l'extrême difficulté des prévisions relatives au taux de croissance à l'échéance d'un an, rappelant à ce propos les erreurs de prévision commises par beaucoup d'experts pour l'année 1994. Estimant qu'il était plus aisément de prévoir des écarts d'évolution d'une économie à l'autre plutôt que des taux en valeur absolue, il a jugé que la croissance française pourrait être supérieure d'environ un demi-point à celle de l'Allemagne en 1996, comme elle l'a été en 1995, dès lors que l'on assisterait à un retour de la confiance des consommateurs et des investisseurs. Il a indiqué que la Banque de France avait pris les mesures nécessaires, de son côté, pour permettre à l'économie française d'utiliser pleinement ses réserves de croissance. Il a par ailleurs insisté sur la complexité des phénomènes cycliques qui affectent l'économie européenne intégrée, compte tenu notamment de sa dimension, supérieure à celle des États-Unis, soulignant toutefois qu'il ne croyait pas que l'on soit à la veille d'une phase de récession, mais qu'il considérait plutôt la situation actuelle comme un palier sur une tendance qui reste orientée à la croissance.

Philippe Auberger, rapporteur général, s'est interrogé sur le rôle que pouvait jouer la politique monétaire pour permettre à l'économie de retrouver son sentier de croissance potentielle, estimé il y a un an entre 3 % et 3,5 %, ainsi que sur l'évolution des taux à long terme qui lui paraissait plus importante que celle des taux à court terme.

Jean-Claude Trichet a répondu que si le potentiel de croissance non inflationniste à moyen terme pourrait être estimé à un niveau de 2,5 % environ sans compter les effets de « ratrappage », le résultat de 1995 devait être de 2,5 % à 2,6 %, ce qui était voisin. Le Conseil de la politique monétaire ne faisait pas de prévisions pour 1996 mais avait tenu à affirmer que la politique monétaire française s'inscrivait dans le contexte d'une croissance à moyen terme de 2,5 % à 3 % par an. Il a précisé que l'objectif de la politique monétaire était de favoriser une croissance non inflationniste aussi régulière que possible afin d'éviter à la fois les phénomènes de surchauffe et les plans de refroidissement qui en sont la conséquence inéluctable.

Il a confirmé que l'influence des taux à moyen et long terme était dominante pour les ménages et pour l'État et égale à celle des taux courts pour le secteur productif et qu'on pouvait donc se féliciter des baisses observées en 1995 sur toutes les durées, ces baisses ayant été par rapport à janvier 1995 plus prononcées pour les taux longs en raison, notamment, de facteurs internationaux favorables.

Après avoir exprimé son accord sur les orientations à moyen terme de la politique monétaire, Yves Fréville a émis des doutes sur la pertinence de l'actuel indice des prix à la consommation comme instrument de mesure de l'inflation réelle : il a ainsi rappelé que la hausse annuelle de cet indice était actuellement de 2 % environ, alors qu'on observait une baisse des prix dans de nombreux secteurs. Il a par ailleurs estimé que l'objectif de croissance de 5 % de l'agrégrat M3 avait rarement été atteint au cours de la période récente. Il a enfin relevé la faible croissance, au sein de l'endettement intérieur total, de l'endettement des entreprises et des ménages, se demandant si cette stagnation s'expliquait par le niveau des taux ou par une faible propension à consommer et investir.

Yves Deniaud a demandé des informations sur la répercussion par les banques de la diminution des taux de marché compte tenu, notamment, des consignes de prudence auxquelles elles semblent obéir.

Après avoir jugé optimiste le taux de croissance économique retenu pour la détermination de l'objectif de progression de M3 et s'être interrogé sur le caractère durable de l'appréciation du dollar, Gilbert Gantier a relevé que la reprise aux États-Unis s'accompagnait de taux d'intérêt très faibles et considéré que l'état des banques françaises représentait un handicap pour l'économie du pays.

Après avoir estimé que l'on pouvait débattre de la pertinence de l'indice des prix comme indicateur de l'inflation, comme le montrait l'année 1995 au cours de laquelle cet indice n'a progressé que d'environ 2 %, malgré les hausses de la fiscalité indirecte et des tarifs publics, Adrien Zeller a affirmé qu'il convenait de prendre en compte l'équilibre entre l'épargne et l'endettement plutôt que le seul endettement interne total et interrogé le gouverneur sur les effets des taux administrés ainsi que sur la coordination des initiatives des banques centrales française et allemande. Notant que les taux directeurs de la Banque de France atteignaient à présent des niveaux nominaux historiquement bas, il a demandé ce qu'il en était de leur niveau réel.

Maurice Ligot a jugé que l'appartenance du franc au groupe des monnaies fortes du Système monétaire européen entraînait des conséquences néfastes sur la compétitivité de certains secteurs industriels français et s'est demandé si notre monnaie n'était pas surévaluée.

Jean Bousquet a demandé des informations sur les conséquences de l'écart de croissance entre l'Europe et certains groupes de pays comme ceux du Sud-Est asiatique.

Le président Pierre Méhaignerie a interrogé le gouverneur sur la conciliation de l'objectif de stabilité monétaire avec les autres objectifs de politique économique.

Après avoir rappelé que l'objectif d'évolution de l'agrégat M3 de 5 % n'était pas un plafond mais une cible d'évolution moyenne sur le moyen terme, Jean-Claude Trichet a souligné qu'en revanche le taux de progression de 2 % retenu pour les prix ne devait pas être dépassé. Au sujet de l'indice des prix, il a affirmé que de nombreux pays industriels se posaient les mêmes questions sur les méthodes d'analyse de l'inflation mais qu'au niveau mondial il demeurait l'indicateur le plus pertinent. Il a ajouté que, si notre situation était convenable sur ce point, d'autres pays, notamment européens, faisaient mieux et qu'il existait des phénomènes désinflationnistes très puissants qui atteignaient même les États-Unis, ce qui, d'ailleurs, ne pouvait que renforcer le pouvoir d'achat des ménages.

S'agissant des taux d'intérêt effectifs, il a rappelé que de plus en plus d'agents économiques, et notamment des entreprises grandes et moyennes, disposaient désormais d'un accès direct au marché ou à des taux indexés sur ceux du marché, ce qui contribuait à la diffusion très rapide des taux d'intervention de la Banque de France dans l'ensemble de l'économie. Le gouverneur a également souligné que, même si des améliorations pouvaient et devaient être apportées à son fonctionnement, le système bancaire et financier français était fortement concurrentiel, ce qui pesait plus qu'on ne le disait parfois sur les marges d'intermédiation. Il a, à ce propos, précisé qu'il avait dû parfois intervenir afin de rappeler les opérateurs à la prudence dans les conditions de prêt qu'ils consentaient.

Il a par ailleurs jugé que le franc était très compétitif au sein du groupe des monnaies les plus crédibles du Système monétaire européen. D'autres pays avaient des monnaies sous-évaluées, comme les États-Unis, même après l'appréciation récente du dollar, et disposaient donc d'un potentiel d'appréciation de leurs devises. À propos de la conjoncture, il a estimé un peu illusoire la croyance fortement ancrée en France en la possibilité d'un réglage fin de l'activité, estimant que les économies des pays industriels très développés, comme la France, qui disposait d'un niveau de revenu par tête très élevé, étaient soumises à des fluctuations inévitables en raison même de leur degré de développement. Il a souligné que pour cette raison ce qui importait avant tout était la pertinence des stratégies de moyen terme mises en œuvre par le gouvernement et par les banques centrales.

Après avoir rappelé que le Conseil de la politique monétaire n'était pas compétent en matière de taux administrés mais que chacun pouvait observer les modifications relatives des taux de marché, d'une part, et des taux administrés, d'autre part, le gouverneur de la Banque de France a estimé que le suréquilibre des transactions courantes de l'ordre de 1 % du PIB pouvait permettre la mobilisation vers l'investissement d'une masse financière de l'ordre de 80 milliards de francs, soulignant à ce propos l'importance de la contribution de l'investissement à la croissance.

S'agissant du couple franco-allemand, il a déclaré que les banques centrales de ces deux pays cruciaux entretenaient d'excellentes relations au sein du Système monétaire européen et de son mécanisme de change et qu'elles préparaient activement l'avènement de l'Union économique et monétaire dans un grand nombre de groupes de travail, soulignant que ces relations s'inséraient dans les cadres multilatéraux de la construction européenne en matière monétaire.

Le président Pierre Méhaigner a, en conclusion, souligné le souci de stabilité monétaire partagé par un grand nombre de commissaires tout en faisant état des attentes qu'ils constataient dans l'opinion publique concernant les marges de croissance disponibles.

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

1. Publications diffusées par la Banque de France en janvier 1996

Enquête mensuelle de conjoncture n° 142 – janvier 1996

DIRECTION DE LA CONJONCTURE
(Tél. : +33 (1) 42 92 29 30 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 10)

Cahier des titres de créances négociables – décembre 1995

DIRECTION DES MARCHÉS DE CAPITAUX
(Tél. : +33 (1) 42 92 26 95 – Télécopie : +33 (1) 42 92 26 95)

Les Études de l'Observatoire des entreprises – Délais de paiement et solde du crédit interentreprises Statistiques de 1988 à 1994 en nomenclature NAF

DIRECTION DES ENTREPRISES – OBSERVATOIRE DES ENTREPRISES
(Tél. : +33 (1) 42 92 36 20 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 39)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

Bulletin de la Commission bancaire – novembre 1995

Secrétariat général de la Commission bancaire
(Tél. : +33 (1) 42 92 59 31 – Télécopie : +33 (1) 42 92 46 19)
Prix du numéro : FRF 100 TTC

2. Contributions à des publications extérieures

« Méfions-nous des modes sur Maastricht et réduisons les déficits publics »

entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
(*Les Échos* – 22 janvier 1996)

« Le bon sens nous guide »

entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
(*Sud-Ouest* – 25 janvier 1996)

La situation française et l'UEM

entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
(*Süddeutsche Zeitung* – 26 janvier 1996)

« La monnaie fiduciaire a un bel avenir devant elle »

entretien avec Claude Vigier, caissier général
(*La vie des agences* – janvier 1996)

3. Communications des responsables de la Banque de France

Les principales orientations de la politique monétaire pour 1996

audition de Jean-Claude Trichet, gouverneur, devant la commission des Finances, de l'Économie générale et du Plan de l'Assemblée nationale, à Paris, le 18 janvier 1996¹

¹ Texte publié dans le présent *Bulletin*

É T U D E E S

LES MARCHÉS SONT-ILS DEVENUS TROP PUISSANTS ?¹

La déréglementation financière et la globalisation des mouvements de capitaux exercent désormais une influence importante sur la conduite des politiques économiques. Elles ont modifié sensiblement le comportement des autorités monétaires à travers le monde.

ALAIN VIENNEY
Direction générale des Études

Dans un article récent sur ce sujet, l'hebdomadaire britannique *The Economist* a désigné l'« armée électronique des cambistes et des opérateurs sur les marchés obligataires » comme le nouvel ennemi que les gouvernements démocratiques doivent désormais affronter, après les fascistes, les monopoles et quelques autres fléaux.

En réalité, sans reprendre à notre compte ces assimilations abusives, il faut admettre que les relations entre les marchés et les gouvernements (ou les banques centrales) se caractérisent aujourd'hui par une dialectique subtile. On peut en donner deux exemples : aux États-Unis, dans les années trente, c'étaient les banques commerciales qui appelaient de leurs vœux la création d'un organisme investi du monopole de la fourniture de liquidités pour jouer le rôle de prêteur en dernier ressort, et limiter ainsi le risque systémique dans le cadre des systèmes de règlement. À l'inverse, au cours des années quatre-vingt, les banques centrales ont soutenu, voire activé le mouvement de déréglementation financière et de globalisation, qui a rapidement entraîné l'obsolescence de nombre d'indicateurs de la politique monétaire et de tous les instruments reposant sur un contrôle direct.

¹ Cette étude reprend de larges extraits de l'intervention d'Alain Vienney, directeur général des Études, dans le cadre de la conférence du Centre international d'études monétaires et bancaires (CIMB) intitulée « Changements structurels et instabilité des marchés internationaux », à Genève, le 10 novembre 1995.

À première vue, la lutte semble déloyale : ainsi, les réserves de change officielles totales détenues par les institutions monétaires du monde entier ne représentent, approximativement, qu'un dixième du volume total *quotidien* des transactions sur les marchés de change. Toutefois, une telle comparaison peut prêter à confusion, du fait que, actuellement, le pouvoir des banques centrales se fonde essentiellement sur leur crédibilité, qui constitue, indéniablement, un substitut efficace aux réserves de change.

Du point de vue d'un dirigeant de banque centrale, il convient de répondre à deux préoccupations.

- Comment pouvons-nous apprécier les avantages et les inconvénients des marchés financiers mondiaux déréglementés ?
- Quels principes devraient guider notre action vis-à-vis des marchés ?

1. Comment apprécier la déréglementation des marchés ?

En ce qui concerne cette première question, *il semble difficile de ne pas reconnaître que la plupart des pays tirent profit d'une pleine participation aux marchés mondiaux de capitaux* :

- l'affectation de l'épargne et des financements est devenue plus rationnelle ;
- l'efficacité des systèmes financiers nationaux s'est améliorée ;
- les pays de taille petite ou moyenne ont accès à une plus grande variété de financements (et, en conséquence, la possibilité d'un déploiement plus large des investissements s'est développée dans le monde entier) ;
- l'intégration des marchés a encouragé la convergence et/ou l'harmonisation des objectifs et des instruments de politique monétaire et favorisé l'uniformisation des cadres institutionnels. À cet égard, l'évolution vers l'indépendance des banques centrales (qui repose aussi sur des bases théoriques assez solides) est sans aucun doute liée à la nécessité de renforcer la crédibilité monétaire dans le contexte de la concurrence entre des marchés de capitaux très largement intégrés ;
- enfin, ne l'oublions pas, les marchés mondiaux de capitaux exercent une contrainte salutaire sur les décisions des autorités, ce qui pousse à la définition et à la mise en œuvre de politiques budgétaires saines et de politiques monétaires visant à lutter contre l'inflation.

Quoiqu'il en soit, *la mondialisation des marchés de capitaux présente certains risques et certains inconvénients*.

Les risques proviennent des *effets potentiels de contagion sur des marchés interdépendants*. Une pénurie de liquidités, par exemple, peut facilement se propager d'un marché à un autre (que ce soit dans un même pays ou au niveau international). Plus généralement, l'intégration des marchés a entraîné une plus forte instabilité des prix des actifs financiers et peut-être aggravé le risque systémique à l'échelle mondiale.

Les inconvénients découlent de la *rationalité imparfaite des marchés*. Autrement dit, si l'on peut certainement avoir confiance dans la perception des marchés sur le long terme, il faut se défier de leur propension à privilégier le court terme. On peut en trouver une illustration dans certaines attaques spéculatives contre des monnaies de pays du Système monétaire européen (SME) dont les données économiques fondamentales étaient généralement considérées comme satisfaisantes. Dans certains cas, les tensions créées par un courant vendeur à sens unique sur un marché spécifique peuvent susciter une spéculation s'auto-alimentant, et allant au-delà de toute rationalité économique. Dans le même ordre d'idées, on doit aussi mentionner les « bulles spéculatives » qui sont apparues sur les marchés d'actifs au cours des dix dernières années, ainsi que les distorsions qui ont affecté les taux de change de

certaines grandes devises, comme en témoignent de manière récurrente et temporaire, des niveaux de parité aberrants au regard de l'évolution des fondamentaux.

Un autre inconvénient concerne la *conduite de la politique monétaire*. De fait, si l'on peut penser que les banques centrales conservent largement la maîtrise des taux courts, les marchés mondiaux de capitaux les ont incontestablement privées d'une emprise directe sur le reste de la courbe des rendements. La portée de ce phénomène n'est pas négligeable, comme en témoigne la France en 1994, quand la Banque de France a réduit ses taux d'intérêt à court terme de 100 points de base, alors que les taux longs progressaient de 300 points de base sous l'effet de la hausse des taux aux États-Unis. Cela signifie que, pendant cette période, l'orientation moins restrictive de la politique monétaire était compensée, et au-delà, par un accroissement du coût des financements à long terme, lesquels représentent 85 % de l'endettement des ménages et 63 % de la dette publique.

2. Principes d'action

Bien que l'on s'accorde à reconnaître que l'impact de la mondialisation est globalement très positif, cette dernière a modifié sensiblement la manière d'agir et les réactions des autorités monétaires du monde entier. On peut ici ébaucher quelques principes directeurs.

2.1. *Il faut éviter les remèdes qui seraient pires que les inconvénients auxquels on prétend remédier*

À cet égard, il conviendrait d'écartier les propositions visant à accroître les coûts de transaction par la mise en place de taxations et, en définitive, à « mettre du sable dans les rouages de la finance internationale ». Tout d'abord, et cette remarque s'applique tout particulièrement à l'Europe, dans le cadre de la priorité accordée à la stabilité des taux de change, le dilemme devrait être résolu de préférence par un renforcement de la coopération, plutôt que par un durcissement des réglementations. Ensuite, des mesures administratives ne seraient efficaces que si elles étaient appliquées dans le monde entier, ce qui est très improbable. Appliquées seulement par un pays, ou un nombre limité de pays, de façon isolée, elles se traduirraient sans aucun doute par une prime de risque excessive.

2.2. *De toute manière, mieux vaut prévenir que guérir*

Comme on l'a souligné plus haut, les marchés mondiaux de capitaux peuvent faire preuve de myopie et mettre un certain temps à prendre en compte les changements de politique économique et monétaire ; ils ont également une propension aux corrections rapides et assez brutales, allant parfois jusqu'à surréagir. Par conséquent, les gouvernements et les banques centrales devraient s'efforcer d'anticiper et de prévenir les attaques potentiellement déstabilisantes, en poursuivant des politiques budgétaires et monétaires saines.

2.3. *Pour les politiques nationales, mieux vaut s'appuyer sur des règles connues et comprises qu'agir de façon discrétionnaire*

Cette opinion est désormais largement partagée et mise en pratique. Dans le cadre de marchés mondiaux concurrentiels, la politique monétaire ne peut faire l'objet d'un réglage fin ou servir à lutter contre le chômage. Sa principale contribution à la croissance consiste à assurer la stabilité de l'environnement macro-économique, c'est-à-dire qu'elle doit être axée sur la stabilité des prix. Son efficacité repose essentiellement sur la crédibilité, qui nécessite de fixer des objectifs à moyen terme de lutte contre l'inflation et de les atteindre. En ce qui concerne le cadre institutionnel, il est reconnu qu'une banque centrale indépendante est mieux armée pour protéger la politique monétaire des interférences politiques et éviter les incohérences conjoncturelles.

2.4. Au niveau international, enfin, mieux vaut coopérer que rivaliser

Ce principe est dans le droit fil de la remarque précédente et représente la meilleure manière de résoudre le dilemme auquel l'Europe doit faire face en ce qui concerne l'Union économique et monétaire. En outre, on ne doit pas oublier que les marchés surveillent constamment les gouvernements et les banques centrales. Manifestement, les attaques spéculatives sur les marchés de change sont souvent déclenchées et alimentées par des désaccords réels ou supposés entre les responsables de la politique économique. Il ne suffit donc pas de mettre en œuvre des politiques convergentes et cohérentes. Les puissants marchés internationaux exigent également que les gouvernements et les dirigeants de banque centrale leur délivrent des messages plus cohérents et subtils. En d'autres termes, qu'ils utilisent plus efficacement ce qui est devenu l'une de leurs principales armes.

LA VOIE FRANÇAISE VERS LA CROISSANCE NON INFLATIONNISTE¹

La stabilité des prix et du change en France constitue la base pour une saine croissance économique. Au cours de la phase d'amélioration de l'activité observée en 1994 et au début de 1995, la compétitivité des entreprises a été préservée et les facteurs de production demeurent exempts de tensions.

La bonne situation financière des entreprises et des ménages ainsi que la forte baisse de l'ensemble des taux d'intérêt sont autant de facteurs qui devraient permettre un rebond de l'activité.

ALAIN VIENNEY
Direction générale des Études

1. La stabilité des prix et du change constitue la base pour une saine croissance économique

Comme on a pu le constater clairement en 1994 et au début de 1995, l'amélioration prononcée de l'activité économique en France n'a pas suscité de craintes inflationnistes. La France a amorcé une reprise dynamique après la récession de 1993, avec une progression du PIB, en glissement annuel, de 4,3 % en 1994 et d'environ 2,6 % en 1995. Cette vigoureuse croissance s'est avérée vertueuse, s'accompagnant d'une forte création d'emplois sans pour autant entraîner de tensions inflationnistes.

1.1. L'inflation a été soigneusement maîtrisée et la compétitivité préservée

La stabilité des prix est, bien entendu, le principal objectif de la Banque de France, qui bénéficie d'une complète indépendance depuis le début de 1994. Selon le récent rapport de l'Institut monétaire européen (IME) sur les progrès de la convergence, la France est l'un des onze pays de l'Union sur quinze qui, en 1995, ont satisfait au critère de stabilité des prix. Avec une hausse des prix de 2,1 % pour la période de douze mois achevée en décembre 1995, la France est l'un des pays présentant l'inflation la plus faible. Même la récente hausse de la TVA en juillet dernier (deux points qui s'appliquent à près de 50 % de la consommation privée) n'a pas porté le glissement annuel de l'inflation au-delà de 2,1 % en 1995. L'inflation sous-jacente s'est établie à 1,2 % en décembre 1995, contre 1,5 % en décembre 1994.

¹ Cette étude reprend de larges extraits de l'intervention d'Alain Vienney, directeur général des Études, à Londres, le 17 janvier 1996.

La maîtrise de la hausse des prix est une composante essentielle de la *compétitivité* française. La stabilité du taux de change et une hausse modérée des coûts unitaires de main-d'œuvre sont au cœur de la stratégie française pour améliorer la compétitivité prix et hors prix. Cette stratégie, adoptée en 1983, a été poursuivie résolument depuis 1987.

Avec huit autres monnaies sur quinze, le *franc français* participe au mécanisme de change du Système monétaire européen. Au sein de ce mécanisme, sa parité centrale vis-à-vis des autres monnaies stables n'a pas varié depuis 1987 et les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des États membres de l'Union européenne ont réaffirmé à plusieurs reprises la validité de cette parité centrale au regard des données économiques fondamentales, tout particulièrement en août 1993 quand les marges de fluctuation ont été élargies à 15 %. En fait, malgré un environnement international défavorable, marqué jusqu'à une date récente par un affaiblissement du dollar, et en dépit des incertitudes politiques de la période qui a précédé, en France, les élections présidentielles, le franc est resté relativement proche de sa parité centrale pendant la majeure partie de 1995. Ainsi, son taux de change effectif par rapport aux monnaies du mécanisme de change est demeuré stable, tandis que des résultats meilleurs que ceux des autres pays participants en matière de hausse des prix accroissaient la compétitivité. Par rapport à un panier de monnaies plus important, le franc a eu tendance à se valoriser légèrement depuis 1992, ce qui reflète l'appréciation nominale contre le dollar et les monnaies européennes hors mécanisme de change. Toutefois, la compétitivité prix est restée proche de son niveau de 1986-1987, notamment parce que l'inflation a été nettement plus élevée dans les pays qui ont enregistré des dépréciations importantes de leur taux de change depuis 1992.

Dans ce cadre de stabilité monétaire interne et externe, les *résultats des échanges commerciaux* sont tout à fait satisfaisants. En 1995, l'excédent commercial devrait s'établir à environ 103 milliards de francs, soit 1,3 % du PIB. La balance des opérations courantes s'améliore constamment depuis 1991. Alors que l'Allemagne accuse un déficit des opérations courantes représentant 1 % du PIB, la France affiche un excédent supérieur à 1 %. Ce résultat ne peut être expliqué que partiellement par l'amélioration des termes de l'échange et la faiblesse de la demande interne. En effet, il existait déjà un solde positif important en 1994, au moment où la formation de stocks et l'investissement dopaient les importations. L'excédent français est imputable aux progrès de nos entreprises, tant à l'étranger que sur le marché national. Les soldes commerciaux avec le Royaume-Uni et l'Espagne sont nettement excédentaires et les échanges avec l'Allemagne et l'Italie sont équilibrés depuis le milieu de l'année 1995.

1.2. Il n'y a pas de tensions sur les facteurs de production

La vigueur de la reprise en 1994 et au début de 1995 a fait craindre à certains observateurs une résurgence des tensions sur les capacités de production. Parallèlement, l'amélioration de la situation sur le marché du travail aurait pu provoquer un dérapage sur les taux de salaire. Néanmoins, l'inflation ne s'est pas accélérée.

En fait, les *capacités de production des entreprises* n'ont pas été utilisées au maximum et les taux d'utilisation des capacités sont simplement revenus à leur niveau moyen historique de 84 %. Le redressement de l'investissement est allé de pair avec la croissance de la production. La reprise conjoncturelle a déclenché un nouveau cycle d'investissement, qui a mis fin au fléchissement pratiquement ininterrompu enregistré depuis 1991 en ce domaine. La hausse des investissements des entreprises s'est établie à 4,8 % en 1995, contre 0,8 % en 1994 et un recul de 9,1 % en 1993. Cette augmentation des investissements est particulièrement bienvenue, car elle va accroître les capacités de production.

On a également assisté à une évolution positive sur le *marché du travail*. La reprise a donné lieu à de nombreuses créations de nouveaux emplois : 230 000 en 1994, dont 160 000 dans le secteur des sociétés et quasi-sociétés. En glissement annuel, la progression de l'emploi s'établissait à 1,3 % à la fin du troisième trimestre de 1995. Par ailleurs, malgré une augmentation de 4 % du salaire minimum en juillet 1995, les salaires du secteur privé ne se sont accrus que de 2,5 % en glissement annuel, et, selon toute probabilité, devraient subir un léger ralentissement dans un avenir proche.

De plus, la demande n'a pas été stimulée par une expansion significative du crédit (0,2 % seulement à fin octobre). La progression des crédits au secteur privé est restée limitée et n'a pas entraîné une création monétaire excessive. En 1995, l'augmentation de l'agrégat M3 (3,9 % à fin novembre) est demeurée en deçà de l'objectif de moyen terme fixé par le Conseil de la politique monétaire.

En définitive, la marge de capacités disponibles de l'économie française était sur le point de disparaître dans le courant de 1995, sans émergence de tensions inflationnistes, quand le récent ralentissement de l'économie mondiale s'est amorcé. Même si, à notre avis, il ne devrait pas durer très longtemps, il pèsera sur la croissance moyenne de 1996. Néanmoins, nous continuons de prévoir un taux de croissance d'environ 2 % en 1996 et de 2,5 % à 3 % en 1997.

2. Les conditions d'un rebond de l'activité semblent réunies

L'une des principales caractéristiques de la récente reprise est qu'elle n'a pas été stimulée par l'expansion du crédit ou une relance budgétaire, contrairement à la reprise du milieu des années quatre-vingt.

En conséquence, il faudra plus de temps pour parvenir à une croissance régulière, mais, en fin de compte, elle sera plus durable. Examinons maintenant les raisons pour lesquelles le rééquilibrage de notre politique économique devrait favoriser la croissance.

2.1. *Les ménages et les entreprises bénéficient d'une situation financière saine*

Le fait est patent en ce qui concerne les *entreprises*. Depuis les années quatre-vingt, elles se sont adaptées au nouvel environnement de stabilité interne et externe de la monnaie en réduisant les coûts sans discontinuer et en préservant leurs marges bénéficiaires. Elles ont pu le faire même en 1993, au creux de la récession. Leur *cash flow* est actuellement supérieur de 15 % à leurs investissements.

Cela signifie qu'elles poursuivent leur désendettement. Leur dette totale représente désormais moins de 6 ans de *cash flow*, contre plus de 7 ans en 1993, et, en règle générale, plus de 8 ans au début des années quatre-vingt. Les enquêtes montrent que, dans l'ensemble, l'investissement ne se heurte pas à des contraintes de financement.

En ce qui concerne les *ménages*, leur revenu réel disponible a fortement augmenté jusqu'au milieu de 1995 : l'an dernier, il a progressé en moyenne de 2,9 %, contre 0,9 % en 1994 et 0,4 % en 1993. Cette accélération du pouvoir d'achat résulte principalement d'un accroissement de l'emploi. La consommation, qui avait continué d'augmenter même au plus fort de la récession, a donc également commencé à s'accélérer, certes sans grand dynamisme, avec une croissance au troisième trimestre de 1,7 % en glissement annuel.

L'économie française doit donc faire face à un *niveau élevé d'épargne* qu'il est difficile d'appréhender à l'aide des outils économétriques traditionnels. Il n'est pas facile d'interpréter le comportement des consommateurs en utilisant les déterminants habituels comme le pouvoir d'achat du revenu disponible, l'inflation et les taux d'intérêt débiteurs. De fait, ces déterminants n'ont pas permis d'expliquer complètement la remontée d'un point du taux d'épargne des ménages entre le premier semestre de 1994 et le second semestre de 1995. Les consommateurs semblent avoir adopté un comportement attentiste qui s'est encore accentué depuis la fin de l'été.

Cette évolution s'est reflétée dans l'*effort de désendettement des ménages*. Même si, en comparaison avec d'autres pays, l'endettement des ménages français n'est pas excessif, ces derniers continuent de le réduire, alors qu'il représente moins de 50 % du revenu disponible actuel.

Les ménages ont, semble-t-il, développé une vision de long terme et ils apparaissent réticents à emprunter en période d'incertitudes. On peut supposer que, pour partie, l'accroissement inexplicable du taux d'épargne des ménages est imputable à un surcroît d'épargne de précaution contre les risques macro-économiques, comme le chômage, et à l'attente de mesures budgétaires.

De fait, un climat de plus grande confiance est nécessaire pour assurer une croissance saine de l'économie. Il devrait bénéficier du dosage actuel des politiques budgétaire et monétaire.

Pour les responsables de la politique économique, c'est la politique budgétaire qui doit intervenir en premier lieu.

2.2. Une plus grande crédibilité de la politique budgétaire devrait améliorer la confiance

2.2.1. En France, comme dans nombre d'autres pays, le diagnostic concernant le secteur public est relativement clair. Pendant de nombreuses années, la France a pu se permettre d'offrir des prestations sociales très généreuses sans enregistrer en contrepartie de graves déséquilibres budgétaires. Malgré cette générosité sur le plan social, le niveau de la dette publique figure parmi les plus faibles au monde (à quelque 50 % du PIB), et il est même inférieur si l'on prend en compte les actifs considérables détenus par l'État. Toutefois, le caractère soutenable de cette situation est désormais remis en question. La forte tendance à la hausse des dépenses sociales est aggravée par le vieillissement de la population, alors même que le taux de chômage structurel demeure élevé. Il s'ensuit que la politique économique devrait viser à accroître la productivité et à faire baisser le chômage structurel, afin de générer davantage de recettes fiscales. Elle doit également éliminer les dépenses publiques inefficaces, afin de renforcer les performances des actifs détenus par l'État. Cette politique est progressivement mise en œuvre et mettra un certain temps à produire des résultats.

Toutefois, elle ne sera pleinement crédible aux yeux du public, des marchés de capitaux et de la Banque centrale elle-même que si l'on parvient à réduire rapidement le déficit budgétaire structurel. La récession de 1993 a porté le besoin de financement du secteur public à 6,1 % du PIB. Il s'est ensuite stabilisé à ce niveau en 1994 et, malgré le retour à la croissance, il est demeuré légèrement supérieur à 5 % en 1995, comme l'indique le projet de loi budgétaire de 1996. Le déficit structurel s'établit donc toujours à 3 %-4 % du PIB. De plus, le gouvernement français s'est clairement engagé à *respecter les critères de Maastricht dans les délais prévus*.

2.2.2. Bien qu'il soit toujours difficile de resserrer fortement la politique budgétaire pendant une année d'élections, la plupart des mesures nécessaires ont été décidées avant la fin de 1995, tant dans la loi de finances que dans le plan sur la réforme de la Sécurité sociale. Ainsi, le gouvernement a réaffirmé son engagement de ramener le besoin de financement public à 3 % du PIB en 1997, avant le démarrage de la

troisième phase de l'Union économique et monétaire. Il a présenté un plan de rééquilibrage des comptes de la Sécurité sociale, qui doit entrer en vigueur au début de 1996. Dans l'intervalle, plusieurs mesures micro-économiques visant à fournir des emplois aux travailleurs non qualifiés et à réduire les coûts salariaux de ces emplois ont été introduites.

À notre avis, la politique économique du gouvernement est désormais crédible et suffisamment claire pour contribuer à dissiper l'incertitude qui pèse sur le comportement des consommateurs, bien que les mesures d'ajustement définies dans le plan visant à éliminer le déficit de la Sécurité sociale soient essentiellement financées par les ménages, qui y participeront pour 41 milliards de francs en 1996 et 57 milliards en 1997. Si cette interprétation est correcte, le resserrement budgétaire devrait favoriser une baisse du taux d'épargne des ménages. Dans l'hypothèse d'une réduction d'un point du taux d'épargne en 1996, la consommation pourrait augmenter de 1,4 %, résultat qui serait légèrement inférieur à la hausse enregistrée en 1995.

L'opinion des marchés de capitaux et la politique monétaire de la Banque de France peuvent toutes deux être influencées par une orientation budgétaire plus saine, qui contribuera également à soutenir la croissance.

2.3. La crédibilité de la politique monétaire a été renforcée

La pérennité de la stabilité des prix se traduit par une diminution de la prime de risque intégrée dans les taux d'intérêt français. En février dernier, dans le Bulletin trimestriel de la Banque d'Angleterre, le directeur des Études économiques de la Banque, M. Mervyn King, écrivait : « À partir de 1983, la France a amorcé une transformation de sa politique monétaire avec sa participation au mécanisme de change européen, le développement d'un consensus des hommes politiques de tous bords en faveur de la stabilité des prix et, à présent, l'indépendance de la Banque centrale. Le résultat est clair. L'écart entre les rendements obligataires français et allemands a pratiquement disparu ».

Malheureusement, en 1994, la remontée des taux d'intérêt à long terme a été plus forte en France qu'en Allemagne. Deux raisons de ce phénomène méritent d'être mentionnées. Tout d'abord, les marchés de capitaux, qui conservent très longtemps en mémoire les évolutions passées des taux de change et de l'inflation, tardent à prendre en compte les événements institutionnels nouveaux, comme les progrès sur la voie de l'indépendance des banques centrales. Ensuite, le déficit budgétaire était déjà assez élevé en 1994, ce qui a jeté le doute sur la capacité de la France à participer à l'Union monétaire dans les délais prévus. De ce fait, l'évolution à long terme du taux de change demeurait entachée de quelque incertitude.

Désormais, les marchés peuvent bien constater que l'indépendance de la Banque de France constitue une garantie contre la résurgence des déséquilibres macro-économiques et de l'inflation, ce qui lui permet de réduire ses taux directeurs à mesure que la politique budgétaire vise à la réduction des déficits publics et que le franc se renforce. Les taux d'intérêt à long terme peuvent refléter cette amélioration des anticipations et converger vers le niveau des taux allemands. Le taux au jour le jour est actuellement¹ de 4,5 %, en France, soit 0,7 point de plus qu'en Allemagne. Le rendement des obligations d'État à 10 ans est revenu à 6,3 %, soit 0,5 point de plus que le taux allemand correspondant. La pente de la courbe des rendements est désormais assez accentuée, avec un écart entre la partie courte et la partie longue proche de deux points.

L'orientation actuelle de cette politique pourra être maintenue, tant que les autres indicateurs monétaires demeureront favorables.

C'est le cas pour le taux de change, avec le raffermissement du franc contre le deutschemark et le retour à l'ancienne marge de fluctuation étroite du mécanisme de change européen.

¹ Les taux cités sont ceux observés à la mi-janvier.

Cela vaut également pour les agrégats monétaires. La croissance de M3 est restée légèrement en dessous de l'objectif à moyen terme de 5 %. La progression du crédit se redresse, mais demeure faible. L'endettement intérieur total s'est accru en 1995 à son rythme tendanciel d'environ 5 %.

Globalement, on peut estimer que la crédibilité de la politique monétaire s'est renforcée, tout particulièrement pendant les mouvements sociaux de décembre dernier.

S'il a été possible d'améliorer le dosage de la politique économique française, de nouvelles incertitudes ont surgi en 1995 en ce qui concerne les perspectives de l'économie mondiale. Le ralentissement prévisible de la croissance en Europe, aussi bien qu'aux États-Unis, et la situation économique encore relativement médiocre du Japon devraient peser sur la demande extérieure. Cette évolution est préoccupante, mais elle devrait contribuer à favoriser une réforme des structures de l'économie française. Cela s'applique également à l'Allemagne, où la nécessité d'une plus grande flexibilité et d'un renforcement de la compétitivité se fait particulièrement sentir. L'an dernier, la Banque de France a déjà adressé des messages de cette nature au gouvernement, et celui-ci a récemment réaffirmé son intention de mettre en œuvre des réformes dans divers domaines, tels que la durée de travail, l'éducation, les régimes d'apprentissage et la fiscalité.

Ces réformes ayant clairement été engagées, et la Banque de France assurant un cadre de stabilité et de crédibilité, il apparaît, en l'absence de tensions sur la production et le marché du travail, que les composantes de la confiance sont en place et devraient bientôt ramener l'économie sur la voie de la croissance.

ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE AU 31 DÉCEMBRE 1993

La Banque de France (direction de la Balance des paiements) réalise depuis 1989 une enquête annuelle sur l'encours des investissements étrangers dans les entreprises industrielles et commerciales, les établissements de crédit et les compagnies d'assurances implantées en France.

À la fin de 1993¹, cet encours s'élevait à 608,4 milliards de francs, contre 551,8 milliards en 1992 (soit une progression de 14 % entre les deux recensements) et provenait des investissements directs effectués en France par 8 594 investisseurs non résidents dans 7 177 entreprises résidentes.

Constituant un des éléments de la position extérieure de la France, les résultats ci-après seront intégrés, avec ceux au 31 décembre 1994¹, dans le rapport sur la balance des paiements et la position extérieure de la France en 1995 qui sera publié en juillet 1996 sous le double timbre du ministère de l'Économie et des Finances et de la Banque de France.

SYLVIE BÉNECH-CALVET
Direction de la Balance des paiements
Service des Investissements et des Placements extérieurs (SIPEX)

¹ En raison des progrès réalisés pour réduire sensiblement les délais d'élaboration des chiffres, les résultats de l'encours au 31 décembre 1994 seront publiés au deuxième trimestre 1996. Ils s'inscriront dans le cadre d'une étude qui traitera notamment du positionnement respectif des principaux pays bénéficiaires des flux d'investissement direct.

1. Vue d'ensemble

1.1. Résultats globaux

Au 31 décembre 1993, l'encours¹ des investissements étrangers en France s'élève, en valeur comptable, à 608,4 milliards de francs, après 551,8 milliards à fin décembre 1992 et 506,6 milliards à fin 1991. Le rythme de progression de l'encours en 1993 retrouve pratiquement son niveau de 1991 (14,0 %, contre 14,2 % en 1991), après avoir sensiblement ralenti en 1992 (+ 8,9 %). Cette tendance devrait de nouveau s'inverser en 1994, du fait de la contraction des nouvelles implantations nettes de l'étranger en 1994.

ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE				
	<i>(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>			
	31 décembre 1991 (a)	31 décembre 1992	31 décembre 1993	Variation 1993/1992
Capitaux propres (b).....	460,8	499,4	569,5	14,0
dont : – Secteur industriel et commercial.....	388,9	406,5	451,7	11,1
– Secteur du crédit.....	59,8	81,1	104,9	29,3
– Secteur des assurances.....	12,1	11,8	12,9	+9,3
Prêts à long terme des maisons mères non résidentes aux résidents affiliés.....	45,8	52,4	38,9	-25,8
dont : – Secteur industriel et commercial.....	31,5	34,4	28,8	-16,3
– Secteur du crédit.....	10,7	14,7	8,0	-45,6
– Secteur des assurances.....	3,6	3,3	2,1	-36,4
Total	506,6	551,8	608,4	10,3

(a) Chiffres révisés
(b) Les capitaux propres intègrent les bénéfices réinvestis par les sociétés non résidentes en France.

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 15 janvier 1996

L'accroissement de l'investissement étranger en France (hors prêts des maisons mères non résidentes à leurs affiliés) tient pour une large part au développement des opérations dans le secteur du crédit² (+ 75,4 % entre 1991 et 1993). Le secteur industriel et commercial connaît une progression plus modeste (+ 16,1 %). Le secteur des assurances reste relativement stable (+ 6,6 %).

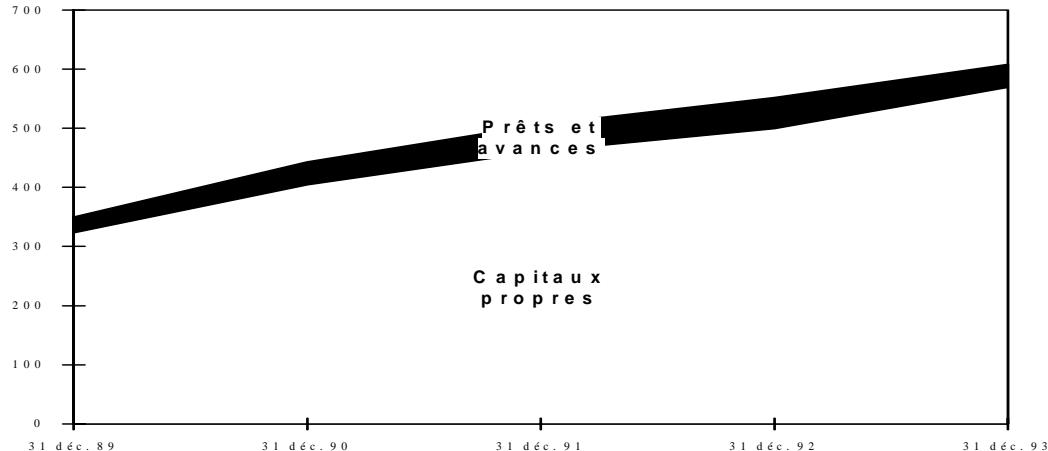
Par rapport à 1989, date d'établissement du premier encours, le taux de progression globale est de 73,7 %, ce qui représente un taux d'accroissement moyen annuel de 14,8 %.

¹ Seules sont prises en compte dans le calcul de l'encours les participations directes de l'étranger. De ce fait, les participations de second rang détenues en France par le réseau de filiales des entreprises non résidentes ne sont pas comprises dans ce recensement.

² Le secteur du crédit regroupe le secteur bancaire et celui des auxiliaires financiers.

ÉVOLUTION DE L'ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE DE 1989 À 1993

en milliards de francs



Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements
 SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 15 janvier 1996

1.2. Structure par zone géographique

La structure géographique de l'encours marque une très grande stabilité d'une année sur l'autre et reste concentrée sur un nombre limité de pays. Les pays de l'OCDE sont, ainsi, à l'origine de la quasi-totalité de l'encours (95,5 %). La part de l'Union européenne est en très légère progression (59,5 %, au lieu de 58,8 % à la fin décembre 1992). Les investissements en provenance des pays hors OCDE restent marginaux (3,5 % de l'encours total).

RÉPARTITION PAR ZONES GÉOGRAPHIQUES DE LA NATIONALITÉ DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE

(encours en milliards de francs – répartition en pourcentage)

	Au 31 décembre 1992		Au 31 décembre 1993			
	Encours total	Répartition	Capitaux propres	Prêts et avances	Encours total	Répartition
OCDE	524,6	95,1	543,6	37,3	580,9	95,5
- Union européenne.....	324,7	58,8	340,0	22,0	362,0	59,5
- AELE	77,6	14,1	82,2	3,0	85,2	14,0
- Autres pays de l'OCDE.....	122,3	22,2	121,4	12,3	133,7	22,0
Pays hors OCDE	19,9	3,6	25,9	1,6	27,5	3,5
- Pays de l'Europe de l'Est.....	4,8	0,9	4,1	–	4,1	0,7
- Pays d'Amérique latine.....	3,4	0,6	3,0	0,2	3,2	0,5
- Pays du Maghreb.....	1,7	0,3	2,2	–	2,2	0,3
- Pays de la zone franc.....	1,3	0,2	1,1	0,1	1,2	0,2
- Reste du monde.....	8,7	1,6	9,6	1,4	11,0	1,8
Indéterminés.....	7,3	1,3	5,9	(0,1)	5,8	1,0
Total	551,8	100,0	569,5	38,9	608,4	100,0

Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements
 SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 15 janvier 1996

1.3. Structure par secteur d'activité

En France, trois secteurs d'activité reçoivent à eux seuls près de 55 % des investissements directs étrangers, avec une forte prédominance des secteurs des holdings et du crédit, le troisième étant le commerce.

La part des holdings (24,2 %) — qui abritent des filiales résidentes de grands groupes étrangers — est en progression constante.

Le secteur du crédit attire plus particulièrement les investisseurs britanniques (31 %), tandis que le secteur « récupération, réparation, commerce » accueille plutôt des investisseurs américains et allemands (respectivement 25 % et 18 % de l'encours).

Le secteur du matériel électrique et électronique connaît également un développement rapide (+ 29,4 % entre 1992 et 1993), confirmant la tendance déjà observée lors du précédent recensement. La restructuration du groupe Alcatel, avec la présence aux Pays-Bas du holding Alcatel NV qui réinvestit dans les filiales du groupe installées en France, explique ce mouvement.

PRINCIPAUX SECTEURS AYANT FAIT L'OBJET D'INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS

(montant en milliards de francs – répartition en pourcentage)

	31 décembre 1992		31 décembre 1993	
	Montants	Répartition	Montants	Répartition
Holdings.....	121,8	22,1	147,4	24,2
Crédit.....	95,8	17,4	112,9	18,6
Récupération, réparation, commerce.....	58,5	10,6	62,4	10,3
Produits chimiques.....	45,0	8,2	53,8	8,8
Alimentation, boisson, tabac.....	28,2	5,1	32,6	5,4
Matériel électrique et électronique.....	23,8	4,3	30,8	5,1
Énergie (a).....	27,9	5,1	27,0	4,4
Matériel de transport	19,5	3,5	22,2	3,6
Autres services marchands.....	18,0	3,3	16,1	2,6
Papier, presse, imprimerie, édition.....	15,1	2,7	15,1	2,5
Assurances.....	15,1	2,7	15,0	2,5
Autres.....	83,1	15,0	73,1	12,0
Total.....	551,8	100,0	608,4	100,0

(a) Le secteur « Énergie » regroupe les secteurs « houille-lignite-pétrole brut et gaz naturel » et « autres sources d'énergie ».

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 15 janvier 1996

1.4. Degré de contrôle de l'investissement direct

Les investisseurs étrangers exercent un contrôle majoritaire dans presque 80 % des sociétés résidentes recensées ; les montants correspondant à ces prises de participations majoritaires représentent 86 % du stock. La stratégie des entreprises non résidentes semble répondre à un objectif d'implantation durable en France.

RÉPARTITION DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FONCTION DU POURCENTAGE DÉTENU À FIN 1993

(montant en milliards de francs – répartition en pourcentage)

Quote-part détenue	Nombre de sociétés investies	Répartition	Montant de l'investissement	Répartition
Filiales :				
– 50 % à 90 %	1 183	16,5	77,4	12,7
– Plus de 90 %	4 543	63,3	444,6	73,1
Sous-total.....	5 726	79,8	522,0	85,8
Participations :				
– 10 % à 20 %	632	8,8	32,7	5,4
– 20 % à 50 %	819	11,4	53,7	8,8
Sous-total.....	1 451	20,2	86,4	14,2
Total.....	7 177	100,0	608,4	100,0

Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements
 SIPEX - Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 15 janvier 1996

2. Positionnement géographique et sectoriel des principaux pays d'origine des investissements étrangers en France

Les chiffres présentés ci-après doivent être interprétés avec prudence dans la mesure où la ventilation géographique des investissements de l'étranger est limitée aux participations détenues directement par des agents non résidents.

PRINCIPAUX PAYS D'ORIGINE DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE

(montant en milliards de francs – répartition en pourcentage)

Secteurs émetteurs non résidents	Au 31 décembre 1991		Au 31 décembre 1992		Au 31 décembre 1993	
	Montants	Répartition	Montants	Répartition	Montants	Répartition
Pays-Bas.....	102,6	20,3	119,9	21,7	115,7	19,0
États-Unis.....	97,5	19,3	99,5	18,0	111,6	18,3
Royaume-Uni.....	61,5	12,1	68,2	12,4	77,7	12,8
Allemagne.....	52,4	10,3	51,5	9,3	59,7	9,8
Suisse	50,8	10,0	50,6	9,2	57,8	9,5
UEBL.....	30,7	6,1	42,6	7,7	52,6	8,6
dont :						
– Belgique					47,1	7,7
– Luxembourg.....					5,5	0,9
Italie	28,6	5,6	33,4	6,1	46,5	7,6
Suède.....	23,5	4,6	21,1	3,8	20,2	3,3
Japon	15,8	3,1	18,3	3,3	17,4	2,9
Espagne	4,4	0,9	5,8	1,1	6,6	1,1
Autres pays.....	38,8	7,7	40,9	7,4	42,6	7,1
Total	506,6	100,0	551,8	100,0	608,4	100,0

Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements
 SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 15 janvier 1996

Les Pays-Bas s'inscrivent à nouveau à la première place des pays investisseurs, avec 19 % de l'encours d'investissements directs étrangers. Cependant, les investisseurs « réellement » néerlandais sont en nombre limité dans la mesure où des entreprises « françaises » conservant une identité nationale forte y ont installé des holdings afin de bénéficier de dispositions fiscales, ces holdings réinvestissant ensuite en France. L'exemple type, souvent cité, concerne le groupe Alcatel, dont le holding financier Alcatel NV, détenu à 100 % par la Compagnie financière Alcatel, se trouve aux Pays-Bas. Les secteurs du matériel électrique et électronique (Alcatel France), de l'énergie (Shell) et du papier, presse, imprimerie (Kaysersberg) sont les principaux bénéficiaires des investissements directs en provenance des Pays-Bas.

Viennent ensuite les États-Unis (18,3 % de l'encours total), qui enregistrent une progression de leur encours de 12,2 % entre 1992 et 1993, confirmant ainsi une volonté de maintenir leurs positions en France afin de consolider leurs parts de marché, notamment, dans le domaine informatique. Les États-Unis se démarquent par l'ancienneté de leurs investissements. Ils sont particulièrement implantés dans le secteur de l'énergie (Esso SAF), dans le secteur des machines de bureau (IBM, Hewlett-Packard) et dans celui du matériel électrique et électronique (Alcatel Alsthom au travers de la prise de participation d'ITT).

Le Royaume-Uni renforce sa position au troisième rang grâce à plusieurs opérations d'envergure qui se sont inscrites dans le cadre d'une reprise globale des investissements britanniques à l'étranger observée à partir de 1993. Parmi celles-ci on citera la prise de contrôle de Financière Darty par Kingfisher PLC dans le secteur du commerce en 1993. Le domaine du crédit reste toutefois la cible privilégiée des entreprises britanniques (Guinness France, Barclays Bank, Jacques Rober). En 1993, la France a constitué la principale terre d'accueil européenne des acquisitions du Royaume-Uni (cf. l'étude sur les investissements britanniques en France publiée dans les *Notes bleues* du ministère de l'Économie et des Finances du 1^{er} au 15 juin 1995).

Parmi les autres pays de l'Union européenne, il convient de noter la performance de l'Italie, qui voit son encours fortement progresser (+ 39,2 % entre 1992 et 1993) à la suite de la prise de participation de Eridania Zuccherifici Nazionali dans le capital d'European Sugars France, et de la création de la société Sofind par Ifil Finanziara di participazioni, entreprises appartenant respectivement aux secteurs de l'alimentation et des holdings.

CLASSEMENT DES 20 PREMIÈRES ENTREPRISES RÉSIDENTES « INVESTIES »

Entreprises résidentes « investies »	Investisseurs non résidents
Alcatel France	Acaltel NV (Pays-Bas)
Guinness France.....	Guinness PLC (Royaume-Uni)
Société des Pétroles Shell.....	Shell Petroleum (Pays-Bas)
Jacques Rober.....	Guinness PLC (Royaume-Uni)
Renault	Volvo AB (Suède)
European Sugars France.....	Eridiana Zuccherifici Nazionali (Italie)
Eridania-Beghin Say.....	Finanziara Agroindustriale SPA (Italie)
IBM France	IBM Corp. (États-Unis)
Alcatel Alsthom.....	ITT Corp. (États-Unis)
BP France.....	BP Europe (Royaume-Uni)
Alcatel Câble.....	Alcatel NV (Pays-Bas)
Gec Alsthom.....	Gec Alsthom NV (Pays-Bas)
Source et réalisation :	Banque de France
	Direction de la Balance des paiements
	SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25
	Mise à jour le 15 janvier 1996

**PRINCIPALES ENTREPRISES AYANT FAIT L'OBJET D'INVESTISSEMENTS
ÉTRANGERS PAR SECTEURS D'ACTIVITÉ « INVESTIS »**

Secteurs d'activité	Principales entreprises ayant fait l'objet d'investissements étrangers
Énergie (a).....	Société des Pétroles Shell, BP France, Esso SAF, Nersa, Eurodif
Produits chimiques.....	Rhône Poulenc Rorer SA, Kodak Pathé, Ciba Geigy
Machines de bureau et matériel de précision.....	IBM France
Matériel électrique et électronique.....	Alcatel Alsthom, Alcatel Câble, Gec Alsthom
Matériel de transport.....	Renault
Alimentation, boisson, tabac.....	Eridania-Behin Say, European Sugars France, Mumm GH
Papier, presse, imprimerie, édition.....	Arjo Wiggins, Kaysersberg, Aussedat Rey
Récupération, réparation, commerce.....	Du Pont de Nemours France, Ford France
Crédit	Guinness France, Jacques Rober, Parfinance
Assurances	Via Assurances Vie, Allianz Europe France
Autres services marchands.....	Schlumberger services, Manpower France, Sema group
Holdings.....	Alcatel France, Unilever France, Nestlé France
(a) Le secteur « Énergie » regroupe les secteurs « houille-lignite-pétrole brut et gaz naturel » et « autres sources d'énergie ».	
Source et réalisation :	Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25
	Mise à jour le 15 janvier 1996

DOSSIERS

Encours des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1993

ANNEXE 1

**ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE
DE 1990 à 1993***(en milliards de francs)*

	Capital	Autres capitaux propres	Total capitaux propres	Prêts et avances	Encours total
31 décembre 1989.....	137,4	185,4	322,8	27,5	350,3
31 décembre 1990.....	169,5	234,9	404,4	39,3	443,7
31 décembre 1991 (a).....	213,3	247,5	460,8	45,8	506,6
31 décembre 1992.....	238,4	261,0	499,4	52,4	551,8
31 décembre 1993.....	277,2	292,3	569,5	38,9	608,4

(a) Chiffres révisés

Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements
 SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 15 janvier 1996

POPULATION RECENSÉE

	Entreprises résidentes « investies »	Investisseurs non résidents
Au 31 décembre 1989.....	5 497	8 351
Au 31 décembre 1990.....	6 748	9 287
Au 31 décembre 1991.....	7 628	9 075
Au 31 décembre 1992.....	7 097	9 290
Au 31 décembre 1993.....	7 177	8 594

Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements
 SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 15 janvier 1996

ANNEXE 2

**VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DE LA NATIONALITÉ
DES INVESTISSEMENTS DIRECTS
ÉTRANGERS EN FRANCE AU 31 DÉCEMBRE 1993**

(montant en milliards de francs – répartition en pourcentage)

	Capitaux propres	Prêts	Total	Répartition
Pays-Bas	107,5	8,2	115,7	19,0
États-Unis	105,7	5,9	111,6	18,3
Royaume-Uni.....	74,8	2,9	77,7	12,8
Allemagne.....	59,5	0,2	59,7	9,8
Suisse.....	56,5	1,3	57,8	9,5
UEBL.....	42,2	10,4	52,6	8,6
dont : – Belgique.....	36,5	10,6	47,1	7,7
– Luxembourg.....	5,7	(0,2)	5,5	0,9
Italie.....	46,2	0,3	46,5	7,6
Suède	18,8	1,4	20,2	3,3
Japon.....	11,9	5,5	17,4	2,9
Espagne.....	7,0	(0,4)	6,6	1,1
Canada.....	3,4	0,9	4,3	0,7
Finlande	3,8	0,3	4,1	0,7
Ex-URSS	3,2	–	3,2	0,5
Émirats Arabes Unis.....	3,0	–	3,0	0,5
Norvège	2,9	(0,3)	2,6	0,4
Maroc.....	1,7	–	1,7	0,3
Arabie saoudite.....	0,9	0,8	1,7	0,3
Danemark.....	1,5	0,1	1,6	0,3
Brésil	1,3	–	1,3	0,2
Liban.....	1,2	–	1,2	0,2
Portugal.....	0,9	–	0,9	0,2
Koweït	0,9	–	0,9	0,2
Panama.....	0,8	–	0,8	0,1
Barbade.....	0,1	0,7	0,8	0,1
Hong-Kong.....	0,3	0,4	0,7	0,1
Autres pays.....	7,6	0,4	8,0	1,3
Indéterminés.....	5,9	(0,1)	5,8	1,0
Total.....	569,5	38,9	608,4	100,0

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 15 janvier 1996

Études

ANNEXE 3

**RÉPARTITION PAR SECTEUR D'INVESTISSEMENT DIRECT
DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE
AU 31 DÉCEMBRE 1993**

(montant en milliards de francs – répartition en pourcentage)

Secteurs investisseurs	Capital	Autres capitaux propres	Prêts et avances	Total	Répartition par secteur
1. Agriculture	0,4	0,4	0,1	0,9	0,1
2. Énergie	10,1	16,8	0,1	27,0	4,4
Houille, lignite, pétrole brut, gaz naturel et produits raffinés.....	6,7	15,7	0,1	22,5	3,7
Autres sources d'énergie.....	3,4	1,1	–	4,5	0,7
3. Produits manufacturés.....	97,4	115,1	0,4	212,9	35,0
Métaux ferreux et non ferreux.....	–	–	–	–	–
Minéraux non métalliques.....	3,7	5,2	0,1	9,0	1,5
Produits chimiques.....	23,5	27,9	2,4	53,8	8,8
Fonderie et travail des métaux.....	6,5	3,9	0,2	10,6	1,7
Machines agricoles et industrielles.....	7,4	2,6	1,8	11,8	1,9
Machines de bureau, matériel de précision...	6,6	6,8	(0,9)	12,5	2,1
Matériel électrique et électronique.....	11,5	18,9	0,4	30,8	5,1
Matériel de transport.....	7,1	19,4	(4,3)	22,2	3,6
Alimentation, boisson, tabac.....	15,8	17,6	(0,8)	32,6	5,4
Textile et habillement.....	2,9	2,8	0,3	6,0	1,0
Papier, presse, imprimerie, édition.....	7,5	7,2	0,4	15,1	2,5
Caoutchouc et matières plastiques.....	3,2	2,3	0,6	6,1	1,0
Autres produits manufacturés.....	1,7	0,5	0,2	2,4	0,4
4. Bâtiment et génie civil	1,0	0,7	0,2	1,9	0,3
5. Services marchands	92,9	93,9	24,6	211,4	34,8
Récupération, réparation, commerce.....	25,4	28,1	8,9	62,4	10,3
Restauration et hébergement.....	1,4	(0,5)	1,3	2,2	0,4
Transports intérieurs.....	0,4	(0,8)	0,9	0,5	0,1
Transports maritimes et aériens.....	0,3	(0,1)	0,1	0,3	–
– Transports maritimes et navigation côtière	0,2	–	(0,1)	0,1	–
– Transports aériens.....	0,1	(0,1)	0,2	0,2	–
Services auxiliaires des transports.....	1,5	0,3	(0,1)	1,7	0,3
Communications.....	0,1	0,2	–	0,3	–
Crédit	55,0	49,9	8,0	112,9	18,6
Assurances	3,2	9,7	2,1	15,0	2,5
Autres services marchands.....	5,6	7,1	3,4	16,1	2,6
– Services médicaux, culturels, sociaux	1,2	0,1	0,7	2,0	0,3
– Autres.....	4,4	7,0	2,7	14,1	2,3
6. Services non marchands	0,3	(0,7)	1,8	1,4	0,2
7. Opérations immobilières	4,2	(0,2)	1,5	5,5	1,0
8. « Holdings »	70,9	66,3	10,2	147,4	24,2
Total	277,2	292,3	38,9	608,4	100,0

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 15 janvier 1996

NOTE MÉTHODOLOGIQUE¹

L'objet du recensement est d'estimer l'encours des investissements directs détenus en France par les non-résidents.

1. Définition d'un investissement direct en France

Toute entreprise résidente dont le capital est détenu à hauteur de 10 % au moins par un investisseur non résident entre dans le champ des investissements directs étrangers en France.

Le recensement est limité aux participations détenues directement par des agents non résidents.

2. Calcul de l'encours des investissements directs

L'encours des investissements directs est égal à la valeur comptable de la part du capital et des réserves (hors provisions) détenue dans la société résidente, augmentée des prêts et avances à long terme consentis par l'investisseur non résident à la société « investie ».

3. Sources d'information

L'identification des entreprises investies s'effectue à partir du traitement informatique de sept fichiers de données de base en provenance de divers organismes.

Le recensement repose, en premier lieu, sur la connaissance de la répartition du capital des sociétés résidentes, afin d'identifier les participations des non-résidents. Cette information provient des institutions suivantes :

- la Banque de France (direction des Entreprises, direction des Établissements de crédit, direction de la Balance des paiements),
- le ministère de l'Économie et des Finances (direction du Trésor),
- l'INSEE (département des Répertoires et Statistiques d'entreprises).

Il dépend, en second lieu, de la connaissance des données comptables des entreprises identifiées comme faisant l'objet d'un investissement direct étranger. La source d'information est différente selon les trois secteurs d'activité ci-après :

- secteur industriel et commercial : Banque de France (direction des Entreprises) ;
- secteur bancaire et financier : Secrétariat général de la Commission bancaire ;
- secteur des assurances : ministère de l'Économie et des Finances (direction du Trésor).

¹ Pour plus de détail, se reporter à l'annexe 4 intitulée « Note méthodologique » de la note sur l'« Encours sur les investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1992 » parue dans le Supplément « Études » du Bulletin de la Banque de France du 1^{er} trimestre 1995.

LA POSITION-TITRES DE LA FRANCE AU 31 DÉCEMBRE 1994

La position-titres de la France constitue, avec les investissements directs et les autres créances et engagements de nature financière entre la France et l'étranger, l'un des éléments de la position extérieure de la France. Cette position, dont le solde débiteur se serait stabilisé de fin 1993 à fin 1994, aux alentours de 350 milliards de francs, sera présentée dans le chapitre « Position extérieure » du Rapport annuel sur la balance des paiements et la position extérieure de la France en 1995, publié sous le double timbre du ministère de l'Économie et des Finances et de la Banque de France.

En revanche, durant la même période et pour la première fois depuis fin 1989¹, le solde débiteur de la position-titres s'est contracté de 357 milliards de francs, passant de 1 391 milliards de francs à 1 034 milliards.

Cette évolution résulte de deux mouvements qui se sont cumulés :
 – une nouvelle augmentation des créances (+ 62 milliards de francs), à la suite du renforcement du portefeuille de titres étrangers des résidents ;
 – une réduction encore plus substantielle des engagements, due à un allégement (+ 295 milliards) du portefeuille des non-résidents en titres français.

CORINNE GODIN
*Direction de la Balance des paiements
 Service des Investissements et des Placements extérieurs (SIPEX)*

¹ Première année de calcul de la position-titres

1. Vue d'ensemble

De la fin 1993 à la fin 1994, la position-titres débitrice de la France (hors titres représentatifs d'investissements directs, instruments conditionnels et titres inclus dans les réserves) s'est réduite de 357 milliards de francs, passant de 1 390,9 milliards de francs à 1 034,4 milliards¹.

POSITION-TITRES DE LA FRANCE VIS-À-VIS DE L'EXTÉRIEUR Résultats globaux						
	Titres étrangers détenus par les résidents		Titres français détenus par les non-résidents		Position nette	
	31 décembre 1993	31 décembre 1994	31 décembre 1993 (a)	31 décembre 1994	31 décembre 1993 (a)	31 décembre 1994
Actions	260,2	247,1	- 573,6	- 506,7	- 313,4	- 259,6
Bons du Trésor.....	46,5	50,1	- 265,3	- 200,0	- 218,8	- 149,9
Obligations.....	415,4	487,8	- 1 282,4	- 1 116,5	- 867,0	- 628,7
Titres d'OPCVM.....	45,5	43,9	- 37,2	- 40,1	8,3	3,8
Total	767,6	828,9	- 2 158,5	- 1 863,3	- 1 390,9	- 1 034,4
Pour mémoire :						
Titres en francs.....	128,5	190,4	1 558,5	1 270,8	- 1 430,0	- 1 080,4
Titres en devises.....	639,1	638,5	600,0	542,5	39,1	46,0

(a) Chiffres révisés

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10

Mise à jour le 7 février 1996

La réduction de l'endettement extérieur net de la France sous forme de titres trouve son origine dans la forte contraction de l'encours des titres français (et notamment des OAT) détenus par les non-résidents. Elle a été renforcée par une nouvelle augmentation du portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents.

La réduction de 357 milliards de francs de l'endettement net provient ainsi :

- pour l'essentiel (307 milliards de francs), des achats et des ventes effectifs de titres entre résidents et non-résidents recensés dans les flux de balance des paiements,
- pour le complément, beaucoup plus faible, de l'incidence des changements de valorisation (impact de la variation des cours de change et de bourse d'une fin d'année à l'autre) et d'ajustements divers (coupons courus inclus dans la position-titres, mais non inclus dans les opérations sur titres, autres ajustements).

¹ Les règles de valorisation de la position-titres sont exposées dans l'annexe méthodologique et résumées ci-après :
– portefeuille de la clientèle résidente et non résidente : cours de marché (cours de bourse pour les titres cotés au cours retenu par les banques pour l'évaluation du portefeuille de leur clientèle, pour les titres non cotés),
– portefeuille des banques résidentes : évaluation selon les règles établies par la Commission bancaire et qui sont sommairement résumées ci-après :

. cours de marché pour les titres de transactions, qui supposent une intention de revente dans un délai de six mois,
. cours d'acquisition pour les titres de placement et d'investissement, qui supposent un délai de détention supérieur à six mois.

La contraction de l'endettement due à la valorisation s'explique conjointement par un contexte boursier plutôt déprimé, sauf au Japon et, dans une moindre mesure, aux États-Unis, et par la hausse des taux d'intérêt à long terme dans la plupart des pays industrialisés. Pour leur part, les cours de change contre franc des principales devises ont peu varié, sauf en ce qui concerne le yen, la peseta et la lire.

PRINCIPAUX INDICATEURS AU 31 DÉCEMBRE 1994

Variation des indices boursiers du 31 décembre 1993 au 31 décembre 1994 (glissement annuel en pourcentage)		Variation des taux d'intérêt à long terme de 1993 à 1994 (glissement annuel en points de base)		Variation des cours de change contre franc du 31 décembre 1993 au 31 décembre 1994 (glissement annuel en pourcentage)	
États-Unis (Dow Jones).....	2,1	215	Dollar.....	- 2,9	
Royaume-Uni (FT 100)	- 10,3	228	Livre sterling	0,2	
Allemagne (Dax).....	- 7,1	173	Deutschmark.....	1,3	
Pays-Bas (Amsterdam)	- 1,0	202	Florin	1,6	
Italie (Milan)	1,9	291	Lire	- 12,0	
Japon (Nikkei).....	13,2	152	Yen	21,3	
Espagne (Madrid SE).....	- 11,7	316	Peseta.....	- 15,5	
France (CAC 40).....	- 17,1	220			

2. Portefeuille des résidents en titres étrangers

(cf. annexe 1)

2.1. Poursuite de sa progression

Le portefeuille des résidents en titres étrangers a continué de progresser en 1994 (+ 8 %), pour atteindre 829 milliards de francs (dont 59 % d'obligations et 30 % d'actions).

L'amélioration intervenue (62 milliards de francs) résulte de deux mouvements de sens contraire :

- des achats de titres étrangers par les résidents en 1994, à hauteur de 137 milliards,
 - une réduction de la valeur de ce portefeuille (– 75 milliards) due à la faiblesse de certaines bourses étrangères et au mouvement de hausse des taux longs dans plusieurs pays (cf. tableau ci-dessus sur les indicateurs).

2.2. Des titres essentiellement détenus par des agents financiers et libellés en devises

Les détenteurs résidents de titres étrangers sont, pour plus des deux tiers (70,6 %) du portefeuille total, des agents financiers.

Les 30 % restant sont détenus par des agents non financiers, dont 15 % par les sociétés (assurances et caisses de retraite incluses) et 11 % par les ménages.

La part des titres étrangers détenus directement par les ménages (hors titres détenus par l'intermédiaire des OPCVM) n'a cessé de décroître depuis la première enquête arrêtée à la fin de 1989, où elle s'établissait à 23 % du total du portefeuille des résidents en titres étrangers.

La majeure partie du portefeuille des résidents (77 %) est constituée par des titres en devises.

2.3. *Les secteurs émetteurs*

Les résidents répartissent à quasi-égalité leurs placements entre, d'une part, les titres émis par les autorités monétaires et les administrations publiques étrangères et, d'autre part, les titres émis par les « autres secteurs » (c'est-à-dire les entreprises étrangères).

2.4. *La concentration géographique*

Le portefeuille des résidents en titres étrangers demeure concentré sur un petit nombre de pays :

- près du quart des titres détenus sont émis par deux pays seulement, les États-Unis (12 % du portefeuille), dépassant de peu l'Allemagne (11 %) ;
- près des trois quarts des titres détenus le sont sur neuf pays (les États-Unis et l'Allemagne, déjà cités, auxquels s'ajoutent le Royaume-Uni, l'Italie, les Pays-Bas, l'Espagne, le Luxembourg, le Japon et les Antilles néerlandaises) et sur un organisme international (la Banque européenne d'investissement).

3. Portefeuille des non-résidents en titres français

(cf. annexe 2)

3.1. *Une forte contraction*

Le portefeuille des non-résidents en titres français s'est contracté de 295 milliards de francs (près de 14 %) en 1994, passant de 2 158 milliards de francs à 1 863 milliards.

C'est la première fois depuis 1989 (première date d'arrêté de la position-titres) qu'une telle évolution est observée.

Celle-ci provient de deux mouvements qui se sont renforcés :

- des ventes de titres français par les non-résidents, à hauteur de 170 milliards de francs en 1994,
- une réduction de la valeur du portefeuille des non-résidents, à hauteur de 125 milliards de francs (près de 6 % de la valeur du portefeuille fin décembre 1993), due à la chute des cours de Bourse à Paris et à la hausse des taux d'intérêt sur le franc.

3.2. *Des titres majoritairement publics et en francs*

À la fin de 1994, les non-résidents détenaient 68 % de leur portefeuille de titres français en valeurs libellées en francs (contre 72 % un an plus tôt).

Cette diminution de la part du franc provient des ventes opérées sur les titres essentiellement libellés en francs de la dette publique française en 1994.

Les non-résidents ont allégé leur position sur toutes les catégories d'instrument, mais cette évolution a plus particulièrement affecté les obligations émises par les administrations publiques (les OAT, pour l'essentiel) et les bons du Trésor.

En conséquence, les non-résidents ont fortement réduit (de 39 % à 28 %) la part des titres publics dans leur portefeuille de titres français.

La part de la dette publique française détenue par les non-résidents s'est ainsi réduite de 33,0 % à 20,5 % de la fin de 1993 à la fin de 1994. Ce pourcentage traduit un retour à la situation atteinte pendant l'année 1990 (cf. tableau 2 en annexe 2).

ANNEXE 1

PORTEFEUILLE DES RÉSIDENTS EN TITRES ÉTRANGERS

Tableau 1

Secteurs émetteurs non résidents		31 décembre 1992		31 décembre 1993		31 décembre 1994	
		Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part
Autorités monétaires et administrations publiques.....		196,5	37,1	345,9	45,1	379,2	45,8
Secteur bancaire.....		37,3	7,0	53,7	7,0	66,5	8,0
Autres secteurs.....		295,7	55,9	368,0	47,9	383,2	46,2
Total		529,5	100,0	767,6	100,0	828,9	100,0
Source et réalisation :	Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10						
	Mise à jour le 7 février 1996						

Tableau 2

		31 décembre 1992		31 décembre 1993		31 décembre 1994	
		Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part
AGENTS NON FINANCIERS		186,8	35,3	234,9	30,6	243,6	29,4
– Ménages		85,3	16,1	96,0	12,5	89,5	10,8
– Sociétés.....		36,9	7,0	48,2	6,3	43,9	5,3
– Assurances et caisses de retraite.....		36,8	6,9	60,7	7,9	81,7	9,9
– Autres détenteurs.....		27,8	5,3	30,0	3,9	28,5	3,4
AGENTS FINANCIERS		342,7	64,7	532,7	69,4	585,3	70,6
– Banques (portefeuille propre).....		225,8	42,6	353,5	46,0	391,2	47,2
– Autres intermédiaires financiers.....		23,6	4,5	32,9	4,3	30,1	3,6
– OPCVM.....		93,3	17,6	146,3	19,1	164,0	19,8
TOTAL		529,5	100,0	767,6	100,0	828,9	100,0
Source et réalisation :	Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10						
	Mise à jour le 7 février 1996						

ANNEXE 2

PORTEFEUILLE DES NON-RÉSIDENTS EN TITRES FRANÇAIS

Tableau 1

RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE DES NON-RÉSIDENTS PAR CATÉGORIES DE TITRES ET SELON LE SECTEUR FRANÇAIS ÉMETTEUR					
		(montant en milliards de francs – part en pourcentage)			
Secteur émetteur résident au 31 décembre 1993		Actions	Obligations	Bons du Trésor	Titres d'OPCVM (a)
Autorités monétaires et administrations publiques..		–	552,7	265,3	–
Secteur bancaire.....		67,3	528,7	–	–
Autres secteurs.....		506,3	201,0	–	37,2
Total.....		573,6	1 282,4	265,3	37,2
Secteur émetteur résident au 31 décembre 1993		Actions	Obligations	Bons du Trésor	Titres d'OPCVM (a)
Autorités monétaires et administrations publiques..		–	330,8	200,0	–
Secteur bancaire.....		58,6	550,6	–	–
Autres secteurs.....		448,1	235,1	–	40,1
Total.....		506,7	1 116,5	200,0	40,1

(a) Par convention les OPCVM ont été rattachés aux autres secteurs.

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiement:
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10

Mise à jour le 7 février 1996

Tableau 2

POURCENTAGE DE LA DETTE PUBLIQUE FRANÇAISE DÉTENUE PAR LES NON-RÉSIDENTS DE LA FIN DE 1987 À LA FIN DE 1994								
	Décembre 1987	Décembre 1988	Décembre 1989	Décembre 1990	Décembre 1991	Décembre 1992	Décembre 1993	Décembre 1994
Pourcentage total.....	3,0	4,0	13,8	25,5	29,4	31,8	33,0	20,5
dont : – Obligations d'État (a) (b)	3,7	2,8	14,0	25,8	28,4	31,5	32,3	19,8
– Bons du Trésor (BTF et BTAN) (c).....	2,0	6,1	13,4	25,0	31,2	32,4	34,5	21,8

(a) Rapportées au total des obligations émises
(b) Les OAT constituent 99% du total des obligations d'État au 31 décembre 1994.
(c) Rapportés au total des bons du Trésor émis

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiement:
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10

Mise à jour le 7 février 1996

Tableau 3

RÉPARTITION DES OBLIGATIONS (TOUS SECTEURS ÉMETTEURS) DETENUS PAR LES NON-RÉSIDENTS SELON LA MONNAIE DU NOMINAL				
(montant en milliards de francs – part en pourcentage)				
	31 décembre 1992	31 décembre 1993	31 décembre 1994	
		Montant		Part du total
FRANCS	497,3	693,5	544,0	48,7
– Franc intérieur	369,9	504,4	305,5	27,4
– Eurofranc	127,4	189,1	238,5	21,4
DEVISES	510,5	588,9	572,5	51,3
dont : – Dollar	164,4	186,4	167,4	15,0
– Écu	135,5	157,6	134,8	12,1
– Yen	59,5	66,7	63,2	5,7
– Franc suisse	41,3	53,4	60,3	5,4
– Livre sterling	18,1	20,7	21,7	1,9
– Deutschemark	27,8	35,2	38,6	3,5
– Franc belge	19,6	20,5	26,1	2,3
TOTAL	1 007,8	1 282,4	1 116,5	100,0

Tableau 4

ENCOURS DE LA DETTE PUBLIQUE NÉGOCEABLE DÉTENUE PAR LES NON-RÉSIDENTS

(en milliards de francs)

	31 décembre 1992	31 décembre 1993	31 décembre 1994	Variation 1994-1993
ENCOURS DES OAT DÉTENUES PAR LES NON-RÉSIDENTS (a)	387,5	521,7	317,2	-204,5
ENCOURS DES AUTRES OBLIGATIONS ÉMISES PAR LE TRÉSOR FRANÇAIS ET DÉTENUS PAR LES NON-RÉSIDENTS.....	1,0	8,0	3,0	-5,0
(Pour mémoire : <i>encours total des obligations incluses dans le dette publique négociable</i>) (b)	(1 156,8)	(1 641,0)	(1 616,0)	(-25,0)
Part des obligations émises par le Trésor français détenue par les non-résidents (en pourcentage).....	33,5	32,3	19,8	
ENCOURS DES BONS DU TRÉSOR À COURT TERME ET À LONG TERME DÉTENUS PAR LES NON-RÉSIDENTS	231,3	265,3	200,0	- 65,3
(Pour mémoire : <i>encours total des bons du Trésor à long et court terme</i>) (b).....	(714,7)	(770,0)	(919,0)	(149,0)
Part des bons du Trésor détenus par les non-résidents (en pourcentage).....	32,3	34,5	21,8	
TOTAL	619,8	795,0	520,2	-274,8
(Pour mémoire : <i>encours total des titres émis par le Trésor français</i>).....	(1 871,5)	(2 411,0)	(2 535,0)	(124,0)
Part détenue par les non-résidents (en pourcentage).....	33,1	33,0	20,5	

(a) Ce montant inclut les titres inscrits dans les conservations des banques étrangères affiliées à Cedel et Euroclear.
L'encours est valorisé au cours du marché.

(b) Source : tableau des opérations financières (en encours valorisés)

Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements
 SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10

Mise à jour le 7 février 1996

ANNEXE 3

NOTE MÉTHODOLOGIQUE

L'objet du recensement est d'estimer l'encours des titres en francs et en devises émis par les non-résidents (titres étrangers) et détenus par les résidents et celui des titres en francs et en devises émis par les résidents (titres français) et détenus par les non-résidents.

Le recensement est établi à partir des comptes-titres gérés par les banques résidentes et d'informations en provenance d'organismes étrangers.

1. Titres recensés

Tous les titres sont recensés, à l'exception :

- des titres étrangers inclus dans les avoirs de réserve,
- des titres français et étrangers qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur,
- des titres français et étrangers de créances négociables¹ (certificats de dépôt, « *commercial paper* »...), à l'exception des bons du Trésor qui sont inclus dans le recensement,
- des titres français et étrangers représentatifs d'investissements directs,
- des titres étrangers conservés directement à l'étranger par les agents économiques n'appartenant pas au secteur bancaire,
- des titres français détenus directement à l'étranger par les non-résidents (à l'exception des bons du Trésor français et des obligations françaises émises sur les marchés internationaux de capitaux).

2. Valorisation des portefeuilles

2.1. Portefeuille des résidents

2.1.1. Portefeuille de la clientèle résidente

Il est valorisé :

- aux cours de bourse (coupons courus inclus) du jour d'arrêté de la position-titres (31 décembre 1992, 1993 et 1994), pour les titres cotés,
- aux cours retenus par les banques pour l'évaluation annuelle du portefeuille de leur clientèle, pour les titres non cotés.

¹ En application des recommandations du 5^e Manuel du FMI, les titres de créances négociables seront inclus dans la position-titres au 31 décembre 1996, tant dans le portefeuille des résidents que dans celui des non-résidents.

2.1.2. Portefeuille propre des banques

Il est évalué selon les règles établies par la Commission bancaire (règlement n° 90-01 du 23 février 1990) qui sont sommairement résumées ci-après.

– Les titres de transaction (qui supposent une intention de revente dans un délai de six mois) sont évalués aux cours du marché.

– Les titres de placement, acquis avec un objectif de détention supérieur à six mois, sont évalués à leur cours d'acquisition.

– Les titres d'investissement, acquis avec l'intention de les détenir de façon durable, en principe jusqu'à l'échéance, sont évalués à leur cours d'acquisition.

2.2. Portefeuille des non-résidents

Le portefeuille des non-résidents est évalué selon les règles adoptées pour la clientèle résidente (cf. ci-dessus).

2.3. Traitement des cessions temporaires de titres (hors rémérés)

Les titres faisant l'objet de cessions temporaires sont juridiquement acquis en pleine propriété par les cessionnaires.

Néanmoins, en raison des règles comptables appliquées par les banques résidentes, ils demeurent inscrits à l'actif de leur bilan au poste « Opérations sur titres ».

Afin d'éviter une double comptabilisation, les titres concernés font donc l'objet d'un retraitement.

E

N

Q

U

Ê

T

E

S

LA DURÉE D'UTILISATION DES ÉQUIPEMENTS DANS L'INDUSTRIE EN 1995

La Banque de France a réalisé en septembre 1995, par l'intermédiaire de son réseau de succursales, une enquête sur la durée d'utilisation des équipements productifs (DUE) dans l'industrie. 2 313 entreprises ont répondu au questionnaire portant, d'une part, sur les évolutions constatées entre septembre 1994 et septembre 1995, d'autre part, sur les prévisions pour la période octobre 1995 – septembre 1996. Les résultats de cette enquête, fortement influencés par la période durant laquelle elle a été réalisée, sont résumés dans ce document. Ils sont élaborés, pour la première fois, à partir de la nouvelle nomenclature d'activités française (NAF).

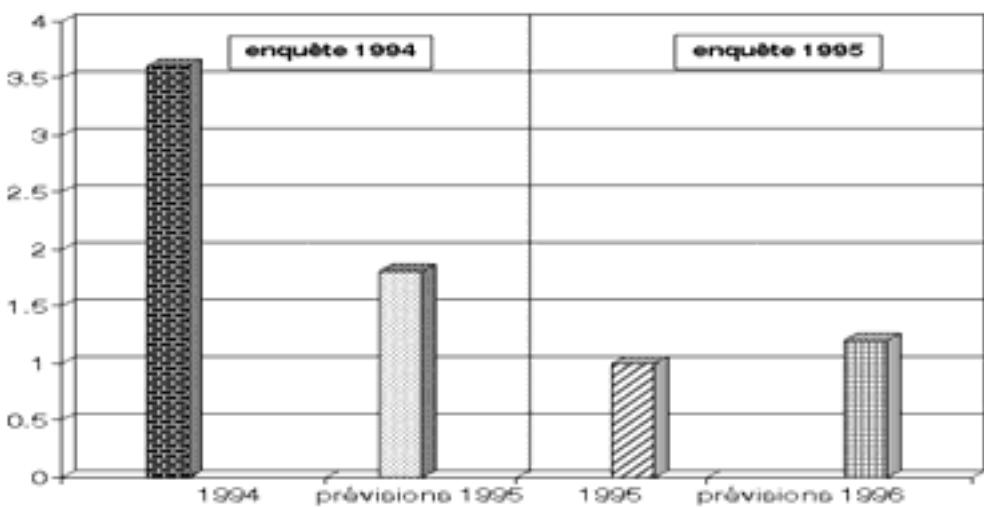
YVES LECOUPEUR
Direction des entreprises
Observatoire des entreprises

Après avoir fortement progressé en 1994 (+ 3,6 %), la durée d'utilisation des équipements industriels (DUE) a augmenté à un rythme plus modéré (+ 1,0 %) en 1995, pour atteindre une valeur moyenne de 49,64 heures. Une DUE aussi élevée n'avait pas été enregistrée depuis 1977 (49,56 heures) mais elle reste néanmoins sensiblement inférieure au maximum réalisé en 1963 (52,85 heures).

L'augmentation de la DUE a été légèrement plus accentuée dans les PME (+ 1,1 %) que dans les grandes firmes (+ 0,9 %) mais l'importance du facteur taille a été moins marquée que les années précédentes.

ÉVOLUTION DE LA DURÉE D'UTILISATION DES ÉQUIPEMENTS

en pourcentage



Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 36 22

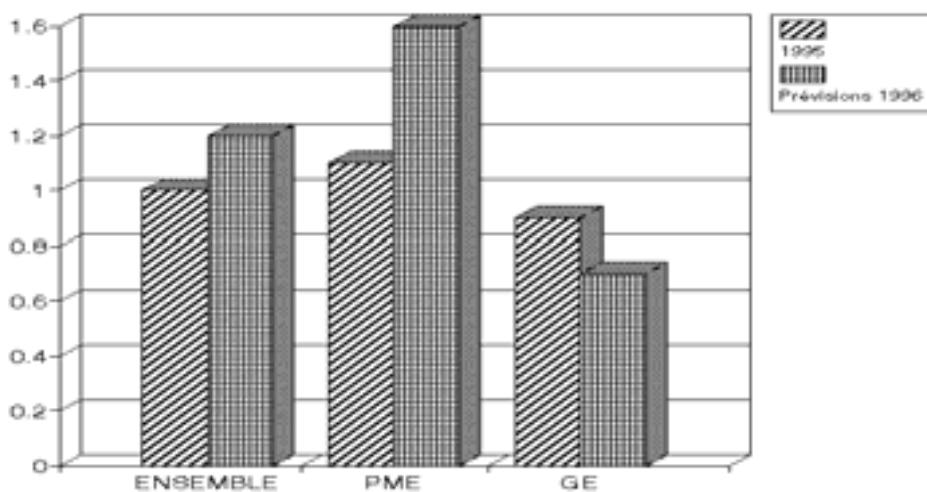
Mise à jour le 27 décembre 1995

Sa croissance a été inférieure aux prévisions car le mouvement de reprise, particulièrement vif en 1994, s'est progressivement essoufflé en 1995.

Malgré la révision en baisse des perspectives d'activité, les chefs d'entreprise envisageaient, à la date de réalisation de l'enquête, une nouvelle hausse (+ 1,2 %) de la DUE pour la période octobre 1995 – septembre 1996. Les anticipations étaient nettement plus optimistes dans les PME (+ 1,6 %) que dans les grandes entreprises (+ 0,7 %).

ÉVOLUTION DE LA DURÉE D'UTILISATION DES ÉQUIPEMENTS par taille

en pourcentage



Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 36 22

Mise à jour le 27 décembre 1995

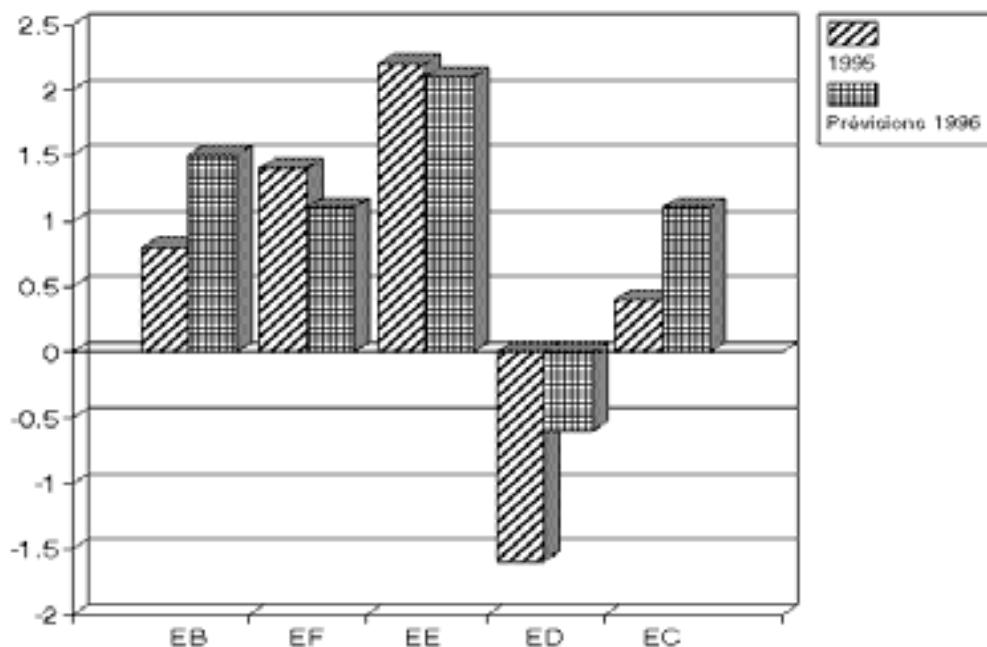
1. Évolution de la durée d'utilisation des équipements par secteur

Exception faite pour la construction automobile, où elle a diminué de 1,6 %, la DUE a augmenté dans tous les secteurs, mais à un rythme nettement moins rapide que l'année précédente, en raison du ralentissement de la croissance. Les progressions les plus élevées ont encore été relevées dans les biens intermédiaires (+ 1,4 %) et surtout les biens d'équipement (+ 2,2 %). Par contre, dans les industries agro-alimentaires et de biens de consommation, fortement dépendantes du marché intérieur, l'accroissement a été beaucoup plus faible.

D'octobre 1995 à septembre 1996, la DUE devrait, d'après les prévisions formulées en septembre 1995, encore progresser dans tous les compartiments de l'industrie manufacturière sauf l'industrie automobile. Son rythme d'expansion ne devrait, cependant, rester soutenu que dans les biens d'équipement.

ÉVOLUTION DE LA DURÉE D'UTILISATION DES ÉQUIPEMENTS par secteur

en pourcentage



EB : industries agricoles et alimentaires, EF : industries des biens intermédiaires, EE : industrie des biens d'équipement
ED : industrie automobile, EC : industries de biens de consommation

Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 36 22

Mise à jour le 27 décembre 1995

2. Modalités retenues pour augmenter la durée d'utilisation des équipements

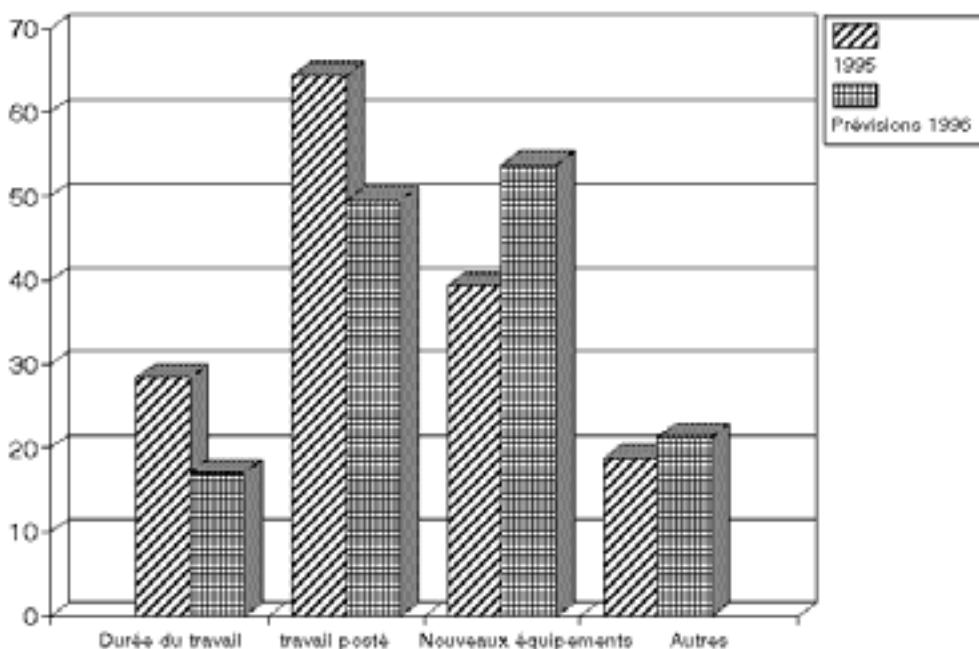
Parmi les entreprises interrogées, près du quart — exactement 519 sur 2 313 — ont accru leur DUE¹. Elles y sont parvenues en allongeant la durée du travail (28,4 % des firmes), en installant de nouveaux équipements (39,3 % d'entre elles) et surtout en faisant plus largement appel au travail posté (64,3 % d'entre elles). D'« autres modalités » ont également été employées dans 18,8 % des cas. Ce poste « divers » correspond essentiellement à une augmentation des jours ouvrés par réduction ou suppression du chômage partiel, ou récupération des ponts et jours fériés, à une augmentation des effectifs et à une meilleure organisation de la production.

D'une année à l'autre, la hiérarchie des moyens d'action employés par les entrepreneurs pour augmenter la DUE a été quelque peu modifiée. Si la première place est toujours, et encore plus que l'an dernier, occupée par le travail posté, notamment dans les grandes firmes (70,9 % d'entre elles), la mise en place de nouveaux équipements a été la deuxième solution, retenue par les fabricants, quelle que soit la taille de leur entreprise. Deuxième facteur d'augmentation de la DUE en 1994, l'allongement de la durée hebdomadaire de travail n'a plus représenté que la troisième modalité utilisée en 1995 aussi bien dans les PME que dans les entreprises de plus de 500 salariés.

Dans tous les secteurs, le recours au travail posté a été le principal facteur d'accroissement de la DUE. Généralement classée en deuxième position, l'acquisition de nouveaux équipements n'a été devancée par l'augmentation de la durée du travail que dans les biens d'équipement.

MODALITÉS POUR AUGMENTER LA DURÉE D'UTILISATION DES ÉQUIPEMENTS

en pourcentage



Source et réalisation : Banque de France
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 36 22 Mise à jour le 27 décembre 1995

¹ 237 entreprises ont diminué leur DUE ; 1 557 ne l'ont pas modifiée.

Pour la période octobre 1995 – septembre 1996, 544 entreprises prévoient, en septembre 1995, d'augmenter la durée d'utilisation de leurs équipements¹. Ce nouvel accroissement serait essentiellement rendu possible par la mise en service de nouveaux équipements et le développement du travail posté.

Faible dans l'agro-alimentaire et les biens de consommation, la primauté des investissements sur le travail posté devrait être sensible dans les biens intermédiaires. Dans les biens d'équipement, la hiérarchie serait inversée.

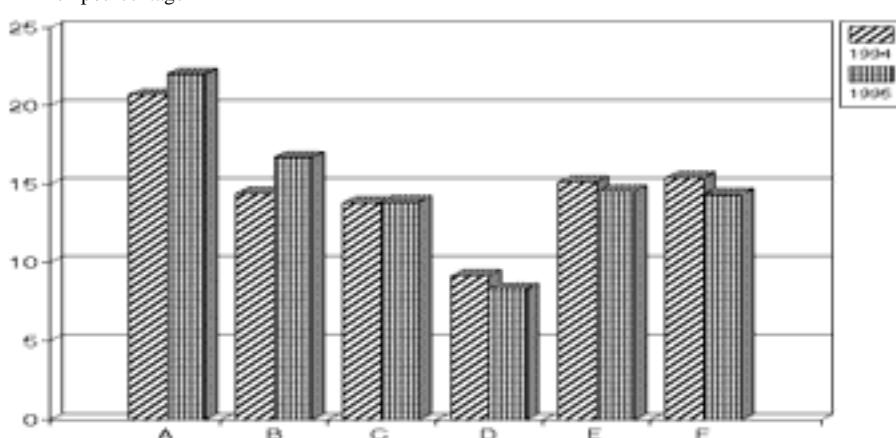
3. Les obstacles à l'allongement de la durée d'utilisation des équipements

Si elles désiraient augmenter leur DUE, 55,9 % des entreprises interrogées rencontreraient des difficultés, qui s'avéreraient insurmontables pour 49,7 % d'entre elles. Les PME seraient proportionnellement moins gênées que les grandes firmes car elles seraient sensiblement moins nombreuses à vouloir accroître leur DUE et à rencontrer des problèmes pour augmenter celle-ci.

Par rapport à la précédente enquête, la hiérarchie des obstacles à l'allongement de la DUE a subi quelques modifications. Si les réticences du personnel représentent toujours, et même un peu plus nettement qu'en 1994, la première source de difficultés avec 22 % des réponses, les positions syndicales ont retrouvé la deuxième place (16,7 % des réponses) devant les difficultés techniques et les dispositions législatives ou réglementaires, toujours d'importance à peu près équivalente (respectivement 14,5 % et 14,3 % des réponses) mais en léger retrait. La cinquième place est à nouveau occupée par l'absence de personnel qualifié avec quasiment le même pourcentage de réponses qu'en 1994 (13,9 %, contre 13,8 %). À la sixième place, et régulièrement dernier frein important, les goulets d'étranglement sur les matières premières et les approvisionnements ont, par contre, diminué d'une année à l'autre.

OBSTACLES À L'AUGMENTATION DE LA DURÉE D'UTILISATION DES ÉQUIPEMENTS

en pourcentage



A : réticences du personnel, B : positions syndicales, C : absence de personnel qualifié
 D : goulets d'étranglement sur les matières premières et les approvisionnements
 E : difficultés techniques, F : dispositions législatives et réglementaires.

Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 36 22

Mise à jour le 27 décembre 1995

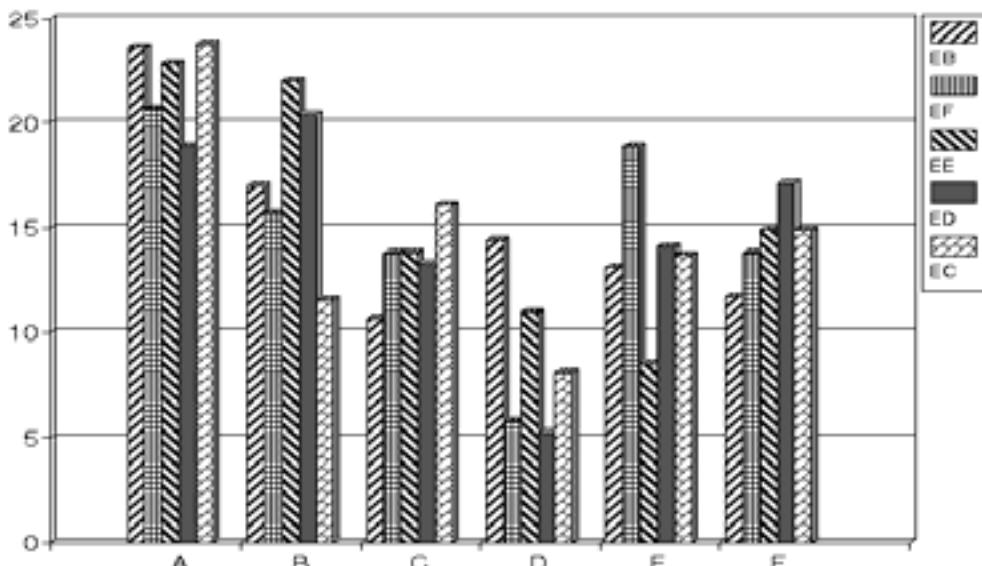
¹ 164 entreprises ont prévu de diminuer leur DUE ; 1 605 ne devraient pas la modifier.

Des différences sensibles apparaissent dans le classement des principaux obstacles selon la taille des entreprises. Dans les grandes entreprises, l'opposition des syndicats et du personnel s'est renforcée (respectivement 24,4 % et 21,8 % des réponses) alors que les contraintes législatives et réglementaires s'allégeaient. Dans les PME, les réticences du personnel sont également plus fortes qu'en 1994 (22,1 % des réponses, contre 21,0 %) et le manque de main-d'œuvre qualifiée s'est aggravé (17,2 % des réponses, contre 15,2 % en 1994).

L'importance des différents obstacles varie également suivant les secteurs d'activité. Exception faite pour la construction automobile, où les syndicats sont à nouveau la principale force d'opposition, les réticences du personnel sont restées ou redevenues, dans tous les compartiments de l'industrie manufacturière, la première source d'empêchement. Dans les biens d'équipement, les positions syndicales sont demeurées le deuxième facteur de blocage devant les contraintes législatives et réglementaires. Dans les industries agro-alimentaires, elles sont passées de la cinquième à la deuxième place devant les goulets d'étranglement sur les approvisionnements. Dans les biens intermédiaires, elles se sont hissées au troisième rang derrière les difficultés techniques. Dans les biens de consommation, le manque de personnel qualifié a de nouveau été placé en deuxième position.

OBSTACLES À L'AUGMENTATION DE LA DURÉE D'UTILISATION DES ÉQUIPEMENTS par secteur

en pourcentage



A : réticences du personnel, B : positions syndicales, C : absence de personnel qualifié
 D : goulets d'étranglement sur les matières premières et les approvisionnements
 E : difficultés techniques, F : dispositions législatives et réglementaires.

Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 36 22

Mise à jour le 27 décembre 1995

4. Les possibilités d'accroissement de la production dans des limites rentables

4.1. Sans modification de la durée du travail, des effectifs et du recours au travail posté

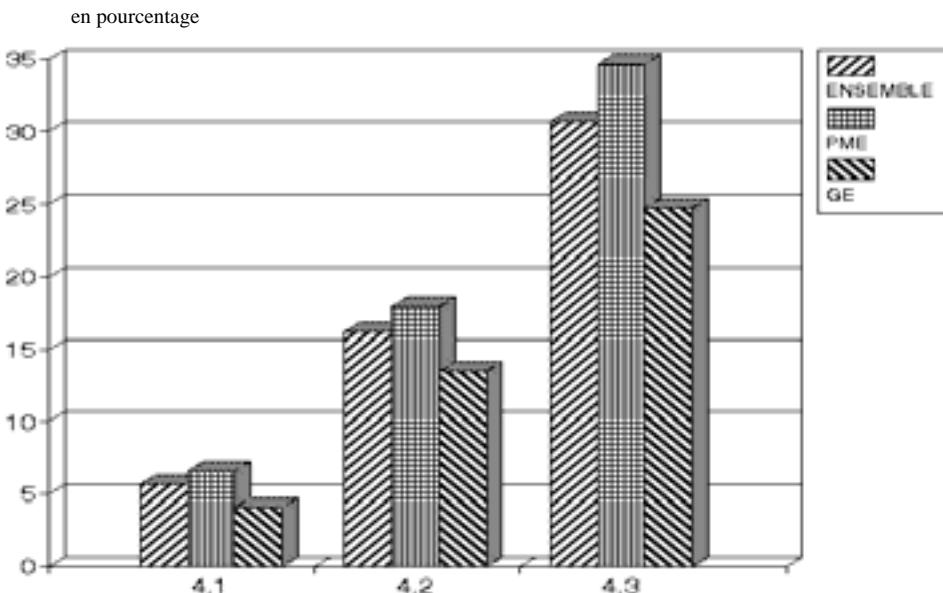
Elles ont légèrement diminué d'une année sur l'autre (de 6,2 % à 5,6 %).

Les PME disposeraient de marges de progression sensiblement plus importantes que les grandes firmes (respectivement + 6,6 % et + 4,0 %). Les taux de croissance les plus élevés seraient enregistrés dans les industries agro-alimentaires (+ 6,3 %) et les biens de consommation (+ 6,5 %), le plus faible (+ 4,1 %) dans l'industrie automobile.

4.2. Avec augmentation éventuelle de la durée du travail et des effectifs dans des limites rentables

L'accroissement de ces deux paramètres permettrait d'augmenter la production de 16,1 % (17,4 % en 1994). Comme dans la première hypothèse, les PME offriraient les plus grandes possibilités de progression (+ 17,9 %) ; l'écart avec les grandes entreprises (+ 13,4 %) s'est d'ailleurs une nouvelle fois creusé (respectivement + 18,2 % et + 14,6 % en 1994).

CAPACITÉ MOYENNE D'AUGMENTATION DE LA PRODUCTION par taille



Les rubriques du graphique identifient les hypothèses énoncées dans l'intitulé des paragraphes de la section 4.

Source et réalisation : Banque de France
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 36 22 Mise à jour le 27 décembre 1995

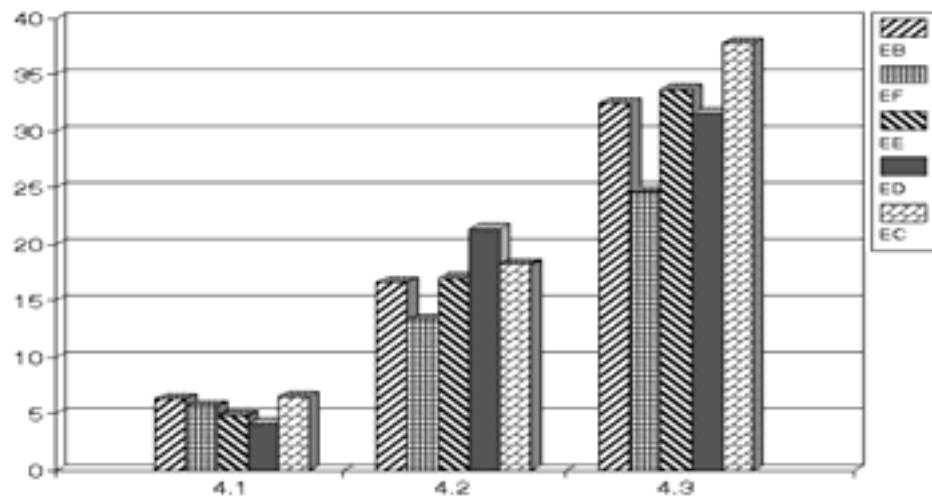
Les possibilités d'accroissement les plus substantielles existeraient dans l'industrie automobile (+ 21,3 %) et les biens de consommation (+ 18,2 %). Dans les biens intermédiaires, l'augmentation ne serait que de 13,3 %.

4.3. Avec augmentation éventuelle de la durée du travail, des effectifs et du recours au travail posté

La combinaison de ces trois variables permettrait, le cas échéant, d'accroître le volume des fabrications de 30,7 % (32,9 % en 1994). La progression serait, une nouvelle fois, plus forte dans les PME (+ 34,6 %) que dans les grandes firmes (+ 24,7 %).

CAPACITÉ MOYENNE D'AUGMENTATION DE LA PRODUCTION par secteur

en pourcentage



Les rubriques du graphique identifient les hypothèses énoncées dans l'intitulé des paragraphes de la section 4.

Source et réalisation : Banque de France
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 36 22 Mise à jour le 27 décembre 1995

Les marges de croissance seraient particulièrement élevées dans les biens de consommation (+ 37,8 %) et les biens d'équipement (+ 33,7 %). L'augmentation la plus faible serait constatée dans les biens intermédiaires (+ 24,6 %).

ENQUÊTE FINANCIÈRE – QUATRIÈME TRIMESTRE 1995

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. L'analyse de ces séries fera l'objet d'une désaisonnalisation lorsque l'enquête aura quelques années d'existence.

*Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles*

Vue d'ensemble

Alors que la situation financière des agents économiques demeurait saine, le ralentissement de l'activité économique avec, notamment, une certaine atonie de la consommation et une progression modérée de l'investissement, a pesé sur la demande de crédit.

La baisse des taux de marché a été répercutee sur les conditions créitrices et débitrices des banques. Elle s'est traduite par une nouvelle dégradation des marges bancaires, alors que l'intensité de la concurrence entre établissements de crédit interdisait tout relèvement significatif des prix des services.

La demande de crédit est restée modérée

Le patrimoine financier des *particuliers* s'est renforcé. Le recul des taux de marché et l'annonce de nouvelles dispositions fiscales ont entraîné d'importants arbitrages de portefeuille au bénéfice des comptes réglementés (livrets A des caisses d'épargne, livrets bleus du crédit mutuel, plans d'épargne populaire (PEP), plans d'épargne-logement (PEL)) et au détriment des comptes à terme, des placements en OPCVM, en obligations et en actions. La demande de crédit des particuliers est demeurée faible pour les concours de trésorerie mais s'est quelque peu renforcée pour les prêts immobiliers.

Les trésoreries des *entreprises* sont devenues moins larges en fin d'année. Elles demeurent globalement aisées pour les grandes entreprises alors que celles des petites et moyennes se sont nettement resserrées. Les difficultés de paiement se sont légèrement accrues, les résultats d'exploitation se sont dégradés et les besoins en fonds de roulement se sont renforcés. Ces évolutions expliquent une certaine reprise des crédits de trésorerie alors que la demande de crédit à moyen et long terme, compte tenu de la faiblesse de l'investissement, n'enregistrait pas de variation.

Au cours des prochains mois, selon les établissements interrogés, la demande de crédit augmenterait faiblement dans l'ensemble ; les progrès les plus nets concerneraient les crédits de trésorerie aux entreprises et les prêts immobiliers en faveur des ménages.

La concurrence entre établissements de crédit est demeurée vive

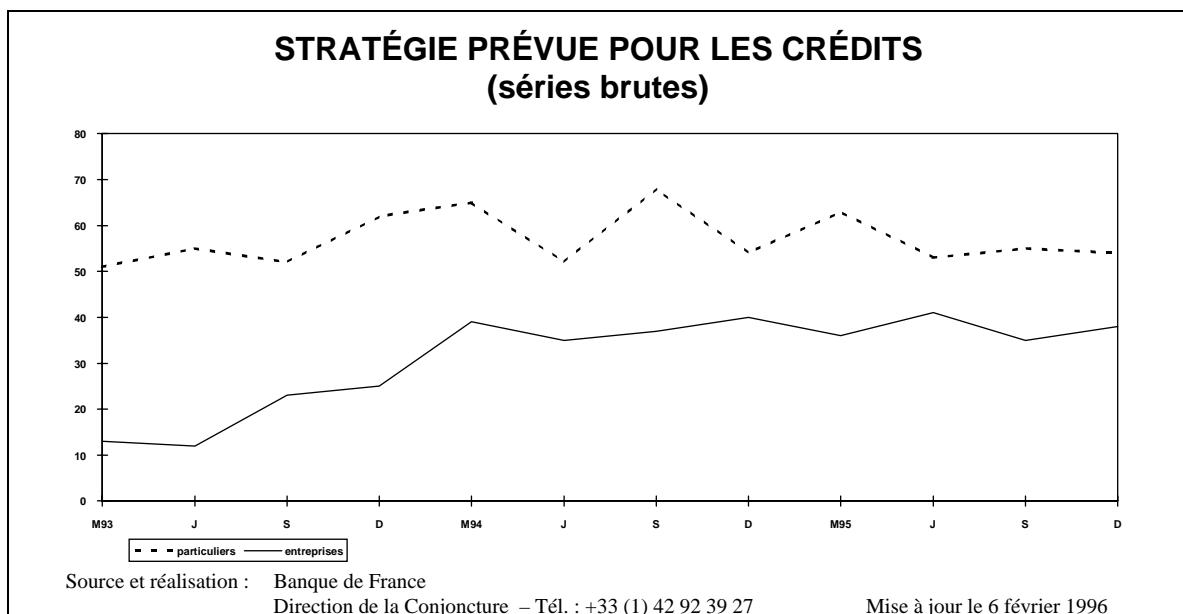
La compétition entre banques est demeurée forte dans le domaine de l'offre de crédit, face à une demande rare ; le phénomène est moins intense dans la collecte de fonds, alors que l'épargne demeurait abondante.

Les taux débiteurs comme les taux créditeurs se sont sensiblement infléchis. Alors que les prix des services ne variaient guère, les marges se sont, une nouvelle fois, contractées.

1. Le comportement des établissements de crédit

Au cours du quatrième trimestre 1995, la concurrence entre les établissements de crédit est restée vive, plus particulièrement en matière de crédit (où la demande demeure faible) qu'en matière de placements (où l'épargne est relativement abondante). La baisse des taux de marché a été répercutée tant sur les taux débiteurs que créditeurs.

Évolutions passées sauf indications contraires	SOLDE DES OPINIONS EXPRIMANT LE COMPORTEMENT DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT							
	1 ^{er} trim. 1994	2 ^e trim. 1994	3 ^e trim. 1994	4 ^e trim. 1994	1 ^{er} trim. 1995	2 ^e trim. 1995	3 ^e trim. 1995	4 ^e trim. 1995
Concurrence sur les placements								
– des particuliers	26	13	23	36	51	44	24	30
– des entreprises	18	23	30	31	41	39	37	31
Concurrence sur les crédits								
– aux particuliers.....	80	53	39	36	52	62	54	52
– aux entreprises	50	36	49	59	59	61	53	49
Stratégie prévue pour les placements								
– des particuliers	42	47	70	66	51	39	47	50
– des entreprises	31	20	22	35	28	29	29	22
Stratégie prévue pour les crédits								
– aux particuliers.....	65	52	68	54	63	53	55	54
– aux entreprises	39	35	37	40	36	41	35	38
Rémunération des placements								
– des particuliers	-65	-31	6	21	43	-1	-18	-55
– des entreprises	-46	-32	4	17	42	4	-8	-54
Taux des crédits								
– aux particuliers.....	-70	-10	34	36	25	-17	-29	-54
– aux entreprises	-50	-7	15	28	24	-29	-28	-61
Prix des services								
– aux particuliers.....	23	15	14	11	25	8	14	14
– aux entreprises	23	23	15	8	19	8	11	9
Marges bancaires.....	-27	-18	-29	-29	-36	-37	-26	-36
Évolution prévue de la demande de crédit			27	25	23	24	15	5



En matière de crédit

Avivant la concurrence entre les banques, la faiblesse de la demande a exercé une pression, parfois très sensible, sur les conditions tarifaires.

À l'égard des *particuliers*, l'accent a été mis sur le développement des prêts immobiliers qui tendent à fidéliser la clientèle. Les banques ont cherché à utiliser les opérations de prêts « à taux zéro » qu'elles ont mises en place comme levier pour la distribution de prêts complémentaires sans, toutefois, obtenir un succès important. La compétition entre établissements de crédit s'est exercée sur les différents aspects du dossier (taux, garanties, frais de dossiers, indemnités éventuelles de remboursement anticipé).

S'agissant des *entreprises*, la concurrence est d'autant plus âpre que celles-ci disposent d'une aisance financière suffisante pour discuter des conditions et confronter les différents offreurs. Des stratégies actives sont mises en place pour capter ou conserver de bonnes signatures.

En matière de placements

La compétition a été particulièrement vive concernant l'offre de produits défiscalisés. En période de baisse des taux de marché, les livrets A des caisses d'épargne et bleus du crédit mutuel ont drainé un important volume d'épargne ; afin de contrer cette concurrence, les banques se sont efforcées de développer les placements en produits défiscalisés (plans d'épargne populaire, plans d'épargne-logement, assurance-vie).

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

La baisse des taux de marché a été largement répercutée tant sur les taux créditeurs que débiteurs des banques, lesquels ont sensiblement diminué d'un trimestre à l'autre. L'intensité de la concurrence a interdit tout relèvement des prix des services ; stables sur le trimestre, ils pourraient être revus en hausse en début d'année 1996. Dans ces conditions, et compte tenu de la faiblesse du nombre d'opérations, les marges bancaires se sont encore effritées.

Évolution prévue de la demande de crédit

Dans un climat économique incertain, les établissements de crédit s'attendent à une stabilisation de la demande globale de crédit début 1996.

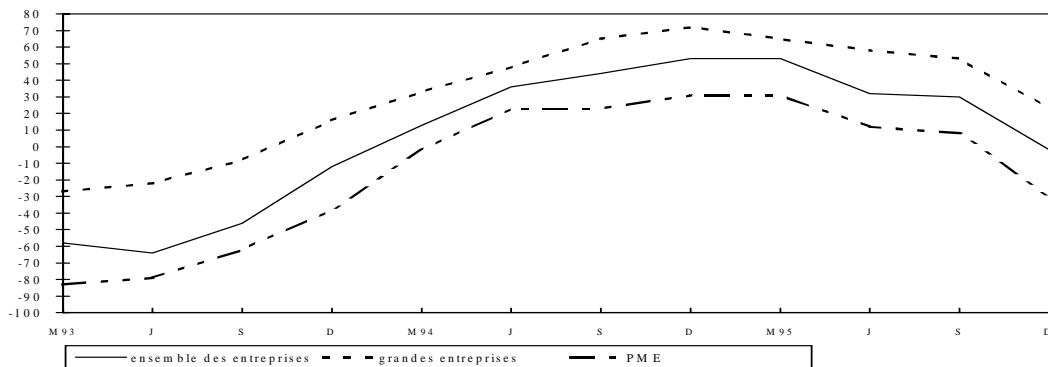
2. Le comportement des entreprises

SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ENSEMBLE DES ENTREPRISES

(en données brutes)

Évolutions passées sauf indications contraires	1 ^{er} trim. 1994	2 ^e trim. 1994	3 ^e trim. 1994	4 ^e trim. 1994	1 ^{er} trim. 1995	2 ^e trim. 1995	3 ^e trim. 1995	4 ^e trim. 1995
Situation de trésorerie en fin de période								
– Ensemble des entreprises.....	13	36	44	53	53	32	30	-2
– Grandes entreprises	33	48	65	72	65	58	53	23
– PME	-2	23	23	31	31	12	8	-30
Situation de trésorerie prévue								
– Ensemble des entreprises.....	-2	13	35	38	38	17	11	-8
– Grandes entreprises	10	22	43	52	46	29	30	12
– PME	-8	5	22	23	19	6	2	-31
Difficultés de paiement.....	-19	-24	-25	-31	-26	-14	-8	12
Résultats bruts d'exploitation.....	7	2	27	45	48	35	5	-30
Besoins en fonds de roulement	-18	-2	-1	-8	-11	18	6	21
Investissements globaux	-13	-11	5	4	15	20	-16	-9
Autorisations nouvelles et renouvellements de crédits à court terme	-18	-12	-12	-14	-8	2	-4	16
Utilisations nouvelles de prêts à moyen et long terme	-9	1	-2	1	-4	11	-18	2
Situation de l'endettement global	-28	-15	-31	-30	-31	-27	-21	-17
Dépôts à vue (encours moyen)	21	7	21	22	13	14	9	2
Placements nouveaux liquides.....	-10	-3	4	25	59	49	41	6
Placements nouveaux en titres négociables	-2	-5	1	-7	-18	-13	-4	-15
– dont : Titres d'OPCVM.....	1	-7	-3	-12	-30	-16	-16	-20
Évolution prévue de la demande de crédit de trésorerie				4	7	10	8	3
Évolution prévue de la demande de crédit à moyen et long terme				17	23	23	21	1
								-2

SITUATION ÉCONOMIQUE DES ENTREPRISES (séries brutes)



Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 27

Mise à jour le 6 février 1996

Les trésoreries des entreprises ont perdu de leur aisance en fin d'année. D'importants contrastes subsistent toutefois : si les situations des grandes entreprises demeurent aisées au cours du quatrième trimestre, en dépit d'une incontestable dégradation en fin de période, celles des petites et moyennes entreprises se sont nettement resserrées, en raison, notamment, des difficultés accrues enregistrées dans certains secteurs, comme le commerce et le bâtiment. Les mouvements sociaux de décembre ont contribué à cette inflexion. Néanmoins, ces tendances devraient se poursuivre au cours des prochains mois et une nouvelle dégradation de la situation de trésorerie des entreprises est attendue.

Les difficultés de paiement et les besoins en fonds de roulement se sont sensiblement accrus : à la faiblesse de l'activité se sont ajoutés les retards de règlement dus aux perturbations de fin d'année qui ont davantage affecté les petites et moyennes entreprises. Ces évolutions expliquent le recours accru aux crédits de trésorerie au cours du dernier trimestre.

Le courant d'investissement s'est de nouveau légèrement contracté : les programmes mis en œuvre, de faible envergure, ont concerné essentiellement le renouvellement de matériels devenus obsolètes. De ce fait, la demande de crédit à moyen et long terme n'a pas varié au cours de la période.

Au total, le niveau d'endettement des entreprises est toujours estimé en deçà de la normale.

Les placements liquides se sont stabilisés alors que ceux effectués sous forme d'OPCVM se sont de nouveau contractés.

Au cours des prochains mois, selon les établissements interrogés, la demande de crédit de trésorerie devrait encore se renforcer alors que celle à moyen et long terme ne varierait pas.

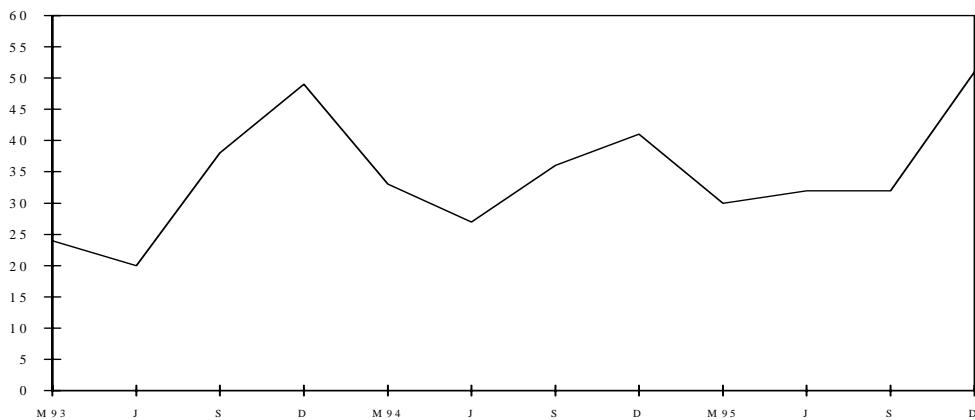
3. Le comportement des particuliers

Le patrimoine financier des ménages s'est sensiblement renforcé au cours du quatrième trimestre, traduisant un comportement d'épargne, notamment de précaution, de plus en plus marqué dans un contexte économique incertain.

3.1. Les comportements d'épargne

SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ÉPARGNE DES PARTICULIERS								
Évolutions passées sauf indications contraires	(en données brutes)							
	1 ^{er} trim. 1994	2 ^e trim. 1994	3 ^e trim. 1994	4 ^e trim. 1994	1 ^{er} trim. 1995	2 ^e trim. 1995	3 ^e trim. 1995	4 ^e trim. 1995
Situation du patrimoine financier	33	27	36	41	30	32	32	51
Encours moyens des dépôts à vue	9	27	29	31	-26	3	9	59
Encours moyens des livrets.....	31	41	63	67	25	-1	39	78
Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôt.....	-10	1	1	25	103	84	25	-33
Placements nouveaux en PEL	92	25	50	49	40	22	56	87
Placements nouveaux en PEP.....	10	-16	3	15	25	9	37	61
Placements en actions	26	-40	-50	-43	-46	-33	-56	-47
Placements en obligations.....	-17	-39	-11	0	4	-1	-12	-22
Placements en OPCVM court terme	-51	-53	-67	-83	-62	-49	-54	-99
Placements en autres OPCVM.....	-10	-53	-55	-58	-55	-33	-54	-72

PATRIMOINE FINANCIER DES PARTICULIERS SELON L'OPINION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (séries brutes)



Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 27 Mise à jour le 6 février 1996

D'importants mouvements de réallocation de portefeuille ont été observés au cours du dernier trimestre, provoqués à la fois par la baisse des taux de marché et les modifications des régimes fiscaux : ils se sont opérés en faveur de l'épargne contractuelle qui bénéficie, pour la majorité des produits, d'exonération fiscale (livrets A des caisses d'épargne, bleus du crédit mutuel, plans d'épargne-logement, plans d'épargne populaire) et de rémunération relativement attractive ; en revanche, les arbitrages ont été défavorables aux comptes à terme, aux placements en OPCVM et aux obligations, produits intégralement fiscalisés dès 1996 et dont les conditions de rémunération sont devenues moins intéressantes (au moins pour les comptes à terme et les OPCVM à court terme).

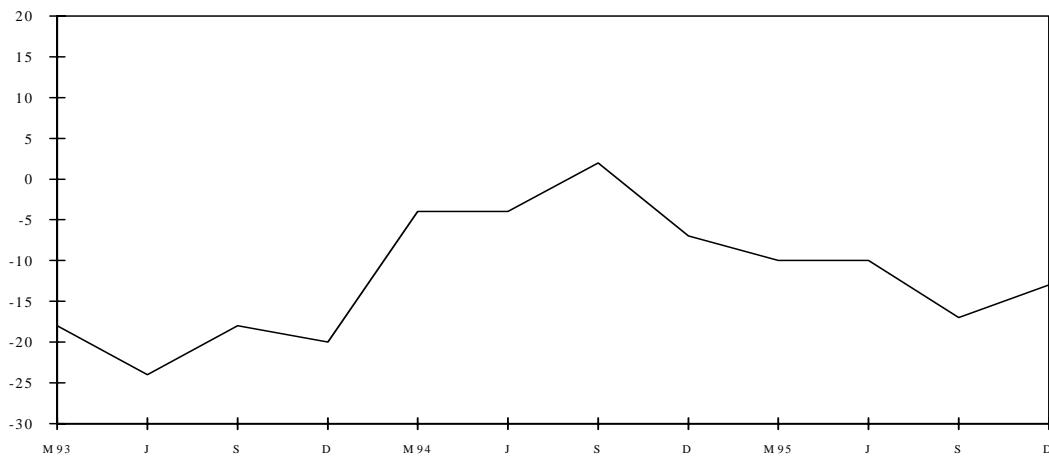
Par ailleurs, les dépôts à vue se sont fortement gonflés. Ce phénomène, habituel en cette période de l'année marquée par le versement de primes, s'est trouvé amplifié par la faiblesse exceptionnelle des dépenses en décembre.

La désaffection du public pour les placements en actions, observée depuis un an et demi, ne s'est pas démentie en fin d'année.

3.2. Les comportements d'endettement

SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ENDETTEMENT DES PARTICULIERS								
	(en données brutes)							
Évolutions passées sauf indications contraires	1 ^{er} trim. 1994	2 ^e trim. 1994	3 ^e trim. 1994	4 ^e trim. 1994	1 ^{er} trim. 1995	2 ^e trim. 1995	3 ^e trim. 1995	4 ^e trim. 1995
Situation de l'endettement global	-4	-4	2	-7	-10	-10	-17	-13
Difficultés de paiement.....	-5	-2	-8	-13	-16	-10	-12	-3
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie.....	9	2	12	5	3	21	2	4
Utilisations nouvelles de prêts personnels.....	25	39	38	30	17	47	15	6
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers.....	41	59	28	-4	-11	4	-14	17
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie.....			31	26	32	24	20	10
Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers			25	12	22	17	38	22

ENDETTEMENT GLOBAL DES PARTICULIERS SELON L'OPINION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (séries brutes)



Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 27

Mise à jour le 6 février 1996

L'endettement global des particuliers n'a guère varié d'un trimestre à l'autre et demeure inférieur à la normale.

Les difficultés de paiement se sont stabilisées. Les ménages ont très peu recouru aux crédits de trésorerie ; la demande de prêts immobiliers s'est, quant à elle, quelque peu renforcée en liaison avec la mise en place des prêts à taux zéro.

Au cours des prochains mois, les établissements interrogés s'attendent à une progression de la demande de crédit, modérée pour les crédits de trésorerie, plus marquée pour les crédits immobiliers.

BULLETIN OFFICIEL

BULLETIN OFFICIEL

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

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

Banque de France

Communiqué de la Banque de France, relatif à la réévaluation semestrielle des cours officiels de change

– en date du 11 janvier 1996

La situation arrêtée au 4 janvier 1996 fait apparaître l'incidence des écritures de fin de semestre afférentes à la comptabilisation des réserves de change.

Les avoirs en or ont été réévalués au prix de 61 039 francs le kilogramme d'or fin, résultant de la moyenne, durant les trois derniers mois, des cours de l'or sur le marché international de Londres, quotidiennement convertis en francs sur la base du cours du dollar des États-Unis à Paris. Ce prix se compare à celui de 61 366 francs le kilogramme d'or fin, retenu à la fin juin 1995. Il en est résulté une moins-value de 833 millions de francs au titre des réserves en or, constatée au poste « Or » de la situation, et une moins-value de 208 millions de francs au titre des avoirs en or déposés auprès de l'Institut monétaire européen (IME), enregistrée au compte hors bilan « Or et autres actifs de réserve à recevoir de l'IME ». La contrepartie de ces mouvements a été portée au débit du compte « Réserve de réévaluation des réserves en or de l'État », pour un montant total de 1 041 millions de francs.

Les devises ont été comptabilisées sur la base des cours constatés par la Banque de France sur les marchés de change de Paris le 27 décembre 1995 (soit pour le dollar 4,9110 francs et pour le deutschemark 3,4188 francs, contre respectivement 4,8775 francs et 3,5133 francs

au 28 juin 1995). Il en est résulté une diminution de 990 millions de francs du poste « Avoirs et placements en devises » et une augmentation de 105 millions de francs du compte hors bilan « Or et autres actifs de réserve à recevoir de l'IME », au titre des avoirs en dollars déposés auprès de l'IME.

Le poste « Écu », à l'actif, et le compte hors bilan « Écu à livrer à l'IME », ont été réévalués sur la base du cours en francs de l'écu au 27 décembre 1995, soit 1 écu = 6,44174 francs, contre 6,53287 francs le 28 juin 1995. Il s'en est dégagé une plus-value nette de 433 millions de francs.

La contrepartie des plus-values et moins-values constatées sur les avoirs et engagements en devises et en écus a été portée au poste « Réserve de réévaluation des réserves en devises de l'État ». Par ailleurs, conformément aux dispositions de la convention sur la gestion et la comptabilisation des réserves de change conclue le 10 juin 1993 entre l'État et la Banque de France, les différences de change relatives aux opérations en devises réalisées par la Banque de France durant le second semestre de 1995 ont également été imputées sur la réserve de réévaluation des réserves en devises de l'État. Au total, le montant de cette réserve a augmenté de 1 669 millions de francs.

Les montants des créances de la Banque de France sur le Fonds de stabilisation des changes, à l'actif, et du compte spécial du Fonds de stabilisation des changes – Contrepartie des allocations de droits de tirage spéciaux (DTS), au passif, ont été ajustés consécutivement à la réévaluation des avoirs et engagements du Fonds libellés en DTS sur la base de la valeur en francs du DTS au 29 décembre 1995, soit 7,28380 francs, contre 7,61319 francs au 30 juin 1995. Il est résulté de cette réévaluation une moins-value nette de 454 millions de francs, dont la contrepartie a été portée en diminution du poste du passif « Comptes des autres institutions financières résidentes », qui comprend,

notamment, les avoirs en francs du Fonds.

Les variations de certains des postes de la situation mentionnés ci-dessus diffèrent des chiffres indiqués dans le présent communiqué en raison de l'incidence des autres opérations de la semaine.

Communiqué de la Banque de France, relatif à l'ajustement trimestriel des avoirs de change auprès de l'Institut monétaire européen (IME)

– en date du 18 janvier 1996

La situation hebdomadaire arrêtée au 11 janvier 1996 fait apparaître l'incidence de l'ajustement trimestriel du dépôt de 20 % des réserves publiques en or et en dollars effectué auprès de l'Institut monétaire européen.

Le poste « Or » n'enregistre aucune modification, le dépôt d'or restant inchangé à 636,8 tonnes d'or.

Le poste « Avoirs et placements en devises » augmente de 221 millions de francs correspondant à la restitution par l'IME de 45 millions de dollars, consécutive à la diminution des réserves en cette devise entre le 30 septembre et le 31 décembre 1995.

En contrepartie des avoirs déposés, l'IME a mis à la disposition de la Banque de France 8 346 millions d'écus, contre 8 308 millions précédemment. Le montant des écus a été déterminé par l'IME sur la base :

– pour l'or, de la moyenne des cours notés pendant les six derniers mois aux deux « *fixing* » de Londres et convertis en écus, soit :

1 kg = 9 407,662 écus, contre 9 338,184 écus à fin septembre 1995 ;

– pour le dollar, du cours du marché le 9 janvier 1996, soit :

1 dollar = 0,76579 écu, contre 0,75671 écu le 9 octobre 1995.

La contre-valeur en francs des écus reçus, calculée sur la base du cours d'évaluation semestrielle de l'écu, soit :

1 écu = 6,44174 francs, représente 53 764 millions de francs ; le poste « Écu » fait cependant apparaître un montant inférieur en raison de l'utilisation en novembre 1993 d'avoirs

en écus pour le remboursement d'une dette envers le Fonds européen de coopération monétaire.

Les engagements réciproques de dénouement à terme des opérations conclues entre la Banque de France et l'IME sont, depuis le 1^{er} janvier 1996, enregistrés dans des comptes hors bilan. Leurs contre-valeurs en francs sont indiquées au bas de la situation :

– celle de l'or et des dollars à recevoir de l'IME a diminué de 221 millions de francs et s'établit à 53 975 millions de francs ;

– celle des écus à livrer à l'IME a augmenté de 246 millions et a été portée à 53 764 millions de francs.

La variation du poste « Avoirs et placements en devises » diffère du montant indiqué plus haut en raison de l'incidence des autres opérations de la semaine.

Communiqué de la Banque de France, relatif au taux d'appel d'offres et au taux des prises en pension de 5 à 10 jours.

– en date du 18 janvier 1996

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France ramène le taux d'appel d'offres de 4,45 % à 4,20 % et le taux des prises en pension de 5 à 10 jours de 5,85 % à 5,60 %.

Comité des établissements de crédit

Lettre du secrétaire général du Comité des établissements de crédit au président de l'Association française des établissements de crédit, relative aux modifications significatives apportées à la situation juridique ou financière des établissements de crédit agréés

– en date du 31 janvier 1996

La réglementation bancaire française a toujours prévu que devaient être soumises à autorisation préalable ou à déclaration, selon le cas, les modifications significatives apportées à la situation juridique ou financière des

établissements agréés. Les obligations en la matière résultent actuellement du règlement n° 90-11 du 25 juillet 1990, modifié par les règlements n° 92-11 du 23 décembre 1992 et n° 94-04 du 8 décembre 1994.

Or, il apparaît que ces obligations sont trop souvent méconnues : certains actionnaires ou futurs actionnaires s'abstiennent de solliciter l'autorisation requise avant la réalisation de l'opération ou s'en préoccupent au tout dernier moment ; des établissements omettent de déclarer des mouvements significatifs ayant affecté la répartition des droits de vote détenus par leurs associés ou actionnaires visés par la réglementation. La méconnaissance de ces obligations est particulièrement critiquable lorsque ce sont des établissements de crédit qui procèdent à des acquisitions ou à des cessions, les conduisant à franchir des seuils dans le capital d'autres établissements.

Le strict respect des dispositions en vigueur constitue pourtant un élément essentiel de la stabilité du système bancaire. La profession elle-même, au demeurant, manifeste le souci que, dans l'hypothèse où un établissement connaît des difficultés, ses actionnaires assument les responsabilités spécifiques qui sont les leurs, ce qui implique qu'ils puissent être clairement identifiés.

Je crois donc nécessaire de vous rappeler les règles actuellement applicables en la matière et les sanctions auxquelles s'exposent ceux qui les méconnaissent.

En application de l'article 5 du règlement n° 90-11, est soumise à autorisation préalable du Comité des établissements de crédit toute opération de prise, d'extension ou de cession de participation, directe ou indirecte, lorsque cette opération a pour effet de permettre à une personne ou à un groupe de personnes agissant ensemble d'acquérir ou de perdre le pouvoir effectif de contrôle sur la gestion d'un établissement de crédit ou d'y acquérir ou perdre le tiers, le cinquième ou le dixième des droits de vote.

Seule une déclaration immédiate est toutefois exigée si l'opération doit être réalisée entre

des personnes relevant du droit d'un ou plusieurs États parties à l'accord sur l'Espace économique européen et appartenant au groupe de celles qui détiennent déjà un pouvoir effectif de contrôle sur l'établissement ou, dans le cas de participation indirecte, si elle est réalisée hors de France entre des personnes relevant d'un droit étranger.

En outre, toute opération ayant pour résultat de permettre à une personne ou à plusieurs personnes agissant ensemble d'acquérir le vingtième des droits de vote doit être déclarée au Comité préalablement à sa réalisation.

Au cas où ces prescriptions ne seraient pas respectées, les personnes concernées s'exposeraient à une sanction spécifique instituée par la loi n° 92-665 du 16 juillet 1992 portant adaptation au marché unique européen de la législation applicable en matière d'assurance et de crédit, qui a modifié à cet effet la loi bancaire. Conformément à la nouvelle rédaction du dernier alinéa de son article 33, « [...] le procureur de la République, la Commission bancaire ou le Comité des établissements de crédit ou tout autre actionnaire peut demander au juge de suspendre, jusqu'à régularisation de la situation, l'exercice des droits de vote attachés aux actions ou parts sociales d'établissements de crédit [...] détenues irrégulièrement, directement ou indirectement ». L'irrégularité de la détention doit être appréciée tant par rapport aux obligations de l'acquéreur qu'au regard de celles qui pèsent sur le cédant, alors même que la sanction édictée par la loi — la privation des droits de vote — ne peut, par définition, s'appliquer qu'à l'acquéreur.

Les établissements qui ne sont pas affiliés à un organe central, doivent, pour leur part, informer le Comité, dans le délai d'un mois à compter de leur réalisation, de tout mouvement significatif ayant affecté la répartition des droits de vote détenus par ceux de leurs associés ou actionnaires qui, à raison de la fraction de capital qu'ils détenaient ou ont acquis, étaient soumis aux obligations rappelées ci-dessus.

Compte tenu de la répétition des cas où ces dispositions ont été méconnues, il paraît nécessaire de les rappeler à toutes les

personnes concernées. Je vous saurais donc gré de porter la teneur de cette lettre à la connaissance de la profession.

Par ailleurs, je crois devoir souligner la nécessité, pour le secrétariat du Comité, de disposer suffisamment tôt des dossiers qui doivent être soumis à celui-ci, afin d'être en mesure d'en assurer une instruction complète.

Les membres du Comité, notamment les représentants de la profession, demandent en effet que les notes de présentation leur soient transmises dans la semaine précédant chaque séance. Dans ces conditions, seuls les dossiers en l'état — c'est-à-dire comprenant tous les éléments d'information visés par la circulaire CEC-4 du 23 décembre 1993 — parvenus trois semaines au moins avant chaque séance sont susceptibles d'être inscrits à l'ordre du jour, sauf cas spécifiques dont le caractère exceptionnel est laissé à l'appréciation du président. Il appartient donc aux demandeurs

de s'enquérir suffisamment à l'avance du calendrier des réunions du Comité et, compte tenu des contraintes temporelles qu'ils se sont fixées ou qui s'imposent à eux, de procéder au dépôt de leur dossier à une date qui laisse au secrétariat le délai nécessaire d'instruction.

Je vous saurais gré de rappeler également ces principes à vos adhérents, en soulignant que le secrétariat du Comité ne peut que se montrer très strict quant au respect de ces délais.

Celui-ci se tient à la disposition des établissements pour leur fournir toutes les informations utiles sur les conditions d'application des règles rappelées ci-dessus. Vos adhérents peuvent, en outre, trouver dans chaque rapport annuel du Comité des informations sur les obligations particulières qui, en ces domaines, incombent aux établissements de crédit et à leurs actionnaires.

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

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

Texte non disponible

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

du 1^{er} au 31 janvier 1996

Banque de France

**Adjudication d'obligations assimilables
du Trésor 7,25 % avril 2006,
8,50 % octobre 2008
(Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 3 janvier 1996

Le jeudi 4 janvier 1996, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux deux tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces deux tranches sera compris entre 20 milliards de francs et 22 milliards avec un minimum de 1 milliard par tranche.

1. OAT 7,25 % avril 2006 de 2 000 francs. Jouissance du 25 avril 1995. Coupon annuel : 145 francs payable le 25 avril de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2006.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1995 au 25 janvier 1996, soit 108,94 francs par obligation.

2. OAT 8,50 % octobre 2008 de 2 000 francs. Jouissance du 25 octobre 1995. Coupon annuel : 170 francs payable le 25 octobre de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2008.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1995 au 25 janvier 1996, soit 42,74 francs par obligation.

Pour ces deux tranches, règlement des fonds et cotation le 25 janvier 1996.

Les soumissions seront présentées, soit par télétransmission à l'aide du système Telsat, soit au moyen de fiches déposées au siège de la Banque de France (2^e étage – bureau A 220), contre remise d'un reçu, au plus tard dix minutes avant le début de la séance.

Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) pourront présenter des offres non compétitives, dans les conditions qui leur ont été indiquées :

- jusqu'au jeudi 4 janvier 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 5 janvier 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

OAT 7,25 % AVRIL 2006

Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
104,14	1 200 000 000	1 200 000 000	104,14
104,12	6 600 000 000	7 800 000 000	104,12
104,10	9 990 000 000	17 790 000 000	104,11
104,10	1 110 000 000	18 900 000 000	104,11
104,08	4 800 000 000	23 700 000 000	104,10
104,06	2 150 000 000	25 850 000 000	104,10
104,04	850 000 000	26 700 000 000	104,10
104,02	400 000 000	27 100 000 000	104,10
104,00	150 000 000	27 250 000 000	104,10
103,98	750 000 000	28 000 000 000	104,09
103,80	1 000 000 000	29 000 000 000	104,08
Prix limite retenu : 104,10 % (taux de rendement : 6,68 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 90,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 104,11 % (taux de rendement : 6,68 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION

	Séance du 7 décembre 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs)	12 210	17 790	5 580
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu	6,88	6,68	- 0,20
– au prix moyen pondéré.....	6,88	6,68	- 0,20

OAT 8,50 % OCTOBRE 2008

Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
114,48	100 000 000	100 000 000	114,48
114,40	50 000 000	150 000 000	114,45
114,34	300 000 000	450 000 000	114,38
114,32	1 450 000 000	1 900 000 000	114,33
114,30	900 000 000	2 800 000 000	114,32
114,28	450 000 000	3 250 000 000	114,32
114,26	600 000 000	3 850 000 000	114,31
114,24	200 000 000	4 050 000 000	114,30
114,22	400 000 000	4 450 000 000	114,30
114,20	1 150 000 000	5 600 000 000	114,28
114,18	300 000 000	5 900 000 000	114,27
114,08	500 000 000	6 400 000 000	114,26
Prix limite retenu : 114,28 % (taux de rendement : 6,78 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 114,32 % (taux de rendement : 6,78 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION

	Séance du 3 août 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs)	3 500	3 250	- 250
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu	7,50	6,78	- 0,72
– au prix moyen pondéré.....	7,49	6,78	- 0,71

– *Résultat global de l'adjudication
du 5 janvier 1996*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 4 janvier 1996, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 108 millions de francs pour les offres d'avant séance et 2 436 millions de francs

pour les offres consécutives à la séance.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 21 040 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 23 584 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 7,25 % avril 2006	17 790	108	2 138	20 036
OAT 8,50 % octobre 2008	3 250		298	3 548
Total	21 040		2 544	23 584

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 4 JANVIER 1996

- Décret n° 96-4 du 3 janvier 1996 relatif à l'émission des valeurs du Trésor.
- Avis relatif aux conditions d'ouverture ou de prolongation d'un compte sur livret d'épargne populaire.

JO DU 6 JANVIER 1996

- Arrêté du 14 décembre 1995 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois d'octobre 1995.
- Arrêté du 19 décembre 1995 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de novembre 1995.

JO DU 10 JANVIER 1996

- Arrêté du 28 décembre 1995 portant création du Nouveau marché.
- Arrêté du 28 décembre 1995 portant homologation du règlement n° 95-01 de la Commission des opérations de bourse.

JO DU 14 JANVIER 1996

- Arrêté du 8 janvier 1996 fixant la valeur du coupon à échéance du 25 janvier 1996 pour les obligations assimilables du Trésor à taux variable janvier 1998 TME (code Sicovam n° 11 050).
- Arrêté du 8 janvier 1996 fixant la valeur du coupon à échéance du 25 janvier 1996 pour les obligations assimilables du Trésor à taux variable janvier 1999 TMB (code Sicovam n° 10 249).
- Arrêté du 8 janvier 1996 fixant la valeur du coupon à échéance du 25 janvier 1996 pour les

obligations assimilables du Trésor à taux variable janvier 2001 TME (code Sicovam n° 11 350).

- Avis relatif à la fixation du prix pour paiement comptant visé à l'article L 311-7 du code de la consommation.

JO DU 16 JANVIER 1996

- Arrêté du 20 décembre 1995 modifiant l'arrêté du 26 janvier 1990 fixant les règles d'emploi des sommes déposées sur les comptes pour le développement industriel.

JO DU 17 JANVIER 1996

- Arrêté du 15 janvier 1996 relatif à la création de bons du Trésor en compte courant à taux fixe et intérêts annuels en écus 6 % mars 2001.

JO DU 26 JANVIER 1996

- Arrêté du 25 janvier 1996 autorisant la cession au Crédit national de la participation majoritaire détenue indirectement par l'État au capital de la Banque française du commerce extérieur.
- Avis de la Commission de la privatisation du 23 janvier 1996 relatif au transfert au secteur privé de la participation majoritaire détenue indirectement par l'État au capital de la Banque française du commerce extérieur.

JO DU 27 JANVIER 1996

- Arrêté du 23 janvier 1996 relatif à la création d'obligations assimilables du Trésor 6,50 % avril 2011.

JO DU 31 JANVIER 1996

- Arrêté du 23 janvier 1996 relatif au taux des prêts et avances consentis ou bonifiés par les régions.