

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 27

MARS 1996

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

Le ralentissement de l'activité s'est confirmé à la fin de l'année 1995 et en janvier 1996 dans la plupart des pays européens. Une activité relativement élevée semble caractériser les États-Unis dans la période la plus récente. Au Japon, des signes de reprise se manifestent dans l'industrie et l'immobilier. La hausse des prix de détail s'est modérée dans les pays européens. Les taux d'intérêt à court terme se sont repliés, sauf au Japon. Les taux à long terme se sont tendus, davantage en Europe qu'aux États-Unis.

L'évolution des principales devises en février

Après la forte progression du dollar en janvier, l'évolution des marchés de change n'a pas révélé d'orientation marquée. Des incertitudes sur la situation de l'économie américaine, sur les perspectives d'Union monétaire en Europe, et sur l'issue d'élections dans plusieurs pays (Espagne, Italie) ont accru la volatilité des principales devises. En fin de période, toutefois, les nouveaux signes de ralentissement économique en Europe, particulièrement en Allemagne, et les craintes de tension politique en Asie du Sud-Est ont entraîné un raffermissement du dollar, qui a favorisé une certaine détente au sein du Système monétaire européen. Le franc a enregistré des fluctuations limitées : alourdi en début de période par quelques incertitudes quant à l'évolution de la conjoncture — notamment après l'annonce d'une diminution de la production industrielle en décembre — il s'est rapidement raffermi, en liaison avec un léger affaiblissement du deutschemark, la détermination réaffirmée du gouvernement d'entrer en Union monétaire en 1999, l'annonce d'un fort excédent commercial en 1995 et d'un rebond de la consommation en janvier. Au total, les évolutions satisfaisantes des agrégats monétaires, la bonne tenue du franc et la maîtrise convenable des anticipations d'inflation ont permis à la Banque de France de poursuivre la détente des conditions monétaires.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en février

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a faiblement progressé par rapport au niveau atteint le mois précédent. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est légèrement redressé.

La demande globale est demeurée inchangée. Sur le marché intérieur, la demande interindustrielle comme la demande finale marquent une pause après le redressement observé en janvier. Les exportations progressent légèrement, en raison, notamment, de l'affaiblissement du marché allemand et de l'intensité de la concurrence ; toutefois, les marchés lointains offrent toujours des débouchés importants, surtout pour les biens d'équipement.

Les carnets de commandes, jugés insuffisants dans les biens intermédiaires, sont considérés comme proches de la normale dans les autres secteurs. Les stocks apparaissent encore supérieurs au niveau désiré dans toutes les grandes branches.

Au cours des prochains mois une progression de l'activité est attendue dans tous les secteurs.

Les prix n'ont guère varié dans l'ensemble. Les dépenses d'investissement restent limitées, pour l'essentiel, à l'amélioration de la productivité ; quelques projets sont reportés au second semestre, dans l'attente d'un reffermissemement de la demande.

Après la forte progression observée en janvier, l'activité commerciale s'est légèrement repliée en février, mais s'inscrit en hausse sensible sur un an et est supérieure à l'activité commerciale enregistrée en moyenne par mois au second semestre 1995.

Les effectifs, en légère baisse dans le secteur des biens intermédiaires, n'ont pas évolué dans les autres branches de l'industrie ; ils se sont contractés dans le bâtiment mais sont restés stables dans le commerce et les services marchands. La situation de l'emploi permanent offre peu de changement dans l'ensemble ; l'emploi précaire s'étend et de nombreux chefs d'entreprise cherchent à accroître la flexibilité de la main-d'œuvre pour adapter au mieux la production à la demande.

La balance des paiements en décembre

En données FAB-FAB cvs, l'excédent commercial, qui avait atteint un niveau record en novembre (13,5 milliards de francs), est revenu à 7 milliards, montant proche de la moyenne observée d'août à octobre 1995. Sur l'ensemble de l'année, il s'établit à 104,5 milliards de francs, au lieu de 81,7 milliards en 1994, sous l'effet d'une hausse des exportations de 9,2 % et d'une progression des importations de 7,9 %. Cette amélioration traduit principalement la consolidation du solde industriel (57,2 milliards de francs, au lieu de 38,2 milliards l'année précédente) — en particulier de l'excédent des biens d'équipement professionnels — ainsi que l'amélioration sensible du résultat des échanges avec les pays d'Asie à économie en développement rapide et les pays africains.

L'excédent du *compte de transactions courantes*, en données brutes, s'est élevé en décembre à 10,1 milliards de francs (1,8 milliard en données cvs) et pour l'ensemble de l'année à 84,6 milliards.

Le *compte financier, hors avoirs de réserve bruts*, a dégagé, en décembre, 24,8 milliards de francs de sorties nettes (en données brutes), portant le cumul annuel de ces dernières à 91,2 milliards de francs, montant triple de celui enregistré en 1994. Les flux financiers à long terme ont été excédentaires de 5 milliards de francs en décembre, mais les sorties à ce titre se sont nettement réduites d'une année à l'autre, revenant à 39,7 milliards en 1995, contre 255,9 milliards l'année précédente. Les flux financiers à court terme ont également été à l'origine de sorties nettes, tant en décembre (29,8 milliards de francs) que sur les douze mois de 1995 (51,5 milliards de francs, contre des entrées de 226,9 milliards en 1994). Les *avoirs de réserve (bruts)*, pour leur part, se sont accrus de 0,4 milliard de francs en décembre et de 3,6 milliards sur l'ensemble de l'année.

Les marchés de capitaux en février

Après la détente intervenue le mois précédent, les marchés de taux d'intérêt ont enregistré une légère dégradation, qui a davantage affecté le compartiment obligataire que le segment de court terme.

Ce mouvement a eu pour origine principale une révision des anticipations des investisseurs quant à la poursuite d'un assouplissement des politiques monétaires, aux États-Unis comme en Europe;

En dépit de cet environnement international moins favorable, la Banque de France a poursuivi sa politique de détente des conditions monétaires en abaissant à deux reprises, le 1^{er} et le 8 février, de 15 centimes le taux des appels d'offres, ramené à 3,90 %, contre 4,20 % précédemment. Parallèlement, le loyer de l'argent au jour le jour a cédé 3/16 de point sur l'ensemble du mois, revenant de 4 5/16 % à 4 1/8 %. Ces mesures sont intervenues dans un contexte de raffermissement, au sein du Système monétaire européen, du franc, qui a atteint 3,4260 francs contre deutschemark à la fin de février.

La Banque de France a poursuivi, début mars, la détente de ses taux d'intervention, que le Conseil de la politique monétaire a décidé, le 7 mars, de ramener à 3,80 % pour les appels d'offres et à 5,5 % pour les pensions de 5 à 10 jours.

D'une fin de mois à l'autre, les rendements obligataires se sont inscrits en hausse, le taux de l'emprunt phare à 10 ans passant ainsi de 6,37 % à 6,68 %. Ce mouvement ayant été moins prononcé que celui qui a été parallèlement constaté sur le marché allemand, l'écart OAT-Bund s'est nettement resserré, revenant à 26 centimes le 29 février, contre 46 centimes un mois plus tôt.

L'encours global des titres de créances négociables est resté inchangé par rapport au mois de janvier, cette stabilité recouvrant une évolution divergente des compartiments du marché. L'encours des certificats de dépôt a progressé de 8,2 milliards de francs, celui des bons des institutions et des sociétés financières de 1,8 milliard et celui des billets de trésorerie de 800 millions. Dans le même temps, l'encours des bons à moyen terme a baissé de 11,4 milliards de francs. Les taux d'intérêt ont diminué de façon significative pour tous les titres de durée courte.

Dans un contexte toujours caractérisé par la poursuite du mouvement de réduction des taux d'intérêt à court terme et par une révision à la baisse des prévisions de croissance économique, tant en France qu'en Allemagne, la forte reprise des émissions observée en janvier s'est, dans l'ensemble, poursuivie au cours du mois de février, tant sur le marché intérieur que sur le compartiment de l'eurofranc.

À la Bourse de Paris, l'indice CAC 40 s'est replié de 1,5 % au cours du mois, en dépit d'évolutions plus favorables enregistrées en début et en fin de période.

Les agrégats monétaires

En janvier, l'agrégat de monnaie M3 s'est réduit de 0,6 %, alors qu'il avait progressé de 1,1 % le mois précédent. Les moyens de paiement (M1) ont diminué de 3,5 %, après avoir augmenté très fortement en décembre (7,2 %), les mouvements sociaux de fin d'année ayant entraîné la constitution d'encaisses à vue d'un montant exceptionnellement élevé. Les placements sur livrets à taux réglementés (M2 – M1) se sont de nouveau vivement développés (2,8 %, après 2,0 % en décembre). En revanche, les placements rémunérés à taux de marché (M3 – M2) ont globalement continué de se replier (– 0,6 %).

Sur un an et entre moyennes trimestrielles centrées, la croissance de M1 s'établit à 5,6 % et celle de M2 à 6,9 %. La progression de M3 s'élève à 4,2 % (4,6 % en taux annualisé sur les six derniers mois) et demeure très proche de sa norme de moyen terme.

La développement de l'épargne contractuelle (P1) reste soutenu (13,0 % en un an). Ses principales composantes, les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire, ont respectivement progressé de 15,6 % et de 16,5 % en un an.

À fin décembre, la croissance annuelle de l'endettement intérieur total s'est nettement renforcée et s'élève à 5,8 %, en raison d'une hausse plus marquée des crédits à l'économie (2,1 %), qui reflète pour une large part un accroissement des prêts aux organismes de Sécurité sociale.

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

Les mesures économiques et financières

- 7 février** Le Conseil des ministres adopte un projet de loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier (DDOEF) qui donne, notamment, un support législatif au plan PME présenté fin novembre 1995 et aux mesures incitant les particuliers à débloquer leur épargne, annoncées fin décembre. Ce texte assouplit également les procédures applicables aux privatisations et renforce les moyens de contrôle du fisc sur les « prix de transfert » pratiqués au sein des groupes multinationaux.

L'aide au développement

- 7 février** Le Premier ministre annonce la création d'un Comité interministériel de l'aide au développement (CIAD), chargé de coordonner l'action des ministères et services intéressés.

Les mesures en faveur de l'agriculture

- 8 février** Dans le cadre d'une série de mesures prises en faveur des agriculteurs, le gouvernement annonce que l'incorporation de composés oxygénés d'origine agricole dans les carburants sera rendue obligatoire d'ici à l'an 2000.

La protection sociale

- 6 février** En 1995, les dépenses de santé ont augmenté de 4,7 %, contre 3,2 % en 1994. Les seules dépenses liées aux consultations médicales ont progressé de 4,9 % (contre 0,6 % en 1994), alors que leur hausse devrait être limitée à 3,3 % aux termes de l'accord passé entre la profession et la Sécurité sociale.

- 14 février** Suite à l'échec des négociations entre les caisses d'assurance maladie et les syndicats de médecins, le gouvernement fixe à 2,1 % le taux de progression des dépenses maladies pour 1996.

- 19 février** Réunis en Congrès, députés et sénateurs ratifient la révision constitutionnelle qui vise à renforcer les pouvoirs du Parlement sur l'évolution des dépenses de la Sécurité sociale.

Le blanchiment d'argent sale

- 14 février** L'Assemblée nationale adopte le projet de loi sur le blanchiment de l'argent, qui étend notamment ce délit à la fraude fiscale.

L'aide financière à la Russie

- 15 février** Le Premier ministre signe avec son homologue russe un accord financier aux termes duquel FRF 4 milliards vont être débloqués en faveur de la Russie.

Les entreprises publiques

- 21 février** Le gouvernement annonce sa décision de privatiser Thomson et remplace le PDG du groupe, Alain Gomez, par Marcel Roulet, ancien président de France Télécom.

- 28 février** L'État cède 4 % du capital de Total, pour FRF 3,1 milliards, ramenant sa participation dans le groupe pétrolier à 1 %.

Annonce d'un déficit de FRF 16,6 milliards en 1995 pour la SNCF.

EDF affiche un bénéfice de FRF 1,2 milliard pour 1995.

La réforme de la défense nationale

- 22 février** Le président de la République annonce sa décision de faire passer la France, dans un délai de six ans, à une armée professionnelle qui comptera 350 000 hommes, au lieu de 500 000 actuels. Les grands programmes militaires seront maintenus mais étalés dans le temps. La dissuasion nucléaire sera rénovée, avec le démantèlement des missiles Hadès et la fermeture du plateau d'Albion et de l'usine de Pierrelatte. Concernant la restructuration de l'industrie d'armement, Jacques Chirac souhaite créer un pôle électronique autour de Thomson privatisé et un pôle aviation autour de Dassault et de l'Aérospatiale. Enfin, un débat sera lancé sur l'avenir du service national.

La fonction publique

- 22 février** Signature, avec six fédérations de fonctionnaires, d'un accord cadre triennal sur la formation continue dans la fonction publique, qui prévoit notamment de consacrer 3,8 % de la masse salariale à la formation, contre 3,2 % précédemment.

La réglementation de la concurrence

- 26 février** Le Conseil des ministres adopte le projet de loi sur la « loyauté et l'équilibre des relations commerciales », qui réforme les règles de facturation, les reventes à perte, les prix abusivement bas, le refus de vente, l'abus de dépendance économique et les ventes sauvages.

Les finances publiques

- 26 février** En 1995, le déficit budgétaire s'est élevé à FRF 323 milliards, contre 321,6 milliards prévus au collectif budgétaire de novembre.

La Banque de France et la politique monétaire

- 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 produit intérieur brut

- 28 février** Au quatrième trimestre 1995, le PIB a reculé de 0,3 %. Sur l'ensemble de l'année, il a progressé de 2,4 %.

La production industrielle

- 7 février** Selon l'indice trimestriel de l'INSEE, la production industrielle (hors BTP) a fléchi de 0,5 % au troisième trimestre, tandis que la production manufacturière reculait de 1 %.
- 20 février** En décembre, les indices mensuels de la production industrielle (hors BTP) et de la production manufacturière ont diminué chacun de 0,7 % par rapport au mois précédent.

Les créations et les défaillances d'entreprises

- 13 février** En janvier, les créations d'entreprises ont augmenté de 14,8 %, atteignant 24 610 unités, en raison notamment d'un rattrapage des enregistrements après les grèves de décembre.
- 15 février** Selon la Société française d'assurance crédit, les défaillances d'entreprises ont baissé de 5,7 % en 1995, à 59 503, après un repli de 7,1 % en 1994.

Les projets d'investissement

- 14 février** Selon l'INSEE, les industriels interrogés en janvier déclarent avoir l'intention d'augmenter leurs investissements de 8 % à 9 % en volume, soit 11 % en valeur, cette année.

Les mises en chantier et les ventes de logements

- 27 février** Selon le ministère du Logement, 26 200 logements neufs ont été mis en chantier en janvier, soit 5,4 % de moins qu'un an auparavant.
- 29 février** Selon les ministères du Logement et de l'Équipement, les ventes de logements neufs par les promoteurs, au quatrième trimestre 1995, ont augmenté de 9,5 % par rapport aux trois mois précédents et de 2,2 % sur un an.

La consommation des ménages

- 26 février** En janvier, la consommation des ménages en produits manufacturés a progressé de 5,1 % par rapport au mois précédent, après une baisse de 0,8 % en décembre.

Les immatriculations d'automobiles

1^{er} février En janvier, les immatriculations ont augmenté de 18,7 % par rapport à janvier 1995.

L'emploi

29 février En janvier, le nombre des demandeurs d'emploi s'élevait à 3 015 900 (cvs), en hausse de 0,3 % (+ 10 400 personnes) par rapport à décembre mais en baisse de 1,2 % sur un an. Le taux de chômage est passé, d'un mois à l'autre, de 11,7 % à 11,8 %.

Au cours du même mois, le nombre des allocataires Assedic a augmenté de 0,8 %, à 2 749 300. Sur un an, il a diminué de 3,1 %.

Les salaires

22 février En 1995, le taux de salaire horaire a augmenté de 2,4 % et le salaire mensuel de base de 2,1 %, dégageant des gains de pouvoir d'achat de, respectivement, 0,6 point et 0,3 point.

Les prix

26 février Selon l'indice définitif de l'INSEE, en janvier, les prix à la consommation ont progressé de 0,2 % sur un mois et de 2,0 % sur un an.

29 février Le nouvel « indice intérimaire des prix à la consommation » calculé par l'INSEE, destiné à permettre des comparaisons au niveau européen, fait apparaître, pour janvier, une hausse de 0,1 % sur un mois et de 2,0 % sur un an.

Les comptes extérieurs

15 février En novembre, la balance des transactions courantes a dégagé un solde positif de FRF 11,5 milliards (cvs), après 2,3 milliards en octobre. Sur les onze premiers mois de l'année, l'excédent cumulé atteint, en données brutes, FRF 77,4 milliards, contre 28,9 milliards pour la période correspondante de 1994.

23 février En 1995, la balance commerciale a enregistré un excédent record de FRF 104,5 milliards, soit une amélioration de 23 milliards par rapport à 1994.

La démographie

7 février Selon les données provisoires de l'INSEE, la population française a augmenté de 0,42 % en 1995 — progression la plus forte depuis 1992 —, pour atteindre 58,6 millions de personnes au 1^{er} janvier 1996.

2.2. Étranger

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.

Baisse des taux directeurs dans plusieurs pays :

– 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 %.

Aux États-Unis, progression des prix à la consommation de 0,2 % (+ 0,1 % hors alimentation et énergie) en décembre (+ 2,5 % en rythme annuel).

En Italie, M. Maccanico est nommé président du Conseil.

2 février Aux États-Unis, 201 000 chômeurs supplémentaires en janvier, ce qui porte le taux de chômage à 5,8 %, après 5,6 % en décembre.

5 février Le prix de l'once d'or s'établit à 416,25 dollars au premier fixage de l'or, niveau le plus élevé depuis février 1990.

6 février Au Royaume-Uni, hausse de la production industrielle de 0,4 % en décembre (+ 1,8 % en rythme annuel).

7 février En Allemagne, M3 ressort en hausse de 2,1 % au dernier trimestre 1995 (du fait d'une progression de 2,7 % en décembre).

Aux États-Unis, le déficit commercial se réduit à USD 7,06 milliards en novembre (dont USD 4,13 milliards avec le Japon).

8 février En Allemagne, le taux de chômage s'établit à 10,0 % en janvier, après 9,9 % en décembre.

12 février Au Danemark, la Banque nationale diminue de 10 points de base son taux des certificats de dépôt à 14 jours pour le ramener à 4,25 %.

13 février En Allemagne, augmentation des prix de détail de 0,1 % en janvier (+ 1,5 % sur un an).

En Suède, la Banque centrale ramène son taux des pensions de 8,45 % à 8,30 %.

14 février En Italie, M. Maccanico renonce à former le nouveau gouvernement.

Au Royaume-Uni, diminution de 29 300 du nombre des demandeurs d'emploi en janvier, le taux de chômage revenant à 7,9 %, contre 8,0 % en décembre.

15 février En Allemagne, le Conseil de la Banque fédérale maintient le taux d'escompte et le taux Lombard aux niveaux inchangés de 3 % et 5 % respectivement, et reconduit, pour les deux prochaines opérations de prises en pension, le taux fixe de 3,30 % appliqué aux deux précédentes.

Au Royaume-Uni, l'indice des prix de détail ressort en baisse de 0,3 % en janvier (+ 2,9 % sur un an).

16 février Aux États-Unis, diminution, en janvier, de la production industrielle (−0,6 %) et du taux d'utilisation des capacités de production (à 81,9 %).

19 février En Italie, dissolution du Parlement.

Au Japon, réduction de l'excédent commercial à USD 467 millions en janvier, contre 2,75 milliards l'année précédente.

21 février En Italie, ralentissement de la progression de l'indice des prix de détail, en janvier, à 5,5 % en rythme annuel (contre + 5,8 % en décembre).

22 février En Suède, baisse des taux directeurs de la Banque centrale : le taux plancher et le taux plafond diminuent de 50 points de base, pour s'établir respectivement à 7,50 % et 9,0 % ; le taux des appels d'offres passe de 8,30 % à 8,05 %.

En Suède, hausse de l'indice des prix à la consommation inférieure aux anticipations, à + 0,1 % en janvier (+ 2,0 % en glissement annuel).

23 février En Allemagne, progression de 8,4 %, en rythme annuel, de la masse monétaire M3 (par rapport au quatrième trimestre 1995).

Aux États-Unis, croissance du PIB, au dernier trimestre 1995, de 0,9 % en rythme annuel, contre 3,6 % au troisième trimestre. Augmentation des mises en chantier de logements en janvier de 4,4 % en rythme annuel, après une baisse de 5,0 % en décembre.

27 février Aux États-Unis, hausse des prix à la production de 0,3 % en janvier. Recul des ventes de détail de 0,3 % au cours du même mois.

28 février Aux États-Unis, déficit commercial de USD 6,78 milliards (dont 3,47 milliards vis-à-vis du Japon) en décembre.

8 mars Au Royaume-Uni, la Banque centrale ramène son taux de base de 6,25 % à 6,0 %.

13 mars En Espagne, la Banque centrale ramène son taux directeur de 8,75 % à 8,25 %.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

Le ralentissement de l'activité s'est confirmé à la fin de l'année 1995 et en janvier 1996 dans l'ensemble des pays européens et aux États-Unis. Un redressement semble néanmoins en cours dans ce dernier pays en février. Au Japon, des signes de reprise se manifestent dans l'industrie et l'immobilier. La hausse des prix de détail s'est modérée dans les pays européens. Les taux d'intérêt à court terme se sont repliés dans l'ensemble de la zone, à l'exception du Japon. Les taux à long terme se sont tendus davantage en Europe qu'aux États-Unis.

Aux **États-Unis**, l'activité a été peu dynamique à la fin de l'année 1995. Le PIB n'a augmenté que de 0,9 %, en rythme annuel, au quatrième trimestre 1995, soit la plus faible hausse trimestrielle depuis la récession de 1991. La consommation, particulièrement modérée, n'a progressé que de 0,8 %. Les dépenses publiques se sont exceptionnellement contractées, subissant les effets de la fermeture des administrations pour cause d'absence de budget et de manque de trésorerie de l'État fédéral. Seul, l'investissement des entreprises est demeuré un soutien pour la demande interne, tandis que la contribution extérieure est devenue plus nettement positive. En janvier, l'orientation a été encore moins favorable, en raison notamment des mauvaises conditions climatiques : la consommation des ménages a diminué de 0,8 % en termes réels, accusant ainsi son plus fort repli depuis août 1992 ; le pouvoir d'achat de leur revenu disponible n'a pas augmenté en volume et leur taux d'épargne, qui s'était abaissé à 4,8 % en décembre, est revenu à 5,3 %, son plus haut niveau depuis décembre 1993 ; la production industrielle a reculé de 0,6 %, ramenant le glissement sur un an à seulement 0,1 % ; le taux d'utilisation des capacités productives s'est abaissé à 81,9 %, contre 83,9 %, en moyenne, en 1995.

Toutefois, l'indice de confiance des consommateurs s'est sensiblement redressé en février. De même, le taux de chômage est revenu à 5,5 % en février, contre 5,8 % en janvier, avec la création de plus de 700 000 emplois.

Au **Japon**, des signes de reprise continuent de se manifester dans l'industrie et l'immobilier : l'indice précurseur d'activité a d'ailleurs atteint son niveau maximum (100 %), au mois de décembre, soulignant l'optimisme des milieux d'affaires. En janvier, la production industrielle a progressé de 0,5 % sur un mois et 3,3 % sur un an, après respectivement 0,8 % et 1,5 % en décembre, et les mises en chantier de logements ont augmenté, pour le troisième mois consécutif, de 7,2 % sur un an, après 4,8 % en décembre. En revanche, la consommation demeure peu dynamique, les dépenses réelles des ménages s'étant repliées de 0,1 % en décembre, après -2,4 % en novembre, soit un recul de 1,1 % en moyenne sur l'année 1995. Par ailleurs, le taux de chômage se maintient, depuis novembre, à 3,4 %, en dépit d'une amélioration progressive du taux de couverture des demandes par les offres d'emploi (67 % en janvier, contre 64 % en décembre). L'excédent commercial, en termes douaniers, a nettement diminué en janvier, revenant de 8,14 milliards de dollars en décembre à 5,43 milliards, en baisse de plus de 33 %. L'excédent a continué de se réduire vis-à-vis des États-Unis et, plus modérément, de l'Europe. En janvier, la balance courante a présenté un déficit, pour la première fois depuis cinq ans, de 1,9 milliard de yens, après un excédent de 1 077 milliards en décembre.

En **Allemagne**, l'activité s'est nettement ralentie à la fin de l'année 1995 : le PIB a reculé

de 0,5 % au quatrième trimestre et la croissance est revenue de 2,9 % en 1994 à 1,9 % en moyenne annuelle. Aucun indicateur d'activité retracant l'évolution économique n'a encore été publié pour le début de l'année 1996. Il semble toutefois que le ralentissement devrait s'être encore accentué par rapport à la fin de l'année 1995. La détérioration de la situation du marché du travail en février indiquerait d'ailleurs la médiocrité de la conjoncture : dans l'ensemble du pays, en chiffres bruts, le nombre des chômeurs a atteint 4,27 millions, contre 4,16 millions en janvier et 3,83 millions en février 1995. Corrigé des variations saisonnières, le taux de chômage s'est établi à 10,4 % en février, contre 10,1 % en janvier.

Le déficit courant s'est atténué en 1995, s'établissant à 24,8 milliards de deutschemarks, contre 34,7 milliards en 1994, grâce à la progression soutenue de l'excédent commercial, qui a compensé l'alourdissement du déficit des services et des transferts.

Au **Royaume-Uni**, selon les données définitives, le PIB a progressé de 0,5 % au quatrième trimestre 1995 (contre 0,4 % au troisième trimestre), le glissement annuel s'établissant à 1,9 %, après 2,1 % au troisième trimestre. Sur l'ensemble de l'année, la croissance du PIB a atteint 2,6 %, contre 4,1 % en 1994. Après s'être fortement creusé au cours des deuxièmes et troisièmes trimestres de l'année (3,2 milliards de livres sterling et 3,4 milliards), le déficit commercial est revenu à 2,8 milliards au quatrième trimestre. Cette évolution est à rapprocher du ralentissement de la demande interne mais aussi de la bonne tenue des exportations. Toutefois, sur l'ensemble de l'année, le déficit de la balance commerciale a progressé de 4,6 % par rapport à 1994.

En **Italie**, selon les données provisoires rendues publiques par l'Istat, le PIB aurait reculé de 1 % au quatrième trimestre 1995 (après une hausse de 2 % au trimestre précédent), ramenant à 2,5 % la progression en glissement annuel (après 3,4 % au troisième trimestre). Ce recul du PIB serait avant tout imputable à un réajustement à la baisse très marquée des stocks (leur

contribution à la croissance avait atteint 2,2 points de pourcentage au troisième trimestre). Sur l'ensemble de l'année 1995, la croissance se serait élevée à 3,3 %, après 2,2 % en 1994. Sur l'ensemble de l'année 1995, la production industrielle a progressé, en moyenne, de 5,3 %, comme en 1994.

En **Espagne**, le PIB a progressé de 3,0 % en 1995, après 2,1 % en 1994. Le second semestre a été marqué par un certain ralentissement de la croissance, passée de 3,1 % au deuxième trimestre en glissement annuel à 2,8 %, puis 2,6 %, au cours des deux trimestres suivants. La production industrielle a reculé, en glissement annuel, de 4,8 % en décembre, après une hausse de 1,2 % en novembre et de 3,4 % en octobre, ce qui contribue à expliquer le rebond du chômage en janvier (15,4 %, contre 15,1 % en décembre). Sur l'ensemble de l'année, la production industrielle n'a crû que de 4,6 %, contre 7,1 % en 1994.

La croissance des **prix de détail** s'est modérée dans la plupart des pays sous revue. En glissement annuel à fin janvier, elle est revenue de 5,8 % en décembre à 5,5 % en janvier, en Italie, de 3,2 % à 2,9 % au Royaume-Uni, de 1,8 % à 1,5 % en Allemagne et de 4,3 % à 3,9 % en Espagne. Au Japon, le glissement annuel des prix s'est établi à -0,4 %, contre -0,3 % en décembre. Aux États-Unis, toutefois, les prix se sont accrus de 2,7 % en glissement, après 2,5 % fin décembre, sous l'influence d'une hausse des prix de l'énergie.

Les **taux d'intérêt** à court terme se sont repliés dans l'ensemble de la zone en février, sauf au Japon où le marché anticipe plutôt un resserrement de la politique monétaire. Les taux d'intérêt à long terme se sont tendus en Europe dans un contexte marqué par la publication pour 1995 de résultats moins favorables que prévu en matière de croissance et de finances publiques. La remontée a été moins marquée aux États-Unis en février mais elle s'est accentuée, après la publication des chiffres, très favorables, de l'emploi, le 8 mars.

3.2. L'évolution des principales devises

Après la forte progression du dollar en janvier, l'évolution des marchés de change en février n'a pas révélé de direction marquée. Des incertitudes sur la situation de l'économie américaine, sur les perspectives d'Union monétaire en Europe et sur l'issue d'élections dans plusieurs pays (Espagne, Italie) ont accru la volatilité des principales devises. En fin de période toutefois, de nouveaux signes de ralentissement économique en Europe, et particulièrement en Allemagne, et des craintes de tensions politiques en Asie du Sud-Est ont entraîné un raffermissement du dollar qui a favorisé une certaine détente au sein du Système monétaire européen.

Le **dollar** s'est quelque peu replié face aux devises européennes et au yen. La progression qu'il a enregistrée en janvier a en effet marqué une pause, en liaison avec des incertitudes sur l'évolution à venir des taux d'intérêt, dans un contexte de faible visibilité sur la situation de l'économie américaine. Peu d'indicateurs récents et fiables ont en effet été diffusés au cours de ce mois, en raison notamment de l'importante vague de froid qui a traversé les États-Unis début janvier. Dans ce contexte, l'annonce d'une progression sensible de la masse monétaire M3 en Allemagne, en hausse de 8,4 % en janvier en rythme annualisé par rapport au dernier trimestre 1995, et les propos du ministre des Finances japonais, M. Kubo, selon lequel le niveau peu élevé des taux d'intérêt au Japon pénaliserait le revenu des retraités, ont atténué les anticipations d'un creusement de l'écart entre les taux d'intérêt américains et ceux de l'Europe et du Japon. La monnaie des États-Unis s'est alors temporairement affaiblie, atteignant au plus bas 4,97 francs, tandis que le marché obligataire enregistrait une nette dégradation.

Le dollar s'est cependant repris en fin de période. L'annonce de la poursuite de la réduction du déficit commercial américain, à – 6,78 milliards de dollars en décembre, et de nouveaux signes de ralentissement économique en Europe ont permis à la devise américaine de retrouver un niveau proche de 5,05 francs. L'annonce de tensions entre la Chine populaire et Taïwan a également pesé sur le **yen** au profit du dollar.

La **livre sterling** s'est sensiblement appréciée au début du mois. La devise britannique a bénéficié de la publication de statistiques traduisant une croissance économique encore soutenue (hausse de la production industrielle de 0,4 % en décembre ; diminution des demandeurs d'emplois de 29 300 personnes en janvier) mais non inflationniste (diminution des prix à la consommation de 0,3 % en janvier). Elle est toutefois revenue, par la suite, à un niveau proche de son cours initial, en liaison avec la poursuite de l'affaiblissement de la majorité gouvernementale au Parlement et de nouveaux attentats de l'IRA à Londres.

La **lire** a enregistré une évolution contrastée, en grande partie liée à des facteurs politiques. M. Maccanico, nommé président du Conseil le 1^{er} février, n'a pu former de gouvernement, et a été contraint de démissionner dès le 14 février. Le président Scalfaro a alors dissous le Parlement italien et décidé la tenue d'élections générales en avril prochain. La lire s'est en conséquence sensiblement dépréciée, jusqu'à atteindre 2 005 lires pour 1 écu. Par la suite, l'annonce de la création d'un Parti centriste par M. Dini, qui, selon les sondages, pourrait rassembler suffisamment de suffrages pour jouer un rôle significatif dans la formation du prochain gouvernement, a contribué au raffermissement de la devise italienne. La publication de chiffres d'inflation en nette amélioration (indice des prix

à la consommation en progression de 5,5 % en janvier, contre 5,8 % en décembre) a également favorisé la lire, qui clôture à 1 956 lires pour 1 écu.

La **couronne suédoise**, qui s'était fortement dépréciée fin janvier, en liaison avec des déclarations du ministre des Finances, M. Persson, favorable à un assouplissement de la politique budgétaire, et des craintes d'un repli sensible de l'activité économique, s'est raffermie au cours du mois de février. Plusieurs indicateurs économiques ont montré que ce ralentissement s'avérait en réalité moins prononcé que prévu : hausse de 4,3 % en glissement annuel de la production industrielle en décembre ; réduction des ventes de détail pour le même mois inférieure aux anticipations, à -3 % sur un an. La couronne, qui avait atteint temporairement 8,74 pour 1 écu, s'est alors reprise, pour clôturer à 8,49.

La Banque centrale a profité de l'annonce d'une diminution de l'inflation à 2,0 % en glissement annuel en janvier, après 2,6 % en décembre, pour abaisser ses taux directeurs le 22 février. Le taux de ses prises en pension est ainsi passé de 8,30 % à 8,05 %.

Le **mark finlandais** a pâti de rumeurs faisant état d'un pacte conclu entre la Banque de Finlande et le gouvernement pour laisser la devise finlandaise se déprécier. Par ailleurs, le Premier ministre, M. Lipponen, a déclaré qu'un ancrage du markka au Système monétaire européen n'était pas en vue.

Au terme d'une évolution contrastée, le **deutschmark** a légèrement reculé face à la plupart des devises européennes. En début de mois, de nouvelles craintes sur le calendrier de réalisation de la monnaie unique ont favorisé la devise allemande, qui s'est appréciée face à l'écu et aux principales devises européennes. M. Tietmeyer a notamment déclaré qu'il valait mieux un report de l'UEM qu'un « dérapage » de ce projet.

La réaffirmation, par les principaux pays européens, de leur attachement au processus prévu par le traité de Maastricht a cependant permis l'atténuation de ces tensions. Le deutschmark s'est alors replié, en liaison également avec la publication d'indicateurs économiques reflétant un ralentissement économique plus marqué que prévu en Allemagne. Le taux de chômage est passé de 9,9 % en décembre à 10,0 % en janvier, et l'indice de confiance des entrepreneurs dans la partie occidentale du pays s'est établi à 92,6 en janvier, après 93,2 en décembre. Ce ralentissement, dans un contexte d'inflation maîtrisée (hausse des prix de détail de 1,5 % en janvier), a ravivé en fin de mois des anticipations de nouvelle baisse des taux d'intérêt de la Banque fédérale d'Allemagne, et pesé sur la monnaie allemande.

Plusieurs banques centrales européennes, notamment en **Belgique**, aux **Pays-Bas**, en **Autriche** et au **Danemark**, ont profité de la stabilité de leur devise respective pour abaisser leurs propres taux directeurs.

La **peseta** s'est légèrement raffermie, en liaison avec la publication des sondages selon lesquels le Parti populaire était en mesure de remporter la majorité absolue lors des élections législatives du 3 mars.

Le **franc français** a enregistré des fluctuations limitées, au sein d'une fourchette comprise entre 6,3060 et 6,3465 pour 1 écu.

Quelques incertitudes quant à l'évolution de la conjoncture en fin d'année ont passagèrement alourdi la tenue du franc en début de période, en liaison notamment avec l'annonce d'une diminution de 0,7 % (cvs) de la production industrielle en décembre, correspondant à un repli de 2,2 % en glissement annuel (impact des mouvements de grève).

Cette évolution s'est toutefois rapidement infléchie, en liaison avec un léger affaiblissement du deutschmark et la détermination du gouver-

nement d'entrer en Union monétaire en 1999. L'annonce d'un fort excédent commercial en 1995, de 104,5 milliards de francs, contre 81,7 milliards en 1994, et le rebond de la consommation en janvier, en progression de 5,1 %, après une baisse de 0,8 % en décembre, ont également eu une incidence positive sur la devise française.

La bonne tenue du franc a permis à la

Banque de France d'abaisser ses taux directeurs. Le taux des appels d'offres a été réduit en deux étapes, de 4,20 % à 3,90 %.

Les taux d'intérêt à court terme sont demeurés stables. L'écart OAT-Bund s'est, en revanche, très sensiblement réduit, de 50 points de base à 28 points de base, en liaison avec la remontée des taux allemands à long terme, passés de 5,95 % à 6,35 %.

COURS DE CHANGE À PARIS

(en francs)

Principales monnaies étrangères à Paris		31 janvier 1996	29 février 1996	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,1215	5,046	- 1,47
Écu privé.....	1 XEU	6,302	6,3465	0,71
Allemagne.....	100 DEM	343,5	342,62	- 0,26
Belgique.....	100 BEF	16,707	16,6685	- 0,23
Pays-Bas	100 NLG	306,70	306,02	- 0,22
Danemark	100 DKK	88,77	88,69	- 0,09
Espagne	100 ESP	4,074	4,071	- 0,07
Portugal	100 PTE	3,315	3,305	- 0,30
Irlande.....	1 IEP	7,9905	7,94	- 0,63
Royaume-Uni	1 GBP	7,713	7,7165	0,05
Italie.....	1000 ITL	3,2015	3,2445	1,34
Grèce.....	100 GRD	2,078	2,0915	0,65
Suède	100 SEK	73,69	74,79	1,49
Finlande	100 FIM	112,32	111,10	- 1,09
Autriche	100 ATS	48,851	48,711	- 0,29
Norvège	100 NOK	78,48	78,71	0,29
Suisse.....	100 CHF	421,14	419,77	- 0,33
Japon.....	100 JPY	4,7833	4,8103	0,56

TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

(en pourcentage)

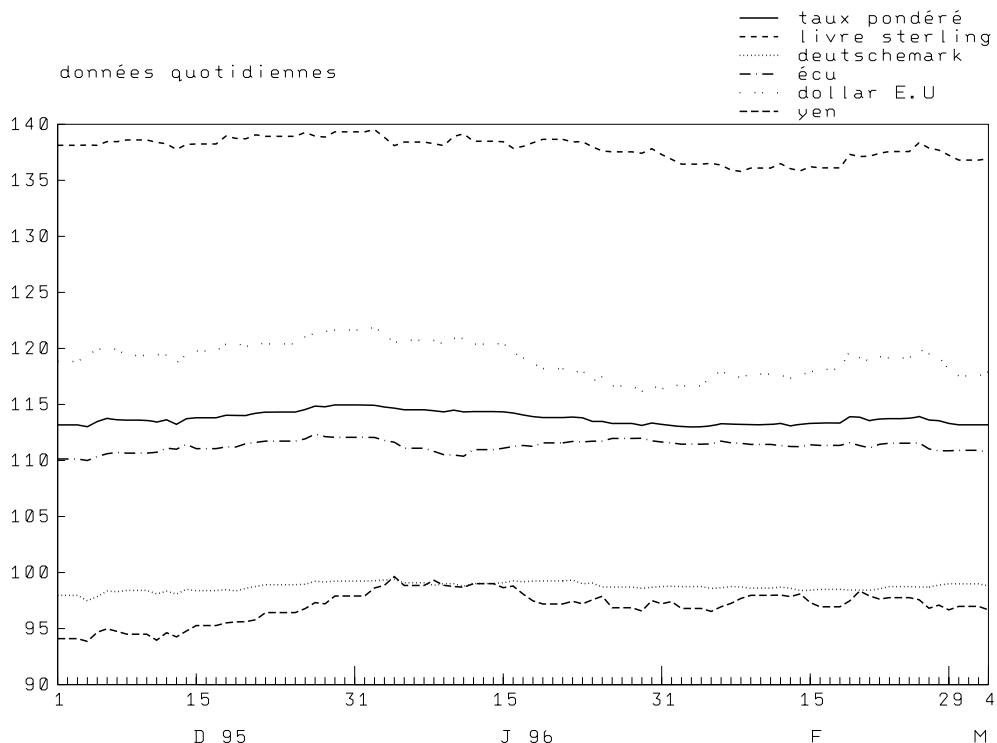
	1 mois		3 mois	
	31 janvier 1996	29 février 1996	31 janvier 1996	29 février 1996
Dollar.....	5,313	5,25	5,313	5,187
Livre sterling	6,25	6,25	6,187	6,062
Deutschmark	3,438	3,313	3,313	3,313
Franc suisse	1,75	1,562	1,75	1,687
Franc français	4,375	4,125	4,41	4,25

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

Mise à jour le 29 février 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 :

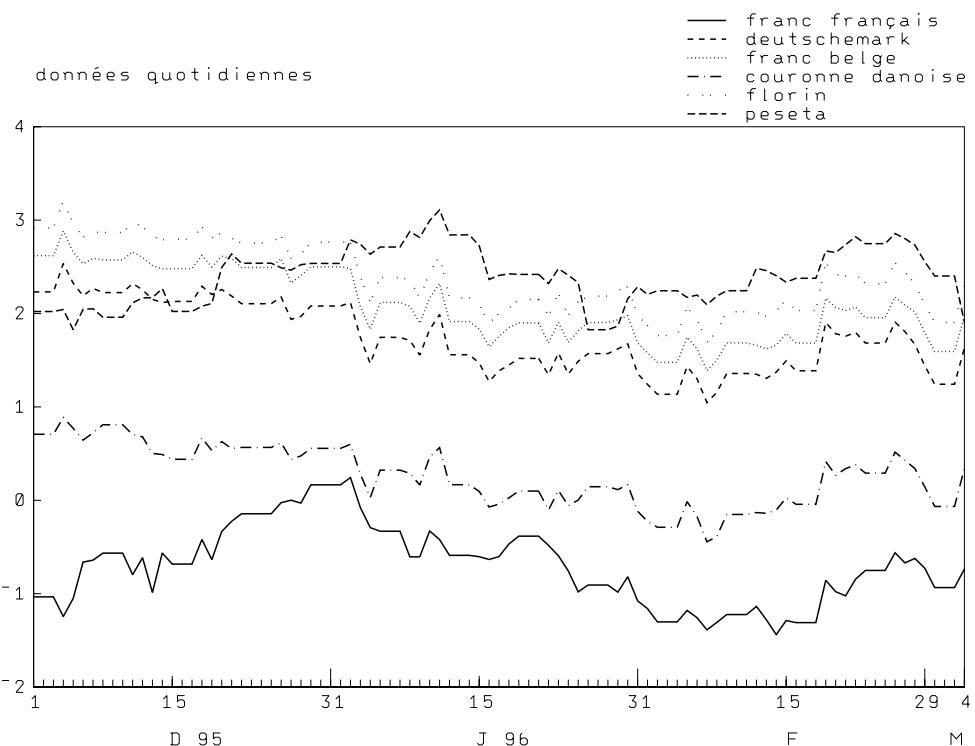
Banque de France

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

Mise à jour le 5 mars 1996

Depuis fin janvier, le franc français est demeuré pratiquement stable vis-à-vis du deutschemark et de l'écu. De son côté, le dollar s'est déprécié durant pratiquement tout le mois de février, avant de se reprendre quelque peu en fin de période. La livre sterling a, dans l'ensemble, évolué dans le sillage de la monnaie américaine. Le yen a, quant à lui, peu varié d'une fin de période à l'autre, au terme d'une évolution assez irrégulière.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



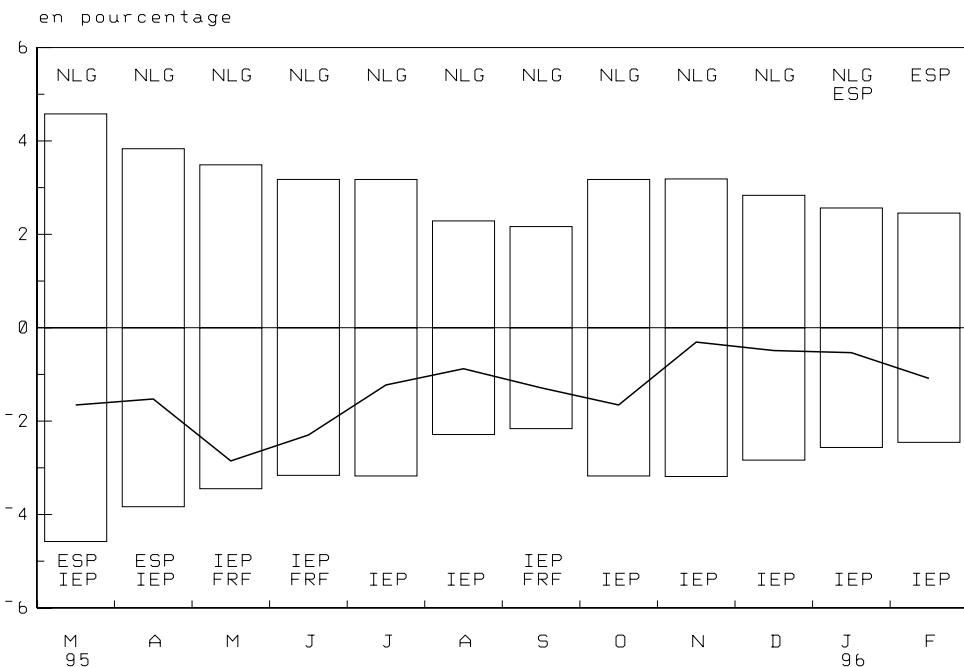
Ce graphique permet de représenter l'évolution des positions de quelques-unes des monnaies appartenant au Système monétaire européen. Au sein du mécanisme de change, la « prime » (ou décote) entre deux monnaies (déterminée par le rapport des cours de marché sur les cours pivot) ne peut excéder 15 % (à 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 5 mars 1996

L'évolution de la position relative du franc français au sein du Système monétaire européen s'est nettement rapprochée de celles des monnaies du noyau dur (deutschmark, florin, franc belge) et de la couronne danoise. Dans le même temps, la peseta a consolidé sa position à la tête des monnaies participant au 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, deutschmark ; 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.

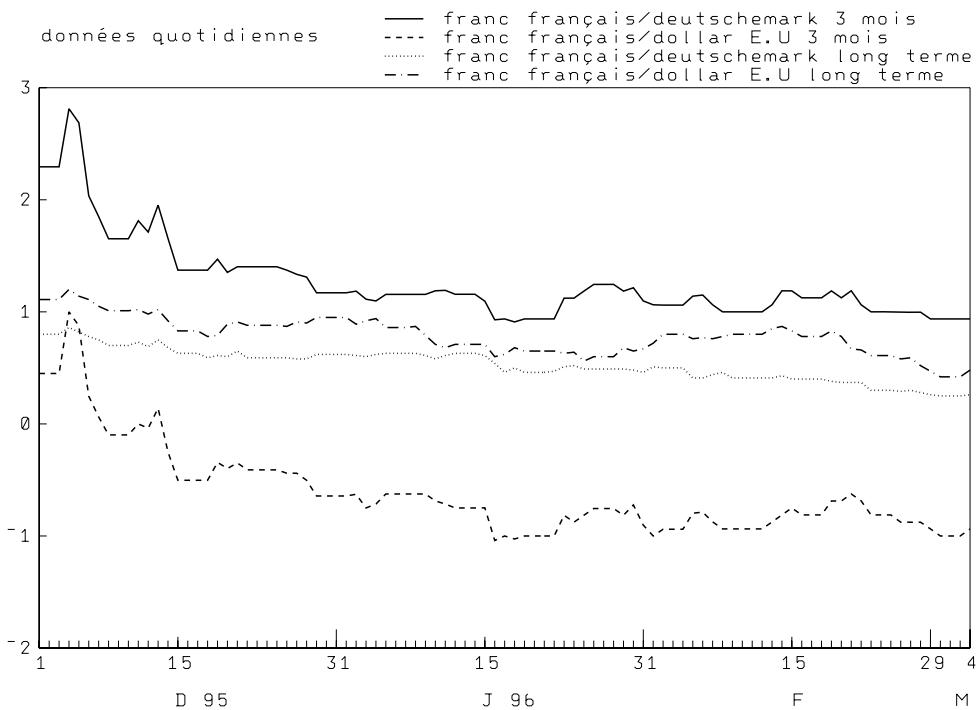
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 5 mars 1996

À l'intérieur de la bande communautaire, la peseta est restée durant tout le mois de février en opposition avec la livre irlandaise, qui a enregistré les écarts négatifs moyens les plus importants. Globalement, l'écart entre les extrêmes a peu varié.

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 5 mars 1996

L'écart de taux à court terme entre la France et l'Allemagne est resté pratiquement stable d'une fin de période à l'autre, les taux ayant dans l'ensemble peu varié. L'écart entre les taux d'intérêt à court terme français et américains a suivi la même évolution.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart entre taux français et allemands a continué de se resserrer, la hausse des taux ayant été un peu plus accentuée en Allemagne qu'en France. De son côté, l'écart entre taux français et américains s'est réduit au cours de la seconde quinzaine de février, sous l'effet d'une nouvelle dégradation du marché obligataire aux États-Unis.

3.3. Le marché de l'or

Le mouvement haussier du cours de l'once d'**or** en janvier s'est poursuivi au début du mois de février jusqu'à un pic de 418 dollars le 2 février. Ce niveau n'avait pas été atteint depuis février 1990, c'est-à-dire durant la guerre du Golfe. Continuant de bénéficier des achats de fonds d'investissement, la poussée spéculative du métal précieux s'est accentuée après l'annonce, le 30 janvier, par Barrick Gold, la première compagnie minière mondiale, de son intention de réduire d'un tiers son programme de couverture de sa production. Cette nouvelle laisse présager une baisse des ventes à terme des producteurs c'est-à-dire une atténuation du

facteur principal de limitation des cours à la hausse.

Par la suite, le cours du métal fin s'est progressivement détendu, repassant même à partir du 21 février juste en dessous du cours pivot de 400 dollars l'once. La reprise du marché obligataire américain a en effet suscité des prises de profit sur le marché de l'or par les fonds d'investissement. La baisse des taux sur or a aussi contribué à un moindre intérêt des investisseurs (ils sont revenus de 2,0 % à 0,75 % sur un mois, de 2,0 % à 1,0 % sur 3 mois et de 2,5 % à 1,5 % sur 1 an).

COURS DE L'OR

	31 janvier 1996	29 février 1996	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	65 800,00	63 900,00	- 2,89
Lingot (le kg).....	66 250,00	64 100,00	- 3,25
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	380,00	365,00	- 3,95
Vreneli	380,00	367,00	- 3,42
Union latine	380,00	367,00	- 3,42
Souverain.....	483,00	469,00	- 2,90
20 dollars	115,25	125,25	8,68
Peso mexicain.....	2 425,00	2 360,00	- 2,68
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	405,55	400,65	- 1,21
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35			Mise à jour le 29 février 1996

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en février 1996

Les indicateurs

En février, selon l'indice provisoire de l'INSEE, les prix de détail ont progressé de 0,4 %, après 0,2 % en janvier. En glissement sur un an, la hausse des prix a été de 2 %, comme en janvier.

Les comptes nationaux relatifs au quatrième trimestre 1995 font ressortir un recul du PIB de 0,3 % en volume, après une progression de 0,2 % au troisième trimestre comme au deuxième et de 0,7 % au premier ; en moyenne sur l'année, la croissance ressort ainsi à 2,4 %, après 2,9 % en 1994.

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 du mois de janvier 1996 s'inscrit en baisse de 5,4 % par rapport à la même période de 1995.

Après avoir progressé de 0,2 % au troisième trimestre, les effectifs salariés de l'ensemble des secteurs marchands non agricoles se sont stabilisés au quatrième trimestre et ont atteint en décembre 13 406 200 emplois.

En janvier, le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) — catégorie 1 — inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) est passé à 3 015 900 personnes, en hausse de 0,3 % par rapport à décembre. Sur un an, le chômage diminue toutefois de 1,2 % (contre – 1,8 % en décembre).

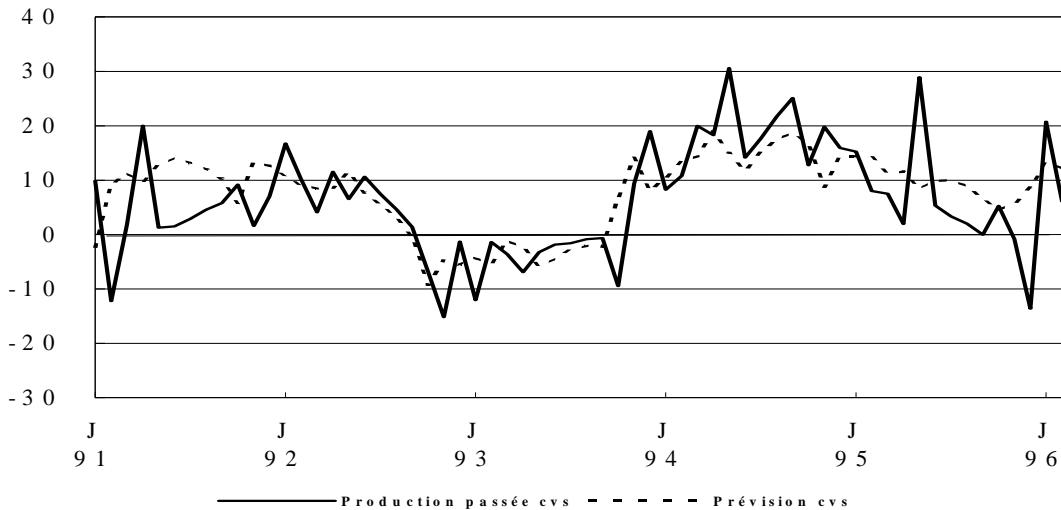
Le taux de chômage, au sens du BIT, s'établit à 11,8 % en janvier, contre 11,7 % en décembre.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a faiblement progressé en février par rapport au niveau atteint le mois précédent ; l'activité a augmenté dans les biens d'équipement, les industries agro-alimentaires et les biens de consommation ; elle a stagné dans les biens intermédiaires et a fléchi dans l'automobile.

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

LA PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE

solde des opinions

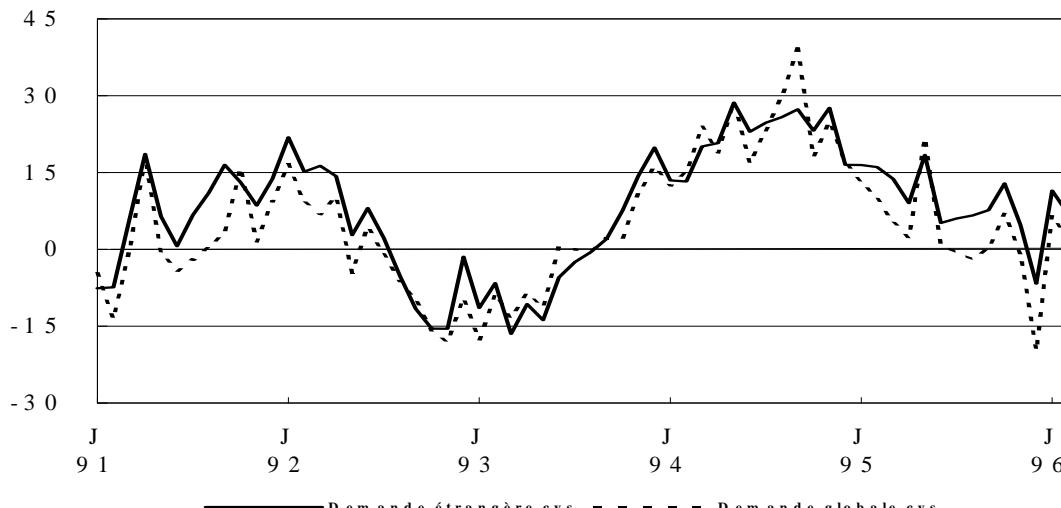


Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 27 Mise à jour le 14 mars 1996

En février, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la *production industrielle* a faiblement progressé par rapport au niveau atteint le mois précédent. L'activité a augmenté dans les biens d'équipement, les industries agro-alimentaires et les biens de consommation, elle a stagné dans les biens intermédiaires et a fléchi dans l'automobile.

LA DEMANDE DANS L'INDUSTRIE

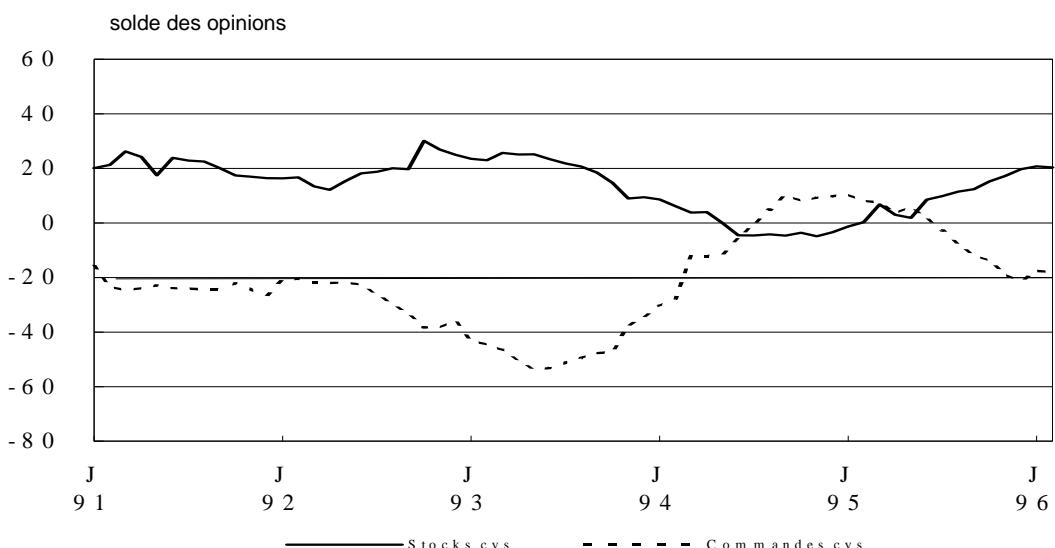
solde des opinions



Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 27 Mise à jour le 14 mars 1996

La *demande globale* est demeurée inchangée. Sur le marché intérieur, la demande interindustrielle comme la consommation finale marquent une pause après le redressement observé en janvier ; les ordres sont fractionnés et assortis de délais courts, ce qui amoindrit la visibilité des chefs d'entreprise. Les exportations progressent légèrement en raison, notamment, de l'affaiblissement du marché allemand et de l'intensité de la concurrence ; toutefois, les marchés lointains (Asie, Amérique), offrent toujours des débouchés importants, surtout pour les biens d'équipement.

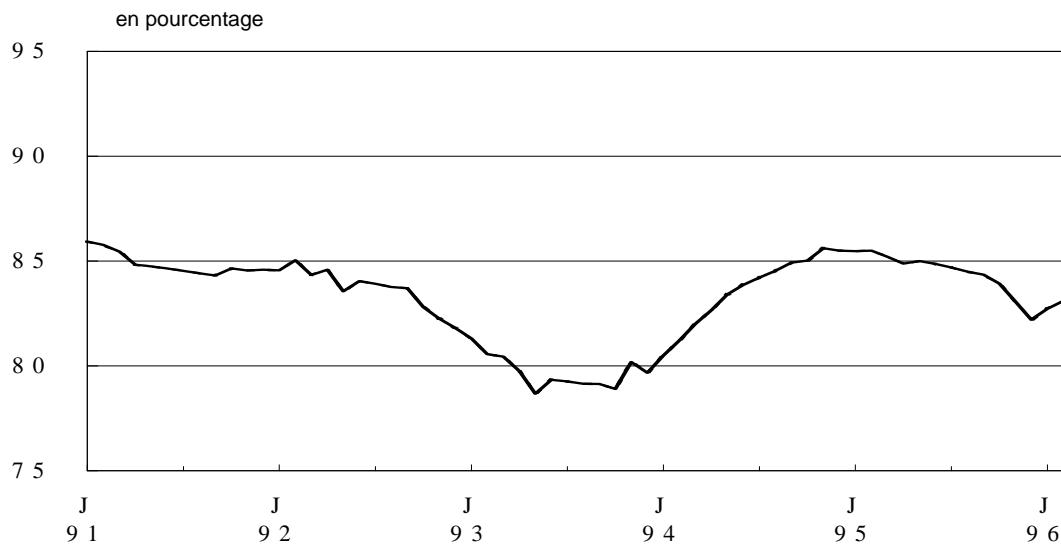
NIVEAU DES STOCKS ET DES CARNETS DE COMMANDES PAR RAPPORT À UN NIVEAU JUGÉ NORMAL



Les *carnets de commandes*, jugés insuffisants dans les biens intermédiaires, sont considérés comme proches de la normale dans les autres secteurs ; les *stocks* apparaissent encore supérieurs au niveau désiré dans toutes les grandes branches.

Au cours des prochains mois, une progression de l'activité est attendue dans tous les secteurs.

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



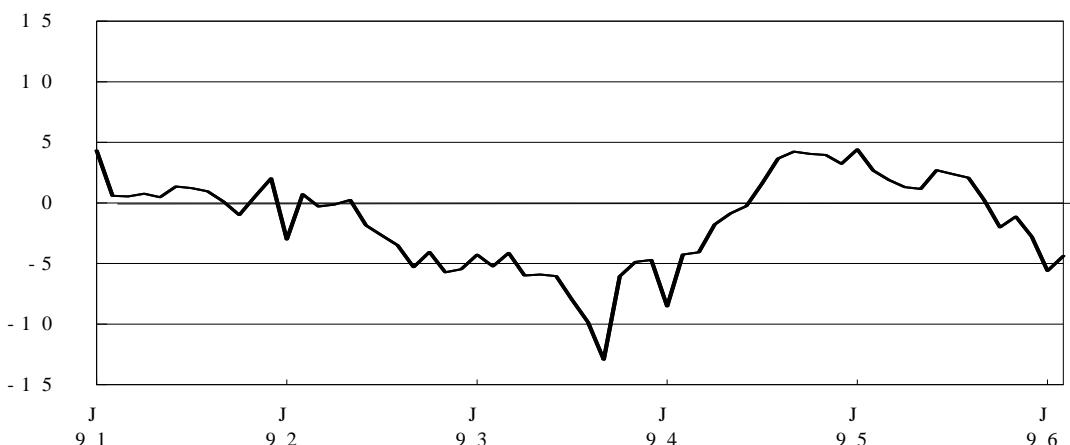
Le taux d'utilisation des capacités de production s'est légèrement redressé.

Les *prix* des produits finis n'ont guère varié dans l'ensemble. Quelques baisses continuent d'être signalées dans certaines branches des biens intermédiaires (papier-carton, produits non ferreux, sidérurgie, textile).

Les *dépenses d'investissement* restent limitées, pour l'essentiel, à l'amélioration de la productivité ; quelques projets sont reportés au second semestre, dans l'attente d'un raffermissement de la demande.

LES PRIX DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE (cvs)

solde des opinions



Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 27 Mise à jour le 14 mars 1996

Après la forte progression observée en janvier, l'*activité commerciale* s'est légèrement repliée en février mais s'inscrit en hausse sensible sur un an et est supérieure à l'activité commerciale enregistrée en moyenne par mois au second semestre 1995.

Les *effectifs*, en légère baisse dans le secteur des biens intermédiaires, n'ont pas évolué dans les autres branches de l'industrie ; ils se sont contractés dans le bâtiment et sont restés stables dans le commerce et les services marchands. La situation de l'emploi permanent offre peu de changement dans l'ensemble ; l'emploi précaire s'étend et de nombreux chefs d'entreprise cherchent à accroître la flexibilité de la main-d'œuvre pour adapter au mieux la production à la demande, en recourant aux heures supplémentaires ou, à l'inverse, aux mesures de chômage partiel.

4.2. La balance des paiements en décembre 1995¹ et sur l'année 1995

En décembre, l'excédent du compte de transactions courantes s'est élevé à 10,1 milliards de francs (1,8 milliard en données cvs). Alors que le solde douanier des échanges de marchandises a été excédentaire de 10 milliards de francs et que celui des biens en balance de paiements s'est établi à 6,7 milliards, les opérations sur revenus et transferts courants ont été déficitaires de 3,1 milliards (contre - 5,2 milliards en moyenne au cours de l'année 1995), les services demeurant excédentaires (+ 4,9 milliards).

Le compte financier a enregistré en décembre des sorties nettes de 25,2 milliards de francs. Les flux financiers à long terme se sont soldés par des entrées nettes de 5 milliards de francs, par compensation entre des sorties au titre des investissements de portefeuille pour - 12,4 milliards (+ 3,2 milliards pour les cessions nettes de titres étrangers par les résidents et - 15,2 milliards pour les désinvestissements nets en titres français par les non-résidents) et des entrées au titre des autres postes, tout particulièrement en ce qui concerne les investissements directs (+ 10,7 milliards).

Le solde des flux financiers à court terme — hors avoirs de réserve — s'est inscrit à - 29,8 milliards de francs, les entrées imputables aux « autres secteurs » (OPCVM, entreprises et ménages) ayant atténué les sorties déclarées par le secteur bancaire.

En 1995, l'excédent des transactions courantes ressort à 84,6 milliards de francs, soit près de 1,1 % du PIB, contre 44,7 milliards en 1994. L'augmentation est due, pour l'essentiel, aux opérations de répartition (revenus des investissements et transferts courants) dont le déficit s'est réduit de 39,2 milliards de francs, l'excédent du solde de biens et services étant resté à un niveau très élevé de 147 millions.

Des sorties nettes de capitaux de 94,9 milliards de francs ont été enregistrées, incluant un accroissement des avoirs de réserve bruts de 3,6 milliards de francs. Les résidents ont poursuivi leurs achats de titres étrangers (118,2 milliards de francs, après 136,6 milliards en 1994), tandis que les non-résidents se sont à nouveau portés acquéreurs de titres français pour 53,3 milliards, tout en provoquant dans le secteur bancaire des sorties de capitaux supérieures aux couvertures de portefeuille (sous forme d'emprunts notamment).

¹ Cf. tableaux détaillés dans la partie « statistiques »

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

(en données brutes – en millions de francs)

	Année 1994 (a)	Août 1995 (a)	Septembre 1995 (a)	Octobre 1995 (a)	Novembre 1995 (a)	Décembre 1995 (b)	Année 1995 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES.....	44 743	-1 728	5 394	4 466	5 865	10 125	84 555
– dont : Biens et services.....	146 649	5 238	10 864	13 955	12 049	13 254	147 187
COMPTE DE CAPITAL	-25 537	4	-153	-8	-6	-154	-1 127
COMPTE FINANCIER	-42 522	-14 466	4 757	-2 869	9 539	-25 165	-94 860
Flux financiers (hors avoirs de réserve).....	-29 017	-13 745	4 762	-3 023	9 674	-24 801	-91 213
<i>Long terme</i>							
– Investissements directs.....	332	-5 557	2 640	206	2 709	10 681	12 847
– Investissements de portefeuille	-308 187	7 167	-519	-26 807	2 750	-12 407	-60 546
– Autres investissements	51 917	-2 727	4 380	4 883	2 927	6 764	8 035
<i>Court terme</i>							
– Secteurs des autorités monétaires et des administrations publiques	-56 652	-50	1 896	9 171	2 287	-479	15 758
– Secteur bancaire.....	273 247	-5 435	13 672	-33 465	18 557	-51 369	-172 100
– Autres secteurs.....	10 326	-7 143	-17 307	42 989	-19 556	22 009	104 793
Avoirs de réserve (bruts)	-13 505	-721	-5	154	-135	-364	-3 647
ERREURS ET OMISSIONS NETTES	23 316	16 190	-9 998	-1 589	-15 398	15 194	11 432

(a) Chiffres semi-définitifs (b) 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 7 mars 1996

4.2.1. Le compte de transactions courantes

(en données cvs)

L'excédent des transactions courantes s'est élevé à 1,8 milliard de francs en décembre, contre 10,3 milliards le mois précédent, résultat exceptionnel résultant notamment d'un excédent très élevé des échanges commerciaux et d'un solde favorable des revenus d'investissements.

En 1995, l'excédent ressort à 84,6 milliards de francs (soit près de 1,1 % du PIB), contre 44,7 milliards en 1994.

Trois postes concourent à cette évolution : les biens, en raison d'un solde commercial en forte progression (104,5 milliards de francs, contre 87,8 milliards en données douanières FAB-FAB), des revenus d'investissements, dont le déficit s'est très nettement réduit tout comme celui des transferts courants. Le solde des services est pour sa part demeuré stable par rapport à celui de l'an dernier.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE
Compte de transactions courantes

(en données brutes – en millions de francs)

	Novembre 1995 (b)	Décembre 1995 (b)	12 mois de 1994 (a)	12 mois de 1995 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES....	5 865	10 125	44 743	84 555
<i>Biens</i>	7 241	6 686	42 928	55 427
– Marchandises générales	7 072	6 372	35 773	49 700
<i>Service</i>	3 208	4 868	74 670	73 857
– Transports	-198	-75	-3 088	-1 894
Transport maritimes	-413	-430	-6 524	-5 458
Transport non maritimes	215	355	3 436	3 564
– Voyages	2 399	3 217	60 542	55 427
– Services techniques	960	1 275	7 552	6 273
– Autres services	36	-769	-1 782	-1 611
<i>Autres biens et services</i>	1 600	1 700	29 051	17 903
<i>Revenus</i>	-1 973	3 060	-57 091	-30 151
<i>Transferts courants</i>	-4 211	-6 189	-44 815	-32 481
– dont : Transferts du secteur des administrations publiques	-5 256	-5 861	-40 219	-29 865

(en données cvs – en millions de francs)

	Novembre 1995 (b)	Décembre 1995 (b)	12 mois de 1994 (a)	12 mois de 1995 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES....	10 351	1 750	43 382	84 495
<i>Marchandises générales</i>	9 707	1 786	34 450	49 186
<i>Services</i>	3 899	3 665	74 204	74 526
– Transport maritimes	-356	-320	-6 527	-5 465
– Transport non maritimes	186	373	3 491	3 634
– Voyages	4 098	3 230	61 537	56 113
<i>Autres biens et services</i>	1 561	1 560	29 119	17 982
<i>Revenus</i>	759	-4 172	-58 789	-31 575

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) 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 7 mars 1996

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

Évolution globale

(en données FAB-FAB cvs)

Après l'excédent record enregistré en novembre (13,5 milliards de francs et un taux de couverture de 112,7 %), le solde du mois est revenu à + 7 milliards, soit un montant proche de la moyenne observée d'août à octobre. Les importations, qui avaient enregistré une chute notable le mois précédent (– 4,4 %), ont augmenté de 2,6 %, tandis que les exportations se sont contractées de 3,1 %.

Au total, sur l'ensemble de l'année, l'excédent du commerce extérieur s'établit à 104,5 milliards de francs, au lieu de 81,7 milliards en 1994, sous l'influence d'une hausse des exportations de 9,2 % et d'une progression des importations de 7,9 %. Le taux de couverture s'est, en conséquence, légèrement renforcé, de 106,7 % à 107,9 %. Il importe de souligner que le second semestre fait apparaître une relative atténuation du dynamisme du commerce extérieur. En moyenne, les exportations ont atteint 120,4 milliards de francs au cours des six premiers mois, puis 117,5 milliards sur la seconde partie de l'année. Pour les importations, les données correspondantes sont respectivement de 110,7 milliards de francs et 109,8 milliards.

D'une année sur l'autre, on notera principalement la consolidation du solde industriel, de + 38,3 milliards de francs à + 57,2 milliards (et notamment du poste des biens d'équipement professionnels, de + 36,9 milliards à + 58,5 milliards), ainsi que l'amélioration sensible du résultat des échanges avec les pays d'Asie à économie en développement rapide (+ 9,3 milliards, au lieu de – 2,5 milliards) et avec les pays africains (+ 23,8 milliards, au lieu de + 13,7 milliards).

Répartition géographique :

en décembre : baisse de l'excédent sur l'Union européenne

et creusement du déficit sur les autres pays de l'OCDE

sur l'ensemble de l'année : amélioration assez générale des échanges

sur le plan géographique

(en données CAF-FAB cvs)

En décembre, les faits les plus marquants sont les suivants.

- Diminution de l'excédent enregistré avec les partenaires de l'Union européenne.

Le solde positif est revenu de + 5,7 milliards de francs à + 2,1 milliards, sous le double effet, globalement, d'une progression des importations et d'une contraction des exportations.

Cette évolution a touché principalement l'Allemagne (+ 0,2 milliard de francs, au lieu de + 1,2 milliard), les Pays-Bas (– 0,6 milliard de francs, au lieu de 0 milliard) et l'UEBL (– 0,2 milliard de francs, au lieu de + 0,6 milliard).

- Accentuation du déficit avec les autres pays de l'OCDE, de – 1,8 milliard de francs à – 3,8 milliards.

La baisse des exportations vers les États-Unis (– 4,5 %) et le Japon (– 30,1 %) est à l'origine de cette dégradation, mais on notera que ce mouvement s'explique à hauteur de 30 % environ par l'absence de ventes d'Airbus à ces pays au cours du mois de décembre.

- Équilibre avec les *pays d'Asie à économie en développement rapide*, au lieu d'un solde positif de 0,9 milliard de francs.

Alors que les importations en provenance de cette zone ont peu varié, les exportations à destination de cette dernière ont fléchi de 9,4 %, les ventes d'Airbus étant pour leur part assez stables d'un mois sur l'autre.

- Baisse de l'excédent avec les pays du *Moyen-Orient*, de + 1,2 milliard de francs à + 0,4 milliard.

Cette évolution résulte de la conjonction du repli des exportations (− 12,6 %) et d'une poussée des importations (+ 22,2 %).

Pour l'*ensemble de l'année*, il convient de noter essentiellement les évolutions suivantes.

- Consolidation de l'excédent des échanges avec les partenaires de l'*Union européenne*, de 21,3 milliards de francs à 26,8 milliards.

Ce résultat a été acquis dans un contexte de progression au même rythme des importations et des exportations (respectivement + 9,1 % et + 9,4 %), à l'inverse de l'année précédente, marquée par un dynamisme plus soutenu des importations (+ 12,7 %, contre + 11,8 %), sous l'effet de la reprise de la croissance en France et, pour une part, de l'effet des ajustements de parité au sein du Système monétaire européen.

Le solde avec le *Royaume-Uni* demeure le premier excédent bilatéral sur cette zone (et de l'*ensemble des échanges*) mais, du fait du ralentissement de la progression des exportations (+ 2,5 %, au lieu de + 15,2 % en 1994), liée principalement au ralentissement conjoncturel dans cette économie, il s'est replié de + 26,3 milliards de francs à + 22,2 milliards.

Avec l'*Allemagne*, premier partenaire au sein de l'*Union européenne* (29 % des importations, 28 % des exportations), les échanges se sont soldés par un déficit de 2,1 milliards de francs, contre − 4,3 milliards en 1994. On soulignera en effet le raffermissement sensible de la progression des exportations de + 8,7 % à + 12,5 %, et la quasi-stabilité du rythme de croissance des importations (+ 11,4 %, au lieu de + 11,7 %).

L'excédent avec l'*Espagne* (le second au sein de la zone) est demeuré stable, à 14 milliards de francs environ. En revanche, les échanges avec l'*Italie* ont été nettement mieux orientés puisqu'un excédent de 0,7 milliard de francs a succédé à un déficit de 7,1 milliards, marquant ainsi l'atténuation progressive de l'incidence défavorable de la dépréciation de la lire.

Enfin, il faut noter l'alourdissement de deux déficits récurrents, contractés avec l'*Irlande* (10,2 milliards de francs, au lieu de 7,5 milliards) et avec les *Pays-Bas* (6,9 milliards de francs, au lieu de 3,6 milliards).

- Augmentation du déficit vis-à-vis des *autres pays de l'OCDE*, de 26,4 milliards de francs à − 30 milliards.

Cette évolution est essentiellement imputable aux échanges avec les *États-Unis*, dont le déficit est passé de 17,7 milliards de francs à 22,8 milliards. La faiblesse du dollar et le ralentissement progressif de l'expansion américaine se sont traduits par une baisse de 8 % des exportations.

Parallèlement, le déficit avec le *Japon* s'est de nouveau contracté, revenant de 21,9 milliards de francs à 20 milliards, les importations ayant de nouveau évolué dans d'étroites limites (+ 1,2 %, après + 0,5 % en 1994).

- Recul du déficit avec les *Pays de l'Est*, de 5,7 milliards de francs à 3,1 milliards.

La reprise de la croissance, parfois forte, que l'on a observée dans plusieurs de ces pays, après une phase d'adaptation particulièrement récessive, a permis d'augmenter de 22,6 % les exportations françaises :

– forte progression de l'excédent avec les *pays africains*, de + 13,7 milliards de francs à + 23,5 milliards,

– renforcement de l'excédent sur le « *reste du monde* », de + 12,9 milliards de francs à + 18,4 milliards.

Cette zone se caractérise par une très grande hétérogénéité des évolutions bilatérales. Mais il faut souligner qu'une partie de l'amélioration provient des échanges entre la Métropole et les *DOM-TOM*. Les exportations ont nettement augmenté dans la plupart des cas (y compris la valeur de satellites expédiés en Guyane), alors que les importations ont le plus souvent fléchi.

Évolution par produits :

en décembre : repli des excédents agro-alimentaires et industriels, hausse du déficit énergétique

sur l'ensemble de l'année : progression sensible de l'excédent industriel (en données CAF-FAB cvs)

Pour le mois de décembre, il faut retenir essentiellement les variations suivantes.

- *Repli de l'excédent agro-alimentaire*, de + 5,1 milliards de francs à + 3,6 milliards.

Ce repli a été observé, à la fois pour les produits agricoles (+ 1,3 milliard de francs, au lieu de + 1,9 milliard) et pour les produits des industries agricoles et agro-alimentaires. Dans les deux cas, c'est la hausse des importations (globalement de 10,9 %) qui est à l'origine de l'essentiel de ce résultat moins favorable qu'au cours des mois précédents.

- *Alourdissement de la « facture énergétique »*, de – 3,9 milliards de francs à – 5,4 milliards

Alors que les exportations ont légèrement fléchi, il est enregistré une hausse de 22,2 % des importations, mouvement essentiellement imputable à l'augmentation des tonnages.

- *Contraction de l'excédent des échanges industriels civils*, revenu de + 7,6 milliards de francs à + 3,8 milliards

Un peu plus des deux tiers de cette évolution provient de la diminution de l'excédent des échanges de biens d'équipement professionnels, de + 4,8 milliards de francs à + 2,2 milliards, correspondant de façon quasi exclusive à la baisse des exportations de 8,2 % d'un mois sur l'autre. Il y a lieu de noter que les ventes d'Airbus, peu différentes au cours de chacun des deux mois, n'ont pas pesé sur cette évolution.

Sur l'ensemble de 1995, les principales évolutions sont les suivantes.

- *Progression de l'excédent agro-alimentaire*, de + 44,8 milliards de francs + 51,1 milliards.

Après la baisse de ce solde traditionnellement positif des échanges commerciaux observée en 1994, à hauteur d'un peu plus de 12 milliards de francs, la reprise des exportations (+ 5,5 %, au lieu de + 2,0 %), couplée à un repli du développement des importations (+ 3 %, contre + 11 %), a permis d'inverser la tendance.

D'une part, il faut noter une meilleure orientation des échanges de produits de base (+ 19,8 milliards de francs, au lieu de + 18 milliards), en raison de la hausse du cours de certaines céréales et d'une atténuation de l'effet de la réforme de la PAC sur le niveau de l'offre (les exportations avaient chuté de 8,2 % en 1994).

D'autre part, le secteur industriel concerné a dégagé un excédent de 31,3 milliards de francs, au lieu de 26,8 milliards en 1994, traduisant des gains de parts de marché sur certains créneaux, fruits d'efforts de productivité et d'une meilleure adaptation à la demande.

- Nouveau repli du *déficit énergétique*, de – 65,5 milliards de francs à – 59,1 milliards.

Cette amélioration résulte d'un double mouvement, d'une part, et pour environ 2 milliards de francs, de reprise des exportations (+ 6,5 %), essentiellement d'électricité, qui contraste avec la baisse observée en 1994, et, d'autre part, d'une nouvelle contraction des importations (– 2,2 %, après – 3,9 %) qui s'explique assez largement par un effet de change favorable.

- Accentuation du déficit au titre des *biens intermédiaires*, de – 11,6 milliards de francs à – 15,2 milliards.

Cette composante représente environ le quart du total des échanges. L'essentiel de l'évolution a été observée pour les produits métalliques. De fait, leur déficit est passé de – 3,7 milliards de francs à – 5,7 milliards, sous l'effet du maintien à un niveau élevé du rythme de progression des importations (15,4 %, après 17,5 % en 1994), variation que le dynamisme des exportations (12,9 %, au lieu de + 9,1 %) n'a pu compenser.

Dans l'ensemble, on notera que l'évolution conjoncturelle semble aujourd'hui relativement peu influencer le résultat des échanges de biens intermédiaires, marqués par une spécialisation poussée des producteurs sur l'ensemble du territoire européen, les échanges intra-groupes tendant à se développer.

- Très forte progression de l'excédent des *biens d'équipement professionnels*, de 36,9 milliards de francs à 58,5 milliards.

La part de ces biens, requérant une main-d'œuvre de haute qualification, a continué de progresser en 1995 ; en deux ans, elle a gagné 0,5 point en importations et 1,5 point en exportations. En 1995, la croissance de ces dernières a nettement excédé celle des importations, respectivement + 13,8 % et + 8,3 %, alors que leurs progressions avaient été quasiment identiques en 1994, à 12 % environ. L'augmentation des ventes d'Airbus, imputable à une part plus importante de gros porteurs, n'a contribué que pour moins de 10 % au développement de ces exportations.

- Légère amélioration globale pour les échanges industriels de *biens destinés aux ménages*

Globalement, cette composante pèse pour environ le quart des échanges commerciaux français.

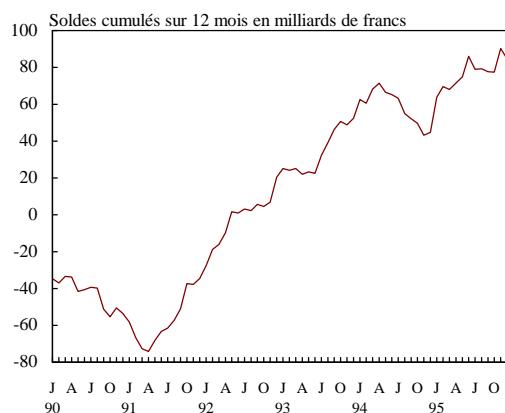
La réduction du déficit au titre de l'*équipement ménager et électronique*, de – 9,1 milliards de francs à – 8 milliards est imputable non à une baisse des importations (elles ont au contraire augmenté de 3,8 %, après 2,5 % en 1994) mais à une progression de 10,0 % des exportations.

Pour sa part, la contraction du déficit des échanges de *biens de consommation courante* (– 4,7 milliards de francs, au lieu de – 8,9 milliards) provient également d'une croissance plus forte des exportations que des importations (+ 6,1 %, contre + 3,8 %). De plus, il convient de souligner que cette évolution s'inscrit dans une tendance à l'amélioration depuis plusieurs années du taux de couverture pour ces biens, qui a atteint 97,9 % en 1995.

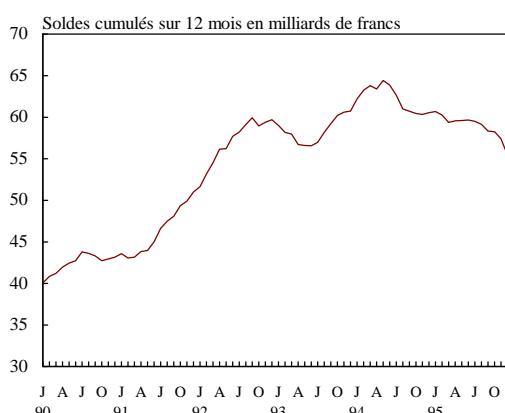
En revanche, s'agissant de l'*équipement automobile des ménages* (6 % des échanges), le renforcement de l'excédent qui avait été observé en 1994, ne s'est pas confirmé au cours de l'année sous revue, le solde positif revenant de 6,4 milliards de francs à 4 milliards. D'une part, les constructeurs français ont quelque peu reculé sur un marché européen globalement peu dynamique (les exportations ont varié de seulement + 0,4 %, après 10,8 % en 1994), d'autre part, la prolongation en France de mesures de soutien spécifique à la demande dans ce secteur explique le maintien de la croissance des importations à 3,4 %, en recul notable cependant par rapport au taux de 9,0 % enregistré en 1994.

BALANCE DES PAIEMENTS

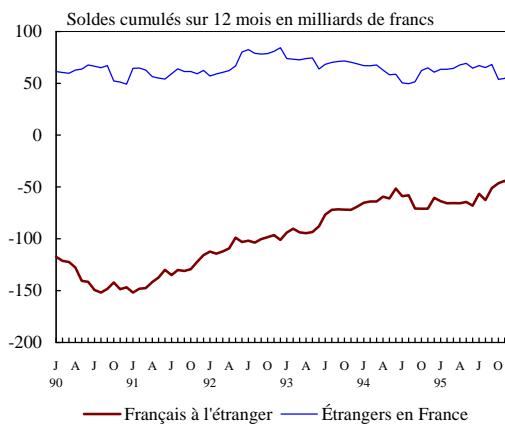
Transactions courantes



Voyages



Investissements directs (a)

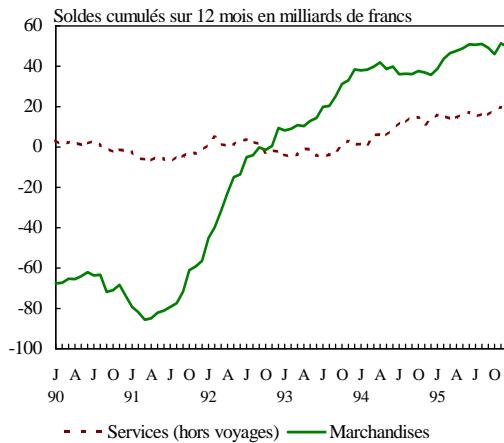


(a) Signe négatif : augmentation d'avoirs

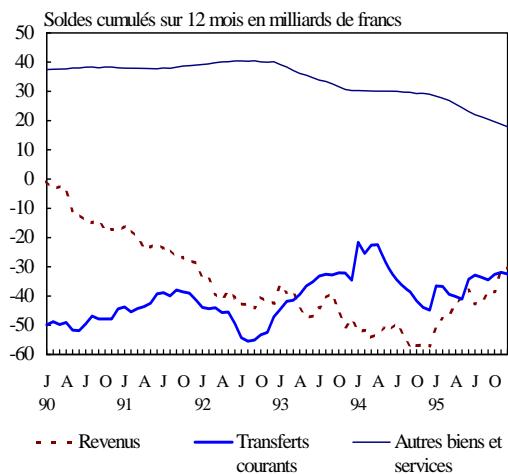
Source et
réalisation : Banque de France

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

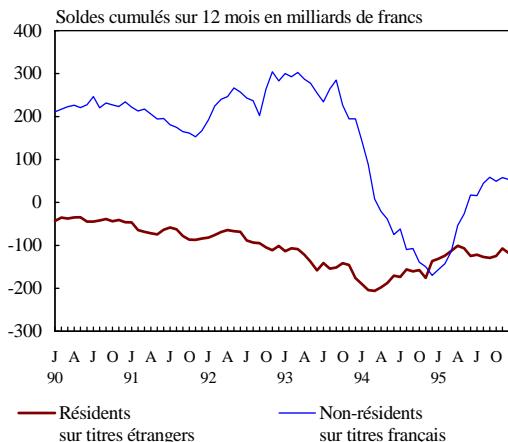
Mise à jour le 7 mars 1996

Marchandises et services
(hors voyages)

Autres lignes des transactions courantes



Investissements de portefeuille (a)



- Effritement de l'excédent des échanges de *matériel de transport et pièces détachées*, de + 24,6 milliards de francs à + 22,3 milliards.

La croissance des échanges en 1995 (+ 6,6 % pour les exportations et + 12,2 % pour les importations) contraste avec l'accélération des flux en 1994 (respectivement + 22,7 % et + 33,3 %) due en grande partie à des réalisations de grands contrats.

4.2.1.2. Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes

Les biens

(en données cvs)

En données cvs, l'excédent des *biens* se replie fortement en fin d'année (+ 10,1 milliards de francs en novembre et 2 milliards en décembre) reflétant l'évolution des marchandises générales¹, marquée par un excédent commercial particulièrement élevé en novembre.

Sur l'année, l'excédent des biens enregistre un nouveau bond, après une quasi-stabilité les deux années précédentes : 55,4 milliards de francs, contre 42,9 milliards et 42,6 milliards en 1994 et 1993. La forte croissance des résultats du commerce extérieur, explique cette évolution.

Les services

(en données cvs)

Les excédents des *services* des mois de novembre et décembre sont assez voisins (respectivement + 3,9 milliards de francs et + 3,7 milliards). Au niveau des catégories d'opérations, quelques compensations s'opèrent, compte tenu notamment d'un résultat assez médiocre pour les *voyages* en décembre, dans un contexte de conflit social en France.

Sur douze mois (données brutes), les évolutions des soldes des différentes catégories de services, d'ampleur limitée, conduisent à un excédent relativement stable d'une année à l'autre (73,9 milliards de francs, contre 74,7 milliards de francs). On notera toutefois l'érosion de l'excédent des *voyages* (55,4 milliards de francs, contre 60,5 milliards), activité qui subit partiellement les effets de la dépréciation de plusieurs devises vis-à-vis du franc, ainsi qu'une diminution des recettes en décembre pour les raisons déjà évoquées. Outre le dernier mois de l'année, l'impact des taux de change sur les flux touristiques est assez localisé (Espagne, Italie, États-Unis), les recettes émanant de l'Europe du Nord s'inscrivant, pour leur part, en croissance.

Par ailleurs, le repli des échanges reflète l'évolution des flux liés aux *commissions et frais bancaires* (sous-ensemble des biens et services) et, accessoirement, aux services d'*assurances*, en grande partie compensée par la progression des règlements dans les domaines du *transport*, de la *construction*, des *redevances et droits de licence*, du *négoce international* notamment. Les appels de marge, recensés au sein des commissions et frais bancaires, ont particulièrement pesé sur cette évolution, dans un contexte notamment où les cours des contrats à terme se sont avérés moins volatils que l'année précédente.

Les autres biens et services

(en données cvs)

Ce poste découle du rapprochement des transactions commerciales recensées par les services douaniers et des règlements correspondants collectés pour leur part à la Balance des paiements. Son solde atteint + 17,9 milliards de francs en 1995, contre + 29,1 milliards l'année précédente.

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)

Le solde des revenus apparaît nettement négatif au mois de décembre (– 4,2 milliards de francs, contre + 0,8 milliard le mois précédent).

En revanche, pour l'année 1995, en données brutes, le déficit des revenus se redresse sensiblement (30,1 milliards de francs, contre 57,1 milliards), à l'instar de celui des *revenus d'investissements* (31 milliards de francs, contre 55,4 milliards). Plusieurs facteurs contribuent à cette évolution et notamment une forte amélioration, depuis 1994, de la « position-titres » de la France vis-à-vis de l'extérieur, une croissance des revenus du secteur des administrations publiques, ainsi qu'un retournement favorable des règlements d'intérêts sur « swaps » du secteur bancaire.

Les transferts courants
(en données brutes)

Largement constitué des *transferts des administrations publiques* et notamment des opérations avec les institutions de l'Union européenne, ce poste s'alourdit quelque peu au mois de décembre (– 6,2 milliards de francs, contre – 4,2 milliards). Cette évolution est principalement due à des opérations exceptionnelles en recettes du secteur privé au mois de novembre, correspondant à des mises en jeu de garanties sur risques financiers.

Les transferts courants s'améliorent en revanche de plus de 10 milliards de francs sur l'année (– 32,5 milliards, contre – 44,8 milliards) pour l'essentiel en raison des opérations avec l'Union européenne. En effet, les versements à la France au titre du FSE (Fonds social européen) et du FEDER (Fonds européen de développement régional) croissent, ceux du FEOGA se stabilisant, tandis que les contributions françaises au budget européen se réduisent (en termes de règlements), en particulier au titre de la « ressource PNB ».

4.2.2. Le compte de capital

(en données brutes)

Ce compte, qui avait été affecté, en 1994, à hauteur de 25,5 milliards de francs, par les abandons de créances en faveur des pays de la Zone CFA (mesures Dakar II), fait ressortir en 1995 des sorties plus limitées (1,1 milliard).

4.2.3. Le compte financier¹

Au cours du mois de décembre 1995, le compte financier à court et à long terme, hors avoirs de réserve bruts, a fait apparaître des sorties nettes de 24,8 milliards de francs. Durant la même période, les avoirs de réserve bruts ont augmenté de 0,4 milliard de francs.

Au total, sur l'ensemble de l'année 1995, les sorties au titre des flux financiers, hors avoirs de réserve bruts, ont triplé par rapport à 1994 et se sont élevées à 91,2 milliards de francs. Les avoirs de réserve bruts se sont, quant à eux, accrus de 3,6 milliards de francs.

¹ Cf. tableaux détaillés dans la partie « statistiques »

Flux financiers à long terme

En décembre 1995, les flux financiers à long terme ont été à nouveau excédentaires (5 milliards de francs) mais pour un montant moindre qu'en novembre, en raison des sorties enregistrées au titre des investissements de portefeuille.

Pour 1995, les sorties de capitaux à long terme se sont nettement réduites par rapport à 1994. Elles ont atteint 39,7 milliards de francs.

S'agissant des *investissements directs*, décembre 1995 s'est soldé par un excédent de 10,7 milliards de francs, le plus élevé enregistré en 1995. Celui-ci s'explique principalement par l'importance des investissements nets étrangers en France (16 milliards de francs) en provenance, pour les plus importants, des États-Unis.

De leur côté, les investissements français à l'étranger se sont accentués (5,3 milliards de francs) comme traditionnellement à chaque fin d'année.

Sur l'ensemble de l'année 1995 et si l'on excepte le quasi-équilibre observé en 1994, c'est la première fois qu'un excédent substantiel (12,8 milliards de francs) est enregistré depuis 1981 pour les investissements directs. Il a résulté d'une réduction des sorties nettes au titre des investissements directs français à l'étranger (47,8 milliards de francs, contre 60,5 milliards en 1994) consécutive à un fléchissement des constitutions d'investissements, les liquidations n'ayant guère varié d'une année sur l'autre. Pour leur part, les investissements nets étrangers en France ont atteint, en 1995, un montant comparable à celui de 1994, soit 60,7 milliards de francs, grâce à une diminution parallèle des liquidations et des constitutions d'investissement.

Après les entrées enregistrées en novembre 1995, les *investissements de portefeuille* ont suscité des sorties de 12,4 milliards de francs en décembre, en raison des cessions nettes de titres français par les non-résidents (15,2 milliards de francs). Ces ventes ont concerné les valeurs du Trésor (OAT et BTAN). Contrairement aux mois précédents, les résidents ont également vendu des titres étrangers, surtout des titres d'OPCVM, pour un montant net de 3,2 milliards de francs.

Au total pour 1995, le déficit lié aux investissements de portefeuille s'est sensiblement réduit, passant de 308,2 milliards de francs en 1994 à 60,5 milliards. Ce mouvement a résulté d'une reprise des achats de titres français par les non-résidents, qui s'est surtout manifestée en milieu d'année, et qui a permis d'inverser le solde de ces opérations déficitaires en 1994 (- 169,8 milliards de francs). Celles-ci sont ainsi devenues excédentaires en 1995 (53,3 milliards de francs). Les achats ont porté principalement sur les BTAN et sur les actions. À l'inverse, des cessions d'OAT ont été enregistrées (- 30 milliards de francs) et les acquisitions nettes de titres étrangers par les résidents se sont poursuivies pour atteindre 118,2 milliards de francs. Réguliers tout au long de l'année, les achats ont porté principalement, comme en 1994, sur les obligations étrangères (98,4 milliards de francs).

Les entrées nettes dégagées par les *autres investissements* se sont légèrement accrues en décembre 1995 (6,8 milliards de francs, après 2,9 milliards en novembre), à la faveur de remboursements nets de prêts consentis à l'étranger par le secteur bancaire.

L'excédent sur l'ensemble de l'année 1995 s'est nettement contracté (8 milliards de francs, contre 51,9 milliards en 1994). Tous les secteurs institutionnels ont contribué à cette évolution et notamment le secteur bancaire suite aux mises en place de prêts nets à long terme (- 6,5 milliards de francs), après les remboursements importants recensés en 1994 (33,5 milliards).

Flux financiers à court terme

(hors avoirs de réserve)

Les flux financiers à court terme ont été à l'origine de sorties nettes tant en décembre 1995 (29,8 milliards de francs) que sur l'ensemble de l'année 1995 (51,5 milliards de francs, après des entrées de 226,9 milliards en 1994).

Les opérations à court terme du secteur bancaire se sont traduites par un déficit de 51,4 milliards de francs en décembre 1995 consécutif aux opérations en francs des non-résidents (– 37,8 milliards). Celles-ci se sont, en effet, caractérisées à la fois par une réduction des dépôts (– 31,7 milliards de francs) et aussi par des sorties nettes au titre des opérations à terme (9,4 milliards). Ces dernières s'expliquent par des dénouements en fin d'année de contrats de ventes et d'achats à terme pour des montants importants. En revanche, les opérations de la clientèle résidente en devises ont dégagé des entrées nettes pour 2,6 milliards de francs en raison, principalement, d'une baisse des dépôts en devises de 11,9 milliards.

S'agissant des opérations de transformation d'échéances en devises, elles se sont traduites en décembre par des dégagements à hauteur de 19,3 milliards de francs.

Pour 1995, les flux financiers à court terme du secteur bancaire ont donné lieu à des sorties nettes de 172,1 milliards de francs, à l'inverse de ce qui s'était passé en 1994. Ce résultat est dû, d'une part, aux opérations en francs des non-résidents qui ont dégagé un déficit de 200,4 milliards de francs — celui-ci est lié essentiellement à l'octroi d'emprunts de francs aux non-résidents à hauteur de 207,9 milliards de francs et aux opérations à terme (– 32 milliards) — et d'autre part, à des sorties, d'une ampleur moindre (9,5 milliards de francs), constatées en ce qui concerne les opérations en devises des résidents et résultant notamment d'une augmentation des dépôts en devises. Enfin, l'activité de transformation d'échéances en devises a été, à l'inverse des précédentes, à l'origine d'entrées nettes sur l'ensemble de l'année, pour un montant de 35,4 milliards de francs.

Les opérations à court terme des autorités monétaires et des administrations publiques ont été quasiment équilibrées en décembre 1995 et ont conduit à des entrées nettes de 15,8 milliards de francs en 1995, en liaison avec l'achat de BTF par les non-résidents.

Les flux financiers à court terme des autres secteurs ont été excédentaires de 22 milliards de francs en décembre 1995, les résidents ayant rapatrié une partie de leurs avoirs placés à l'étranger. En forte hausse par rapport à 1994, les entrées se sont élevées sur l'ensemble de 1995 à 104,8 milliards de francs. Elles sont essentiellement dues au mouvement de rapatriement de fonds investis à court terme à l'étranger par les OPCVM résidents.

Avoirs de réserve

(bruts)

Les avoirs de réserve bruts se sont accrus de 0,4 milliard de francs en décembre 1995 et de 3,6 milliards de francs sur douze mois.

LA BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE
Soldes complémentaires

(en données brutes – en millions de francs)

	Année 1993 (a)	Année 1994 (a)	1 ^{er} trim. 1995 (a)	2 ^e trim. 1995 (a)	3 ^e trim. 1995 (a)	4 ^e trim. 1995 (b)	Année 1995 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	52 383	44 743	36 164	23 926	5 507	20 456	84 555
COMPTE DE CAPITAL (Transferts en capital).....	-447	-25 537	-459	-325	-175	-168	-1 127
INVESTISSEMENTS DIRECTS	-139	332	-2 890	-1 351	3 492	13 596	12 847
Solde à financer	51 797	19 538	32 815	22 250	8 824	33 884	96 275
SECTEURS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (c)	-776	38 831	-12 238	4 913	4 584	11 107	8 366
AUTRES SECTEURS (Sociétés, ménages...)	232 750	-297 876	-45 636	77 122	215	7 700	40 899
ERREURS ET OMISSIONS NETTES	14 952	23 316	-4 877	21 854	-3 752	-1 793	11 432
Solde global = proxy de la contrepartie « extérieur » de M3	298 723	-216 191	-29 936	126 139	9 871	50 898	156 972
SECTEUR BANCAIRE (d).....	-304 756	317 542	31 752	-125 782	-8 742	-50 553	-153 325
SECTEUR DES AUTORITES MONÉTAIRES (e)....	10 351	-101 351	-1 816	-357	-1 129	-345	-3 647
Avoirs de réserve (bruts).....	30 864	-13 505	-1 816	-357	-1 129	-345	-3 647
Engagements	-20 513	-87 846	0	0	0	0	0

(a) Chiffres semi-définitifs (b) Chiffres provisoires (c) Y compris les BTF

(d) Pour des raisons de disponibilité statistique, seuls les flux financiers à court et long terme hors investissements directs et investissements de portefeuille sont compris dans le secteur bancaire, les OPCVM sont dans la rubrique « Autres secteurs ».

(e) 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 7 mars 1996

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

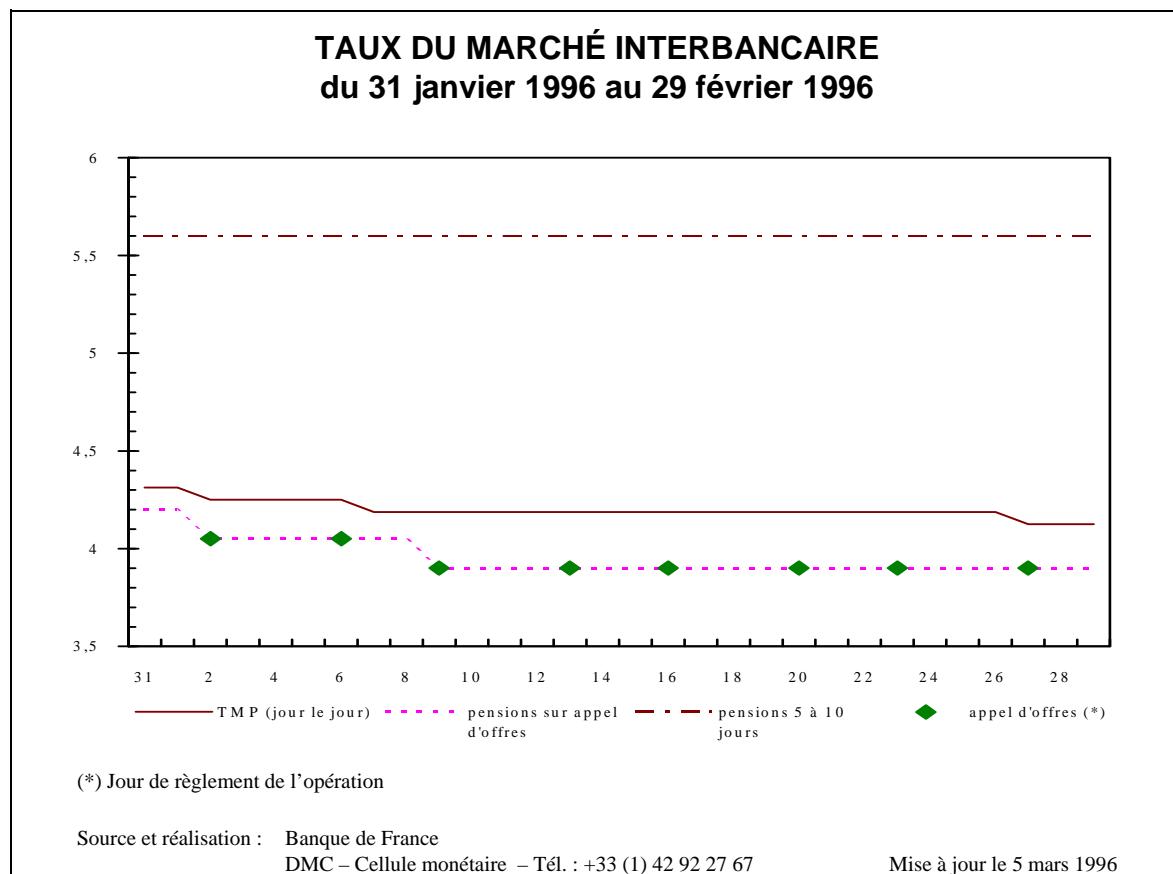
Après la détente intervenue durant le mois de janvier, les marchés de taux d'intérêt ont enregistré une légère dégradation, qui a davantage affecté le compartiment obligataire que le segment de court terme.

Ce mouvement a eu pour origine principale une révision des anticipations des investisseurs quant à la poursuite d'un assouplissement des politiques monétaires, aux États-Unis comme en Europe.

En dépit de cet environnement international moins favorable, la Banque de France a poursuivi sa politique de détente des conditions monétaires en abaissant, à deux reprises, de 15 centimes le taux des appels d'offres, le 1^{er} et le 8 février, celui-ci étant ainsi ramené à 3,90 %, contre 4,20 % précédemment. Parallèlement, le loyer de l'argent au jour le jour a cédé 3/16 de point sur l'ensemble du mois, de 4 5/16 % à 4 1/8 %. Ces mesures sont intervenues dans un contexte de raffermissement du franc au sein du Système monétaire européen, pour atteindre 3,4260 francs contre deutschemark à la fin de février.

D'une fin de mois à l'autre, les rendements obligataires se sont inscrits en hausse : le taux de l'emprunt phare à 10 ans est ainsi passé de 6,37 % à 6,68 %. Ce mouvement a été cependant moins prononcé que celui parallèlement constaté sur le marché allemand, ce qui s'est traduit par un net resserrement de l'écart OAT-Bund, revenu à 26 centimes le 29 février, contre 46 centimes un mois auparavant.

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



La Banque de France a réduit, à deux reprises, de 15 centimes le taux des appels d'offres, le 1^{er} et le 8 février, celui-ci revenant à 3,90 %, contre 4,20 % précédemment.

Parallèlement, le loyer de l'argent au jour le jour a continué de se détendre, revenant dans une fourchette de 4 1/16 %-4 3/16 % à la fin de février, contre 4 1/4 %-4 3/8 % au début du mois.

Le volume net des refinancements octroyés par la Banque de France au système bancaire a progressé de 114,2 milliards de francs le 31 janvier à 139,2 milliards le 29 février, pour compenser partiellement l'effet restrictif sur la liquidité bancaire provoqué par un accroissement des disponibilités laissées par le Trésor public sur son compte ouvert auprès de l'Institut d'émission.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 janvier-15 février se sont élevées à 20,4 milliards de francs (dont 14,7 milliards d'encaisses en billets) pour une moyenne requise de 20,1 milliards.

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

(en milliards de francs)

	Janvier 1996	Février 1996	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	-248,3	-244,8	3,5
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	-6,9	-5,9	1,0
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	127,3	126,3	-1,0
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	-5,6	-0,2	5,4
DIVERS	11,7	3,1	-8,6
TOTAL	-121,8	-121,6	0,2
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
- Opérations sur appels d'offres	99,7	87,1	-12,6
- Autres pensions	7,8	14,2	6,4
- Bons du Trésor achetés ferme	20,1	21,5	1,4
- Opérations d'escompte net	0,1	0	-0,1
- Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	-5,9	-1,3	4,6
TOTAL	121,8	121,6	-0,2

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

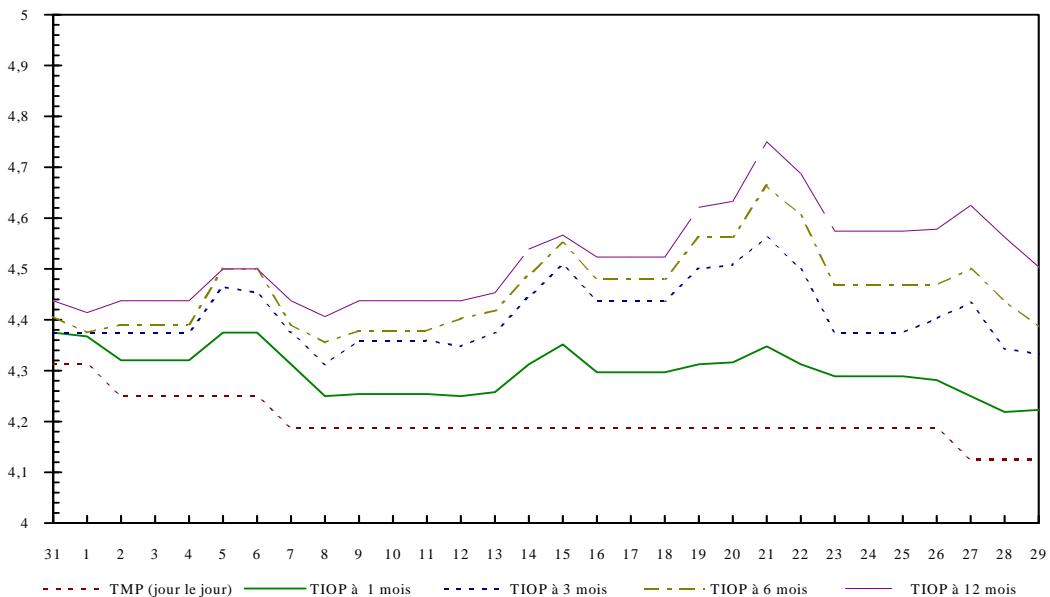
(b) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.

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

Mise à jour le 5 mars 1996

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

TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 31 janvier 1996 au 29 février 1996



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

Mise à jour le 5 mars 1996

En dépit de la poursuite du processus de détente monétaire en France, les rendements interbancaires sont d'abord demeurés relativement stables, puis ont enregistré une légère remontée à partir du 14 février. Les anticipations d'une pause durable dans le mouvement de baisse des taux directeurs en Europe se sont progressivement renforcées à la suite de la décision de la Banque fédérale d'Allemagne d'effectuer ses prises en pensions hebdomadaires au taux fixe de 3,30 % (décision annoncée le 1^{er} février et confirmée les 15 et 29 février).

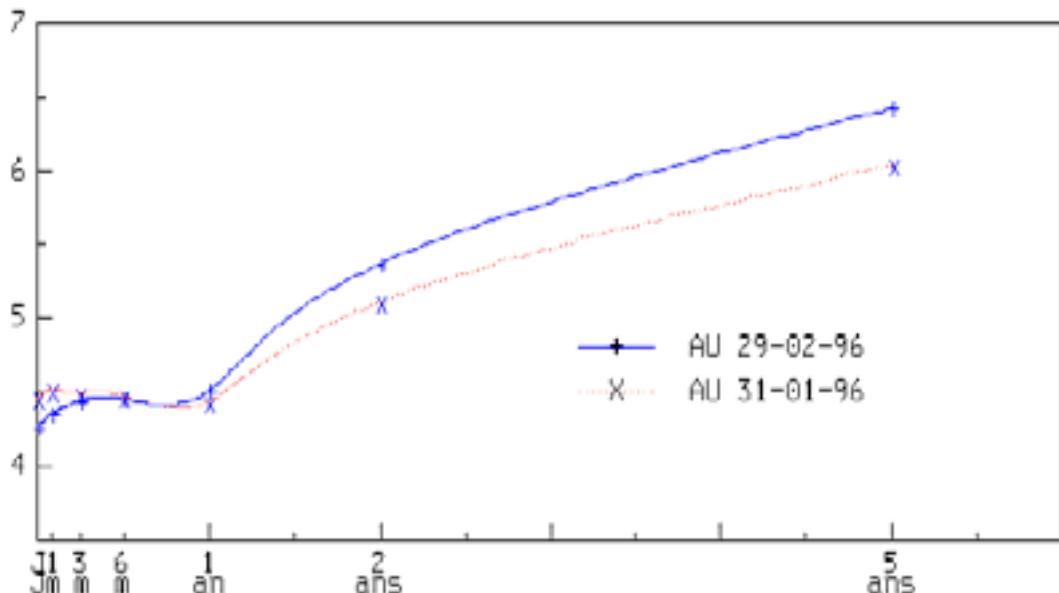
À partir du 22 février, une amélioration s'est dessinée, plusieurs indicateurs confirmant l'absence de tensions inflationnistes en Europe. En France, la hausse de l'indice des prix pour le mois de janvier s'est établie à + 0,2 % — soit + 2,0 % en rythme annuel, contre + 2,1 % le mois précédent.

Au total, d'une fin de mois à l'autre, les taux jusqu'à 6 mois enregistrent une baisse, d'ampleur toutefois limitée, dans le sillage du loyer de l'argent au jour le jour. Sur les échéances plus longues, on observe une remontée, d'ampleur croissante selon les durées, qui témoigne de la révision des anticipations.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	31 janvier 1996	29 février 1996	Variation
TIOP à 1 mois.....	4,38	4,22	-0,16
TIOP à 3 mois.....	4,38	4,33	-0,05
TIOP à 6 mois.....	4,41	4,39	-0,02
TIOP à 1 an.....	4,44	4,50	0,06
Taux à 2 ans.....	5,10	5,36	0,26
Taux à 5 ans.....	6,03	6,42	0,39

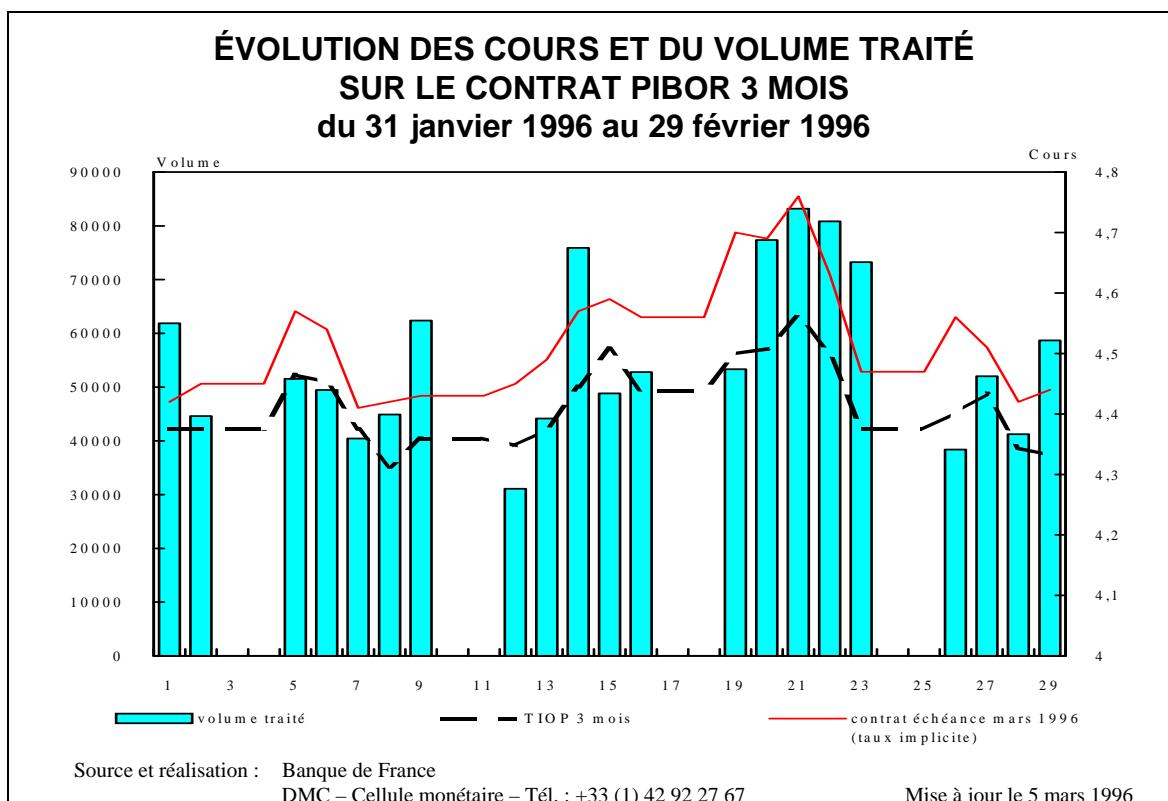
Ces évolutions ont sensiblement accentué la pente de la courbe des rendements du marché interbancaire.

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 12 mars 1996

Sur le Matif, le taux implicite du contrat Pibor 3 mois échéance mars a évolué comme le taux au comptant, reculant de 5 centimes d'une fin de mois à l'autre. Sur les échéances plus lointaines, en revanche, les taux se sont inscrits en hausse (+ 14 centimes sur juin 1996, + 21 centimes sur septembre 1996, et + 24 centimes sur décembre 1996). À la date du 29 février, la prime du taux implicite par rapport au taux au comptant atteignait 10 centimes sur l'échéance mars, 9 centimes sur l'échéance juin, 13 centimes sur l'échéance septembre, et 28 centimes sur l'échéance décembre.



5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de février, le Trésor a procédé à l'adjudication de 107,9 milliards de bons à taux fixe en francs (23,5 milliards de BTAN et 84,4 milliards de BTF).

Au 29 février, l'encours total de bons en francs atteignait 1 064,8 milliards de francs, contre 1 037,7 milliards au 31 janvier. S'agissant des bons en écus, l'encours a augmenté de 7,5 milliards d'écus à 7,7 milliards à la suite d'une émission de 200 millions de BTAN 5 ans.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis-sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuairel annuel moyen (f)	Taux inter-bancaire (f)
					(d)				
5 février 1996	BTF	13 sem.	59 589	16 110	1 174	4,28	4,29	4,42	4,60
5 février 1996	BTF	26 sem.	15 814	3 387	394	4,33	4,36	4,46	4,62
8 février 1996	BTAN ÉCUS	5 ans	885	200	0	99,50	99,46	5,19	5,66
12 février 1996	BTF	13 sem.	16 268	3 005	18	4,25	4,27	4,34	4,48
12 février 1996	BTF	42 sem.	65 607	17 006	197	4,12	4,13	4,25	4,44
15 février 1996	BTAN 5,75 %	2 ans	23 930	11 080	1 320	101,76	101,73	4,82	5,29
15 février 1996	BTAN 5,75 %	5 ans	22 276	12 410	1 420	100,13	100,10	5,73	6,27
19 février 1996	BTF	13 sem.	51 967	17 004	47	4,31	4,33	4,45	4,58
19 février 1996	BTF	29 sem.	11 727	3 005	127	4,34	4,38	4,47	4,59
26 février 1996	BTF	13 sem.	64 974	21 608	2 653	4,24	4,26	4,39	4,54
26 février 1996	BTF	28 sem.	12 068	3 279	297	4,33	4,38	4,47	4,62

(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

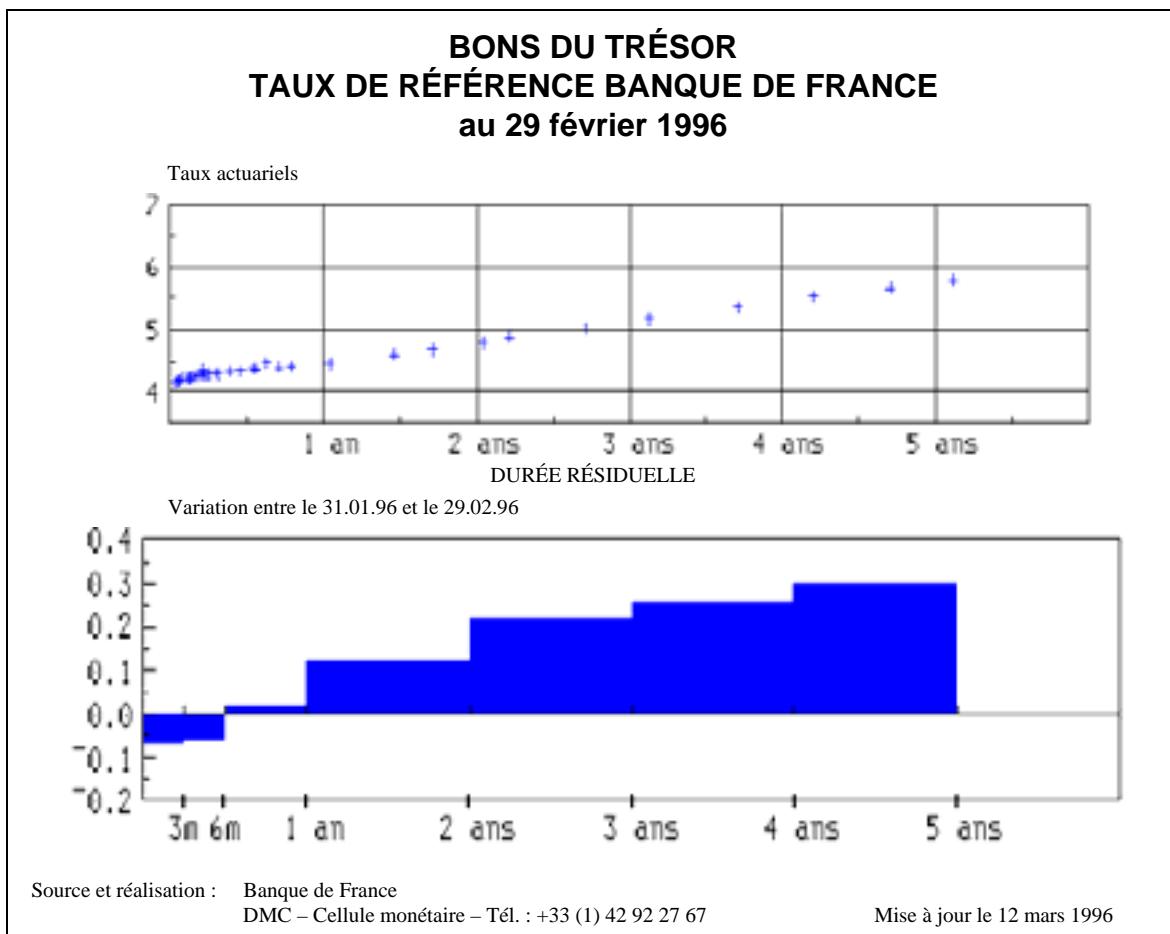
Mise à jour le 5 mars 1996

Sur les BTF, les taux à l'émission ont enregistré une quasi-stabilité (– 3 centimes sur les titres émis à 3 mois et + 1 centime sur ceux émis à 6 mois entre le 5 et le 26 février).

En ce qui concerne les BTAN 5 ans mis en adjudication le 15 février, on note une remontée de 25 centimes des taux à l'émission par rapport à la séance du mois précédent (le 18 janvier).

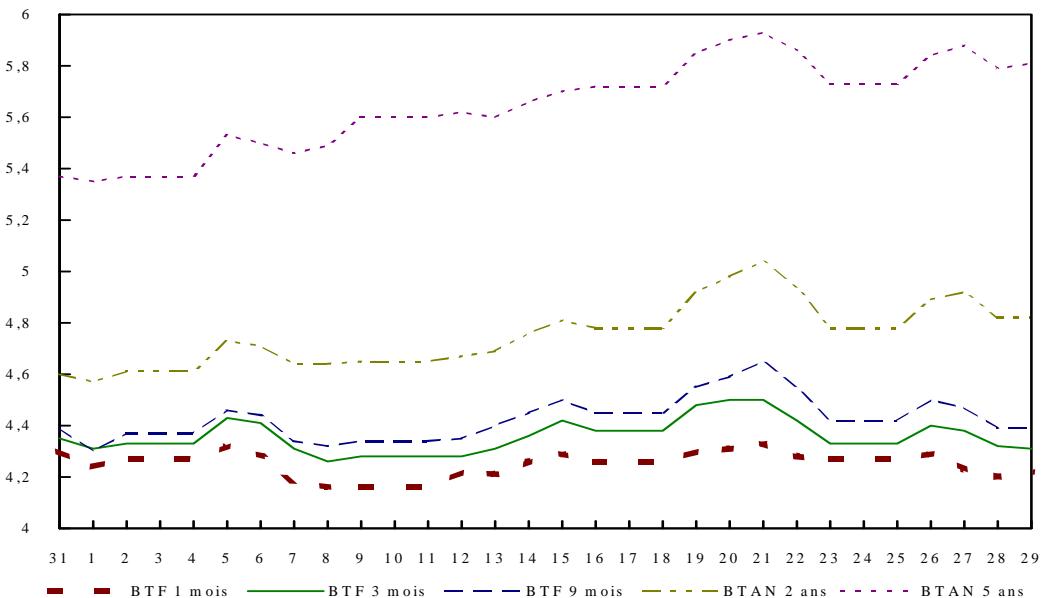
Marché secondaire

Le marché secondaire des bons du Trésor a été marqué, au mois de février, par une repentification de la courbe.

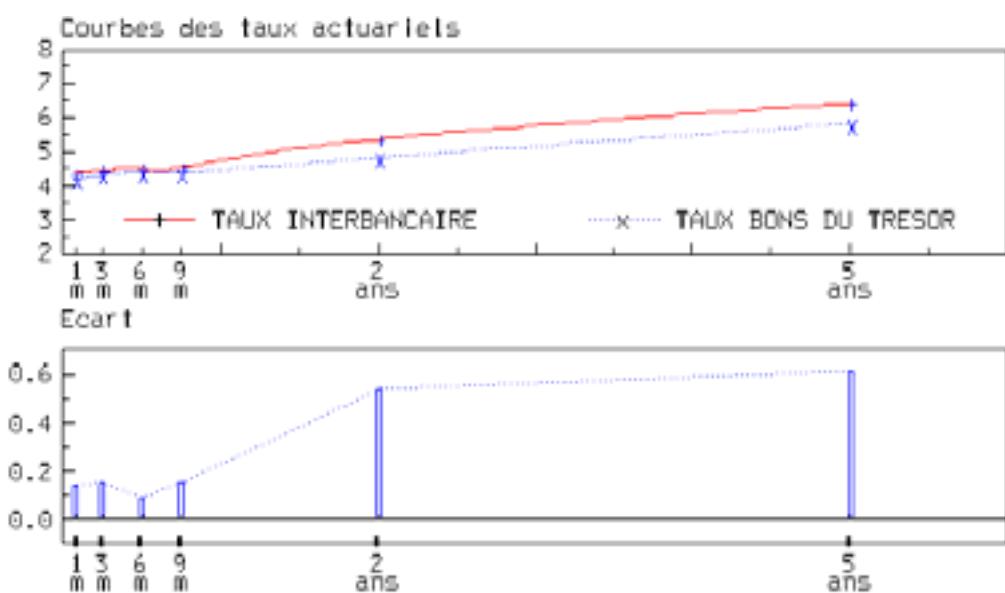


Tandis que jusqu'au 6 mois les rendements variaient peu, voire se détendaient légèrement en fin de période avec la réapparition d'anticipations modérées de détente des politiques monétaires en Europe, les rendements des échéances plus éloignées se sont inscrits en hausse, en liaison avec la consolidation des marchés obligataires.

TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR
du 31 janvier 1996 au 29 février 1996



COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT
MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR
ET MARCHÉ INTERBANCAIRE
au 29 février 1996

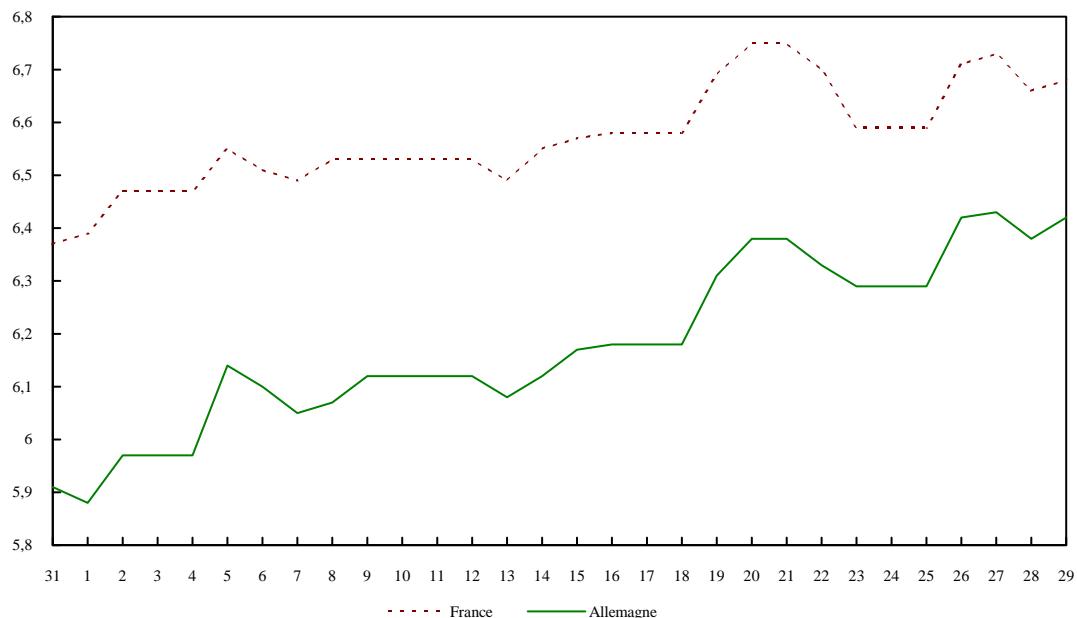


Poursuivant la tendance observée le mois précédent, l'écart de rendement avec les taux interbancaires s'est à nouveau réduit de quelques points pour les échéances du 3 mois au 5 ans, et de 10 points de base sur l'échéance à 1 mois.

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

Le marché français des titres longs a été affecté pendant la période sous revue par un mouvement de correction, consécutif à la dégradation des marchés obligataires américain et allemand.

ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 31 janvier 1996 au 29 février 1996



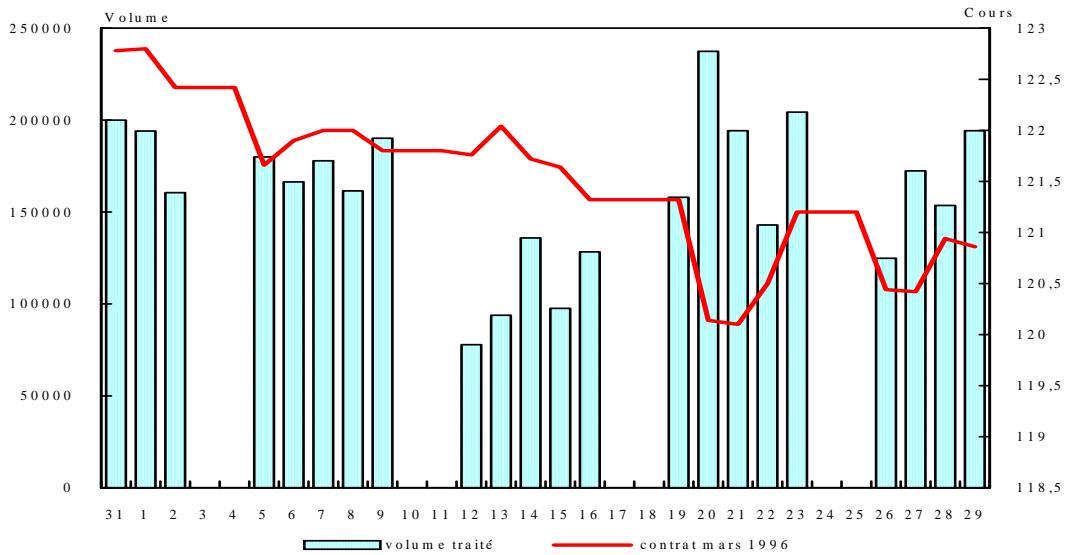
Taux de négociation sur le marché secondaire de la ligne d'emprunt d'État considérée comme la plus représentative

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

Mise à jour le 5 mars 1996

La détérioration du marché obligataire américain, marqué par de plus grandes incertitudes sur l'évolution du cycle économique, et les tensions qui ont touché le marché à long terme allemand ont fortement pesé sur l'évolution du marché français, et le taux à 10 ans s'est accru de 30 points de base d'une fin de mois à l'autre, à 6,67 %. Toutefois, la poursuite de la détente de la politique monétaire, la bonne tenue du franc ainsi que les achats réguliers des investisseurs résidents ont permis au marché français d'améliorer significativement ses écarts de rendement avec les autres marchés européens. L'écart entre emprunts phares français et allemand à 10 ans s'est ainsi resserré de 20 points de base, s'établissant à 27 points en fin de période.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ
SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF
du 31 janvier 1996 au 29 février 1996**



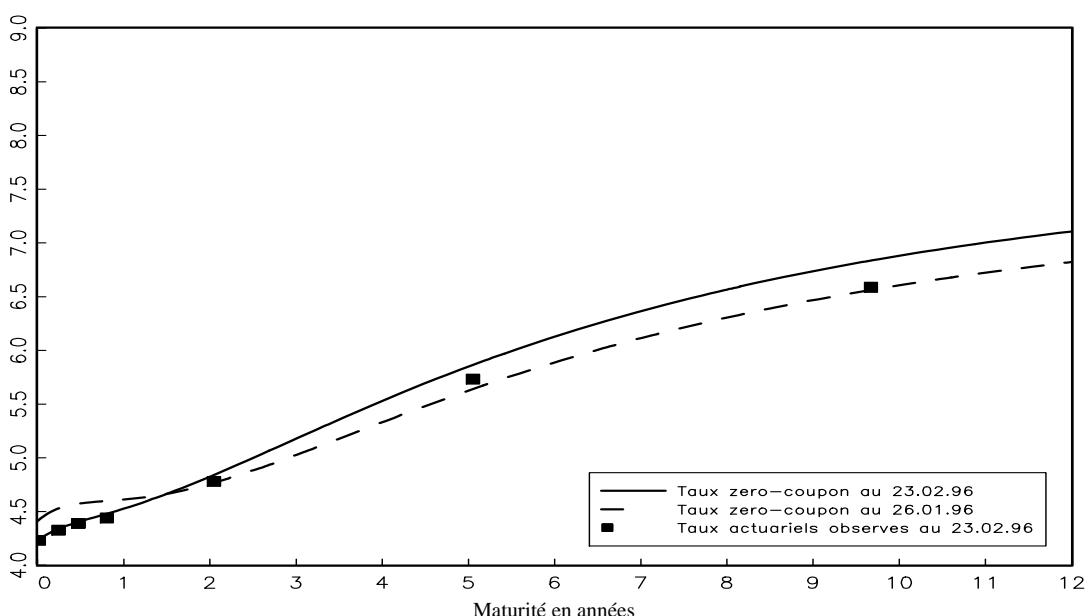
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 5 mars 1996

Au total, sur l'ensemble du mois, l'échéance la plus traitée du contrat notionnel abandonne 190 points de base, dans un contexte d'activité assez modérée (177 000 contrats échangés en moyenne quotidienne) et de stabilité de la position ouverte.

TAUX D'INTÉRÊT ZÉRO-COUPOON ET TAUX ACTUARIELS



Source et réalisation : Banque de France

DEER – Tél. : +33 (1) 42 92 49 78

Mise à jour le 6 mars 1996

À l'issue du mois sous revue, la pente croissante de la courbe des rendements s'est légèrement accentuée. Les échéances inférieures à 2 ans se sont détendues sous l'impact du desserrement monétaire, alors que la partie intermédiaire s'est légèrement pentifiée en liaison avec la remontée des taux longs dans les principaux pays (accroissement de l'écart de rendement entre les échéances 2 ans et 10 ans de 5 points de base, à 182 points).

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

(arrêtée au 11 mars)

La Banque de France a poursuivi au début du mois de mars une politique de détente de ses taux d'interventions.

Le Conseil de la politique monétaire a procédé à une baisse de 10 points de base de ses deux taux directeurs le 7 mars, ramenant le taux des appels d'offres à 3,80 % (valeur 8 mars) et le taux des prises en pensions de 5 à 10 jours à 5,50 % (valeur 7 mars). Dans ce contexte favorable, le loyer de l'argent au jour le jour a diminué d'1/16 de point entre le 29 février et le 11 mars, revenant de 4 1/8 % à 4 1/16 %.

La baisse des taux d'interventions ne s'est répercutee que sur les échéances les plus courtes. Entre le 29 février et le 11 mars, le taux à 1 mois a perdu 5 centimes et le taux à 3 mois 2 centimes. En revanche, les taux à 6 mois sont demeurés stables et les taux à 1 an ont gagné 3 centimes.

Les taux de long terme ont interrompu leur mouvement de détente le 8 mars, en liaison avec la brutale dégradation observée sur le marché américain, à la suite de la publication d'un taux de chômage en fort recul.

Le marché français a fait preuve, sur la période, d'une meilleure résistance que le marché allemand, ce qui a permis à l'écart sur les emprunts phares à 10 ans avec l'Allemagne d'enregistrer une réduction, passant de 26 centimes le 29 février à 13 centimes le 11 mars.

5.2. Les émissions

Au cours du mois de février, l'encours global des titres de créances négociables est resté stable par rapport au mois de janvier. Cette stabilité est le résultat d'une évolution divergente selon les compartiments du marché. L'encours des certificats de dépôt a progressé de 8,2 milliards de francs, celui des bons des institutions financières a connu une augmentation de 1,8 milliard et enfin celui des billets de trésorerie une très légère remontée de 800 millions. Dans le même temps, l'encours des bons à moyen terme négociables baissait de 11,4 milliards de francs. Les taux d'intérêt ont diminué de façon significative pour les titres de durée courte.

Dans un contexte toujours caractérisé par la poursuite du mouvement de réduction des taux d'intérêt à court terme et par une révision à la baisse des prévisions de croissance économique, tant en France qu'en Allemagne, la forte reprise des émissions observée en janvier s'est dans l'ensemble poursuivie au cours du mois de février, 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 758,4 milliards de francs le 23 février, contre 750,2 milliards le 26 janvier et 723,2 milliards le 29 décembre.

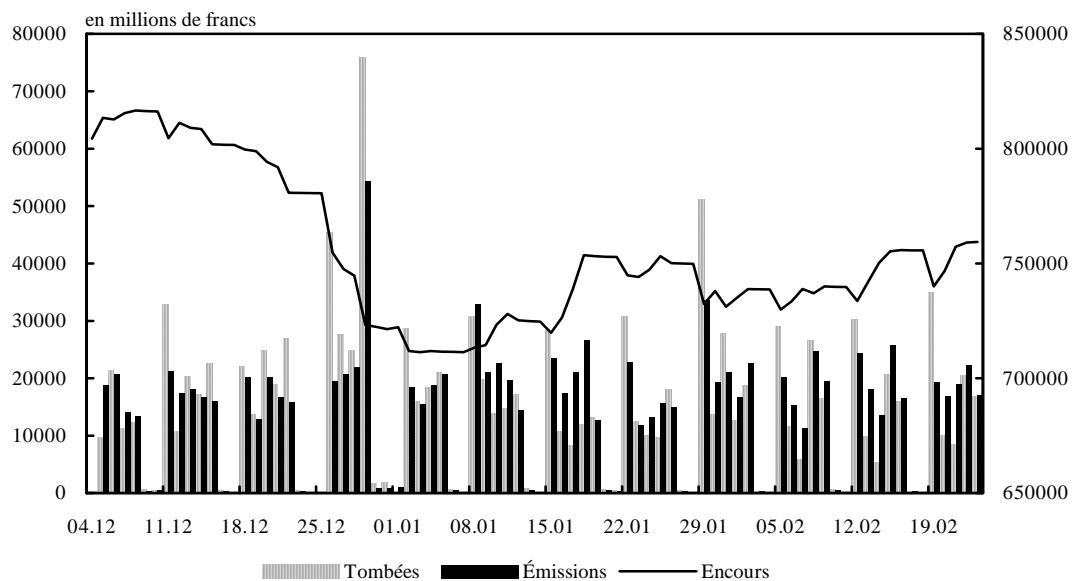
Les émissions réalisées au cours du mois de février ont atteint 397,9 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 367,4 milliards en janvier et 515,4 milliards en décembre (388,7 milliards, contre 340,4 milliards et 598,6 milliards pour les tombées). La maturité de 10 jours à moins de 1 mois a été privilégiée par les émetteurs, celle-ci représentant 41 % du total, contre 18 % le mois précédent, soit en montant : 164 milliards de francs en février, contre 63 milliards en janvier.

Seize émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs, dont quatre de plus de 2 milliards. Il s'agit du Crédit lyonnais (+ 6,8 milliards de francs), la Banque française du commerce extérieur (+ 3,1 milliards), la Caisse centrale des banques populaires (+ 2,5 milliards), la Compagnie bancaire (+ 2,1 milliards). Dans le même temps, l'encours de neuf émetteurs a enregistré une baisse de plus de 1 milliard de francs, les reflux les plus conséquents ont concerné la Société générale (- 8,8 milliards de francs), la Caisse des dépôts et consignations (- 5,4 milliards) et la Caisse centrale du crédit mutuel (- 2,9 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 33,9 % en février comme en janvier, tandis que la part des sociétés et entreprises industrielles s'est établie à 22,4 % du volume des titres émis, contre 23,8 %. Les durées initiales se répartissent comme suit.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
10 jours à moins de 1 mois.....	163,9	41,2
De 1 mois à moins de 3 mois	106,6	26,8
De 3 mois à moins de 6 mois	118,6	29,8
De 6 mois à un an.....	8,8	2,2
Total.....	397,9	100,0

CERTIFICATS DE DÉPÔT NÉGOCIABLES



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

Mise à jour le 5 mars 1996

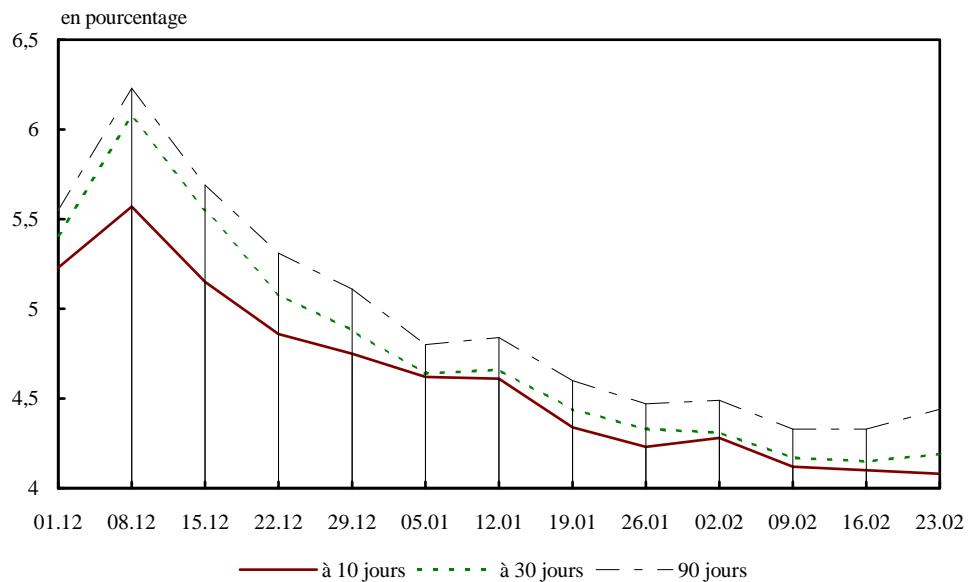
Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 367 le 23 février comme au 26 janvier, contre 366 le 29 décembre.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN

(en pourcentage)

	29 janvier au 2 février	5 au 9 février	12 au 16 février	19 au 23 février
Certificats à 10 jours (moyenne).....	4,28	4,12	4,10	4,08
Certificats à 30 jours (moyenne).....	4,31	4,17	4,15	4,19
Certificats à 90 jours (moyenne).....	4,49	4,33	4,33	4,44
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	3,85	3,75	3,85	3,78
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	4,50	4,27	4,30	4,27

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 5 mars 1996

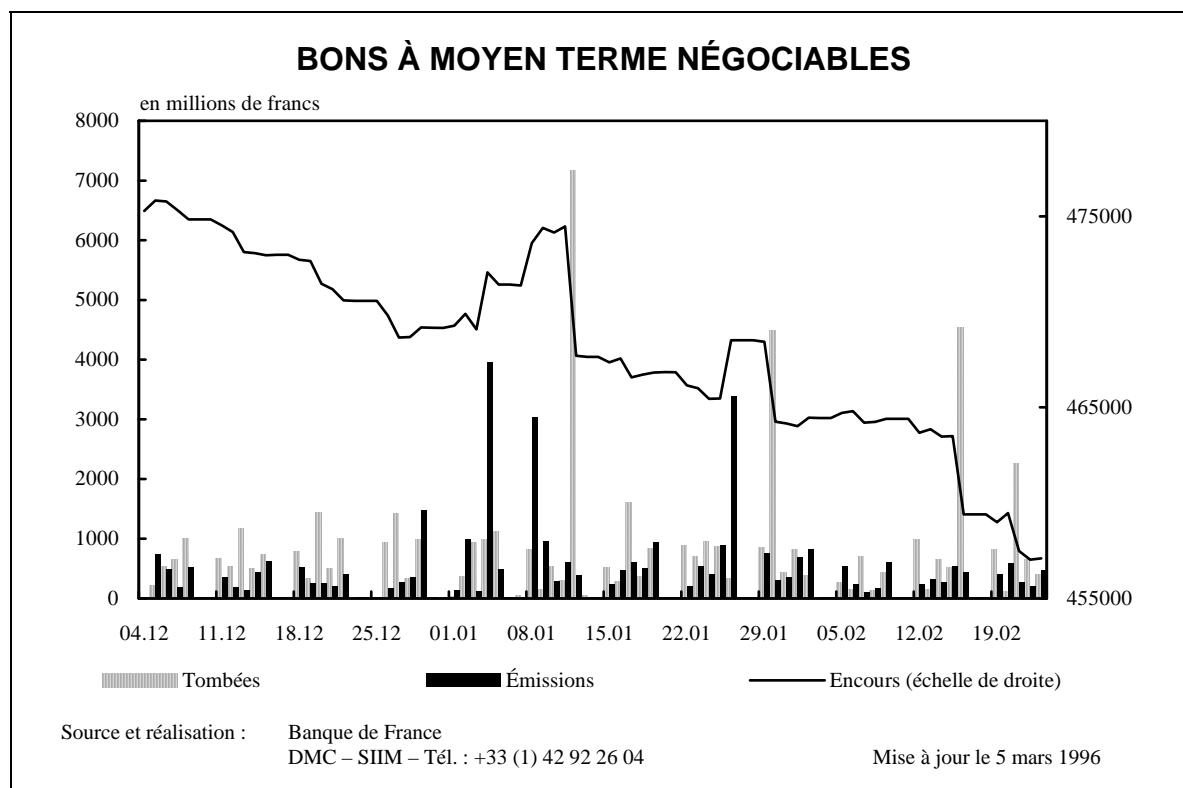
Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 457,1 milliards de francs le 23 février (dernier chiffre provisoire disponible), contre 468,5 milliards au 26 janvier et 469,2 milliards au 29 décembre ; 232 émetteurs avaient un encours en gestion au 23 février, comme au 26 janvier, contre 235 le 29 décembre.

Les émissions se sont élevées à 8,3 milliards de francs pendant le mois de février, contre 19,3 milliards en janvier et 10,9 milliards en décembre. La part des titres souscrits par les établissements de crédit a augmenté de façon significative pour atteindre 64,4 %, contre 49,0 % en janvier. En revanche, la part des assurances, caisses de retraite et mutuelles a fortement diminué pour atteindre 8,5 %, contre 37,0 % le mois précédent.

La part des émissions de 1 an à 2 ans a décrue par rapport au mois précédent, en passant à 30 %, contre 57 % en janvier. La tranche des maturités de 3 ans à 5 ans a été davantage sollicitée, s'établissant à 17 %, contre 5 % pour le mois de janvier.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
1 an 1 jour à moins de 2 ans	2,5	30,1
De 2 ans à moins de 3 ans	2,4	28,9
De 3 ans à moins de 5 ans	1,4	16,9
De 5 ans à moins de 7 ans	0,7	8,4
De 7 ans et plus	1,3	15,7
Total	8,3	100,0

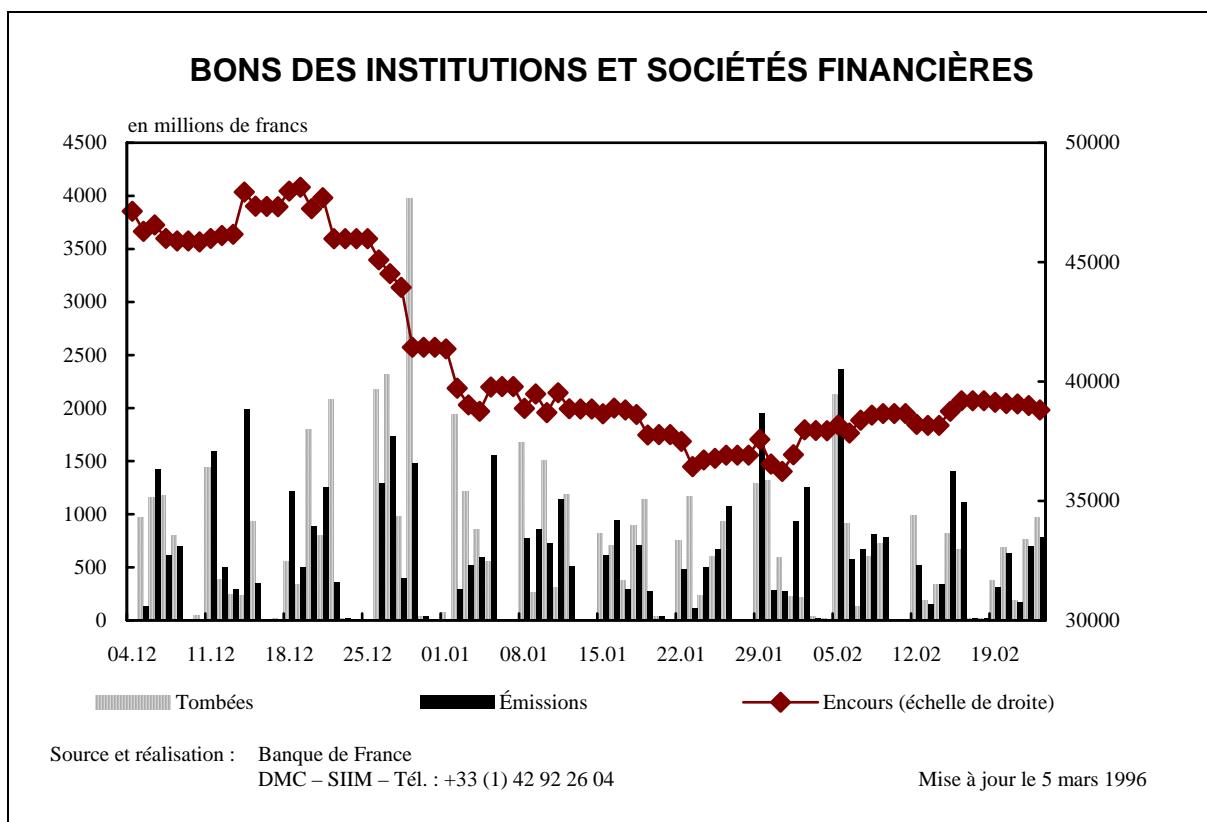


Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

L'encours de ces bons se montait à 38,7 milliards de francs le 23 février (dernier chiffre provisoire disponible), contre 36,9 milliards le 26 janvier et 41,4 milliards le 29 décembre. Le montant des émissions s'est établi à 16 milliards de francs pour le mois de février, contre 12,8 milliards en janvier et 22,9 milliards en décembre.

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.....	2,8	17,5
De 1 mois à moins de 3 mois	7,3	45,6
De 3 mois à moins de 6 mois	5,6	35,0
De 6 mois à un an	0,3	1,9
Total	16,0	100,0



Billets de trésorerie (BT)

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 168,2 milliards de francs le 23 février (dernier chiffre provisoire disponible), contre 167,4 milliards le 26 janvier et 144,5 milliards le 29 décembre. Le 23 février, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 98, contre 99 le 26 janvier et 95 le 29 décembre.

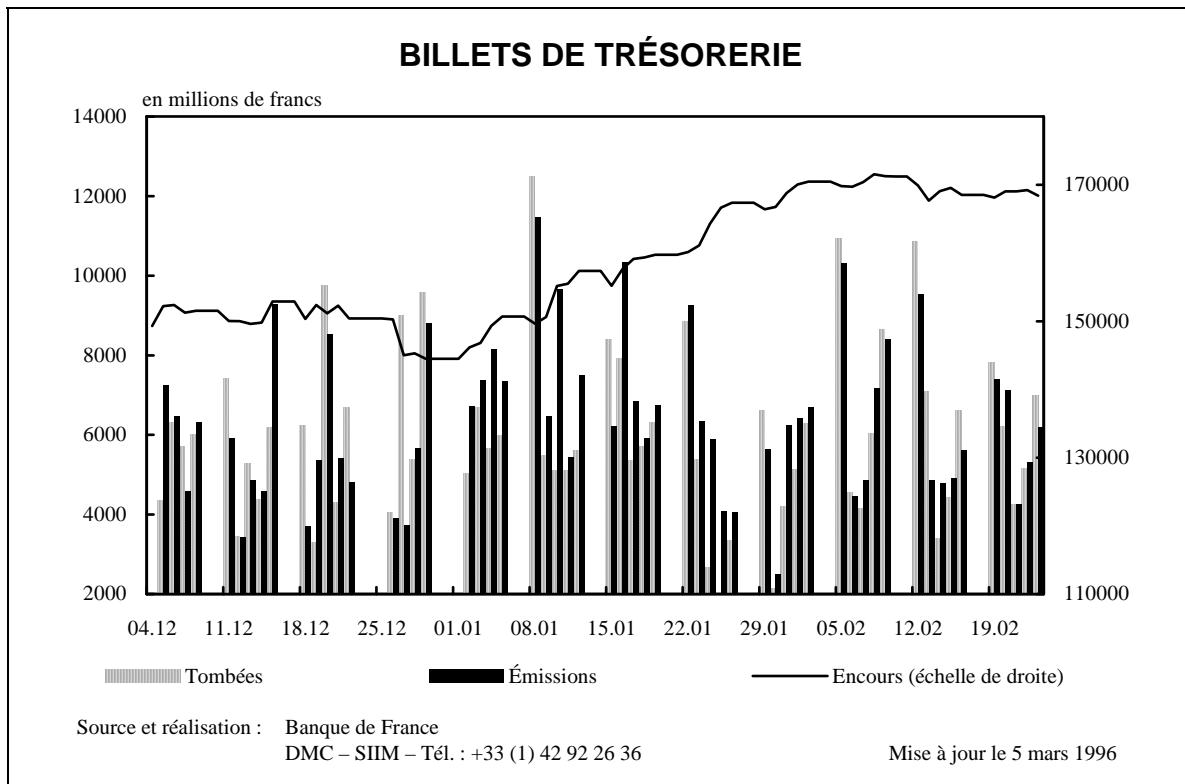
Le montant des émissions intervenues au cours du mois de février a atteint 122,6 milliards de francs, contre 135,7 milliards en janvier et 134,4 milliards en décembre (respectivement 121,6 milliards de francs, contre 112,9 milliards et 140,4 milliards pour les tombées).

Quatre émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs, les hausses les plus fortes concernant la SNCF (+ 1,9 milliard) Total CFP (+ 1,9 milliard), Pinault Printemps (+ 1,3 milliard) et L'Oréal (+ 1,2 milliard) ; pour la même période, seuls trois émetteurs ont réduit leur encours dans une proportion identique : il s'agit d'Elf Aquitaine Finance SA (- 1,8 milliard de francs), Michelin (- 1,6 milliard), Renault Cofiren (- 1,2 milliard) et France Télécom (- 1 milliard).

La répartition des émissions, selon le type d'investisseur, a légèrement varié par rapport au mois de janvier : baisse d'environ trois points de la part des établissements de crédit et de celle des sociétés et entreprises individuelles, contre une augmentation équivalente des montants souscrits par les OPCVM, les assurances, caisses de retraite et mutuelles.

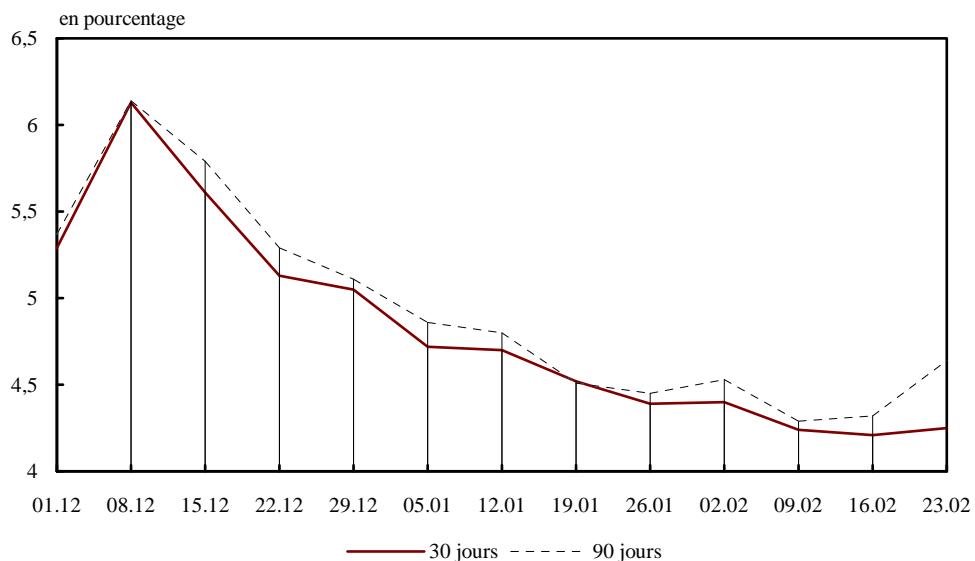
La ventilation par durée initiale des émissions mensuelles a marqué un allongement restreint des maturités ; la part des titres émis à moins de 1 mois a perdu environ trois points, le report s'effectuant essentiellement sur les émissions comprises entre 1 mois et 3 mois.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
10 jours à moins de 1 mois	50,2	40,9
De 1 mois à moins de 3 mois	61,5	50,2
De 3 mois à moins de 6 mois	10,4	8,5
De 6 mois à un an	0,5	0,4
Total	122,6	100,0



TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT					
(en pourcentage)					
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus bas	29 janvier au 2 février	5 au 9 février	12 au 16 février	19 au 23 février
		4,20	4,12	4,10	4,14
TIOP à un mois	Plus bas	4,58	4,40	4,60	4,41
	Plus haut	4,32	4,25	4,25	4,13
	Plus bas	4,59	4,38	4,35	4,35
	Plus haut				

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 4 mars 1996

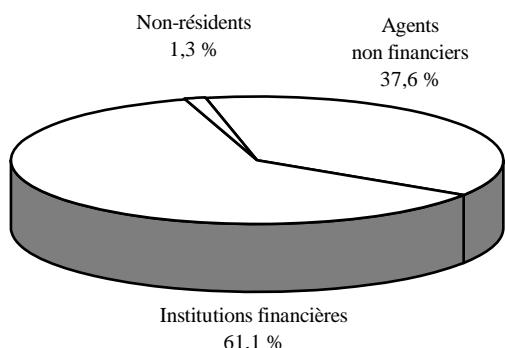
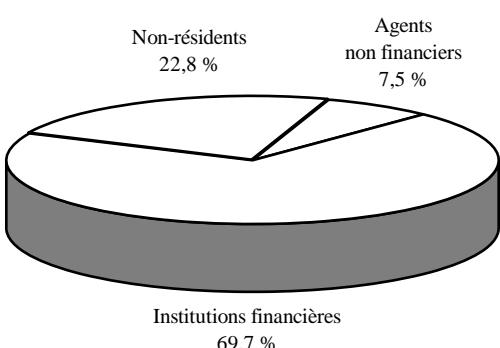
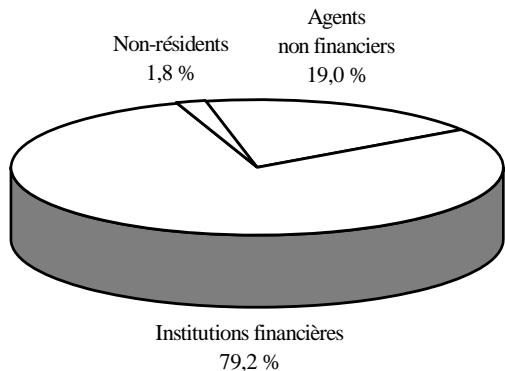
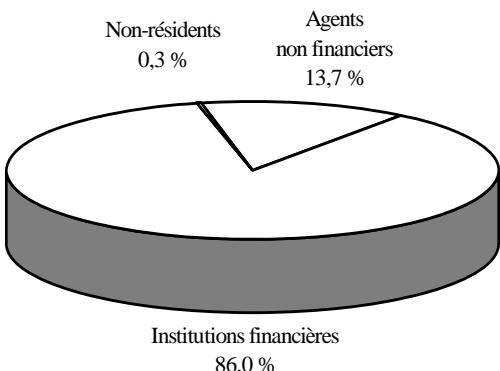
Répartition par catégorie de détenteurs (statistiques à fin janvier 1996)

L'encours de l'ensemble des titres de créances négociables émis sur le marché intérieur a augmenté de 46,9 milliards de francs en janvier pour s'établir à 2 548,6 milliards. Les billets de trésorerie enregistrent une hausse plus marquée qu'au début des années précédentes (+ 24,3 milliards). Les bons du Trésor ont augmenté de 24,2 milliards de francs, tandis que les certificats de dépôt ont progressé plus faiblement (+ 9,1 milliards). En revanche, l'encours des bons des institutions et sociétés financières s'est réduit de 5,8 milliards de francs et s'établit à 46,3 milliards.

La part de détention des agents non financiers résidents s'est affaiblie en janvier pour les bons du Trésor (- 1 point) et surtout pour les certificats de dépôt (- 2,6 points). Elle s'est en revanche renforcée sur les bons à moyen terme négociables (+ 1,4 point) et les billets de trésorerie (+ 2,5 points).

Le portefeuille des non-résidents en bons du Trésor s'est affaibli de 1,3 point en janvier.

La détention des institutions financières s'est accentuée sur les certificats de dépôt en francs (+ 2,6 points) et les bons du Trésor (+ 2,3 points). Mais elle s'est réduite pour les bons à moyen terme négociables (- 1,3 point) et les billets de trésorerie (- 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 4 mars 1996

5.2.2. Les Sicav

En janvier, l'actif net de l'ensemble des Sicav s'est établi à 1 697,9 milliards de francs, soit une progression de 87,2 milliards par rapport à décembre 1995, dont 63,9 milliards de souscriptions nettes.

L'actif net des Sicav monétaires s'est accru de 56,2 milliards de francs en janvier pour s'établir à 945,6 milliards et revenir ainsi à un niveau proche de celui observé en septembre et novembre 1995. Les souscriptions nettes se sont élevées à 60,9 milliards de francs (après des retraits nets de 53,8 milliards en décembre).

L'encours des Sicav « obligations et autres titres de créances » a progressé de 15,3 milliards de francs et atteint 457,5 milliards. Les souscriptions nettes s'élèvent à 3,5 milliards de francs, alors que cette catégorie de Sicav n'avait enregistré que des désinvestissements depuis février 1994.

Les encours des Sicav « actions » et des Sicav « diversifiées » ont progressé respectivement de 11 milliards de francs (avec 0,5 milliard de rachats nets) et de 4,3 milliards (avec des souscriptions nettes nulles), se situant ainsi à 178,3 milliards et 114,5 milliards (après 167,3 milliards et 110,2 milliards le mois précédent).

ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DES SICAV (a)

(en milliards de francs)

		1994	1995		1996
		Décembre	Novembre	Décembre	Janvier
Sicav monétaires	Actif net	965,3	935,9	889,4	945,6
	Souscriptions mensuelles nettes	-73,3	44,3	-53,8(b)	60,9
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-153,7	-99,5	-153,3	60,9
Sicav obligations	Actif net	500,7	457,6	442,2	457,5
	Souscriptions mensuelles nettes	-15,7	-11,4	-20,1	3,5
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-113,0	-72,9	-93,0	3,5
Sicav actions	Actif net	180,5	169,4	167,3	178,3
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,9	-2,1	-2,2	-0,5
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	8,6	-9,8	-12,0	-0,5
Sicav diversifiées	Actif net	119,4	112,2	110,2	114,5
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,5	-0,7	-2,3	0,0
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-5,9	-11,1	-13,4	0,0
Sicav garanties	Actif net	1,3	1,6	1,6	2,0
	Souscriptions mensuelles nettes	0,0	0,1	0,0	0,0
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	0,0	0,1	0,1	0,0
Total Sicav	Actif net	1 767,2	1 676,7	1 610,7	1 697,9
	Souscriptions mensuelles nettes	-92,4	30,2	-78,4	63,9
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-263,9	-193,3	-271,7	63,9

(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 13 février 1996

5.2.3. Le marché primaire obligataire en février

Les flux d'émissions en francs et en écus

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte toujours caractérisé par la poursuite du mouvement de réduction des taux d'intérêt à court terme et par une révision à la baisse des prévisions de croissance économique, tant en France qu'en Allemagne, la forte reprise des émissions observée en janvier s'est, dans l'ensemble, poursuivie au cours du mois de février, tant sur le marché intérieur que sur le compartiment de l'eurofranc. Par ailleurs, la préparation du vaste programme d'emprunts de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) — environ 140 milliards de francs devraient être levés au cours du deuxième trimestre 1996, dans une proportion importante, sur les marchés obligataires — a mobilisé fortement les équipes de syndication des principaux intermédiaires financiers.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 54 milliards de francs, contre 50 milliards en janvier. Au total, 82 % des titres réglés en février ont été émis en francs sur le marché intérieur, et 2 % l'ont été en écus. Le solde a été uniquement constitué d'émissions en eurofrancs.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Février 1996	2 mois 1996	2 mois 1995	Année 1995		Février 1996	2 mois 1996	2 mois 1995	Année 1995
MARCHÉ INTÉRIEUR								
27,8	54,0	43,3	263,9	État	27,4	29,0	41,6	212,8
8,5	16,8	11,9	68,2	Établissements de crédit et assimilés	1,8	3,5	3,6	- 10,8
8,9	13,6	5,1	32,1	Sociétés non financières	5,6	7,7	- 1,0	2,6
-	-	-	1,0	Autres émetteurs résidents	- 0,4	- 0,6	- 0,5	- 4,5
45,3	84,3	60,3	365,2	Ensemble des résidents	34,5	39,6	43,8	200,1
-	-	-	6,0	Non-résidents	-	-	- 1,5	3,2
45,3	84,3	60,3	371,3	TOTAL	34,5	39,6	42,4	203,3
1,1	1,1	1,6	13,7	dont émissions en écus (b)	1,1	1,1	1,6	13,7
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
0,1	6,2	0,1	6,9	Établissements de crédit et assimilés	- 3,0	- 3,9	- 2,5	- 19,3
-	-	-	4,3	Sociétés non financières	- 0,3	- 0,3	-	2,6
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
0,1	6,2	0,1	11,2	Ensemble des résidents	- 3,3	- 4,2	- 2,5	- 16,8
8,6	13,9	13,6	37,4	Non-résidents	8,1	13,4	11,7	17,8
8,7	20,1	13,7	48,7	TOTAL	4,8	9,2	9,2	1,1
-	-	-	-	dont émissions en écus	-	-	- 4,0	- 9,3
-	-	-	-	dont émissions en écus des résidents	-	-	- 2,7	- 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 1^{er} mars 1996

La **collecte des résidents** est restée stable (45 milliards de francs environ) d'un mois à l'autre. Elle a représenté 84 % des émissions réglées en février.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)							
ventilation par devise							
<i>(en milliards de francs)</i>							
Brutes				En date de règlement	Nettes		
Février 1996	2 mois 1996	2 mois 1995	Année 1995		Février 1996	2 mois 1996	2 mois 1995
				ÉMISSIONS en FRANCS			
26,7	52,9	41,7	250,2	État	26,3	27,9	40,0
8,7	23,0	12,0	75,2	Établissements de crédit et assimilés	- 1,1	- 0,4	3,8
8,9	13,6	5,1	36,5	Sociétés non financières	5,3	7,4	- 1,0
-	-	-	1,0	Autres émetteurs résidents	- 0,4	- 0,6	- 0,5
44,3	89,5	58,8	362,8	Ensemble des résidents	30,1	34,3	42,3
8,6	13,9	13,6	43,5	Non-résidents	8,1	13,4	11,6
52,8	103,3	72,4	406,3	TOTAL	38,1	47,7	53,9
44,2	83,2	58,7	357,6	dont émissions intérieures	33,3	38,5	40,8
44,2	83,2	58,7	351,5	dont émissions intérieures des résidents	33,3	38,5	42,2
				ÉMISSIONS en ÉCUS			
1,1	1,1	1,6	13,7	État	1,1	1,1	1,6
-	-	-	-	Établissements de crédit et assimilés	-	-	- 2,7
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-
1,1	1,1	1,6	13,7	Ensemble des résidents	1,1	1,1	- 1,0
-	-	-	-	Non-résidents	-	-	- 1,3
1,1	1,1	1,6	13,7	TOTAL	1,1	1,1	- 2,4
1,1	1,1	1,6	13,7	dont émissions intérieures	1,1	1,1	1,6
1,1	1,1	1,6	13,7	dont émissions intérieures des résidents	1,1	1,1	1,6
(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 1 ^{er} mars 1996			

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 27,8 milliards de francs (26,2 milliards en janvier). Les fonds ont été levés sur deux lignes, l'OAT 7,25 % avril 2006, créée en octobre dernier¹ et la nouvelle OAT 6,50 % octobre 2011. Lors de l'adjudication du 1^{er} février, 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.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée le 8 février et qui portait sur la ligne 7,50 % avril 2005 créée en juillet dernier. Le montant nominal émis s'est élevé à 168 millions d'écus, soit environ 1,1 milliard de francs. Le taux de rendement est ressorti à 6,87 %, en baisse de 63 points de base par rapport à l'adjudication de novembre dernier.

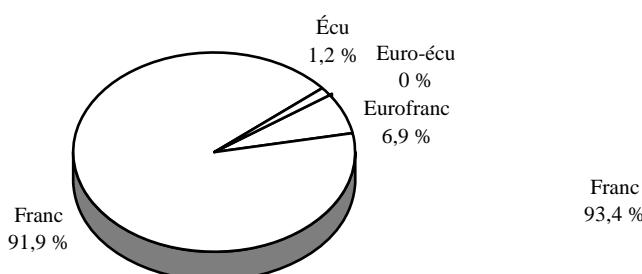
¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 1^{er} au 21 février) ont atteint 1,2 milliard de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 6,16 %.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée en quasi-totalité sur le marché intérieur¹, est restée stable d'un mois sur l'autre (18 milliards de francs), contre 10 milliards en décembre. Les **établissements de crédit** et les **sociétés financières** ont levé respectivement 23 milliards de francs et 14 milliards.

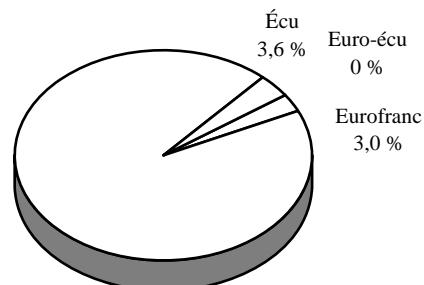
La collecte des **émetteurs non résidents**, réalisée entièrement sur le marché international, a progressé d'un mois sur l'autre de 5 milliards de francs à 9 milliards.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

2 mois 1996

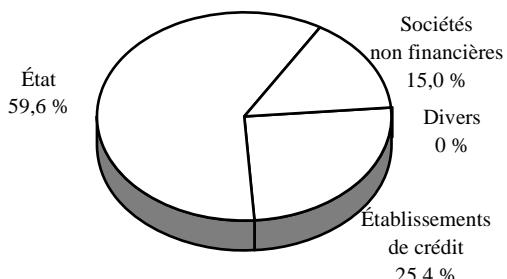


Année 1995

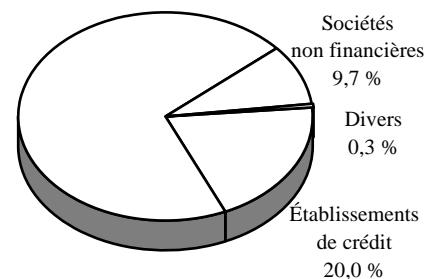


ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

2 mois 1996



Année 1995



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

Mise à jour le 1^{er} mars 1996

Au terme des deux premiers mois de 1996, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents s'est élevée à 90 milliards de francs, en hausse de 50 % par rapport à celle de la période correspondante de 1995. Globalement, les résidents ont accru leur appel au compartiment international (7 % du montant de leurs emprunts en 1996, contre 3 % seulement sur l'ensemble de l'année 1995), mais la proportion des émissions libellées en écus apparaît nettement en retrait. La part de l'État a représenté un peu moins de 60 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1996 par les résidents sur l'ensemble des compartiments (à hauteur de 93 % sur le marché intérieur), contre 70 % pour l'ensemble de l'année 1995.

¹ 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.

5.2.4. Le marché primaire des actions en janvier¹

ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT					
	<i>(en milliards de francs)</i>				
	Novembre 1995	Décembre 1995	Janvier 1996	Janvier 1995	Année 1995
TOTAL ÉMIS (a).....	7,9	19,4	37,9	36,0	232,1
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	0,5	0,6	7,9	3,6	35,9
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	0,3	0,8	6,8	1,1	38,4
(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 : Société des bourses françaises – Banque de France (depuis avril 1995)					
Réalisation : Banque de France					
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 23					Mise à jour le 7 mars 1996

Les émissions d'actions réglées en numéraire ont fortement progressé pour atteindre 38 milliards de francs en janvier, contre 19 milliards de francs en décembre².

Les émissions de titres cotés se sont également accrues, passant de 1 milliard de francs à 8 milliards d'un mois à l'autre.

¹ Les données postérieures au mois de mars 1995 sont élaborées conjointement par la Banque de France et la Société des bourses françaises.

² 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

L'indice CAC 40 s'est replié de 1,5 % au cours du mois de février en dépit d'évolutions plus favorables enregistrées en début de période (progression de 2,18 % jusqu'au 7 février) et en fin de période (hausse de 1,33 % du 26 février au 1^{er} mars).

5.3.1. L'évolution pendant le mois

Au cours de la première semaine de février, la Bourse de Paris s'est inscrite en hausse, poursuivant la tendance du mois précédent.

Cependant cette évolution s'est interrompue dès le 5 février, pour faire place à un repli, alimenté par les effets conjugués de la hausse des taux obligataires, de la faiblesse du dollar et de la mauvaise tenue des autres places.

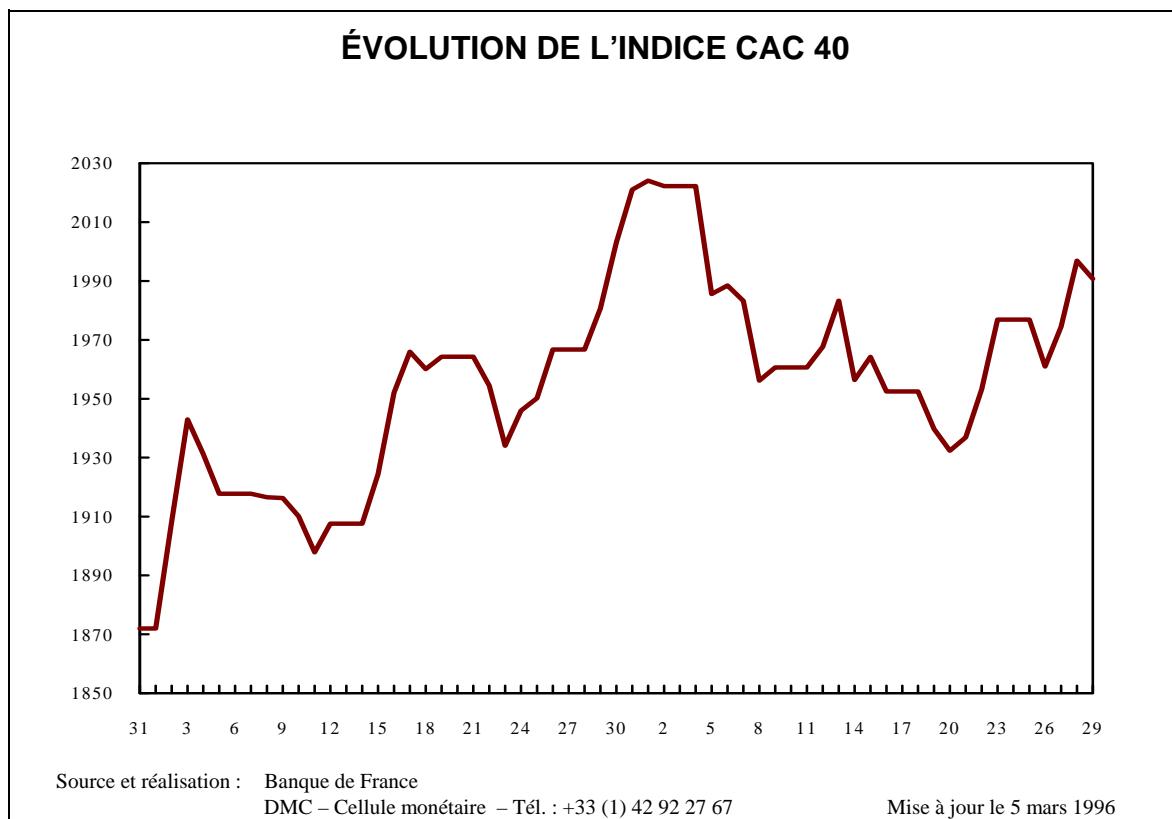
Au cours de la dernière semaine de février, l'indice CAC 40 s'est redressé, bénéficiant de la reprise d'opérations de restructurations financières et de la détente du marché obligataire. Au total, la liquidation mensuelle de février fait apparaître un léger gain, de 0,37 %, alors que l'évolution est un peu plus négative sur le mois (- 1,5 %).

Les autres places internationales, qui avaient globalement fortement progressé en janvier, se sont dans l'ensemble consolidées en février.

INDICES BOURSIERS				
	31 janvier 1996	29 février 1996	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1996
New York (Dow Jones)	5 395,30	5 485,62	1,60	7,20
Londres (FT 100)	3 759,30	3 727,60	-0,80	1,04
Tokyo (Nikkei)	20 812,74	20 125,37	-3,30	1,29
Paris (CAC 40)	2 021,03	1 990,77	-1,50	6,35
Francfort (Dax)	2 470,14	2 473,55	0,10	9,75

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

Mise à jour le 5 mars 1996



5.3.2. La tendance au début du mois de mars

(arrêtée au 11)

La Bourse de Paris s'est inscrite en repli, repassant sous la barre des 2 000 points le 8 mars. L'indice CAC 40 s'établit à 1 948,89 points le 11 mars, en baisse globale de 2 % par rapport à son niveau de fin février.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

En janvier, l'*agrégat de monnaie M3* s'est réduit de 0,6 %, alors qu'il avait progressé de 1,1 % le mois précédent. Les moyens de paiement (M1) ont diminué de 3,5 %, après avoir augmenté très fortement en décembre (+ 7,2 %), les mouvements sociaux de fin d'année ayant alors entraîné la constitution d'encaisses à vue d'un montant exceptionnellement élevé. Les placements sur livrets à taux réglementés (M2 – M1) se sont de nouveau vivement développés (+ 2,8 %, après + 2,0 % en décembre). En revanche, les placements rémunérés à des taux de marché (M3 – M2) ont globalement continué de se replier (– 0,6 %).

Sur un an, et entre moyennes trimestrielles centrées, la croissance de M1 s'établit à 5,6 % et celle de M2 à 6,9 %. La progression de M3 s'élève à 4,2 % (+ 4,6 % en taux annualisé sur les six derniers mois) et demeure très proche de sa norme de moyen terme.

Le développement de l'*épargne contractuelle (P1)* reste soutenu (+ 13 % en un an). Ses principales composantes, les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire ont respectivement progressé de 15,6 % et 16,5 % en un an.

À fin décembre, la croissance annuelle de l'*endettement intérieur total* s'est nettement renforcée et s'élève à 5,8 %, en raison d'une hausse plus marquée des crédits à l'économie (+ 2,1 %), qui reflète pour une large part un accroissement des prêts aux organismes de sécurité sociale.

LES AGRÉGATS				
Statistiques à fin janvier 1996	Encours (données brutes en milliards de francs)	Variations du mois (donnée cvs et en pourcentage)	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
			Novembre 1995 (a) (en pourcentage)	Décembre 1995 (en pourcentage)
AGRÉGATS DE MONNAIE				
– M1	1 673,2	-3,5	3,7	5,6
– M2	3 160,5	-0,7	5,5	6,9
– M3	5 401,8	-0,6	4,0	4,2
– M4	5 507,5	-0,7	4,2	4,5
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
– P1	1 676,8	1,6	12,3	13,0
Statistiques à fin décembre 1995				
Variations sur 12 mois en glissement				
		Octobre 1995 (en pourcentage)	Novembre 1995 (en pourcentage)	Décembre 1995 (en pourcentage)
AGRÉGATS DE FINANCEMENT				
– Endettement intérieur total	10 649,0	4,9	4,3	5,8
– Ensemble des crédits à l'économie	6 556,6	0,3	0,7	2,1
– Crédits des banques à l'économie	3 617,9	-0,2	0,3	0,4

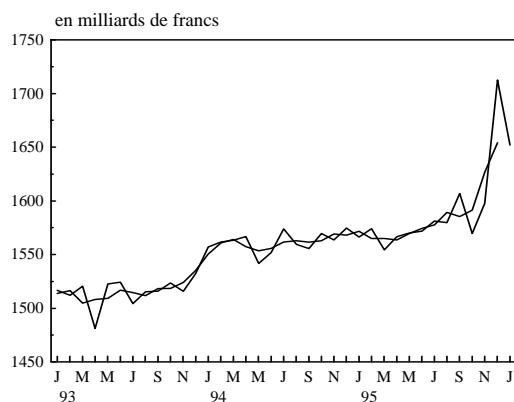
(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés : M1 : 2,7 % ; M2 : 4,9 % ; M3 : 3,7 % ; M4 : 3,9 % ; P1 : 12,4 %

Source et réalisation : Banque de France

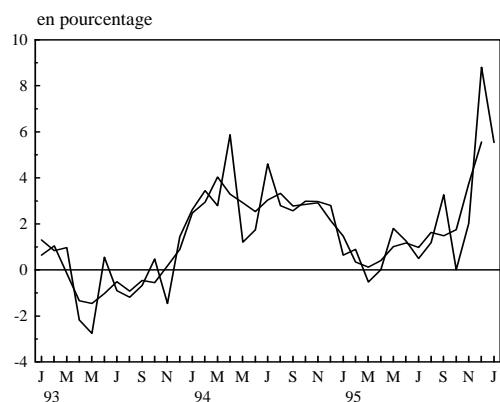
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29

Mise à jour le 4 mars 1996

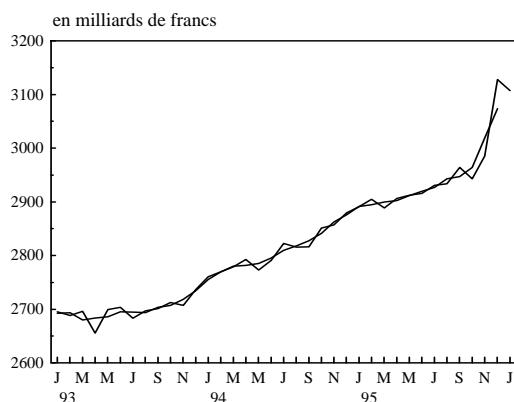
M1
Encours cvs



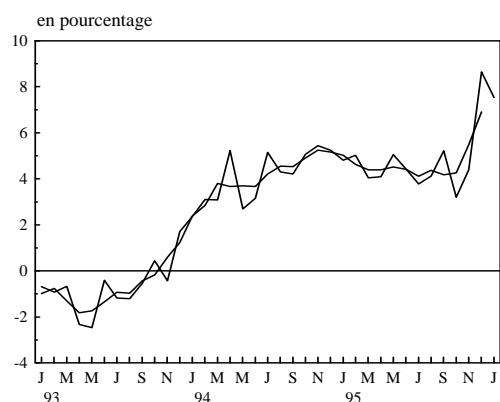
M1
Glissements sur 12 mois



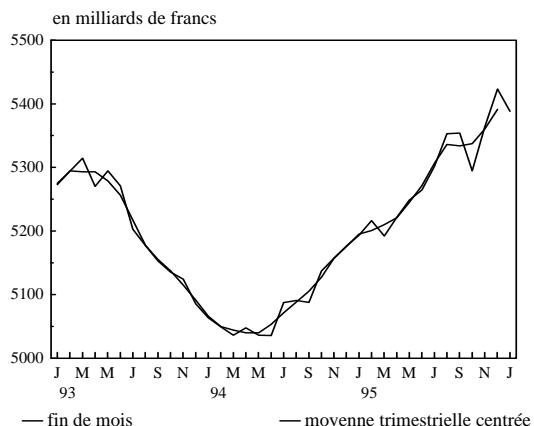
M2
Encours cvs



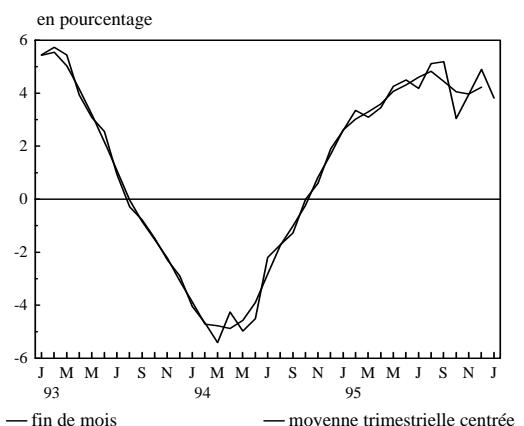
M2
Glissements sur 12 mois



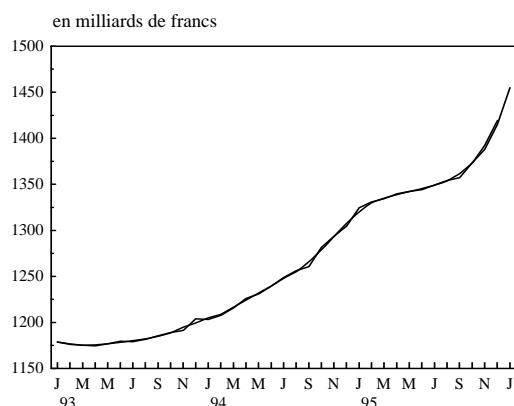
M3
Encours cvs



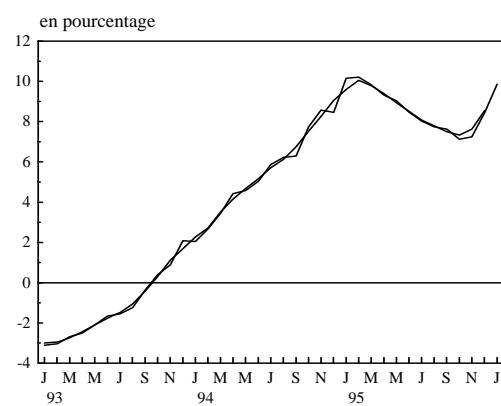
M3
Glissements sur 12 mois



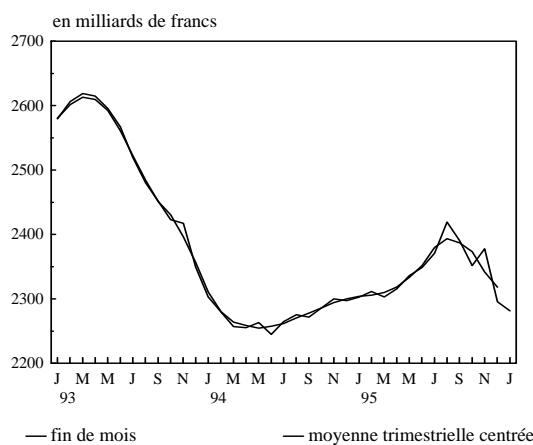
M2 – M1
Encours cvs



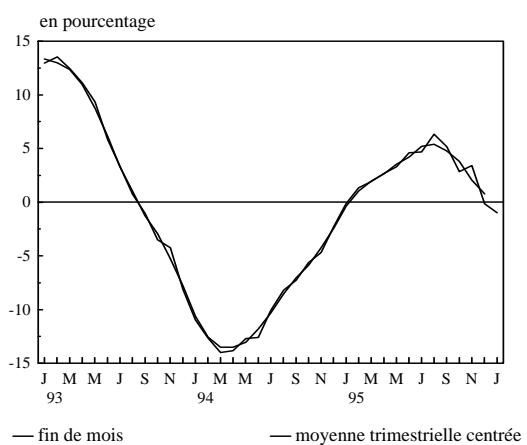
M2 – M1
Glissements sur 12 mois



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

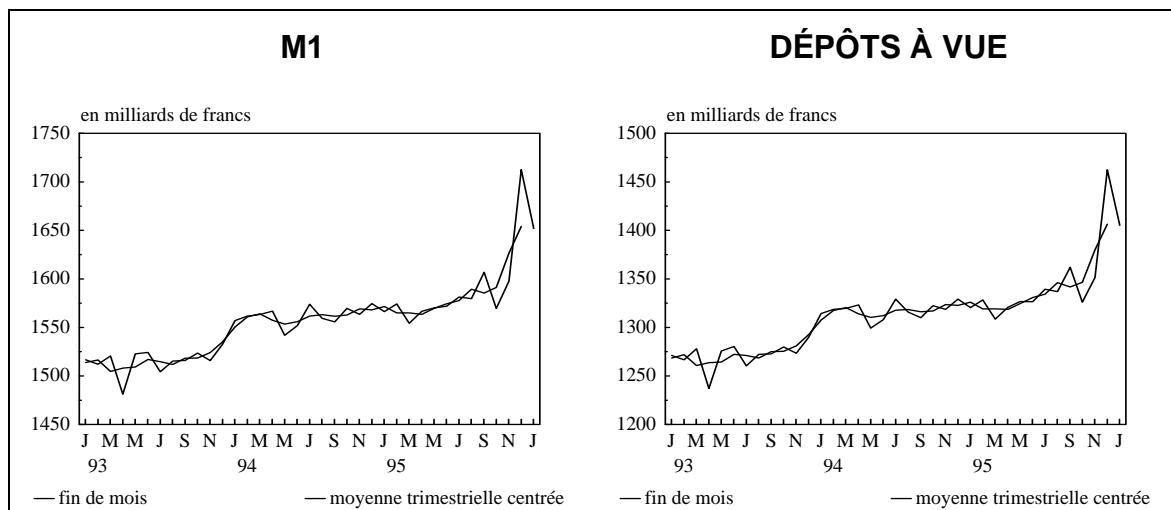
Les actifs monétaires et l'épargne contractuelle ¹

(statistiques à fin janvier 1996)

M1

En janvier, l'agrégat M1 a diminué de 3,5 %, après avoir enregistré une forte hausse à caractère exceptionnel le mois précédent (+ 7,2 %). Sa croissance, entre moyennes trimestrielles centrées et sur un an, s'est accélérée à fin janvier, pour atteindre 5,6 %, après + 3,7 % à fin décembre.

Après leur très forte progression en décembre (+ 8,2 %), liée aux mouvements sociaux de fin d'année qui ont entraîné la constitution d'encaisses importantes, les dépôts à vue se sont contractés de 3,9 % en janvier. Leur progression sur douze mois, calculée entre moyennes trimestrielles centrées, s'est accentuée et s'élève à 6,4 %, après + 4,4 % le mois précédent.



Le volume des billets et monnaies en circulation a diminué de 1,4 % en janvier, après + 1,6 %. Sur douze mois, sa croissance s'établit à 0,9 %, après + 0,3 % à fin décembre.

M2 – M1

La croissance des livrets à taux réglementés compris dans M2 – M1 s'est nettement accélérée en janvier. Elle atteint 2,8 %, contre 2,0 % en décembre et 1,0 % en novembre. Sur douze mois, leur progression s'élève à 8,5 % à fin janvier (après + 7,6 % à fin décembre). Leur nette expansion, observée depuis octobre dernier, résulte de conditions de rémunération nette comparativement attractives.

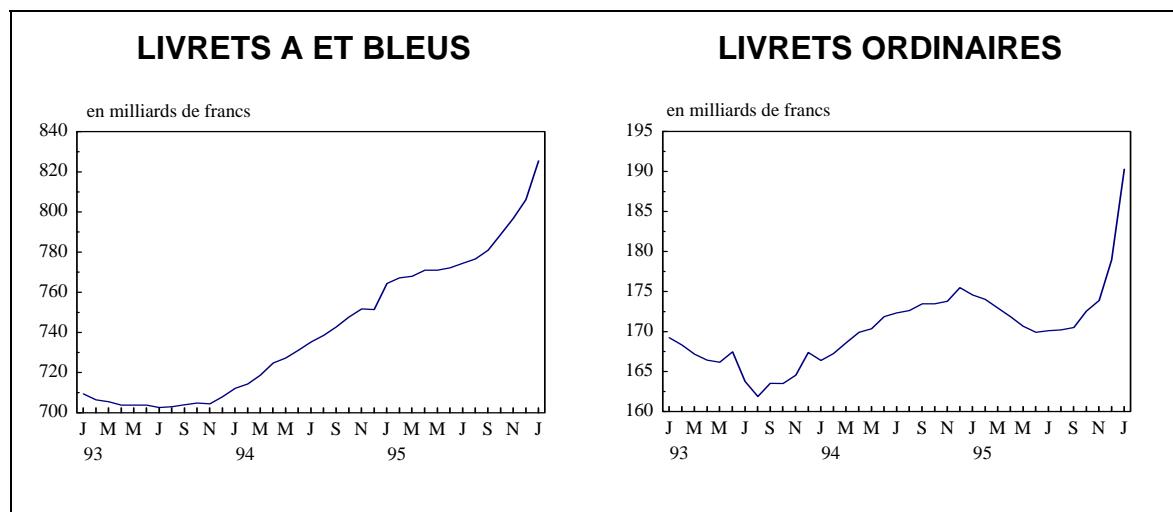
Les livrets A des caisses d'épargne se sont accrus de + 2,4 % en janvier (après + 0,9 % pour chacun des trois mois précédents) et leur progression est de 6,8 % sur les douze derniers mois (contre + 6,1 % à la fin du mois précédent). La collecte sur les livrets bleus du Crédit mutuel est également restée dynamique (+ 2,2 %, après + 3,4 % en décembre et + 1,9 % en novembre), ce qui porte leur développement sur un an à 9,6 % (après + 7,6 %).

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.

L'encours des comptes d'épargne-logement a aussi continué d'augmenter de façon soutenue (+ 0,9 % en janvier et + 3,1 % en un an).

La hausse des livrets d'épargne populaire reste également ferme, s'élevant à 1,7 % en janvier (+ 2,2 % en décembre) et à + 12,3 % en variation annuelle à fin janvier, tendance relativement inchangée depuis plus d'un an.

Les livrets soumis à l'impôt, dont l'encours s'était réduit au premier semestre de 1995 puis s'était faiblement accru jusqu'en novembre, ont très fortement progressé en janvier (+ 6,3 %, après une hausse de 2,9 % en décembre dernier). Leur évolution annuelle se situe à + 3,8 % (après + 0,5 % à fin décembre). Cette reprise semble notamment résulter d'arbitrages au détriment des comptes à terme, dont les conditions nettes se sont rapprochées de celles des livrets fiscalisés sans présenter la même liquidité.

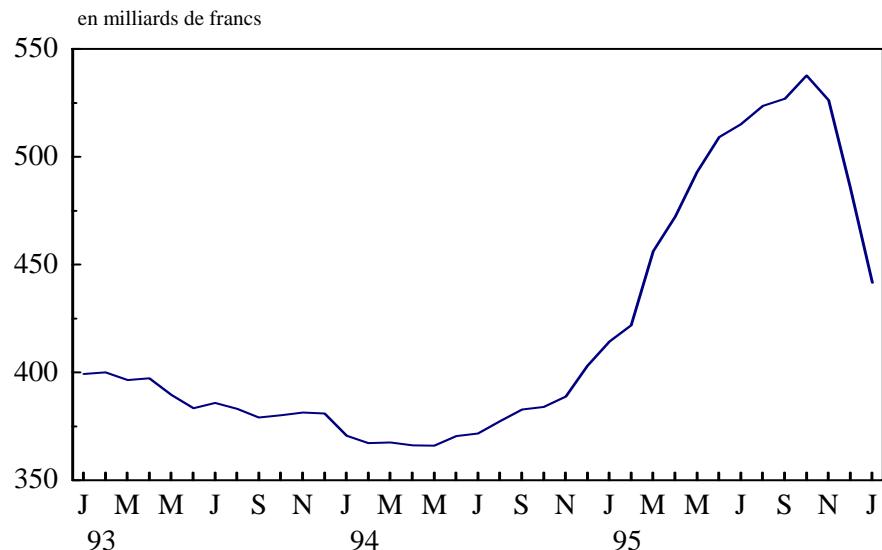


M3 – M2

Les placements rémunérés à des taux de marché compris dans M3 – M2 ont de nouveau reculé (– 0,6 % en janvier, après – 3,5 %). Leur croissance annuelle a continué de se réduire (+ 0,8 %, après + 2,1 % à fin décembre et + 3,8 % à fin novembre).

La contraction des dépôts à terme s'est poursuivie à un rythme accéléré en janvier, atteignant – 9,1 %, après – 7,7 % en décembre et – 2,2 % en novembre. Ce mouvement de grande ampleur s'explique par la baisse de leur rémunération nette, alors même que d'autres placements monétaires (livrets, titres d'OPCVM monétaires) offrent des conditions comparables pour une plus grande liquidité. En glissement sur douze mois (calculée entre moyennes trimestrielles centrées), leur progression s'établit à 20,3 % (après + 31,7 % à la fin du mois précédent).

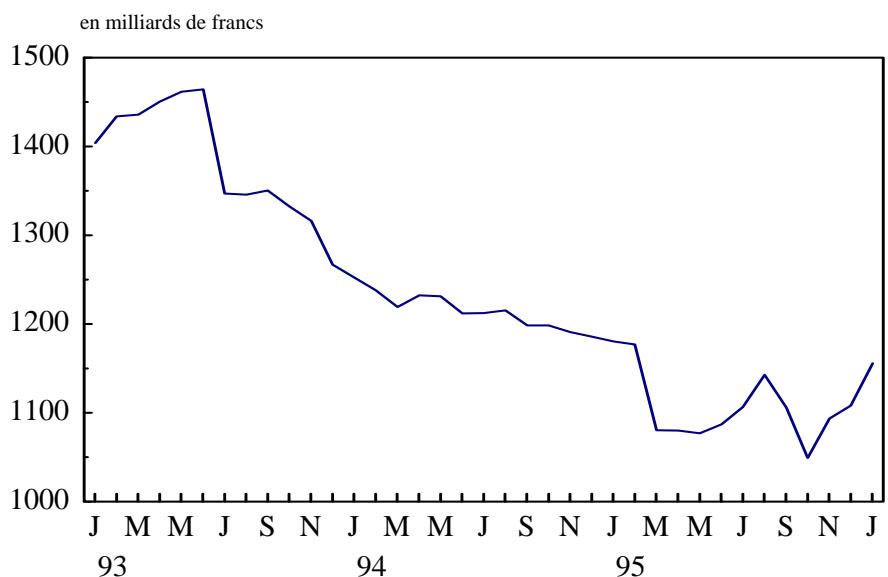
DÉPÔTS À TERME



Les bons de caisse et d'épargne ont poursuivi leur recul (– 1,1 % en janvier et – 9,9 % sur un an).

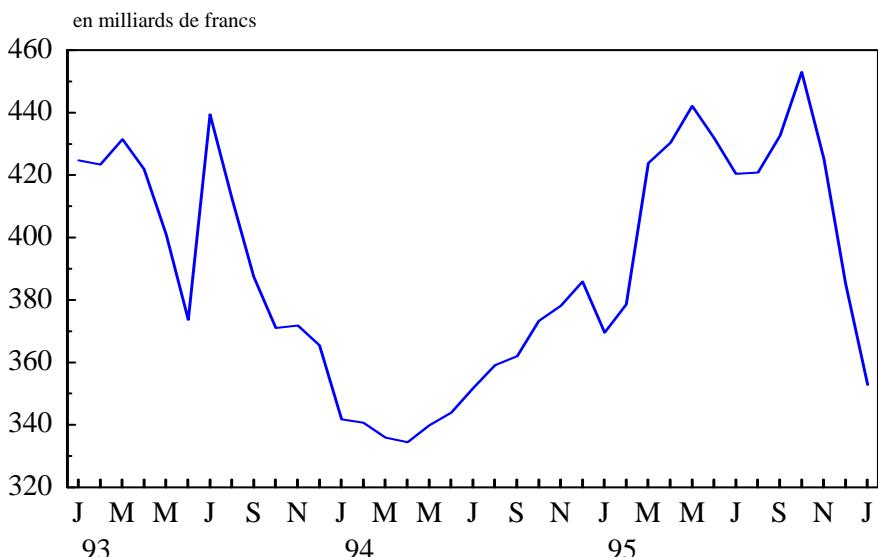
L'encours des titres d'OPCVM monétaires s'est renforcé de 4,3 % en janvier, après + 1,3 % en décembre et + 4,2 % en novembre. Par conséquent, son recul s'est nettement atténué en glissement sur douze mois (– 5,6 % à fin janvier, contre – 9,1 % à fin décembre et – 9,4 % à fin novembre).

TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES



Le montant des titres de créances négociables émis par les établissements de crédit et détenus par les agents non financiers a diminué pour le troisième mois consécutif (– 8,4 %, après – 9,4 % en décembre et – 6,2 % en novembre), principalement en raison de l'arrivée à échéance des certificats de dépôt souscrits en septembre et octobre derniers au moment des tensions sur les taux à court terme. Leur progression sur douze mois se tasse donc nettement (+ 2,5 % à fin janvier, après + 11,1 % à fin décembre).

TCN INCLUS DANS M3 – M2

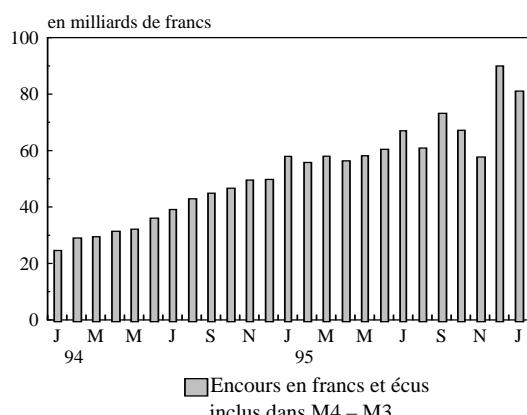


M4 – M3

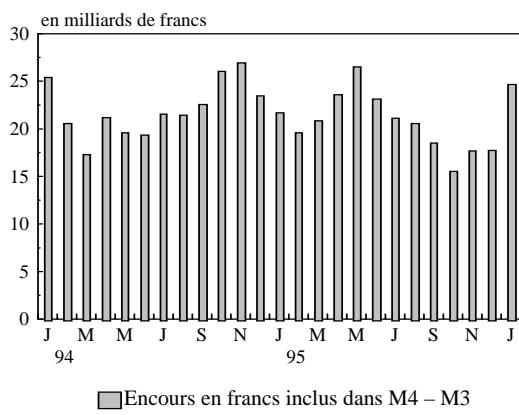
Le volume global des bons du Trésor émis en francs et en écus a progressé de 24,2 milliards de francs en janvier et s'élève à 1 085,3 milliards de francs (+ 135,3 milliards sur un an). Sur ce total, la part détenue par les agents non financiers s'est élevée à 81,1 milliards de francs (- 8,9 milliards par rapport à décembre).

L'encours des titres de créances négociables émis par les entreprises a augmenté de 24,3 milliards de francs et atteint 176,5 milliards. Les agents non financiers détiennent un portefeuille de 24,7 milliards de francs (+ 7 milliards par rapport au mois précédent).

BONS DU TRÉSOR



BILLETS DE TRÉSORERIE ET BMTN (a)



(a) BMTN émis par les sociétés non financières

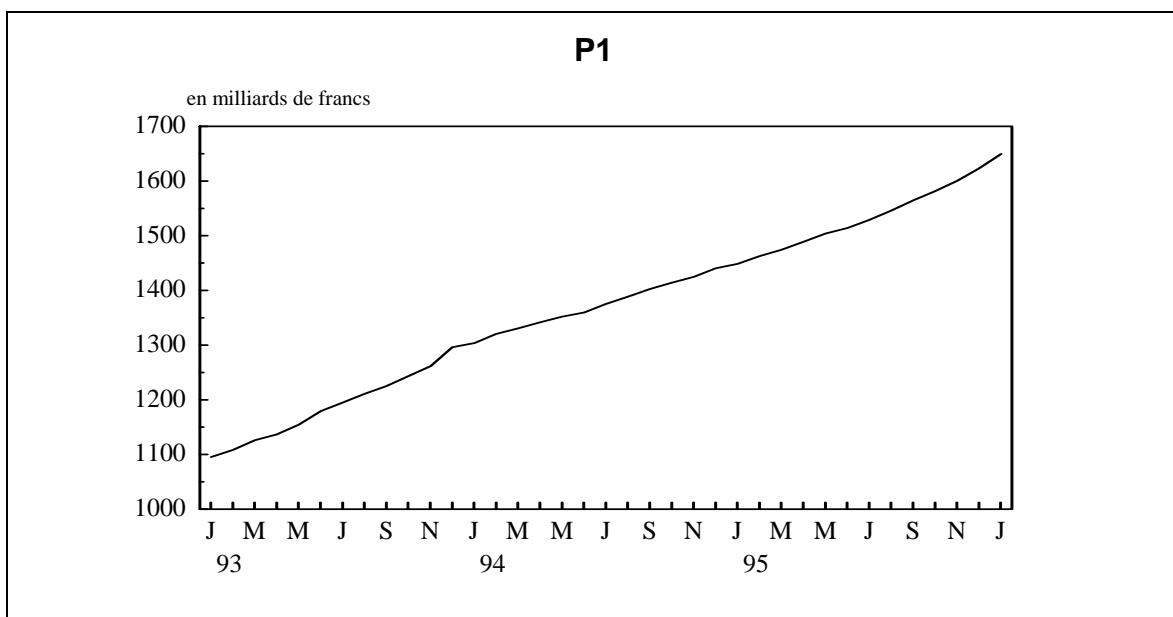
P1

La progression de P1 s'est de nouveau renforcée (+ 1,6 % en janvier, après + 1,4 % en décembre et + 13,0 % en un an, après + 12,3 %).

La croissance des plans d'épargne-logement est restée vive (+ 1,9 %, après + 2,8 % en décembre et + 1,5 % en novembre). Sur un an, leur développement s'est accentué et atteint 15,6 % (+ 14,4 % à fin décembre).

La progression annuelle des plans d'épargne populaire demeure élevée (+ 16,5 %, comme à fin décembre).

La hausse des titres d'OPCVM garantis s'est également poursuivie (+ 17,8 %, après + 16,1 % fin 1995).



6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

6.2.1. Les crédits à l'économie

(statistiques à fin décembre 1995) ¹

Vue d'ensemble

Les concours distribués par l'ensemble des établissements de crédit ont progressé de 1,0 % en décembre (après + 0,3 % en novembre) et de 2,1 % en glissement sur douze mois (+ 0,7 % à fin novembre).

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	
	Octobre	Novembre	Décembre	Décembre	Novembre	Décembre
TOTAL avant défaisance	-0,7	0,3	1,0	-1,3	0,7	2,1(a)
TOTAL après défaisance	-0,7	0,3	1,0	-1,3	0,7	2,1
SOCIÉTÉS	-1,2	0,8	-0,4	-2,1	0,5	0,9
MÉNAGES	0,0	-0,1	0,1	0,8	0,2	0,3
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	-1,9	1,2	9,8	-4,5	2,7	11,2

(a) Les redressements liés aux opérations de défaisance ont été nuls au cours des douze derniers mois.

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

Mise à jour le 29 février 1996

Les crédits aux sociétés se sont repliés de 0,4 % (contre + 0,8 % en novembre), tandis que leur progression sur douze mois a été de 0,9 % (après + 0,5 % à fin novembre). Les crédits aux ménages ont continué de peu varier (+ 0,1 % sur le mois, après – 0,1 % en novembre, soit + 0,3 % en variation annuelle, contre + 0,2 % à fin novembre). Pour leur part, les crédits aux autres agents ont enregistré une vive augmentation (+ 9,8 % en décembre, contre + 1,2 % en novembre et + 11,2 % en rythme annuel, contre + 2,7 % le mois précédent) due à l'octroi des concours à l'Acoss (Agence centrale des organismes de sécurité sociale).

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 ont enregistré une croissance de 0,5 % en décembre (après – 0,1 % en novembre et – 0,4 % en octobre) et de 0,4 % en variation annuelle (après + 0,3 % à fin novembre).

Les crédits aux sociétés ont augmenté de 0,4 % (après + 0,3 % le mois précédent) et ont retrouvé une évolution annuelle positive (+ 0,2 %, contre – 1,6 % à fin novembre).

En revanche, les prêts aux ménages se sont réduits de 0,4 % en un mois et ressortent en léger repli sur un an (– 0,2 %).

Les crédits aux autres agents ont enregistré une forte croissance en décembre (+ 6,5 %, après + 1,8 % à fin novembre), leur rythme annuel de croissance s'établissant à 6,5 %.

LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE DISTRIBUÉS PAR LES BANQUES

(en pourcentage)

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

(a) Les redressements liés aux opérations de défaisance ont été nuls au cours des douze derniers mois.

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

Mise à jour le 29 février 1996

Les crédits à l'investissement accordés aux sociétés se sont fortement repliés (– 3,1 %, contre + 0,1 % en novembre). Aussi leur variation annuelle, positive depuis cinq mois, s'est-elle inscrite en baisse (– 1,0 %, après + 1,0 % à fin novembre). Les crédits de trésorerie, dont ont bénéficié ces mêmes agents, ont progressé de 0,7 % (après + 1,2 % en novembre), soit + 4,2 % en rythme annuel (après + 3,6 % à fin novembre).

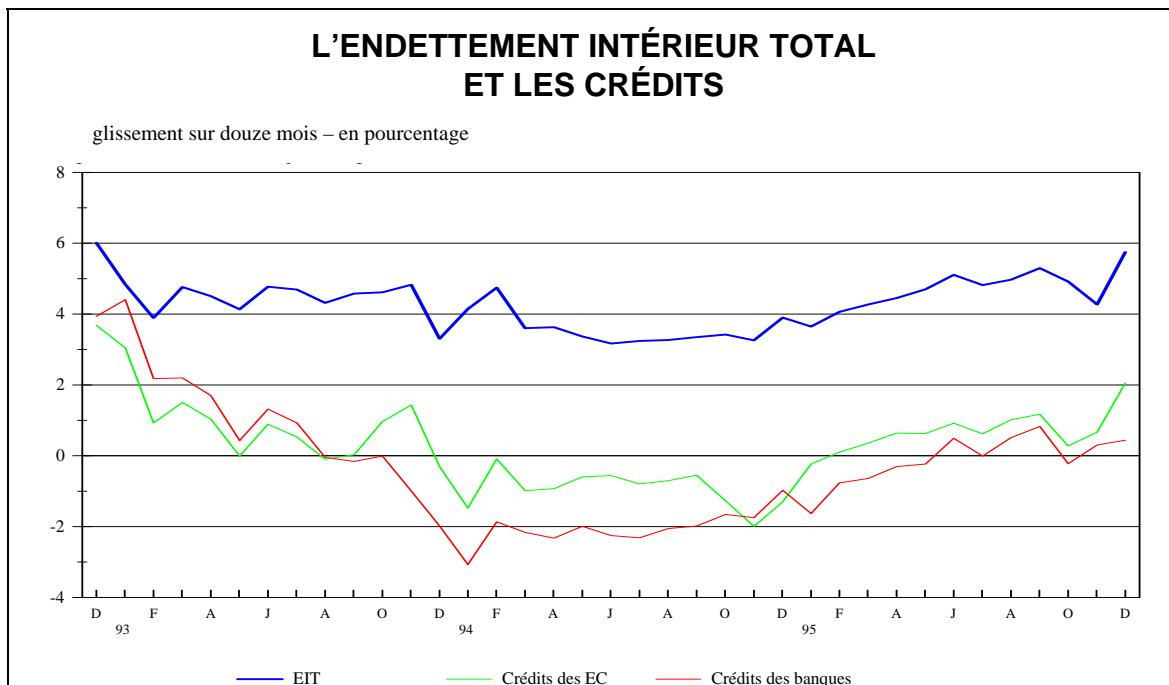
Les crédits à l'habitat consentis aux ménages ont de nouveau baissé (– 0,2 %, après – 0,1 % en novembre) et sur douze mois, leur hausse a continué de se ralentir (+ 0,7 %, contre + 1,5 % à fin novembre).

Les crédits de trésorerie aux particuliers ont, quant à eux, enregistré une hausse de 1,1 % (après – 1,9 % en novembre), leur repli sur un an étant moins marqué (– 0,5 %, après – 2,1 % à fin novembre).

6.2.2. L'endettement intérieur total

(statistiques à fin décembre 1995)

La progression annuelle de l'endettement intérieur total s'est établie à 5,8 % à fin décembre 1995, en nette accélération par rapport à fin novembre (+ 4,3 %). Alors que les crédits aux ménages ont continué de croître à un rythme modéré (+ 0,3 % sur un an à fin décembre, après + 0,2 % un mois plus tôt), l'endettement des sociétés, qui était pratiquement stable à fin novembre, s'est nettement accentué (+ 0,9 % en glissement annuel à fin décembre). L'endettement de l'État s'est également accru à un rythme légèrement plus rapide (+ 15,9 %) qu'à fin novembre (+ 14,3 %). Compte tenu de l'octroi de concours exceptionnels à l'Acoss plus élevés en 1995 qu'en 1994, la progression annuelle de l'endettement des autres agents s'est sensiblement renforcée, passant de 2,2 % à fin novembre à 10,1 % à fin décembre.



Cette accélération de l'EIT reflète une nette reprise des crédits accordés par l'ensemble des établissements de crédit (EC) aux agents non financiers¹ (+ 2,1 % à fin décembre, après + 0,7 % à fin novembre), alors que la croissance des financements de marché, tout en demeurant à un niveau élevé, s'est de nouveau tassée (+ 11,2 %, après + 11,7 %).

Sur le marché monétaire, la progression annuelle des bons du Trésor s'est notablement ralentie, revenant de 18,3 % à fin novembre à 14,5 % à fin décembre. Dans le même temps, les financements obtenus par les sociétés sous la forme de billets de trésorerie ou de BMTN, qui se contractaient au rythme de 14,0 % à fin novembre, ont progressé de 0,4 % en glissement annuel.

Sur le marché obligataire, la croissance annuelle des financements collectés est revenue d'un rythme de 11,1 % à 10,4 %. La dette obligataire de l'État s'est accrue de 13,8 % en un an (contre + 14,7 % à fin novembre) et celle des sociétés a de nouveau faiblement progressé (+ 0,4 %, après + 0,3 %).

En revanche, les financements obligataires des autres agents ont continué de se contracter (− 9,5 %, après − 7,5 %, en variation annuelle).

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

Enfin, le montant des crédits obtenus auprès des non-résidents s'est contracté de 8,0 % à fin décembre, au lieu de - 4,2 % à fin novembre, l'encours des obligations émises sur les marchés étrangers s'accroissant pour sa part de 7,2 % à fin décembre, après 9,6 % un mois plus tôt.

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT				
<i>(en données brutes – variations sur douze mois en pourcentage)</i>				
	1994	1995		
	Décembre	Octobre	Novembre	Décembre
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL	4,0	4,9	4,3	5,8
– État	18,4	17,7	14,3	15,9
– Sociétés	-1,5	-0,9	-0,1	0,9
– Ménages	0,8	0,5	0,2	0,3
– Autres	-2,4	2,1	2,2	10,1
CRÉDITS	-1,2	0,3	0,7	2,1
– Sociétés	-2,1	-0,6	0,5	0,9
– Ménages	0,8	0,5	0,2	0,3
– Autres	-4,5	2,6	2,7	11,2
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (a)	40,3	16,3	3,5	39,3
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b)	13,4	13,2	11,7	11,2
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>15,3</i>	<i>16,3</i>	<i>12,8</i>	<i>12,5</i>
– État	18,5	23,4	18,3	14,5
– Sociétés	-0,7	-18,4	-14,0	0,4
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>12,4</i>	<i>11,5</i>	<i>11,1</i>	<i>10,4</i>
– État	14,6	14,9	14,7	13,8
– Sociétés	1,8	1,3	0,3	0,4
– Autres (c)	66,0	-5,9	-7,5	-9,5
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS	17,0	-1,0	-4,2	-8,0
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	0,9	12,0	9,6	7,2
– Sociétés	0,9	12,0	9,6	7,2

(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 1^{er} mars 1996

La part des placements monétaires inclus dans M3 dans la progression des contreparties de l'EIT a augmenté, passant de 2 points (sur 4,3 points) à fin novembre à 2,5 points (sur 5,8 points) à fin décembre et la contribution de l'épargne contractuelle s'est légèrement renforcée (de 1,5 point à 1,7 point).

En revanche, la contribution des placements à caractère obligataire n'a pas varié d'un mois sur l'autre, s'établissant à 0,5 point (sur 5,8 points) à fin décembre. Les concours des non-résidents ont exercé un impact légèrement plus restrictif à fin décembre (- 1,3 point sur 5,8 points) qu'à fin novembre (- 1,1 point sur 4,3 points).

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

(en données brutes – en points de croissance)

	1994	1995		
	Décembre	Octobre	Novembre	Décembre
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL	4,0	4,9	4,3	5,8
– État	4,5	4,9	4,1	4,4
– Sociétés	-0,5	-0,3	-0,1	0,4
– Ménages	0,2	0,1	0,1	0,1
– Autres	-0,2	0,2	0,2	0,9
CRÉDITS	-0,7	0,2	0,5	1,3
– Sociétés	-0,5	-0,1	0,2	0,2
– Ménages	0,2	0,1	0,1	0,1
– Autres	-0,4	0,2	0,2	1,0
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (a)	0,7	0,5	0,1	1,0
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b)	3,8	4,1	3,7	3,5
<i>Sur le marché monétaire</i>	1,5	1,8	1,4	1,3
– État	1,5	2,2	1,7	1,3
– Sociétés	0,0	-0,3	-0,3	0,0
<i>Sur le marché obligataire</i>	2,4	2,3	2,2	2,1
– État	2,1	2,3	2,3	2,2
– Sociétés	0,1	0,1	0,0	0,0
– Autres (c)	0,2	0,0	0,0	0,0
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS	0,2	0,0	-0,1	-0,1
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	0,0	0,1	0,1	0,1
– Sociétés	0,0	0,1	0,1	0,1
CONTREPARTIES DE L'EIT	4,0	4,9	4,3	5,8
M3	1,0	1,5	2,0	2,5
M4 – M3	0,2	0,1	0,0	0,3
ÉPARGNE CONTRACTUELLE (éléments de P1) (d)	1,3	1,4	1,5	1,7
PLACEMENTS EN OBLIGATIONS ET TITRES D'OPCVM « OBLIGATIONS »	-0,4	0,6	0,5	0,5
CONCOURS NETS DES NON-RÉSIDENTS	0,2	-1,4	-1,1	-1,3
AUTRES	1,7	2,7	1,4	2,1
(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 1 ^{er} mars 1996			

COMMUNICATIONS

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 143 – février 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 – janvier 1996

Direction des Marchés de capitaux
(Tél. : +33 (1) 42 92 26 45 – Télécopie : +33 (1) 42 92 26 95)

Analyses comparatives 1994

Volume 2 : Les résultats des établissements de crédit

Secrétariat général de la Commission bancaire
(Tél. : +33 (1) 42 92 59 31 – Télécopie : +33 (1) 42 92 59 57)
Prix du numéro : FRF 100 TTC

Bilan et perspectives des moyens de paiement en France

Secrétariat général du Conseil national du crédit
(Tél. : +33 (1) 42 92 27 10 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 52)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cycle de conférences 1995-1996 – Reims Les produits dérivés : faut-il en avoir peur ?

par Danièle Nouy, directeur délégué
auprès du secrétaire général de la Commission bancaire
Banque de France Reims
(Tél. +33 26 89 52 52 – Télécopie : +33 26 89 52 48)

La situation du système productif – suppléments sectoriels :

- *l'industrie des viandes en 1994 (13)*
- *l'industrie des fruits et légumes en 1994 (20)*
- *l'industrie laitière en 1994 (21)*
- *l'industrie des boissons en 1994 (14)*
- *l'industrie du tissage en 1994 (40)*
- *la fabrication de vêtements en textile en 1994 (37)*
- *la fabrication d'articles en papier ou en carton en 1994 (38)*
- *l'industrie chimique de base en 1994 (33)*
- *l'industrie pharmaceutique en 1994 (15)*
- *la fabrication de savon, de parfums et de produits d'entretien en 1994 (34)*
- *la transformation des matières plastiques en 1994 (16)*
- *l'industrie du verre en 1994 (17)*
- *la première transformation de l'acier en 1994 (22)*
- *la production de métaux non ferreux en 1994 (31)*
- *la fabrication des pièces de fonderie en 1994 (29)*
- *forge, emboutissage, estampage, métallurgie des poudres en 1994 (39)*
- *la coutellerie, l'outillage et la quincaillerie en 1994 (35)*
- *la fabrication d'équipements mécaniques en 1994 (24)*
- *la fabrication de machines d'usage général en 1994 (25)*
- *la fabrication d'appareils domestiques en 1994 (28)*
- *la fabrication d'équipements de contrôle des processus industriels en 1994 (32)*
- *la fabrication d'instruments de mesure et de contrôle en 1994 (26)*
- *la fabrication de lunettes en 1994 (36)*
- *la construction automobile en 1994 (18)*
- *la fabrication de carrosseries et remorques en 1994 (30)*
- *la fabrication d'équipements d'automobiles en 1994 (19)*
- *l'industrie de la fabrication du meuble en 1994 (27)*

Direction des Entreprises

(Tél. : +33 (1) 42 92 29 83 – Télécopie : +33 (1) 42 92 56 12)

Prix du numéro : FRF 80 TTC

Cahiers régionaux Champagne-Ardenne – mars 1996

Comportement des entreprises – Premières tendances 1995 et prévisions 1996

Banque de France Châlons-en-Champagne

Secrétariat régional Champagne-Ardenne

(Tél. : +33 26 66 71 10 – Télécopie : +33 26 66 71 09)

Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cahiers régionaux Haute-Normandie – février 1996

Évolution de l'activité et des résultats en 1995

Banque de France Rouen

Secrétariat régional Haute-Normandie

(Tél. : +33 35 52 78 78 – Télécopie : +33 35 52 78 99)

Prix du numéro : FRF 150 TTC

***Cahiers régionaux Midi-Pyrénées – février 1996*
*Enquête rapide de fin d'année – Évolution de l'activité des entreprises : résultats 1995 – prévisions 1996***

Banque de France Toulouse
 Secrétariat régional Midi-Pyrénées
 (Tél. : +33 61 61 35 35 – Télécopie : +33 61 61 35 94)
 Prix du numéro : FRF 150 TTC

***Cahiers régionaux Pays de la Loire – janvier 1996*
*Bilan économique régional de l'année 1995***

Banque de France Nantes – Chambre régional de commerce et d'industrie
 Secrétariat régional Pays de la Loire
 (Tél. : +33 40 12 53 53 – Télécopie : +33 40 12 53 29)
 Prix du numéro : FRF 150 TTC

2. Contributions à des publications extérieures

À monnaie unique, marché unifié

Entretien avec Jean-Pierre Gérard, membre du Conseil de la politique monétaire
(La Tribune Desfossés – 12 février 1996)

La monnaie unique pour le progrès social

Entretien avec Michel Albert, membre du Conseil de la politique monétaire
(Le Figaro – 22 février 1996)

Croissance : Chirac pourrait avoir raison

par Jean Boissonnat, membre du Conseil de la politique monétaire
(Le Journal du Dimanche – 25 février 1996)

Le secteur bancaire italien vers un nouveau modèle

par Gilles Moëc, adjoint de direction à la direction générale des Études
(Revue Banque – n° 567 – février 1996)

Un diagnostic sans complaisance

Entretien avec Yves Ullmo, secrétaire général du Conseil national du crédit
(Épargne et Finance – n° 1-1996)

3. Communications des responsables de la Banque de France

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
sur France Inter, le 9 février 1996

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
sur France 2, le 11 février 1996

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
sur LCI, le 7 mars 1996

Journée consacrée à la monnaie unique

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
sur Europe 1, le 21 février 1996

É T U D E E S

LES CANAUX DE TRANSMISSION MONÉTAIRE : LEÇONS POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE¹

Les années récentes ont vu les banques centrales de nombreux pays mener une stratégie de relèvement anticipé des taux d'intérêt destinée à prévenir une hausse de l'inflation due à la surchauffe de l'économie. Pour que cette stratégie s'avère un succès, les autorités monétaires doivent pouvoir évaluer précisément le rythme et l'incidence de leurs actions sur l'économie, ce qui suppose une compréhension des mécanismes par lesquels la politique monétaire affecte l'économie.

FREDERIC S. MISHKIN
*Banque fédérale de réserve de New York
 Graduate School of Business, Université Columbia
 et National Bureau of Economic Research*

La politique monétaire se situe désormais au cœur des débats relatifs aux mesures susceptibles de favoriser une croissance durable et la stabilité des prix dans l'économie. La politique budgétaire a perdu son attrait en tant qu'instrument de stabilisation de l'ensemble de l'économie, en raison des doutes quant à la capacité de régler les mesures budgétaires de façon à atteindre le degré de stabilisation souhaité et également du fait des préoccupations relatives aux déficits budgétaires. Il s'ensuit que, depuis quelques années, économistes et hommes politiques recommandent que l'objectif de stabilisation de la production et de l'inflation revienne à la politique monétaire. Les économistes en sont également venus à prôner plus fermement la stabilité des prix comme principal objectif à long terme d'une banque centrale.

¹ Article rédigé pour le colloque Banque de France-Université, « Cycles financiers et croissance », 24-26 janvier 1996 — je tiens à remercier Dorothy Sobol pour ses commentaires judicieux. Toutes les opinions exprimées dans ce rapport sont celles de l'auteur, et non de la Banque fédérale de réserve de New York ou du Système fédéral de réserve, ni de l'Université Columbia, ni du National Bureau of Economic Research.

Dans le présent article, je me propose de passer en revue les mécanismes de transmission de la politique monétaire et de vous faire part de mes appréciations sur les travaux, de plus en plus nombreux, consacrés à ce sujet. Je commencerai tout d'abord par les canaux traditionnels de taux d'intérêt, puis j'examinerai les canaux agissant par le biais des prix d'autres actifs ; enfin, j'évoquerai ce que l'on appelle le canal du crédit, qui a fait l'objet de nombreuses études ces dernières années. Il est important de comprendre ces mécanismes de transmission, non seulement en raison de leur intérêt propre, mais aussi parce qu'ils comportent des leçons pour la politique monétaire, ce que je montrerai en conclusion.

1. Canaux traditionnels de taux d'intérêt

Je débute la présentation des mécanismes de transmission de la politique monétaire par les canaux de taux d'intérêt, car il s'agit là d'un thème classique de la littérature économique depuis plus de cinquante ans et aussi du principal mécanisme de transmission de la politique monétaire dans le modèle keynésien de base ISLM, qui sert de référence dans l'enseignement de la macro-économie.

La conception keynésienne ISLM traditionnelle du mécanisme de transmission de la politique monétaire peut se résumer par le schéma suivant, qui illustre les effets d'une expansion monétaire :

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1)$$

où $M \uparrow$ indique la conduite d'une politique monétaire expansionniste, qui aboutit à une baisse des taux d'intérêt réels ($i_r \downarrow$) ; celle-ci réduit le coût du capital, ce qui entraîne une augmentation des dépenses d'investissement ($I \uparrow$) et, par là-même, un accroissement de la demande globale et de la production ($Y \uparrow$).

Bien que, à l'origine, Keynes ait présenté ce canal comme agissant principalement par l'intermédiaire des décisions des entreprises en matière de dépenses d'investissement, des études ultérieures ont montré que l'investissement en logement et l'acquisition de biens de consommation durables des ménages étaient également des décisions d'investissement. Par conséquent, le schéma présenté ci-dessus s'applique tout aussi bien à certaines dépenses des consommateurs, I représentant alors les dépenses relatives au logement et à l'achat de biens de consommation durables.

Une caractéristique importante du canal du taux d'intérêt est l'accent qu'il met sur le taux d'intérêt *réel* plutôt que nominal, comme étant celui qui affecte les décisions des consommateurs et des entreprises. En outre, c'est le taux d'intérêt réel à *long terme*, et non à court terme, qui est souvent considéré comme ayant une incidence majeure sur les dépenses. Comment se fait-il que des modifications du taux d'intérêt nominal à court terme induites par une banque centrale entraînent une variation correspondante du taux d'intérêt réel à court et à long terme ? Cela s'explique par la rigidité des prix, de sorte qu'une politique monétaire expansionniste qui abaisse le taux d'intérêt nominal à court terme réduit également le taux d'intérêt *réel* à court terme ; cet enchaînement resterait encore valable dans un monde régi par les anticipations rationnelles. L'hypothèse des anticipations de la structure par terme des taux, selon laquelle le taux d'intérêt à long terme représente une moyenne des prévisions relatives aux taux d'intérêt futurs à court terme, donne à penser que la baisse du taux d'intérêt réel à court terme entraîne une chute du taux d'intérêt réel à long terme. Ce fléchissement des taux d'intérêt réels aboutit ensuite à une hausse de l'investissement en capital fixe des entreprises, de l'investissement en logements, des dépenses de biens de consommation durables et de formation des stocks, le tout provoquant une augmentation de la production globale.

Le fait que ce soit le taux d'intérêt réel, et non nominal, qui exerce une influence sur les dépenses constitue un mécanisme important de la façon dont la politique monétaire est susceptible de stimuler l'économie, même si les taux d'intérêt nominaux atteignent un seuil zéro lors d'une phase de déflation.

Avec des taux d'intérêt nominaux au plancher, une croissance de la masse monétaire ($M \uparrow$) est susceptible d'élever le niveau des prix attendu ($P^e \uparrow$) et donc l'inflation anticipée ($\pi^e \uparrow$), entraînant par conséquent une réduction des taux d'intérêt réels ($i_r \downarrow$) même lorsque le taux d'intérêt nominal est fixé à zéro, et une stimulation des dépenses par le canal du taux d'intérêt ci-dessus, soit :

$$M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (2)$$

Par conséquent, ce mécanisme indique que la politique monétaire peut continuer d'être efficace même lorsque les autorités monétaires ont déjà ramené les taux d'intérêt nominaux à zéro. De fait, ce mécanisme est un des thèmes principaux des débats monétaristes visant à expliquer pourquoi l'économie américaine ne s'est pas retrouvée prise dans une trappe à liquidité durant la grande dépression et pourquoi une politique monétaire expansionniste aurait pu prévenir la chute de la production durant cette période.

Taylor (1995) propose une excellente vue d'ensemble des récentes études menées sur les canaux de taux d'intérêt et, selon lui, l'expérience prouve largement que les taux d'intérêt exercent un effet considérable sur les dépenses de consommation et d'investissement, ce qui en fait un puissant mécanisme de transmission de la politique monétaire. Sa position est fortement controversée : de nombreux chercheurs, comme Bernanke et Gertler (1995), professent une toute autre opinion et affirment que les études empiriques ont eu beaucoup de mal à déceler une incidence significative des taux d'intérêt par le biais du coût du capital. Ces experts considèrent que l'échec du taux d'intérêt comme mécanisme de transmission de la politique monétaire a encouragé la recherche d'autres mécanismes, notamment le canal du crédit.

2. Canaux des prix d'autres actifs

Une des principales objections des monétaristes au paradigme ISLM concernant l'analyse des effets de la politique monétaire sur l'économie est que ce modèle se concentre sur le prix d'un seul actif, le taux d'intérêt, et non sur les prix de plusieurs actifs¹. Les monétaristes imaginent un mécanisme de transmission dans lequel les prix relatifs d'autres actifs et la richesse réelle transmettent des effets monétaires dans l'économie. L'identification de ces autres canaux est une caractéristique des modèles macro-économiques conçus par des keynésiens, tels Franco Modigliani, qui considèrent les effets des prix de ces autres actifs comme essentiels pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Il existe deux actifs-clés, en plus des obligations, qui font l'objet de beaucoup d'attention dans la littérature consacrée aux mécanismes de transmission : les devises et les actions.

2.1. Canal du taux de change

Compte tenu de l'internationalisation croissante de l'économie américaine et du passage aux taux de change flexibles, on s'est davantage intéressé à la transmission de la politique monétaire à travers l'influence des taux de change sur les exportations nettes. De fait, ce mécanisme de transmission est devenu une caractéristique des principaux manuels de référence en macro-économie, tout comme ceux portant sur la monnaie et le système bancaire. Ce canal fait également intervenir les effets du taux d'intérêt car la baisse des taux d'intérêt réels nationaux réduit l'attrait des dépôts nationaux en dollars par rapport aux dépôts libellés en monnaies étrangères, ce qui entraîne une chute de la valeur des dépôts en dollars par rapport aux dépôts en devises, c'est-à-dire une dépréciation du dollar (figurée par $E \downarrow$). La dépréciation de la monnaie nationale abaisse le prix des biens nationaux par rapport aux biens étrangers, ce qui se traduit par une augmentation des exportations nettes ($NX \uparrow$) et donc de la production globale. Par conséquent, le schéma du mécanisme de transmission de la politique monétaire par le canal du taux de change est le suivant :

¹ Cf. Meltzer (1995), par exemple

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (3)$$

Ce canal joue un rôle important dans la façon dont la politique monétaire affecte l'économie nationale, ce qui apparaît clairement dans les récentes études menées sur ce sujet, comme celles de Bryant, Hooper et Mann (1993) et de Taylor (1993).

2.2. *Canal du cours des actions*

Il existe deux canaux importants impliquant les cours des actions pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire : ils se réfèrent à la théorie de l'investissement de Tobin (coefficients q) et aux effets de richesse sur la consommation.

2.2.1. La théorie du coefficient q de Tobin

Cette théorie établit un mécanisme selon lequel la politique monétaire affecte l'économie par le biais de ses effets sur la valorisation des actions (cf. Tobin 1969). Tobin définit le coefficient q comme étant le rapport entre la valeur boursière des entreprises et le coût de renouvellement du capital. Si q est élevé, la valeur boursière des entreprises est élevée par rapport au coût de renouvellement du capital et les nouveaux investissements productifs sont peu onéreux par rapport à la valeur boursière des entreprises. Celles-ci peuvent alors émettre des actions et en obtenir un prix élevé, compte tenu du coût des investissements productifs qu'elles réalisent. Par conséquent, les dépenses d'investissement augmenteront car les entreprises peuvent acquérir beaucoup de biens d'équipement en émettant peu d'actions nouvelles.

En revanche, lorsque q est faible, les entreprises ne chercheront pas à acquérir de nouveaux biens d'équipement, car leur valeur boursière est faible par rapport au coût du capital. Si les entreprises veulent se procurer du capital lorsque q est faible, elles peuvent acheter une autre entreprise à un prix avantageux et acquérir ainsi du capital existant. Dans ce cas, les dépenses d'investissement seront faibles.

L'existence d'un lien entre le coefficient q de Tobin et les dépenses d'investissement se situe au centre du débat. Néanmoins, comment la politique monétaire est-elle susceptible d'affecter les cours des actions ? Selon la conception monétariste, lorsque l'offre de monnaie augmente, les agents estiment qu'ils disposent de trop de liquidités par rapport au niveau souhaité et tentent, dès lors, de réduire leurs encaisses en accroissant leurs dépenses. Le marché boursier leur offre une possibilité de dépenser ce surplus, ce qui accroît la demande d'actions et fait ainsi monter les cours. Selon une conception plus keynésienne, qui aboutit à la même conclusion, la chute des taux d'intérêt découlant d'une politique monétaire expansionniste réduit l'attrait des obligations par rapport aux actions, ce qui suscite une hausse des cours de ces dernières. En combinant ces thèses avec le fait que la hausse des cours des actions ($P_e \uparrow$) entraîne une augmentation du coefficient q ($q \uparrow$) et donc des dépenses d'investissement ($I \uparrow$), on déduit le mécanisme suivant de transmission de la politique monétaire :

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (4)$$

2.2.2. Effets de richesse

Un autre canal de transmission par les cours des actions agit par le biais des effets de richesse sur la consommation. Ce canal a été mis en évidence par Franco Modigliani dans son modèle MPS, dont une version est actuellement utilisée par le Conseil des gouverneurs du Système de réserve fédérale (cf. Modigliani 1971). Dans le modèle du cycle de vie de Modigliani, les dépenses de consommation sont déterminées par les ressources des consommateurs tout au long de leur vie, qui sont constituées du capital humain, du capital matériel et de la richesse financière — ou patrimoine. Les actions ordinaires

sont une composante majeure du patrimoine financier. Lorsque les cours des actions s'élèvent, la valeur de ce patrimoine financier s'accroît et, par conséquent, les ressources globales des consommateurs pendant l'ensemble de leur vie augmentent, et par conséquent la consommation. Comme nous avons déjà constaté qu'une politique monétaire expansionniste peut entraîner une hausse des cours des actions ($P_e \uparrow$), nous en déduisons alors un autre mécanisme de transmission de la politique monétaire :

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{richesse} \uparrow \Rightarrow \text{consommation} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (5)$$

2.3. Canaux des prix des logements et des terrains

Les deux canaux de la richesse et du coefficient q de Tobin, décrits ci-dessus, s'appuient sur une définition tout à fait générale du capital. La théorie de Tobin s'applique directement au marché de l'immobilier, où le logement représente le capital. Une hausse du prix des logements, qui accroît leur valeur par rapport au coût de renouvellement, aboutit à l'augmentation du coefficient q de Tobin dans le secteur de l'immobilier résidentiel, ce qui stimule la production. De même, les prix des logements et des terrains sont un élément extrêmement important de la richesse qui s'accroît sous l'effet d'une hausse de ces prix, d'où une augmentation de la consommation. L'expansion monétaire, qui élève les prix des terrains et des logements par l'intermédiaire des mécanismes décrits précédemment, aboutit donc à une hausse de la demande globale. Par conséquent, le mécanisme de transmission de la politique monétaire agit également par le biais des canaux des prix des terrains et des logements.

3. Canaux du crédit

L'insatisfaction face aux théories traditionnelles exposant comment l'action des taux d'intérêt explique l'incidence de la politique monétaire sur les dépenses portant sur des actifs durables a abouti à une nouvelle conception du mécanisme de transmission, qui met l'accent sur l'asymétrie d'information sur les marchés de capitaux¹. Il existe deux canaux de base pour la transmission de la politique monétaire, découlant des problèmes d'information sur les marchés du crédit : le canal du crédit bancaire et le canal du bilan².

3.1. Canal du crédit bancaire

Le canal du crédit bancaire est fondé sur l'idée que les banques jouent un rôle spécifique au sein du système financier, car elles sont particulièrement bien placées pour résoudre les problèmes d'asymétrie d'information sur les marchés de crédit. Du fait de ce rôle spécifique des banques, certains emprunteurs n'auront pas accès aux marchés de crédit s'ils n'empruntent pas auprès d'elles. Tant qu'il n'existe pas de parfaite substituabilité pour les banques commerciales entre dépôts et autres sources de refinancement, le canal du crédit bancaire agit de la façon suivante. Une politique monétaire expansionniste, qui contribue à accroître les réserves et les dépôts bancaires, augmente la quantité de prêts bancaires disponibles. Compte tenu du rôle spécifique des banques en tant que prêteurs à certaines catégories d'emprunteurs, cette augmentation du volume de prêts conduira à une hausse des dépenses d'investissement (et éventuellement de consommation). De façon schématique, l'effet de politique monétaire est le suivant :

$$M \uparrow \Rightarrow \text{dépôts bancaires} \uparrow \Rightarrow \text{prêts bancaires} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (6)$$

¹ Les problèmes d'information recouvrent également les problèmes qu'engendre le coût élevé de vérification et d'exécution des contrats financiers. Celui-ci est étroitement lié à l'asymétrie de l'information, dans la mesure où elle est l'une des principales raisons pour lesquelles ce coût est si élevé.

² On peut trouver d'excellentes études récentes sur le canal du crédit dans les ouvrages de Bernanke et Gertler (1995), Cecchetti (1995) et Hubbard (1995).

Une conséquence importante de la thèse du crédit est que la politique monétaire aura une incidence plus forte sur les dépenses des petites entreprises, qui dépendent davantage des prêts bancaires, que sur les grandes entreprises qui ont directement accès aux marchés de capitaux, sans avoir à solliciter les banques.

Certains travaux ont soulevé des doutes quant au rôle du canal du crédit bancaire¹. Il existe de bonnes raisons de penser qu'il n'est probablement plus aussi puissant qu'autrefois aux États-Unis. En premier lieu, la réglementation américaine actuelle n'impose plus aux banques de restrictions limitant leur capacité de collecter des fonds. Avant le milieu des années quatre-vingt, les certificats de dépôt (CD) étaient soumis à l'obligation de constitution de réserves et à la réglementation Q (plafonnement de la rémunération des dépôts), ce qui empêchait les banques de remplacer les dépôts qui s'échappaient du système bancaire en période de contraction de la masse monétaire. La suppression de ces restrictions permet aux banques de réagir plus facilement à une réduction de leurs réserves et à une perte de dépôts en émettant des certificats de dépôt aux taux du marché, qui n'imposent pas la constitution de réserves obligatoires. En second lieu, le déclin de l'activité traditionnelle de prêt à l'échelle mondiale (cf. Edwards et Mishkin 1995) signifie que les banques jouent un rôle moins important sur les marchés de crédit, d'où une moindre efficacité du canal du crédit bancaire.

3.2. Canaux des bilans

Le déclin de l'importance du canal du crédit bancaire n'implique pas pour autant qu'il en va de même pour l'autre canal de crédit, celui du bilan. Ce canal trouve, lui aussi, son origine dans l'existence de problèmes d'asymétrie d'information sur les marchés de crédit. Plus la situation nette d'une entreprise est faible, plus les problèmes de sélection adverse² et d'aléa de moralité sont aigus lorsqu'il s'agit de lui octroyer des prêts. En effet, une diminution de la situation nette signifie que les prêteurs disposent d'une moindre garantie en contrepartie de leurs prêts et les pertes dues à la sélection adverse sont donc plus importantes. La dégradation de la situation nette, qui aggrave le problème de sélection adverse, aboutit par conséquent à une réduction des prêts destinés à financer les dépenses d'investissement. En outre, elle accentue également le problème d'aléa de moralité, car cela signifie que la valeur des participations dans l'entreprise diminue pour les propriétaires, ce qui les incite à s'engager dans des projets d'investissement plus risqués. Comme la probabilité de non-remboursement des prêteurs se trouve par là même renforcée, la dégradation de la situation nette des entreprises aboutit à une diminution des prêts et donc des dépenses d'investissement.

La politique monétaire est susceptible d'affecter les bilans des entreprises de plusieurs manières. Une politique monétaire expansionniste ($M \uparrow$), qui entraîne une hausse des cours des actions ($P_e \uparrow$) selon l'enchaînement décrit précédemment, renforce la situation nette des entreprises et aboutit donc à une augmentation des dépenses d'investissement ($I \uparrow$) et de la demande globale ($Y \uparrow$), puisque les problèmes de sélection adverse et d'aléa de moralité sont atténués. On en déduit donc le schéma suivant, pour un canal de transmission de la politique monétaire par le bilan :

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{sélection adverse} \downarrow \text{ et aléa de moralité} \downarrow \Rightarrow \text{prêts} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (7)$$

Une politique monétaire expansionniste, qui suscite une baisse des taux d'intérêt, entraîne également une amélioration des bilans des entreprises car elle accroît leur revenu d'exploitation, réduisant par là même les problèmes de sélection adverse et d'aléa de moralité. On en déduit le schéma suivant, pour un canal de bilan supplémentaire :

¹ Cf. Ramey (1993) et Meltzer (1995), par exemple

² NDT : C'est-à-dire la probabilité que les emprunteurs acceptant des taux d'intérêt plus élevés présentent de plus grands risques de crédit.

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow \text{trésorerie} \uparrow \Rightarrow \text{sélection adverse} \downarrow \text{ et aléa de moralité} \downarrow \Rightarrow \text{prêts} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (8)$$

Un autre mécanisme apparenté au précédent, qui se réfère également à la sélection adverse, et par lequel une politique monétaire expansionniste contribuant à réduire les taux d'intérêt est susceptible de stimuler la production globale, concerne le phénomène de rationnement du crédit. Comme l'ont démontré Stiglitz et Weiss (1981), le rationnement du crédit intervient dans des cas où les emprunteurs se voient refuser des prêts, même s'ils sont disposés à payer un taux d'intérêt plus élevé. Cela tient au fait que les ménages et les entreprises dont les projets d'investissement comportent le plus de risques sont ceux-là mêmes qui acceptent de payer les taux les plus élevés car, si leur investissement s'avère rentable, ils en seront les principaux bénéficiaires. Par conséquent, une hausse des taux d'intérêt aggrave le problème de sélection adverse et une baisse exerce l'effet contraire. Lorsqu'une politique monétaire expansionniste favorise une baisse des taux d'intérêt, les emprunteurs moins enclins à prendre des risques représentent une proportion plus importante des demandeurs de prêts et les bailleurs de fonds sont donc plus disposés à octroyer des prêts, ce qui entraîne une hausse de l'investissement et de la production, selon l'enchaînement décrit par une partie du schéma ci-dessus.

Un troisième canal de bilan agit par le biais des effets de la politique monétaire sur le niveau général des prix. Étant donné que les versements au titre d'une dette sont fixés par contrat en termes nominaux, une hausse non anticipée du niveau des prix réduit la valeur du passif d'une entreprise en termes réels (elle allège le poids de la dette), mais pas celle de l'actif, en principe. L'expansion monétaire, qui aboutit à une hausse non anticipée du niveau des prix ($P \uparrow$), accroît par conséquent la situation nette réelle, ce qui atténue les problèmes de sélection adverse et d'aléa de moralité et suscite une hausse des dépenses d'investissement et de la production globale, comme le montre le schéma ci-dessous :

$$M \uparrow \Rightarrow P \uparrow \text{non anticipée} \Rightarrow \text{sélection adverse} \downarrow \text{ et aléa de moralité} \downarrow \Rightarrow \text{prêts} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (9)$$

La thèse selon laquelle les variations non anticipées du niveau des prix ont une forte incidence sur la demande globale n'est guère une nouveauté en économie : c'est la principale caractéristique de la thèse d'Irving Fisher (1933) de la déflation par la dette lors de la grande dépression.

3.3. Effets sur le patrimoine des ménages

Bien que la plupart des ouvrages relatifs au canal du crédit traitent principalement des dépenses des entreprises, ce canal devrait tout aussi bien s'appliquer aux dépenses des consommateurs, notamment celles portant sur des biens de consommation durables et le logement. Une réduction des prêts bancaires induite par une politique de rigueur monétaire devrait entraîner une baisse des achats de biens de consommation durables et de logements par les ménages, qui n'ont pas accès à d'autres sources de crédit. De même, un relèvement des taux d'intérêt entraîne une dégradation de la situation patrimoniale des ménages, car la valeur des actifs à revenu fixe est affectée négativement.

Une autre façon d'envisager l'action du canal du bilan par le biais des consommateurs consiste à évaluer les effets de liquidité sur les dépenses portant sur les biens de consommation durables et le logement — considérés comme d'importants facteurs lors de la grande dépression (Mishkin 1978). Selon la thèse des effets de liquidité, l'incidence sur le patrimoine agit plutôt par le biais de la propension des consommateurs à dépenser que par celle des prêteurs à octroyer des crédits. Compte tenu de l'existence d'asymétries d'information sur leur qualité, les biens de consommation durables et les logements sont des actifs très peu liquides. Si, à la suite d'un choc affectant négativement leurs revenus, les consommateurs étaient amenés à vendre leurs biens durables ou leur logement afin d'obtenir des liquidités, ils devraient s'attendre à subir une perte importante, ne pouvant pas récupérer la valeur totale de ces actifs lors d'une vente d'urgence. (Il s'agit simplement d'une manifestation du

« problème des vieux tacots ¹ » décrit par Akerloff (1970), qui a encouragé les études sur le canal du crédit). En revanche, si les consommateurs détenaient des actifs financiers (dépôts bancaires, actions ou obligations, par exemple), ils pourraient les réaliser rapidement sans difficulté, pour la totalité de leur valeur de marché, et obtenir les liquidités nécessaires. Par conséquent, si les consommateurs anticipent une probabilité plus forte de connaître des difficultés financières, ils ont tout intérêt à détenir moins de biens de consommation durables ou immobiliers peu liquides, et davantage d'actifs financiers, plus liquides.

Le patrimoine d'un consommateur devrait avoir une forte influence sur son estimation de la probabilité qu'il a de subir des difficultés financières. Plus précisément, lorsque les consommateurs détiennent un montant élevé d'actifs financiers par rapport à leur endettement, leur évaluation de la probabilité de connaître des difficultés financières est faible et ils seront davantage disposés à acquérir des biens de consommation durables ou des logements. Une hausse des cours des actions se traduit par un accroissement de la valeur des actifs financiers ; les dépenses de biens de consommation durables augmenteront également, car les consommateurs ont une position financière plus sûre et estiment que la probabilité de subir des difficultés financières est moindre. On aboutit ainsi à un autre mécanisme de transmission de la politique monétaire, qui agit par le biais de la relation entre liquidité et cours des actions :

$$\begin{aligned} M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{actifs financiers} \uparrow \Rightarrow \text{probabilité de difficultés financières} \downarrow \\ \Rightarrow \text{dépenses de biens de consommation durables et de logement} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \end{aligned} \quad (10)$$

Le caractère non liquide des biens de consommation durables et des actifs immobiliers constitue une autre raison pour laquelle une contraction de la masse monétaire, qui contribue à éléver les taux d'intérêt et par conséquent à réduire la valeur du patrimoine des consommateurs, aboutit à une chute des dépenses de biens de consommation durables et de logement. Une diminution du patrimoine des consommateurs élève la probabilité de connaître des difficultés financières, ce qui réduit leur propension à détenir des biens durables ou un logement, d'où une diminution des dépenses afférentes et, donc, de la production globale. L'unique différence entre cette thèse et celle décrite dans le schéma (8) tient au fait que ce n'est pas la réticence des prêteurs à octroyer des crédits aux consommateurs qui entraîne une baisse des dépenses, mais celle des consommateurs à dépenser.

3.4. Crises financières

Une forme extrême des canaux de crédit décrits précédemment fournit une ligne directrice pour expliquer les effets de la politique monétaire sur l'économie par l'intermédiaire d'une crise financière. Une crise financière se définit comme une perturbation affectant les marchés financiers, qui aggrave sensiblement les problèmes d'asymétrie d'information du type de ceux évoqués précédemment, de sorte que ces marchés ne sont plus capables d'orienter efficacement les fonds vers les agents dont les projets d'investissement sont les plus rentables. Il s'ensuit une forte contraction de l'activité économique. La théorie des crises financières liée à l'asymétrie d'information, exposée par Bernanke (1983) et Mishkin (1991, 1994), donne à penser qu'une politique de rigueur monétaire est susceptible de jouer un rôle important dans le déclenchement de crises financières. Mishkin (1994) retient cinq facteurs susceptibles de favoriser leur apparition :

- hausse des taux d'intérêt,
- baisse de la Bourse,
- déclin non anticipé du niveau des prix,

¹ NDT : La « sélection adverse » se définit comme suit : sur certains marchés, l'incapacité de l'une des parties à évaluer la qualité de l'autre partie à la transaction fait que ceux qui présentent une qualité médiocre vont vraisemblablement prédominer. Le meilleur exemple à cet égard est fourni par le marché des voitures d'occasion où tous les véhicules de même type sont vendus au même prix car l'acheteur ne peut savoir à l'avance si telle ou telle voiture est un vieux tacot. Le prix baisse pour rendre compte de ce risque.

- montée de l'incertitude et,
- paniques bancaires.

Les développements précédents montrent de quelle manière une politique de rigueur monétaire peut engendrer des problèmes d'asymétrie d'information susceptibles d'entraîner une contraction de l'activité économique résultant des trois premiers facteurs. Une contraction de la masse monétaire, qui induit une hausse des taux d'intérêt, accentue le phénomène de sélection adverse car les agents économiques disposés à prendre des risques plus importants, et donc à payer un taux d'intérêt plus élevé, sont aussi les plus désireux d'obtenir des prêts. En outre, la hausse des taux d'intérêt, qui réduit la capacité de financement des entreprises, affecte leur situation financière, ce qui aggrave les problèmes d'aléa de moralité et de sélection adverse et n'incite guère les marchés à leur prêter des fonds. Une contraction de la masse monétaire entraîne également un recul des cours des actions, qui dégrade la situation nette des entreprises et renforce, là encore, les problèmes de sélection adverse et d'aléa de moralité sur les marchés de crédit. Par ailleurs, elle peut également entraîner un recul non anticipé du niveau des prix qui, étant donné que la dette est libellée en termes nominaux, aboutit, comme l'a démontré Fisher (1933), à un scénario de déflation par la dette dans lequel la dégradation de la situation nette des entreprises accentue les problèmes de sélection adverse et d'aléa de moralité. Par conséquent, notre précédente analyse des canaux de crédit montre comment la politique monétaire est susceptible de provoquer une crise financière, qui est un cas extrême d'aggravation des problèmes d'asymétrie d'information, et donc une forte contraction de l'activité économique.

Les deux derniers facteurs favorisant l'apparition de crises financières peuvent également être engendrés par une politique de rigueur monétaire. Une récession, susceptible de résulter d'une telle politique, se traduit généralement par une incertitude accrue quant au remboursement des dettes, ce qui ne facilite guère la distinction entre bons et mauvais risques de crédit. Par conséquent, la montée de l'incertitude accentue l'asymétrie d'information sur les marchés de capitaux et aggrave le problème de sélection adverse, freinant ainsi l'octroi de prêts et provoquant par là-même une baisse de l'activité économique. Une contraction de la masse monétaire est également susceptible de favoriser les paniques bancaires car, comme nous l'avons vu, elle peut aboutir à une dégradation des bilans des entreprises, qui se traduit pour les banques par des créances douteuses. Étant donné que les déposants sont probablement incapables de distinguer entre les établissements bancaires qui ont octroyé des prêts à problèmes et les autres, ils se précipitent indistinctement pour retirer leurs fonds. La contraction des dépôts qui en résulte et le souhait des banques d'accroître leurs réserves pour se prémunir contre les retraits de fonds aboutit alors à une contraction cumulative des prêts et des dépôts, comme le montrent fort bien Friedman et Schwartz (1963), qui favorise d'autres faillites bancaires et provoque une panique générale au sein du système bancaire. Comme nous l'avons vu précédemment, les banques ont un rôle spécifique au sein du système financier car elles sont très bien placées pour résoudre les problèmes d'asymétrie d'information sur les marchés du crédit. La diminution du nombre de banques et la contraction de leurs ressources pour octroyer des prêts réduit la capacité du système financier à résoudre les problèmes de sélection adverse et d'aléa de moralité sur les marchés de crédit, provoquant ainsi une baisse de l'investissement et un déclin de l'activité économique.

Comme le démontre Mishkin (1991), la plupart des crises financières aux États-Unis ont débuté par une forte hausse des taux d'intérêt, un effondrement du marché boursier et une montée de l'incertitude après le début d'une récession, tous ces facteurs étant induits par une politique de rigueur monétaire. La dégradation de la situation des entreprises et l'incertitude quant à la santé des banques ont provoqué une vague de retrait des dépôts, ce qui a déclenché un mouvement de panique. Dans les périodes de crises les plus graves, un recul non anticipé du niveau des prix s'est alors amorcé, du fait de la contraction de la masse monétaire, ce qui a entraîné une déflation par la dette et une poursuite de la dégradation de la situation nette des entreprises. Nous voyons donc comment une contraction de la masse monétaire est

susceptible de créer un enchaînement d'événements aboutissant à une aggravation sensible des problèmes de sélection adverse et d'aléa de moralité et, enfin, à une crise financière. Celle-ci fournit alors une autre explication de la manière dont la politique monétaire est susceptible d'affecter l'économie.

4. Évaluation générale

Dans les parties précédentes, j'ai présenté les différents canaux de transmission de la politique monétaire. Comment peut-on évaluer leur importance relative ?

Si certains chercheurs, tels que Taylor (1995), considèrent comme extrêmement importants les canaux traditionnels de taux d'intérêt, agissant par le biais du coût du capital, de nombreux autres spécialistes n'ont pas la même opinion. Selon une étude récente sur les dépenses d'investissement en capital fixe des entreprises (Chirinko, 1993), la réaction de l'investissement aux variables de prix, par rapport aux variables réelles, a tendance à être faible et peu significative. On a effectivement conçu des modèles macro-économiques comportant d'importants effets de taux d'intérêt, mais les utilisateurs constatent souvent qu'une légère modification dans l'écriture des équations réduit considérablement ces effets.

Toutefois, quand bien même l'importance des canaux traditionnels de taux d'intérêt serait relativement limitée, nous avons vu que les canaux de crédit constituent un mécanisme de transmission supplémentaire, dans lequel les variations de taux d'intérêt peuvent avoir une incidence non négligeable sur la demande globale. De fait, les défenseurs des canaux de crédit considèrent qu'ils amplifient et propagent les effets traditionnels de taux d'intérêt¹. Étant donné que les activités de prêt ne sont pas des forces motrices indépendantes au sein de l'économie, mais plutôt des réactions à la politique monétaire, l'existence des canaux de crédit n'implique pas une relation chronologique précise entre agrégats de crédit et variables réelles. Par conséquent, il est peu probable que les tests de séries chronologiques sur la capacité de prévision relative des agrégats de crédit, comme ceux de Ramey (1993) et Meltzer (1995), fournissent des éclaircissements sur la validité des canaux de crédit.

Il existe trois raisons de penser que les canaux de crédit constituent un élément important du mécanisme de transmission de la politique monétaire. En premier lieu, un grand nombre d'indices obtenus sur données individuelles tendent à prouver que les imperfections des marchés de crédit, du type de celles qui sont essentielles à l'action des canaux de crédit, affectent effectivement les décisions d'embauche et de dépenses des entreprises². En deuxième lieu, il semble, comme l'ont montré Gertler et Gilchrist (1994), que les petites entreprises, davantage susceptibles de subir des restrictions de crédit, soient plus affectées par un resserrement de la politique monétaire que les grandes entreprises, qui sont moins exposées à ce risque. La troisième raison, et probablement la plus solide, est que la thèse d'asymétrie d'information expliquant les imperfections des marchés du crédit, qui se situe au cœur de l'analyse du canal du crédit, est une construction théorique qui s'est avérée extrêmement utile pour expliquer nombre d'autres phénomènes importants. Elle explique notamment l'origine de l'existence de nombreuses institutions financières et la structure de notre système financier³. En outre, l'analyse du canal du crédit présentée ci-dessus fournit une explication cohérente de l'enchaînement des événements lors d'une crise financière type et des raisons pour lesquelles les crises financières sont si néfastes pour l'économie⁴. Le meilleur moyen de valider une théorie consiste à établir son utilité dans un large éventail d'applications. La théorie selon laquelle les canaux de crédit sont des éléments importants du mécanisme de transmission de la politique monétaire répond parfaitement à ce critère.

¹ Cf. Bernanke et Gertler (1995), par exemple

² Cf. l'étude de Hubbard (1995), par exemple

³ Cf. Gertler (1988) ou Mishkin (1995), chapitre 9, par exemple

⁴ Cf. Bernanke (1983) et Mishkin (1991)

Une caractéristique importante des canaux de crédit est l'accent qu'ils mettent sur la manière dont la politique monétaire affecte l'économie par le biais de prix d'actifs autres que les taux d'intérêt. En outre, l'analyse des canaux supplémentaires tels que le taux de change, le coefficient q de Tobin, la richesse et les prix des logements et des terrains explique également pourquoi les prix d'autres actifs jouent un rôle si important dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

5. Leçons pour la politique monétaire

Quelles conséquences utiles peut-on tirer de cette évaluation des canaux de transmission pour la mise en œuvre de la politique monétaire par les banques centrales ? Je tirerai quatre leçons de la compréhension de ce mécanisme.

5.1. *Il est très dangereux d'associer systématiquement un assouplissement ou un resserrement de la politique monétaire avec une baisse ou une hausse des taux d'intérêt nominaux à court terme*

Étant donné que la plupart des banques centrales ont recours aux taux d'intérêt nominaux à court terme, généralement le taux interbancaire, comme principal instrument de politique monétaire, il existe un risque que ces taux soient l'objet d'une attention excessive, de la part des autorités monétaires comme du public, en tant qu'indicateurs de l'orientation de la politique monétaire. De fait, nombre de déclarations associent systématiquement un resserrement monétaire avec une hausse du taux interbancaire et un assouplissement avec une baisse de ce taux. Cette conception pose de sérieux problèmes car les variations des taux d'intérêt nominaux ne correspondent pas toujours à celles des taux d'intérêt réels et pourtant, ainsi que nous l'avons vu, c'est généralement le taux d'intérêt réel, et non nominal, qui constitue un élément du canal de transmission de la politique monétaire. Comme le souligne notamment Mishkin (1981), les taux d'intérêt nominaux à court terme étaient élevés aux États-Unis à la fin des années soixante-dix, mais les taux d'intérêt réels étaient extrêmement faibles, voire négatifs. De même, durant la phase de contraction de la grande dépression aux États-Unis, les taux d'intérêt à court terme sont pratiquement tombés au niveau zéro et, cependant, les taux d'intérêt réels étaient extrêmement élevés. Par conséquent, des taux d'intérêt à court terme proches de zéro ne signifient pas que la politique monétaire est souple, dans le cas d'une économie déflationniste, comme cela s'est vérifié durant la phase de contraction de la grande dépression. De fait, comme le montrent Friedman et Schwartz (1963), la période où les taux d'intérêt à court terme ont été proches de zéro, durant la phase de contraction de la grande dépression, a coïncidé avec une politique monétaire très rigoureuse, et non laxiste.

5.2. *Les prix d'autres actifs, outre ceux des instruments de dette à court terme, fournissent d'importantes indications sur l'orientation de la politique monétaire car ce sont des canaux de transmission essentiels*

Comme nous l'avons vu précédemment, la recherche économique sur les phénomènes monétaires a fini par établir que les prix d'autres actifs, outre les taux d'intérêt, ont des effets majeurs sur la demande globale. Monétaristes, keynésiens et néo-keynésiens soutiennent tous l'idée que les prix d'autres actifs, tels que les cours des actions, les taux de change, les prix des logements et terrains, sont un élément important du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Si les économistes sont divisés sur le point de savoir quels canaux de transmission sont les plus importants — ce qui n'est guère surprenant étant donné que les économistes, notamment universitaires, ont toujours du goût pour le désaccord —, tous s'accordent néanmoins sur le fait que les prix d'autres actifs jouent un rôle important dans la façon dont la politique monétaire affecte l'économie.

La thèse selon laquelle les prix d'autres actifs, outre les taux d'intérêt, jouent effectivement un rôle comporte des conséquences importantes pour la politique monétaire. Lorsqu'on tente d'évaluer l'orientation de cette dernière, il est capital de tenir compte des prix d'autres actifs. Par exemple, si les taux d'intérêt à court terme sont bas, voire même nuls, alors que les cours des actions et les prix des terrains sont faibles et la monnaie nationale appréciée, alors la politique est clairement restrictive et *en aucun cas* souple.

5.3. *La politique monétaire peut être extrêmement efficace pour relancer une économie déprimée, même si les taux d'intérêt à court terme sont déjà proches de zéro*

On estime généralement que lorsqu'une banque centrale a ramené les taux d'intérêt nominaux à court terme à un niveau proche de zéro, la politique monétaire ne peut rien faire de plus pour stimuler l'économie. Les canaux de transmission décrits précédemment, ainsi que l'étude empirique de l'expérience américaine durant la grande dépression, période où le taux des bons du Trésor à court terme a pratiquement atteint un seuil de zéro, indiquent que cette thèse est manifestement erronée¹. Les banques centrales peuvent mener une politique monétaire expansionniste destinée à accroître le niveau de liquidité au sein de l'économie, grâce à des opérations *d'open market* ne portant pas nécessairement sur les seuls titres publics à court terme. Cet accroissement de la liquidité favorise la relance de l'économie en suscitant une hausse des anticipations du niveau général des prix et une augmentation des prix d'autres actifs, ce qui stimule alors la demande globale par le biais des canaux décrits précédemment. Par conséquent, la politique monétaire peut être un puissant facteur de relance des économies soumises à une déflation et où les taux d'intérêt à court terme sont proches de zéro. De fait, compte tenu des délais inhérents à la politique budgétaire et des contraintes politiques qui pèsent sur son utilisation, la mise en œuvre d'une politique monétaire expansionniste est l'arme essentielle pour permettre la relance d'une économie déflationniste.

5.4. *Un objectif important de la politique monétaire devrait consister à éviter les fluctuations non anticipées du niveau des prix, ce qui permettrait de justifier la stabilité des prix comme principal objectif à long terme de la politique monétaire*

Au cours des années récentes, les banques centrales ont entrepris de mettre davantage l'accent sur la stabilité des prix comme principal objectif à long terme de la politique monétaire. Plusieurs justifications ont été présentées, notamment les effets indésirables de l'incertitude concernant le niveau futur des prix sur les décisions des entreprises, et donc sur la productivité, les perturbations liées à l'incidence de l'inflation sur les contrats libellés en termes nominaux et le système fiscal et, enfin, la montée des conflits sociaux engendrés par la hausse des prix. Non seulement les enquêtes montrent que l'opinion publique est très hostile à l'inflation, mais il existe de plus en plus d'éléments tendant à prouver que cette dernière entraîne un ralentissement de la croissance économique. Le présent débat concernant le mécanisme de transmission de la politique monétaire fournit une raison supplémentaire de l'importance de la stabilité des prix. Comme nous l'avons vu plus haut, les mouvements non anticipés du niveau des prix sont susceptibles de produire des fluctuations non anticipées de la production, ce qui n'est guère souhaitable. À cet effet, il est particulièrement important de garder à l'esprit que la déflation des prix peut être un facteur essentiel dans l'apparition d'une crise financière durable, comme cela s'est produit lors de la grande dépression. La compréhension du mécanisme de transmission de la politique monétaire établit donc clairement que l'objectif de stabilité des prix est souhaitable, car il réduit les incertitudes à

¹ Cf. Friedman et Schwartz (1963), par exemple

propos du futur niveau de prix. Par conséquent, l'objectif de stabilité des prix implique qu'un taux d'inflation négatif est au moins aussi peu souhaitable qu'un taux trop élevé. De fait, compte tenu de la menace de crise financière, les banques centrales doivent faire tout leur possible pour prévenir une déflation des prix.

L'étude du mécanisme de transmission de la politique monétaire présentée dans cet article est d'une grande utilité pour aider les responsables de la politique monétaire à évaluer l'incidence de leurs actions sur l'économie. Ces informations sont non seulement intéressantes en elles-mêmes mais, comme nous l'avons vu, elles fournissent aux autorités monétaires d'importants éléments d'appréciation pour orienter leur politique et éviter au mieux les erreurs passées.

BIBLIOGRAPHIE

Akerlof, George, 'The Market for « Lemons »: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism,' *Quarterly Journal of Economics*, August 1970, n° 84-3, p. 488-500.

Bernanke, Ben S., 'Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression,' *American Economic Review*, June 1983, p. 257-276.

Bernanke, Ben S., and Mark Gertler, 'Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission,' *Journal of Economic Perspectives*, Fall 1995, n° 9, p. 27-48.

Bryant, Ralph, Peter Hooper, and Catherine Mann, *Evaluating Policy Regimes: New Empirical Research in Empirical Macroeconomics*, Washington, D.C.: Brookings Institution, 1993.

Cecchetti, Stephan G., 'Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism,' *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May-June 1995, p. 77, p. 83-97.

Chirinko, Robert S., 'Business Fixed Investment Spending: A Critical Survey,' *Journal of Economic Literature*, December 1993, n° 31, p. 1875-1911.

Edwards, Franklin and Frederic S. Mishkin, 'The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy,' *Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review*, 1, #2, July 1995, p. 27-45.

Fisher, Irving, 'The Debt-Deflation Theory of Great Depressions,' *Econometrica*, October 1933, n° 1, p. 337-357.

Friedman, Milton and Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, 1963, Princeton: Princeton University Press.

Gertler, Mark 'Financial Structure and Economic Activity: An Overview,' *Journal of Money Credit and Banking*, August 1988, Part 2, p. 559-588.

Gertler, Mark and Simon Gilchrist, 'Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms,' *Quarterly Journal of Economics*, May 1994, p. 309-340.

Hubbard, R. Glenn, 'Is There a "Credit Channel" for Monetary Policy?,' *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May-June 1995, n° 77, p. 63-74.

Mishkin, Frederic S., 'The Household Balance Sheet and the Great Depression,' *Journal of Economic History*, December 1978, n° 38-4, p. 918-937.

Mishkin, Frederic S., 'The Real Rate of Interest: An Empirical Investigation,' *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, The Cost and Consequences of Inflation*, Autumn 1981, n° 15, p. 151-200.

Mishkin, Frederic S., 'Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective,' in R. Glenn Hubbard, ed., *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press: Chicago, 1991, p. 69-108.

Mishkin, Frederic S., 'Preventing Financial Crises: An International Perspective,' *Manchester School*, 1994, n° 62, p. 1-40.

Mishkin, Frederic S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Fourth Edition, New York: Harper Collins, 1995.

Meltzer, Allan H., 'Monetary, Credit (and Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective,' *Journal of Economic Perspectives*, Fall 1995, n° 9, p. 49-72.

Franco Modigliani, 'Monetary Policy and Consumption,' in *Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages*, Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1971, p. 9-84.

Ramey, Valerie, 'How Important is the Credit Channel for the Transmission of Monetary Policy?' *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, December 1993, n° 39, p. 1-45.

Stiglitz, Joseph E., and Andrew Weiss, 'Credit Rationing in Markets with Imperfect Information,' *American Economic Review*, June 1981, p. 393-410.

Taylor, John B., *Macroeconomic Policy in a World Economy: From Econometric Design to Practical Operation*, New York: W. W. Norton, 1993.

Taylor, John B., 'The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework,' *Journal of Economic Perspectives*, Fall 1995, n° 9, p. 11-26.

Tobin, James, 'A General Equilibrium Approach to Monetary Theory,' *Journal of Money, Credit, and Banking*, February 1969, n° 1, p. 15-29.

L'ACTIVITE DES COMMISSIONS DE SURENDETTEMENT EN 1995

L'année 1995 a vu l'abandon du système à double degré qui prévalait antérieurement au profit d'une procédure unique destinée à accélérer le traitement des dossiers. Après avoir fléchi au premier semestre, le rythme de dépôt des dossiers s'est redressé au cours des six derniers mois.

BÉATRICE RAOULT-TEXIER

Direction du Réseau

Service d'Information sur les opérations et pratiques bancaires

Depuis le 1^{er} mars 1990, la Banque de France assure le secrétariat des commissions de surendettement, instituées par la loi du 31 décembre 1989, dont la mission principale consiste à rechercher des solutions amiables aux problèmes rencontrés par les particuliers ayant contracté un endettement excessif, en négociant un plan conventionnel d'apurement du passif susceptible d'être accepté par le débiteur et ses principaux créanciers.

L'année 1995 a été marquée par l'entrée en vigueur de la loi n° 95-125 du 8 février 1995 relative à l'organisation des juridictions et à la procédure civile, pénale et administrative qui porte réforme de la loi Neiertz et confie aux commissions, en cas d'insuccès de la phase amiable, la mission d'élaborer, à la demande du débiteur, des mesures de recommandation auxquelles le juge de l'exécution est chargé de conférer force exécutoire après en avoir contrôlé la régularité juridique, sauf dans l'hypothèse où l'une au moins des parties lui demande d'en revoir l'économie.

Ainsi, dans un souci d'efficacité, le système à double degré qui prévalait sous l'empire de la loi du 31 décembre 1989 et reposait sur la commission de surendettement, chargée d'élaborer une solution négociée dans le cadre d'une procédure amiable, et le juge de l'exécution compétent pour ouvrir une procédure de redressement judiciaire civil, est abandonné au profit d'une procédure unique, décomposée en trois phases (amiable, recommandation, homologation) dont l'enchaînement dans des délais assez brefs (15 jours) paraît garantir une plus grande rapidité de traitement.

Près de cinq ans, en effet, après l'entrée en vigueur des textes initiaux, le bilan de la procédure de traitement des situations de surendettement des ménages pouvait apparaître contrasté : d'une part, la conciliation menée sous l'égide des commissions aboutissait dans deux cas sur trois à la signature d'un plan conventionnel et, d'autre part, l'engorgement des tribunaux ne leur permettait pas de traiter dans des délais satisfaisants les dossiers qui leur étaient soumis et qui étaient fréquemment les plus difficiles puisqu'ils n'avaient pu aboutir à la signature d'un plan amiable (le bulletin d'information statistique du ministère de la Justice citait dans son numéro de mai 1994 un délai moyen de 16,4 mois pour un quart des dossiers traités de 1990 à 1992).

La loi du 8 février 1995, complétée par le décret n° 95-660 du 9 mai 1995, s'est appliquée à compter du 1^{er} août 1995 aux procédures nouvelles et aux procédures en cours à cette date, se traduisant notamment par le transfert vers les commissions des dossiers qui étaient en instance de traitement dans les tribunaux et dont une partie, souvent les plus anciens, ont été repris par les commissions au commencement de la procédure.

Globalement, au cours de l'année écoulée, les commissions ont été saisies de 70 112 demandes d'ouverture de la phase amiable de la procédure, ce qui recouvre des évolutions contrastées : une diminution de 10 % du rythme de dépôt des dossiers au cours du premier semestre, puis une augmentation de 20 % pendant les six derniers mois de l'année. Ainsi, en données cumulées au 31 décembre 1995, 408 433 dossiers ont été entièrement traités en phase amiable, pour un total de 429 662 dossiers déposés directement par le débiteur et 6 941 ouvertures de procédure de conciliation à la demande du juge, soit un taux de traitement de 94 %.

Par ailleurs, depuis l'entrée en vigueur de la loi Neiertz, 60 % des dossiers pour lesquels les commissions ont élaboré une proposition de plan ont abouti à la signature d'un plan conventionnel, ce qui représente 188 628 dossiers, tandis que 123 664 dossiers se sont soldés par un constat de non-accord.

En application des dispositions de la loi du 8 février 1995, les commissions ont par ailleurs été saisies de 9 381 demandes de mise en œuvre de la phase de recommandation portant, pour l'essentiel (83 %) sur des constats de non-accord postérieurs à l'entrée en vigueur des textes. Au 31 décembre 1995, elles ont élaboré 4 135 recommandations et 1 505 d'entre elles ont d'ores et déjà fait l'objet du contrôle juridictionnel au terme duquel le magistrat leur a conféré force exécutoire.

ANNEXE

**BILAN NATIONAL DE L'ACTIVITÉ
DES COMMISSIONS DE SURENDETTEMENT
PAR ANNÉE CIVILE**

(en unités)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Cumul du 1.03.1990 au 31.12.1995
Dossiers déposés en phase amiable A	90 174	68 075	63 830	68 863	68 608	70 112	429 662
Ouvertures de procédures de conciliation à la demande du juge.....B	1 179	1 035	1 411	1 197	1 366	753	6 941
Dossiers estimés irrecevablesC	10 076	6 789	6 311	6 603	5 690	4 780	40 249
Dossiers recevables..... D	64 320	60 240	55 067	57 003	59 000	56 400	352 030
Taux de recevabilité (a).....	86	90	90	90	91	92	90
Plans conventionnels.....E	13 662	36 866	35 755	32 934	37 280	32 131	188 628
Constats de non-accord.....F	16 799	26 582	22 051	19 618	22 065	16 549	123 664
Taux de réussite (b)	45	58	62	63	63	66	60
Dossiers clos G	6 334	14 029	10 470	9 317	8 895	6 847	55 892
Dossiers traités en phase amiable	46 871	84 266	74 587	68 472	73 930	60 307	408 433
Taux de traitement en phase amiable (c)	51	122	114	98	106	85	94
Stock restant à traiter en phase amiable à la fin de l'année.....	44 482	28 147	19 980	21 568	17 612	28 170	
Demandes de recommandation.....						9 381	9 381
Recommandations élaborées						4 135	4 135
Recommandations homologuées.....						1 062	1 062
Recommandations à traiter						5 125	

(a) D/(C + D) – en pourcentage

(b) E/(E + F) – en pourcentage

(c) (C + E + F + G)/(A + B) – en pourcentage

Études

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 au taux d'appel d'offres

– en date du 1^{er} février 1996

Sur décision du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France ramène le taux d'appel d'offres de 4,20 % à 4,05 %.

Communiqué de la Banque de France, relatif au taux d'appel d'offres

– en date du 8 février 1996

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France fixe le taux d'appel d'offres à 3,90 %, contre 4,05 %.

Commission bancaire

Note n° 96-01 destinée aux établissements de crédit

– en date du 21 février 1996

relative aux comptes de résultat.

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

du 1^{er} au 29 février 1996

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 7,25 % avril 2006, 6,50 % avril 2011 (Communiqué de la Banque de France)

– en date du 30 janvier 1996

Le jeudi 1^{er} février 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 22 milliards de francs et 24 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 : 145,00 francs payable le 26 février 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 26 février 1996, soit 121,62 francs par obligation.

2. OAT 6,50 % avril 2011 de 2 000 francs. Jouissance du 25 avril 1995. Coupon annuel : 130,00 francs payable le 26 février de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2011.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1995 au 26 février 1996, soit 109,04 francs par obligation.

Pour ces deux tranches, règlement des fonds et cotation le 26 février 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 1^{er} février 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 2 février 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
106,08	2 700 000 000	2 700 000 000	106,08
106,06	4 500 000 000	7 200 000 000	106,07
106,04	3 050 000 000	10 250 000 000	106,06
106,02	4 450 000 000	14 700 000 000	106,05
106,00	2 085 000 000	16 785 000 000	106,04
106,00	4 865 000 000	21 650 000 000	106,03
105,98	1 700 000 000	23 350 000 000	106,03
105,96	2 100 000 000	25 450 000 000	106,02
105,94	1 000 000 000	26 450 000 000	106,02
105,90	1 250 000 000	27 700 000 000	106,01
105,80	2 000 000 000	29 700 000 000	106,00
Prix limite retenu : 106,00 % (taux de rendement : 6,42 %) Demandes servies à ce prix limite : 30,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 106,04 % (taux de rendement : 6,42 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 4 janvier 1996	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	17 790	16 785	- 1 005
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	6,68	6,42	- 0,26
– au prix moyen pondéré	6,68	6,42	- 0,26

OAT 6,50 % AVRIL 2011			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
97,94	250 000 000	250 000 000	97,94
97,92	250 000 000	500 000 000	97,93
97,90	700 000 000	1 200 000 000	97,91
97,86	650 000 000	1 850 000 000	97,89
97,84	350 000 000	2 200 000 000	97,89
97,82	1 000 000 000	3 200 000 000	97,87
97,80	2 650 000 000	5 850 000 000	97,84
97,78	800 000 000	6 650 000 000	97,83
97,76	2 350 000 000	9 000 000 000	97,81
97,74	1 050 000 000	10 050 000 000	97,80
97,72	250 000 000	10 300 000 000	97,80
97,70	1 000 000 000	11 300 000 000	97,79
97,68	150 000 000	11 450 000 000	97,79
97,66	100 000 000	11 550 000 000	97,79
97,64	300 000 000	11 850 000 000	97,79
97,60	300 000 000	12 150 000 000	97,78
97,50	500 000 000	12 650 000 000	97,77
Prix limite retenu : 97,80 % (taux de rendement : 6,73 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 97,84 % (taux de rendement : 6,73 %)			

– *Résultat global de l'adjudication
du 2 février 1996*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 1^{er} février 1996, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 759 millions de francs pour les offres d'avant séance et 931 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 22 635 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 24 325 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 7,25 % avril 2006	16 785	182	40	17 007
OAT 6,50 % avril 2011	5 850	577	891	7 318
Total.....	22 635	1690		24 325
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67				

Comité de la réglementation bancaire

Règlement n° 96-01 du Comité de la réglementation bancaire publié au Journal officiel du 28 février 1996

Arrêté portant homologation d'un règlement du Comité de la réglementation bancaire

– en date du 27 février 1996

Le ministre de l'Économie et des Finances,

Vu la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 modifiée relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, et notamment ses articles 8, 32 et 33 ;

Vu le décret n° 84-708 du 24 juillet 1984 pris en application de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, et notamment son article 2,

Arrête :

Article premier – Le règlement n° 96-01 du 23 février 1996 du Comité de la réglementation bancaire annexé au présent arrêté est homologué.

Article 2. – Le règlement n° 96-01 du 23 février 1996 est étendu, pour les dispositions qui les concernent, aux services financiers de La Poste, à la Caisse des dépôts et consignations et aux comptables du Trésor assurant un service de dépôts de fonds de particuliers.

Article 3. – Le présent arrêté et le règlement qui lui est annexé seront publiés au Journal officiel de la République française.

ANNEXE

Règlement n° 96-01 du 23 février 1996

modifiant le règlement n° 86-13 du 14 mai 1986 relatif à la rémunération des fonds reçus par les établissements de crédit

Le Comité de la réglementation bancaire,

Vu la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 modifiée relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment son article 33 ;

Vu le règlement n° 86-13 du 14 mai 1986 relatif à la rémunération des fonds reçus par les établissements de crédit, modifié par les règlements n° 89-12 du 22 décembre 1989, n° 92-03 du 17 février 1992 et n° 94-01 du 4 février 1994,

Décide :

Article premier – Les troisième et quatrième tirets de l'article 3 modifié du règlement n° 86-13 du 14 mai 1986 susvisé sont ainsi rédigés :

« – comptes sur livret ordinaire, premiers livrets des caisses d'épargne, comptes spéciaux sur livret du Crédit mutuel, livrets d'épargne institués au profit des travailleurs manuels, comptes pour le développement industriel : 3,5 % ;

« – comptes sur livret d'épargne populaire : 4,75 %. »

Article 2. – Le présent règlement entre en vigueur le 1^{er} mars 1996.

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 9 FÉVRIER 1996

- Arrêté du 31 janvier 1996 fixant la valeur du coupon à échéance du 21 février 1997 pour les obligations à taux révisable et à option d'échange de la deuxième tranche de l'emprunt d'État février 1985 TRA (code Sicovam n° 4 193).

JO DU 11 FÉVRIER 1996

- Décret n° 96-105 du 8 février 1996 fixant le taux de l'intérêt légal pour l'année 1996 (6,65 %).

JO DU 13 FÉVRIER 1996

- Arrêté du 7 février 1996 autorisant Électricité de France à prendre une participation dans le capital d'une société (Pechiney).

JO DU 15 FÉVRIER 1996

- Loi n° 96-109 du 14 février 1996 relative aux relations financières avec l'étranger en ce qui concerne les investissements étrangers en France.
- Décret n° 96-117 du 14 février 1996 modifiant le décret n° 89-938 du 29 décembre 1989 réglementant les relations financières avec l'étranger.
- Arrêté du 14 février 1996 portant fixation de certaines modalités d'application du décret n° 89-938 du 29 décembre 1989 modifié réglementant les relations financières avec l'étranger.

JO DU 16 FÉVRIER 1996

- Arrêté du 15 janvier 1996 relatif à la création de bons du Trésor en compte courant à taux fixe et intérêts annuels 5,75 % mars 2001.

JO DU 18 FÉVRIER 1996

- Arrêté du 31 janvier 1996 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de décembre 1995.

JO DU 22 FÉVRIER 1996

- Loi n° 96-126 du 21 février 1996 portant création d'un fonds paritaire d'intervention en faveur de l'emploi.

- Décret n° 96-137 du 20 février 1996 autorisant le transfert au secteur privé de la société Thomson SA.

JO DU 23 FÉVRIER 1996

- Loi constitutionnelle n° 96-138 du 22 février 1996 instituant les lois de financement de la sécurité sociale.

JO DU 28 FÉVRIER 1996

- Arrêté du 27 février 1996 portant homologation d'un règlement du Comité de la réglementation bancaire.

RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE SUR LES MARCHÉS DE PRODUITS DÉRIVÉS EN FRANCE

La Banque de France — direction de la Balance des paiements — a lancé en avril 1995 une enquête portant sur l'activité des marchés de produits dérivés auprès des principaux établissements bancaires de la place de Paris. Cette enquête s'inscrivait au sein d'un exercice coordonné mené sur vingt-six centres financiers sous l'égide de la Banque des règlements internationaux (BRI) et comportant deux volets : le premier relatif aux marchés de change (change au comptant, terme sec, *swaps* cambistes), le second sur les marchés dérivés (change, taux d'intérêt, actions et indices boursiers, matières premières). Le présent article analyse les résultats du volet concernant les produits dérivés¹.

PATRICK HAAS
*Direction de la Balance des paiements
Service des Capitaux monétaires extérieurs*

¹ Les résultats du volet « changes » ont été publiés dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 22 (octobre 1995).

- Les résultats de l'enquête sur la dimension des marchés ont mis en évidence :
 - un volume quotidien d'activité, exprimé en montants notionnels, de 145,6 milliards de dollars en avril 1995 sur les marchés dérivés de change et de taux d'intérêt, imputable pour une large part aux produits de taux d'intérêt (109 milliards de dollars) ;
 - des encours notionnels dans les livres des banques déclarantes d'un montant de 7 303,5 milliards de dollars à fin mars 1995, portant principalement sur les produits dérivés de taux d'intérêt de gré à gré (4 122,2 milliards de dollars), et sur marchés organisés (1 307,7 milliards de dollars), ainsi que sur les produits dérivés de change de gré à gré (1 595,3 milliards de dollars) ;
 - des valeurs brutes de marché des produits dérivés de gré à gré
 - une prépondérance des opérations interbancaires, avec 74,7 % du volume d'activité sur les dérivés de change et 68,6 % sur les dérivés de taux ; de 201,9 milliards de dollars à fin mars 1995, soit 3,4 % des encours notionnels correspondants (5 967,5 milliards de dollars sur les marchés de gré à gré).
- Les principaux résultats sur la structure des marchés montrent :
 - une concentration importante de l'activité ; les cinq premières banques réalisent 90 % des volumes sur les marchés dérivés de change,

les dix premières 80 % sur les marchés de taux d'intérêt ;

- une internationalisation forte des transactions plus marquée sur les changes, avec 76 % des opérations ayant des contreparties non résidentes, contre 47 % pour les dérivés de taux d'intérêt ;
- une activité faible des OPCVM sur les produits dérivés.

■ Les produits dérivés constituent un pôle de compétitivité de la place de Paris.

– Les marchés dérivés français, sur l'ensemble des produits et sur les marchés organisés et de gré à gré, se situent au quatrième rang mondial, avec 6,4 % de l'activité mondiale et enregistrent un volume de transactions sensiblement plus important sur les dérivés de taux d'intérêt que sur les produits de change.

– Les opérations contre francs représentaient 51,3 % de l'activité sur les marchés dérivés de change et 62,7 % des transactions sur les instruments de taux d'intérêt avaient pour sous-jacent des taux d'intérêt français.

■ L'enquête, dont les résultats ont fait, en France, l'objet d'une rétrocision individuelle aux participants, leur permettant de connaître leur part de marché sur les principaux produits, contribue à une meilleure transparence de ces marchés pour l'ensemble de la communauté financière nationale et internationale.

1. Cadre d'analyse

1.1. Origine et objectif de l'enquête

Les gouverneurs des banques centrales du groupe des Dix (G 10) ont adopté une recommandation du Comité permanent des euromonnaies¹ proposant de lancer une enquête, coordonnée au plan international par la Banque des règlements internationaux, s'adressant aux principaux intermédiaires sur les marchés dérivés.

L'objectif essentiel de cette enquête, conduite simultanément dans vingt-six pays, est de recueillir des données cohérentes et détaillées sur la dimension et la structure des marchés dérivés. Elle n'a pas pour objet d'obtenir des informations sur le profil de risque des agents qui y participent ni de vocation micro-prudentielle.

1.2. Champ et méthodologie de l'enquête

Différents marchés

L'enquête collecte des données par catégories de marché :

- les dérivés de change,
- les dérivés de taux d'intérêt,
- les dérivés d'actions et d'indices boursiers,
- les dérivés sur marchandises ou sur des matières premières (y compris l'or et les autres métaux précieux).

Un niveau de détail beaucoup plus fin a été demandé sur les marchés de change et de taux d'intérêt en raison de l'importance que leur accordent les banques centrales.

Trois moyens de mesure

– Le volume d'activité (*turnover*) réalisé durant le mois d'avril 1995. Les participants ont été interrogés sur leur volume d'activité brut, sur la base du lieu de transaction (*trade location*). Les montants recensés correspondent au cumul d'achats et de ventes, exprimés en contre-valeur dollars, des devises traitées, arrondie au million de dollars le plus proche.

– Les encours notionnels ou nominaux (*nominal or notional principal amounts outstanding*), inscrits dans les livres des banques déclarantes à fin mars 1995. La base de recensement pour les déclarations en encours (montants en encours notionnels et en valeur de marché brute) est le lieu de tenue du livre (*book location*) qui peut différer du lieu où ont été effectuées les transactions.

– Les valeurs brutes de marché (*gross market values*) des instruments de gré à gré à fin mars 1995. Les valeurs brutes de marché constituent une mesure statistique des risques, avant prise en compte des opérations de « *netting* » (compensation entre position débitrice et créditrice vis-à-vis d'une même contrepartie) et des garanties collatérales associées aux contrats. En ce qui concerne, par exemple, les *swaps* de taux d'intérêt, la valeur brute, positive ou négative, est le coût

¹ Cette recommandation fait suite au rapport du groupe Brockmeijer identifiant les besoins d'information des banques centrales sur les marchés dérivés. « Issues of Measurement Related to Market Size and Macroprudential Risks in Derivatives Markets » Banque des règlements internationaux (février 1995).

de remplacement du *swap* à fin mars 1995 en cas de défaillance de la contrepartie. La valeur des contrats d'option est la valeur de marché des contrats en cours à fin mars 1995, correspondant à la revalorisation de la prime initiale à sa valeur de marché fin mars.

Un vaste champ de produits

L'enquête couvre les produits suivants :

- contrats à terme de gré à gré (*forward*, FRA),
- contrats d'échange de gré à gré (*swaps*),
- options de gré à gré,
- autres produits de gré à gré,
- contrats de *futures* (sur marchés organisés),
- options sur marchés organisés.

Une distinction par type d'agent-contrepartie

Un partage a été opéré entre les transactions interbancaires, réalisées entre banques participant à l'enquête, les opérations avec les autres institutions financières ne participant pas à l'enquête (compagnies d'assurance, fonds de pensions, caisses de retraite, OPCVM) et les opérations avec la clientèle non financière (entreprises, administrations publiques, personnes physiques).

Pour chacune des trois contreparties retenues, une distinction entre résidents et non-résidents a été demandée, facilitant l'élimination des doubles comptabilisations à l'échelon de chaque place financière et le recouplement de l'ensemble des statistiques nationales pour l'agrégation mondiale effectuée par la Banque des règlements internationaux (BRI).

Les chiffres les plus significatifs sont des données « nettes » qui font l'objet d'un traitement statistique afin de neutraliser, au plan national et international, les doubles imputations résultant des transactions entre deux banques déclarantes.

1.3. Déroulement de l'enquête

Un effort important de communication et de pédagogie a été mis en œuvre par la Banque de France, en collaboration étroite avec l'association Forex-Trésoriers de banques, pour expliquer aux banques déclarantes les finalités et les modalités de l'enquête. Les participants ont reçu une note méthodologique et un glossaire des termes utilisés.

Au total, 94 établissements, dont toutes les banques ayant un volume d'activité important, ont répondu au questionnaire. Ce nombre élevé de réponses confère à l'enquête une très grande fiabilité quant à la représentativité de l'échantillon (95 %).

L'enquête sur le volume d'activité a porté sur les dix-neuf jours ouvrés du mois d'avril 1995. Sur la base de ces réponses, le volume d'affaires enregistré au mois d'avril peut être considéré comme représentatif d'une activité normale, le fonctionnement des marchés n'ayant pas été affecté par des événements exceptionnels au cours de la période.

2. La dimension des marchés de produits dérivés en France

2.1. Dimension globale

L'enquête fournit une évaluation complète et précise du volume d'activité en avril sur les marchés dérivés en France et de la taille des encours sur ces marchés à fin mars.

2.1.1. Des volumes d'activité importants

VOLUMES D'ACTIVITÉ QUOTIDIENS SUR LE MOIS D'AVRIL			
	(en milliards de dollars)		
	Dérivés de change	Dérivés de taux d'intérêt	Dérivés de change et de taux d'intérêt
Opérations de gré à gré	36,0	18,8	54,8
– Volumes d'activité bruts.....	41,0	25,0	66,0
– Ajustement des doubles imputations entre banques résidentes..	5,0	6,2	11,2
– Volumes d'activité nets des doubles imputations entre banques résidentes.....	36,0	18,8	54,8
Opérations sur marchés organisés.....	0,6	90,2	90,8
TOTAL.....	36,6	109,0	145,6

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : +33 (1) 42 92 40 95

Mise à jour le 30 janvier 1996

L'activité quotidienne recensée durant le mois d'avril auprès des banques déclarantes, mesurée en montants notionnels sous-jacents, s'élève à 145,6 milliards de dollars, après élimination des doubles imputations entre banques résidentes. Elle recense l'ensemble des transactions sur produits dérivés de change et sur produits dérivés de taux d'intérêt. Ce chiffre correspond toutefois à des montants sous-jacents aux échanges de contrats et non à des flux effectifs de paiement, ni à des risques de crédit encourus.

Sur le marché des dérivés¹ de change, le volume de transactions moyen des banques déclarantes est de 36,6 milliards de dollars. Ce niveau d'activité sur le marché des dérivés de change est supérieur de 44 % à celui recensé sur le marché du change au comptant en avril 1995 (25,4 milliards de dollars).

Sur le marché des dérivés de taux d'intérêt, l'activité a été près de trois fois supérieure à celle enregistrée sur les marchés de change, avec 109 milliards de dollars en données nettes quotidiennement traités en avril. Cette activité soutenue traduit le dynamisme et la grande liquidité sur les marchés organisés (90,2 milliards de dollars) qui supplantent largement les marchés de gré à gré en termes de volume d'activité (18,8 milliards).

¹ Les statistiques comprennent le terme sec, les *swaps* cambistes, les *swaps* à long terme de devise, les options et les *futures* de change.

2.1.2. Des encours notionnels élevés

ENCOURS NOMINAUX À FIN MARS					
	(en milliards de dollars)				
	Dérivés de change	Dérivés de taux d'intérêt	Dérivés sur actions et indices boursiers	Dérivés sur marchandises	Tous produits dérivés
Encours nominaux.....	1 729,8	6 207,5	260,3	14,0	8 211,6
Ajustement des doubles imputations entre banques résidentes.....	130,5	777,6	—	—	908,1
Encours nominaux nets des doubles imputations entre banques résidentes.....	1 599,3	5 429,9	260,3	14,0	7 303,5

Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : +33 (1) 42 92 40 95 Mise à jour le 30 janvier 1996

Les déclarations d'encours à fin mars 1995 comprennent les marchés dérivés de change et de taux d'intérêt, les marchés dérivés sur actions et indices boursiers et sur marchandises et matières premières.

Le montant des encours déclarés à la Banque de France sur l'ensemble des marchés dérivés s'élève à 7 303,5 milliards de dollars, après ajustement des doubles imputations entre banques résidentes. Ces masses notionnelles impressionnantes doivent toutefois être relativisées au regard des risques encourus mesurés par les valeurs de marché. Des encours recouvrent, en effet, un empilement d'opérations qui peuvent s'annuler ou se compenser et traduire la couverture par des produits dérivés d'éléments d'actif ou de passif dont le risque est ainsi neutralisé.

Le marché des dérivés de taux d'intérêt totalise 5 429,9 milliards de dollars d'encours à fin mars, ce qui représente 74,4 % des encours totaux recensés.

Sur les marchés dérivés de change, les banques résidentes ont déclaré 1 599,3 milliards de dollars, soit 21,9 % des encours globaux.

La taille des marchés dérivés sur actions ou indices boursiers et des marchés dérivés sur marchandises et matières premières est plus modeste. Les encours sur ces marchés s'élèvent respectivement à 260,3 milliards de dollars (3,5 % des encours globaux) et 14 milliards de dollars (0,2 % des encours globaux).

2.1.3. Des valeurs brutes de marché sensiblement plus modestes par rapport aux encours notionnels

VALEURS BRUTES DE MARCHÉ SUR PRODUITS DE GRÉ À GRÉ À FIN MARS (a)					
	(en milliards de dollars)				
	Dérivés de change	Dérivés de taux d'intérêt	Dérivés sur actions et indices boursiers	Dérivés sur marchandises	Tous produits dérivés de gré à gré
Valeurs brutes de marché	98,6	109,4	11,6	0,5	220,1
Ajustement des doubles imputations entre banques résidentes.....	5,8	12,4	—	—	18,2
Valeurs brutes de marché après ajustement...	92,8	97,0	11,6	0,5	201,9
Valeurs brutes de marché en pourcentage des encours notionnels.....	(5,8)	(2,4)	(4,9)	(4,1)	(3,4)

(a) Ce tableau cumule les valeurs brutes de marchés positives et négatives.

Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : +33 (1) 42 92 40 95 Mise à jour le 30 janvier 1996

Les valeurs brutes de marché correspondent à des actifs (valeurs brutes positives) ou à des dettes (valeurs brutes négatives) potentiels sur les contrats en cours valorisés à fin mars 1995. Elles fournissent une mesure statistique globale des risques sans prendre en compte les garanties collatérales ni les compensations entre positions de sens inverse vis-à-vis d'une même contrepartie, le risque effectif étant ainsi sensiblement moins élevé.

La mesure statistique du risque associé aux produits dérivés de gré à gré inscrits dans les livres des banques déclarantes atteint 201,9 milliards de dollars à fin mars 1995, soit 3,4 % de l'encours notionnel correspondant.

Des différences importantes de niveau de risque par rapport aux encours peuvent être observées selon le segment de marché considéré.

Selon ce critère de valeurs brutes, les segments où les valeurs de marché sont les plus importantes sont le marché des dérivés de change (5,8 % des encours), le marché des dérivés sur actions et indices boursiers (4,9 % des encours), le marché des dérivés sur marchandises ou matières premières (4,1 % des encours) et enfin, le marché des dérivés de taux d'intérêt avec des valeurs brutes de marché représentant seulement 2,4 % des encours.

2.1.4. Une quatrième place au plan mondial

PART DES MARCHÉS DÉRIVÉS FRANÇAIS DANS L'ENSEMBLE DE L'ACTIVITÉ DÉCLARÉE À LA BRI SUR LE MOIS D'AVRIL 1995					(en milliards de dollars)
	Opérations de gré à gré		Opérations sur marchés organisés		Tous produits dérivés
	Dérivés de change	Dérivés de taux d'intérêt	Dérivés de change	Dérivés de taux d'intérêt	
Volume déclaré par les banques résidentes en France.....	36	19	1	90	146
Volume total déclaré à la BRI.....	953	209	15	1 121	2 298
Part en pourcentage dans l'activité totale déclarée à la BRI.....	3,8	9,2	6,7	8,0	6,4
Rang au sein des pays déclarants.....	8	4	3	4	4

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : +33 (1) 42 92 40 95

Mise à jour le 30 janvier 1996

Sur la base des volumes recensés en avril, les marchés dérivés français (dérivés de change et de taux d'intérêt) se situent au quatrième rang mondial derrière le Royaume-Uni, le Japon et les États-Unis, avec 6,4 % de l'activité recensée par la BRI au plan mondial.

Les marchés dérivés de taux d'intérêt ont été relativement plus actifs que les marchés dérivés de change. Ainsi, au plan mondial, les marchés dérivés de taux d'intérêt français totalisent 9,2 % des opérations de gré à gré et 8,0 % des opérations sur marchés organisés durant le mois d'avril. Ces données confirment pleinement l'existence d'un pôle de compétitivité de la place de Paris sur les produits dérivés. Les banques françaises ont en effet développé une activité importante sur ces instruments et disposent ainsi d'équipes de professionnels étoffées et actives sur les principaux centres financiers mondiaux.

2.2. Résultats par segment de marché

L'enquête a permis un recensement des volumes d'activité en avril, des encours notionnels et des valeurs brutes de marché à fin mars par instrument dérivé. Les chiffres sont des données ajustées des doubles imputations entre banques résidentes.

2.2.1. Dérivés de change

Instruments	Volumes nets quotidiens d'activité sur avril	Encours nets à fin mars	Valeurs brutes de marché	
			en montant	en pourcentage des encours
			(en milliards de dollars)	
Opérations de gré à gré	36,0	1 595,3	92,8	5,8
– Terme sec et <i>swaps</i> cambistes.....	32,6	923,4	42,4	4,6
– <i>Swaps</i> de devises à long terme.....	0,3	228,6	34,8	15,2
– Options de change de gré à gré	3,1	441,4	15,4	3,5
– Autres	–	1,9	0,2	10,5
Opérations sur marchés organisés.....	0,6	4,0	(a)	(a)
– Options de change sur marchés organisés.....	0,4	3,3	(a)	(a)
– <i>Futures</i> de change.....	0,2	0,7	(a)	(a)
TOTAL.....	36,6	1 599,3	(a)	(a)

(a) Donnée non demandée dans l'enquête

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : +33 (1) 42 92 40 95

Mise à jour le 30 janvier 1996

2.2.1.1. Structure du marché des dérivés de change

Le marché des dérivés de change est naturellement dominé par les transactions de gré à gré qui représentent 98,4 % de l'activité d'avril et 99,7 % des encours à fin mars.

Les opérations de terme ferme (terme sec, *swaps* cambistes et *swaps* de devises) sont largement prépondérantes (89,9 % de l'activité sur avril, 72 % des encours à fin mars) parmi les différents instruments utilisés par les banques.

Les options de gré à gré et sur marchés organisés représentent plus d'un quart des encours notionnels à fin mars (27,8 %), mais seulement 9,6 % des volumes traités en avril. Les opérations sur marchés organisés n'ont qu'une part marginale de moins de 0,7 % de l'ensemble des opérations.

Les volumes d'activité et les encours notionnels sur *futures* de change sont très faibles (0,5 % de l'activité et 0,04 % des encours).

2.2.1.2. Répartition des valeurs brutes de marché par produit

Globalement, les valeurs brutes de marché des dérivés de change représentent 5,8 % des encours notionnels pour les opérations de gré à gré. Cependant, le risque encouru sur les dérivés de change varie fortement selon l'instrument utilisé.

Les valeurs de marché des options de change s'élèvent en moyenne à 3,5 % des encours notionnels sur options. En revanche, pour les *swaps* longs de devises les valeurs de marché représentent 15,2 % des encours. Ce niveau élevé s'explique, d'une part, par la durée des contrats et, d'autre part, par des écarts sensibles de cours de change entre la date d'origine des contrats et la date d'arrêté de l'enquête.

2.2.2. Dérivés de taux d'intérêt

VOLUMES ET EN COURS DES DÉRIVÉS DE TAUX D'INTÉRÊT EN AVRIL ET À FIN MARS 1995				
Instruments	Volumes nets quotidiens d'activité sur avril	Encours nets à fin mars	Valeurs brutes de marché	
			en montant	en pourcentage des encours
Opérations de gré à gré	18,8	4 122,2	97,0	2,4
– Accords de taux futurs.....	5,0	406,0	1,0	0,2
– <i>Swaps</i> de taux d'intérêt.....	12,5	2 995,1	82,7	2,8
– Options de taux de gré à gré	1,3	677,3	9,2	1,4
– Autres produits.....	–	43,8	4,1	9,4
Opérations sur marchés organisés	90,2	1 307,7	(a)	(a)
– <i>Futures</i> de taux d'intérêt	59,0	654,3	(a)	(a)
– Options de taux sur marchés organisés.....	31,2	653,4	(a)	(a)
TOTAL	109,0	5 429,9	(a)	(a)

(a) Donnée non demandée dans l'enquête

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : +33 (1) 42 92 40 95

Mise à jour le 30 janvier 1996

2.2.2.1. Structure du marché des dérivés de taux d'intérêt

Le volume quotidien d'activité sur les marchés dérivés de taux d'intérêt est marqué par la prépondérance des opérations sur les marchés organisés (90,2 milliards de dollars), par rapport aux marchés de gré à gré (18,8 milliards de dollars).

Par instrument, le produit le plus traité en gré à gré est le *swap* de taux d'intérêt (12,5 milliards de dollars), suivi des accords de taux futurs (5 milliards). Les instruments de taux d'intérêt en francs français sont les principaux produits négociés : 12,2 milliards de dollars sur 18,8 milliards (cf. annexe 2, tableau 5.2).

Sur les marchés organisés, la part des produits de taux en francs traités sur le Matif s'élève à 56,2 milliards de dollars, soit 62,3 % du total des opérations sur marchés organisés (cf. tableau 5.2).

La structure des marchés dérivés de taux par instrument comporte également des différences si l'on rapproche les flux en avril et les stocks à fin mars.

Durant le mois d'avril, les banques résidentes sont intervenues essentiellement sur les marchés organisés de dérivés de taux d'intérêt. Ces derniers ont constitué 82,7 % de l'activité totale traitée sur les dérivés de taux.

Cependant, à fin mars, plus des trois quarts des encours notionnels (75,9 %) concernent des contrats de gré à gré, du fait de l'importance des *swaps* qui représentent 72,6 % des encours des instruments de gré à gré. Par ailleurs, plus de la moitié des encours de *swaps* a une échéance restant à courir supérieure à un an.

Les banques sont très actives sur les *futures* de taux (54,1 % de l'activité sur marchés organisés), mais en termes d'encours à fin mars, cet instrument ne représentait que 12 % et n'était que le troisième

produit recensé. Ce décalage n'est pas anormal en raison de la brièveté de l'échéance des contrats et du comportement des opérateurs qui renouvellent fréquemment leurs positions.

Les options de taux d'intérêt ont une part comparable en termes de stocks et de volume. Les options de taux de gré à gré et sur marchés organisés sont le deuxième instrument le plus utilisé et totalisent 30 % de l'activité durant avril et 24,5 % des encours à fin mars.

Dans la catégorie des options de taux d'intérêt de gré à gré, les encours notionnels de 677,3 milliards de dollars à fin mars 1995 se répartissent par produit en *caps* (286,6 milliards), *floors* (156,6 milliards), *swaptions* (122 milliards) et autres instruments optionnels (112,1 milliards).

Les accords de taux futurs se situent à la dernière place des produits identifiés avec une part de 4,6 % de l'activité sur avril et de 7,5 % des encours notionnels à fin mars.

2.2.2.2. Répartition des valeurs brutes de marché par produit

Les valeurs brutes de marché (positives et négatives cumulées) sur les instruments dérivés de taux d'intérêt sont évaluées à 2,4 % des encours notionnels correspondants, soit une moyenne légèrement moins élevée que pour les autres produits.

Les *swaps* de taux d'intérêt font apparaître des valeurs brutes de marché à hauteur de 2,8 % des encours notionnels, correspondant à leur coût de remplacement.

La catégorie « autres produits », qui regroupe tous les instruments dérivés dits de « deuxième génération » non traditionnels, en particulier des *swaps* à fort effet de levier ou à structure complexe, représente 9,4 % des encours notionnels à fin mars et apparaît plus risquée selon le critère des valeurs brutes de marché.

2.2.3. Dérivés sur actions et indices boursiers et sur marchandises

ENCOURS DES DÉRIVÉS SUR ACTIONS ET INDICES BOURSIERS ET SUR MARCHANDISES						
Instruments	Part des instruments de dérivés sur actions et indices boursiers			Part des instruments de dérivés sur marchandises ou matières premières		
	Encours net à fin mars	Valeurs brutes de marché		Encours net à fin mars	Valeurs brutes de marché	
		en montant	en pourcentage		en montant	en pourcentage
Opérations de gré à gré	239,1	11,6	4,9	10,9	0,5	4,6
– Terme ferme (<i>forward</i> et <i>swap</i>)	6,2	0,5	8,1	5,1	0,2	3,9
– <i>Warrants</i> et options de gré à gré	232,9	11,1	4,8	5,8	0,3	5,2
Opérations sur marchés organisés.....	21,2	(a)	(a)	3,1	(a)	(a)
– <i>Futures</i> sur marchés organisés.....	1,8	(a)	(a)	2,1	(a)	(a)
– Options sur marchés organisés.....	19,4	(a)	(a)	1,0	(a)	(a)
TOTAL.....	260,3	(a)	(a)	14,0	(a)	(a)
(a) Donnée non demandée dans l'enquête						
Source et réalisation :	Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : +33 (1) 42 92 40 95					
	Mise à jour le 30 janvier 1996					

Pour ces deux compartiments de marché, l'enquête n'a recensé que les encours notionnels et les valeurs brutes de marché des banques déclarantes à fin mars.

Le recensement bancaire des dérivés sur actions ou indices boursiers se caractérise par un très fort pourcentage d'opérations traitées de gré à gré (91,9 % des encours à fin mars).

La structure par instrument du marché des dérivés sur actions et indices boursiers est contrastée. Les warrants et options (de gré à gré et sur marchés organisés) dominent largement ce marché et représentent à fin mars 252,3 milliards de dollars, soit 96,9 % des encours globaux.

S'agissant des contrats en cours des banques sur le marché des dérivés sur marchandises ou matières premières, les marchés de gré à gré sont prépondérants à fin mars avec 77,9 % des encours. Les opérations sur marchés organisés représentent 22,1 % des opérations globales.

La répartition par produit du marché des dérivés sur marchandises ou matières premières est assez équilibrée. Les options, produits les plus activement négociés, représentent en effet moins de la moitié des encours (48,6 %). Le terme ferme est le deuxième instrument traité sur ces marchés, avec 36,4 % des encours, et les *futures* constituent également une part non négligeable des encours (15 % du total).

Les contrats sur or représentent plus de 50 % de l'ensemble des encours déclarés, tous instruments dérivés confondus, sur ce segment de marché.

3. La structure des marchés par devises sous-jacentes et par contreparties

Une répartition des opérations de gré à gré selon la nature des contreparties permet, tout d'abord, de connaître les principales catégories d'agents intervenant sur chaque marché avec les banques déclarantes, ensuite, de mesurer l'internationalisation des marchés dérivés, grâce à l'identification des contreparties selon un critère de résidence. Enfin, les données ayant été déclarées par chaque établissement, la Banque de France a calculé la concentration sur chaque marché dérivé et le classement des principaux intervenants bancaires.

3.1. Structure des marchés dérivés en fonction des sous-jacents traités

3.1.1. Principales devises traitées sur le marché des dérivés de change

La répartition de l'activité et des encours selon les sous-jacents utilisés permet d'évaluer le poids respectif des principaux couples de devises¹, taux d'intérêt et indices boursiers traités sur le marché des dérivés.

VOLUMES D'ACTIVITÉ QUOTIDIENS SUR LE MOIS D'AVRIL SUR LES MARCHÉS DE DÉRIVÉS DE CHANGE (gré à gré et marchés organisés)			
	(en milliards de dollars)		
	Total par monnaies individuelles	Ventilation par couples de monnaies	Part de la devise en pourcentage (a) de l'activité globale
Total USD	32,2	15,5	42,3
dont : USD/FRF		5,7	15,6
USD/DEM		4,5	12,3
USD/JPY		6,5	17,8
USD/Autres devises			
Total FRF	18,8	15,5	42,3
dont : FRF/USD		1,7	4,6
FRF/DEM		1,6	4,4
FRF/Autres devises			
Total DEM	8,3	5,7	15,6
dont : DEM/USD		1,7	4,6
DEM/FRF		0,9	2,5
DEM/Autres devises			
Somme des autres devises	13,9	13,9	38,0
Total (en double) (a)	73,2	73,2	200,0
TOTAL GÉNÉRAL	36,6	36,6	100,0
(a) Par construction, chaque monnaie individuelle est décomptée deux fois dans le total des monnaies.			
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : +33 (1) 42 92 40 95			Mise à jour le 30 janvier 1996

¹ Dans la suite du présent article, les devises sont désignées par leur code ISO, à savoir : DEM : deutschmark ; FRF : franc français ; JPY : yen ; USD : dollar américain.

Signe de l'internationalisation financière des banques françaises et de l'intégration des marchés de capitaux dans le monde, les marchés dérivés de change sont très largement globalisés.

Le trait marquant en ce qui concerne l'activité sur les marchés dérivés de change est la très nette prédominance des opérations contre dollars. En effet, les opérations contre francs ont représenté 51,3 % de l'activité globale et les opérations contre dollars 88 % de l'activité, y compris le couple USD/FRF. En revanche, sur le change au comptant, les opérations contre francs représentaient 60 % de l'activité totale. Cette différence de structure traduit une internationalisation plus forte des marchés dérivés de change par rapport au marché au comptant.

Contrairement à l'activité contre francs ou contre deutschemarks, l'activité contre dollars a été répartie sur plusieurs couples principaux. En effet, durant avril, le couple FRF/USD a représenté 42,3 % du total, le couple USD/DEM, 15,6% et le couple USD/JPY, 12,3 %.

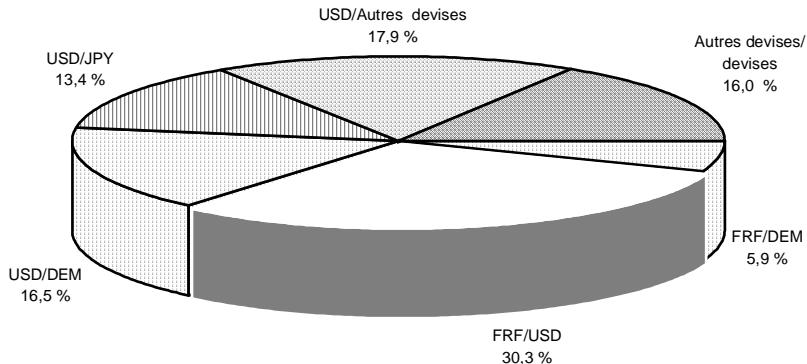
Au sein de l'activité contre francs, les deux principaux couples (USD/FRF et DEM/FRF) représentent quant à eux 91,5 % de l'activité contre francs.

Les opérations contre deutschemarks ont composé 22,7 % de l'activité globale. Elles ont porté essentiellement sur deux couples : DEM/USD et DEM/FRF.

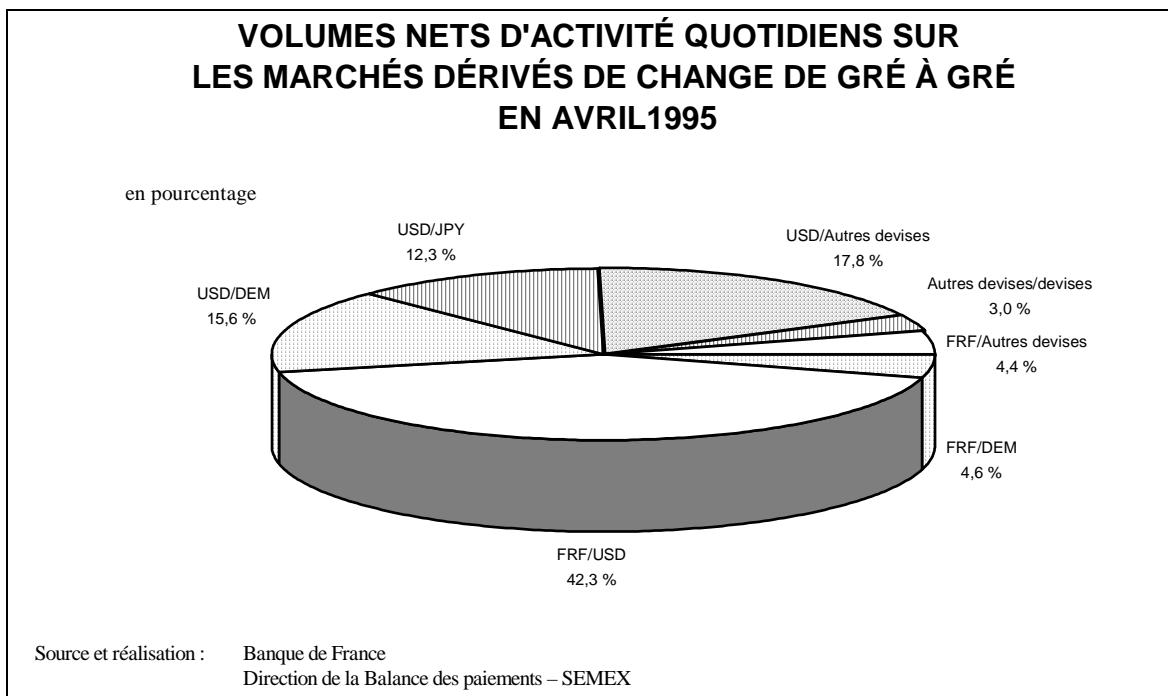
Principaux couples de devises en encours

ENCOURS NOTIONNELS SUR LES MARCHÉS DE DÉRIVÉS DE CHANGE DE GRÉ À GRÉ À FIN MARS 1995

en pourcentage



Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX

Principaux couples de devises en volume

Le couple FRF/USD est le premier traité en termes d'encours notionnels, il totalise 30,3 % des encours de gré à gré à fin mars et 42,3 % de l'activité d'avril. Le couple USD/DEM regroupe 15,6 % de l'activité sur avril et 16,5 % des encours à fin mars. Enfin, le couple USD/JPY représente 12,3 % de l'activité et 13,4 % des encours à fin mars.

Les couples traités par les banques déclarantes sur les marchés dérivés de change sont très différents des couples traités sur le marché au comptant¹. En effet, le couple FRF/DEM a largement dominé l'activité au comptant durant avril, ayant concentré 46,2 % des opérations globales. Le couple FRF/USD qui domine les opérations sur produits dérivés n'a réalisé que 10,5 % de l'activité au comptant, derrière le couple USD/DEM (18,2 % de l'activité).

3.1.2. Principaux taux d'intérêt sous-jacents traités sur le marché des dérivés de taux d'intérêt

La répartition des opérations sur dérivés de taux en fonction des taux d'intérêt sous-jacents traités concerne tous les instruments recensés sur les marchés de gré à gré et sur les marchés organisés.

Quatre groupes de taux d'intérêt ont été recensés : les taux d'intérêt français, américains, allemands et japonais.

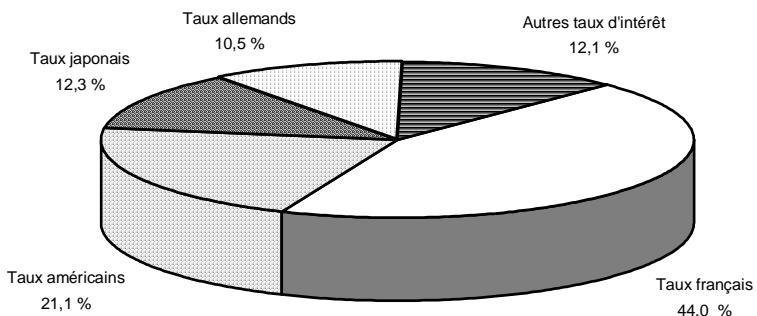
¹ Les données concernant l'activité au comptant en avril ont été recensées dans le volet « changes » publié dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 22 (octobre 1995).

Répartition par taux d'intérêt sous-jacents en encours

**ENCOURS NOTIONNELS DES PRODUITS DÉRIVÉS
DE TAUX D'INTÉRÊT À FIN MARS 1995**

(gré à gré et marchés organisés)

en pourcentage

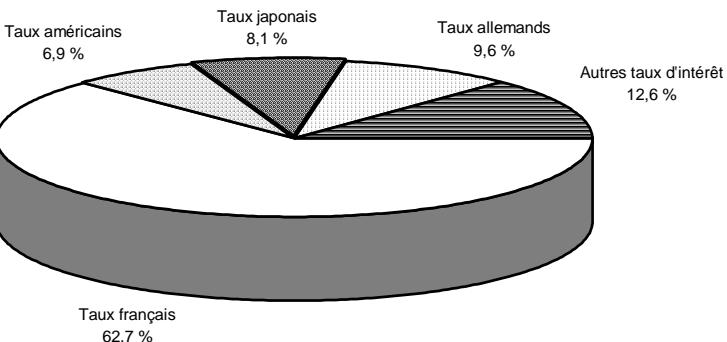


Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX

Répartition par taux d'intérêt sous-jacents en volume

**VOLUME D'ACTIVITÉ QUOTIDIENS
DE PRODUITS DÉRIVÉS DE TAUX D'INTÉRÊT**
(gré à gré et marchés organisés)

en pourcentage



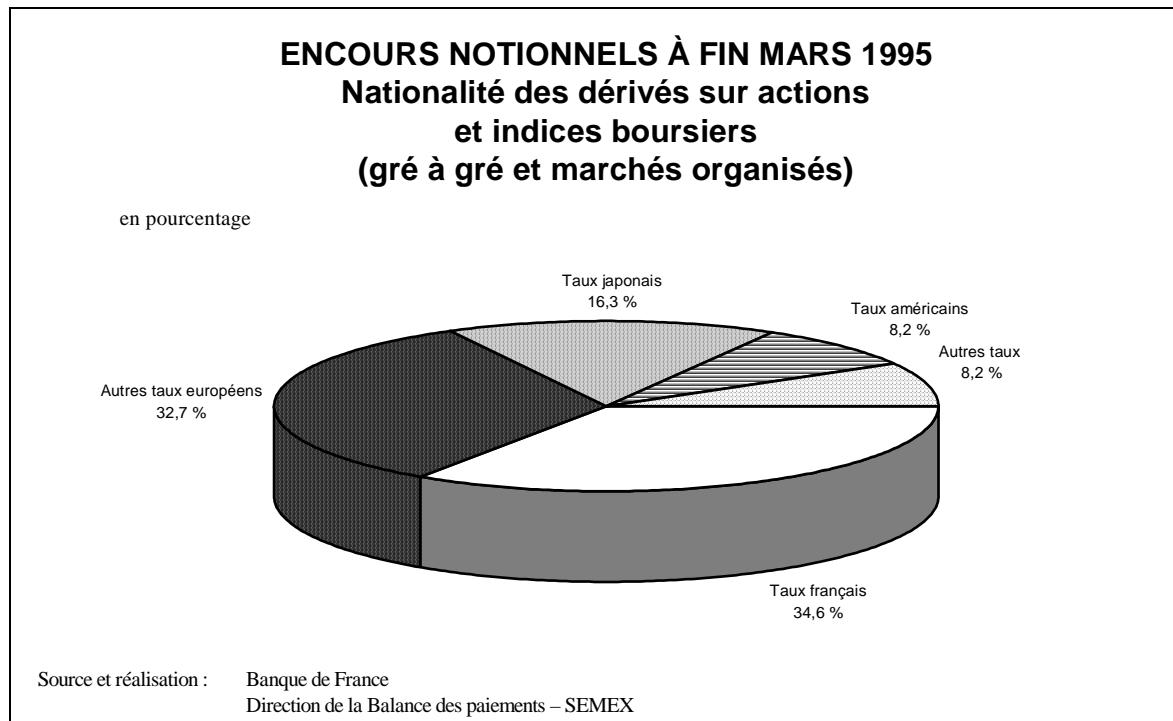
Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX

Les quatre taux d'intérêt identifiés par l'enquête représentent 87,4 % des volumes sous-jacents traités durant avril et 87,9 % des encours à fin mars.

En termes d'encours notionnels à fin mars, plus de la moitié des opérations (56 %) a été réalisée sur des taux d'intérêt étrangers. En ce qui concerne le volume des transactions en avril, la structure est différente puisque les taux d'intérêt français ont représenté 62,7 % de l'activité sur dérivés de taux, contre 44,0 % en encours à fin mars.

Les produits sur taux d'intérêt allemands représentent 10,5 % des encours à fin mars et 9,6 % de l'activité en avril. En termes d'encours à fin mars, les dérivés sur taux japonais sont plus importants que les dérivés sur taux allemands (12,3 %, contre 10,5 % des encours globaux). Cependant, en avril, une part plus élevée de l'activité s'est effectuée sur les dérivés de taux allemands (9,6 %, contre 8,1 % pour les taux japonais).

3.1.3. Nationalité des principaux sous-jacents sur le marché des dérivés sur actions et indices boursiers



Les quatre groupes de sous-jacents recensés sur le marché des dérivés sur actions et indices boursiers (titres français, européens, américains et japonais) regroupent 91,8 % des encours sur ce marché à fin mars 1995.

Les actions et indices français sont le premier groupe de dérivés traités par les banques déclarantes, avec 34,6 % des encours globaux à fin mars. Les autres indices européens atteignent 32,7 %, si bien que la somme des dérivés d'indices français et européens représente plus des deux tiers de l'encours total.

À fin mars, les dérivés sur sous-jacents japonais (16,3 % des encours) sont deux fois plus traités que les dérivés sur sous-jacents américains (8,2 % des encours).

3.2. Les contreparties des banques déclarantes en France

Les banques participant à l'enquête ont réparti toutes leurs opérations de gré à gré en fonction du type de leur contrepartie. Ainsi sont distingués :

– les déclarants, qui sont toutes les autres banques, en France ou à l'étranger, ayant participé à l'enquête « change-produits dérivés »,

– les autres agents financiers, qui sont toutes les institutions financières n'ayant pas participé à l'enquête (compagnies d'assurance, caisses de retraite, fonds de pension, OPCVM, fonds spéculatifs, autres banques non déclarantes),

– les agents non financiers (entreprises, administrations publiques, personnes physiques).

Pour chacune de ces catégories, sont distingués les agents résidents et les agents non résidents.

3.2.1. Par type de contrepartie

	RÉPARTITION DES OPÉRATIONS DE GRÉ À GRÉ PAR CONTREPARTIE				(part en pourcentage)	
	Dérivés de change		Dérivés de taux d'intérêt			
	Activité sur avril	Encours à fin mars	Activité sur avril	Encours à fin mars		
Déclarants interbancaires	74,7	62,8	68,6	65,8		
– Résidents.....	13,9	8,2	33,0	18,9		
– Non-résidents	60,8	54,6	35,6	46,9		
Autres agents financiers	11,7	19,6	14,9	17,4		
– Résidents.....	2,5	3,4	10,6	7,1		
– Non-résidents	9,2	16,2	4,3	10,3		
Agents non financiers	13,6	17,6	16,5	16,8		
– Résidents.....	7,5	6,9	9,6	5,9		
– Non-résidents	6,1	10,7	6,9	10,9		
TOTAL NET	100,0	100,0	100,0	100,0		
Source et réalisation :	Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : +33 (1) 42 92 40 95				Mise à jour le 30 janvier 1996	

Sur les marchés dérivés de change comme sur les marchés dérivés de taux d'intérêt plus de 80 % des opérations sont traitées avec des agents financiers.

S'agissant du marché des dérivés de change, 86,4 % de l'activité durant avril et 82,4 % des encours à fin mars déclarés par les banques résidentes ont été traités avec des agents financiers.

Sur les marchés de dérivés de taux d'intérêt, 83,5 % et 83,2 % des opérations respectivement durant avril et à fin mars ont eu pour contrepartie un agent financier.

Le pourcentage élevé des opérations réalisées avec des déclarants interbancaires (résidents ou non-résidents) témoigne de la bonne représentativité de l'échantillon choisi pour l'enquête. Il convient de souligner que le poids des opérations interbancaires constitue également une condition *sine qua non* de la liquidité sur les principales lignes de produits.

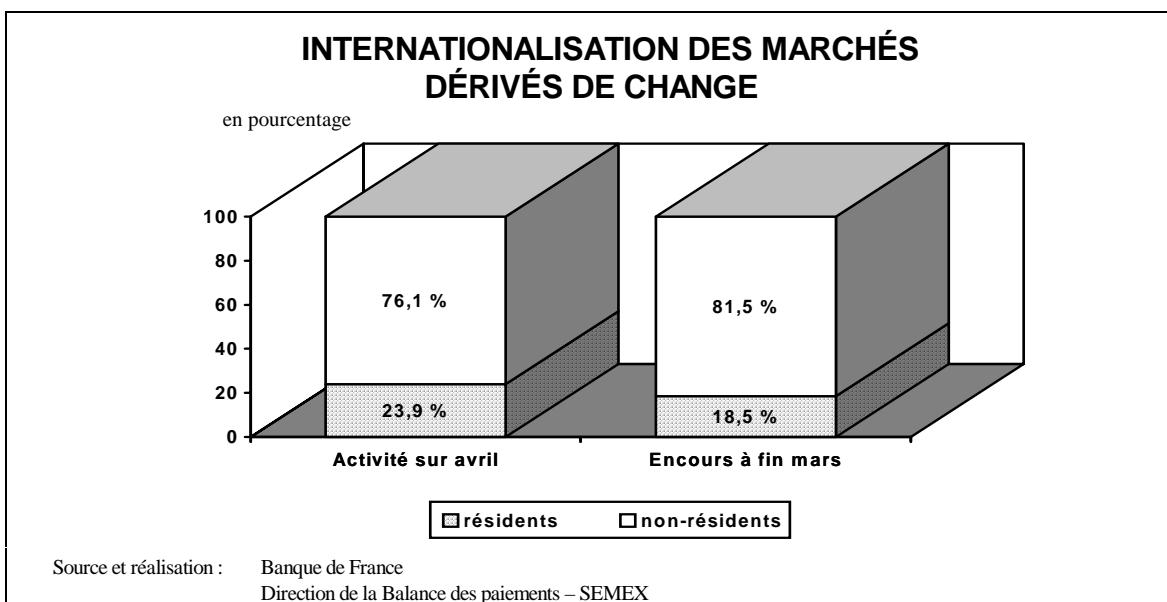
Au-delà de la prépondérance de ces opérations entre déclarants interbancaires, on peut noter l'importance des encours avec les autres agents financiers, près de 20 % pour les dérivés de change et 17,4 % pour les dérivés de taux qui sont souvent des utilisateurs finals de produits dérivés. La part des agents non financiers est proche en termes d'encours (17,6 % sur les dérivés de change et 16,8 % sur les

taux d'intérêt) mais plus élevée en termes d'activité (13,6 %, contre 11,7 % sur les dérivés de change, 16,5 %, contre 14,9 % sur les taux d'intérêt) que celle des autres agents financiers.

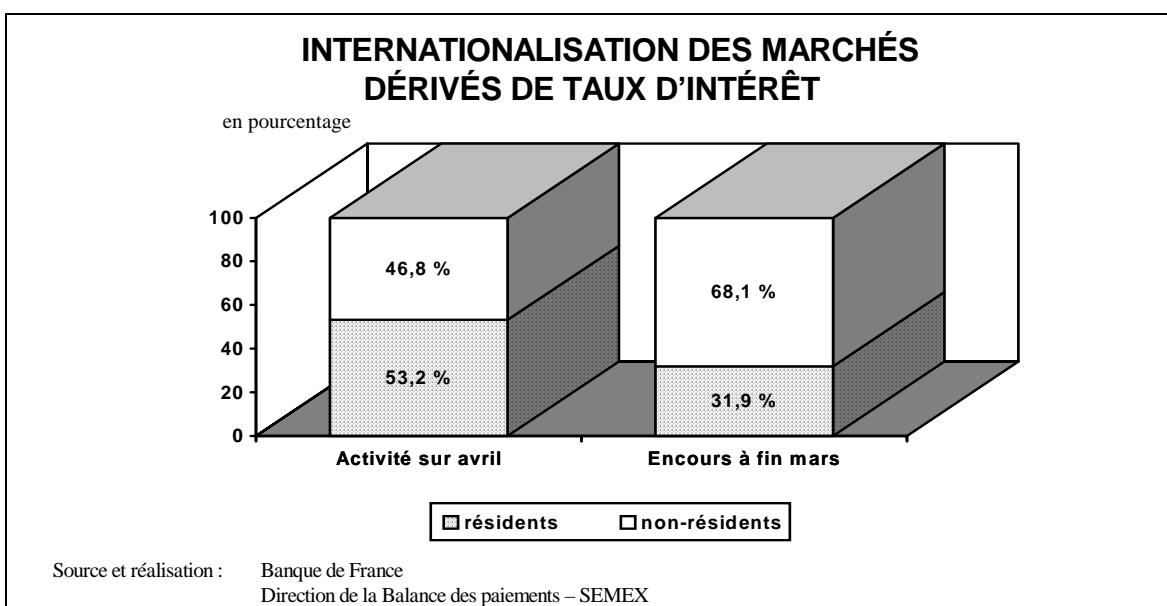
3.2.2. Répartition selon le critère de résidence des contreparties

Les marchés dérivés sont globalisés. Sur les dérivés de change, les banques déclarantes en France ont effectué 76,1 % de leur activité durant avril et 81,5 % de leurs encours à fin mars avec des agents non résidents. Cette donnée peut s'expliquer, pour partie, par la détention par des non-résidents de titres français, et, plus largement, par l'internationalisation des portefeuilles-titres couverts en change.

Poids des non-résidents sur les marchés dérivés de change



Poids des non-résidents sur les marchés dérivés de taux



Les transactions sur les marchés dérivés de taux d'intérêt sont sensiblement moins internationalisées que les marchés de change en avril, moins de 50 % des transactions ont eu lieu avec des contreparties non résidentes. Cependant, en termes d'encours à fin mars, les montants en compte avec des agents non résidents s'élèvent à 68,1 % des encours totaux.

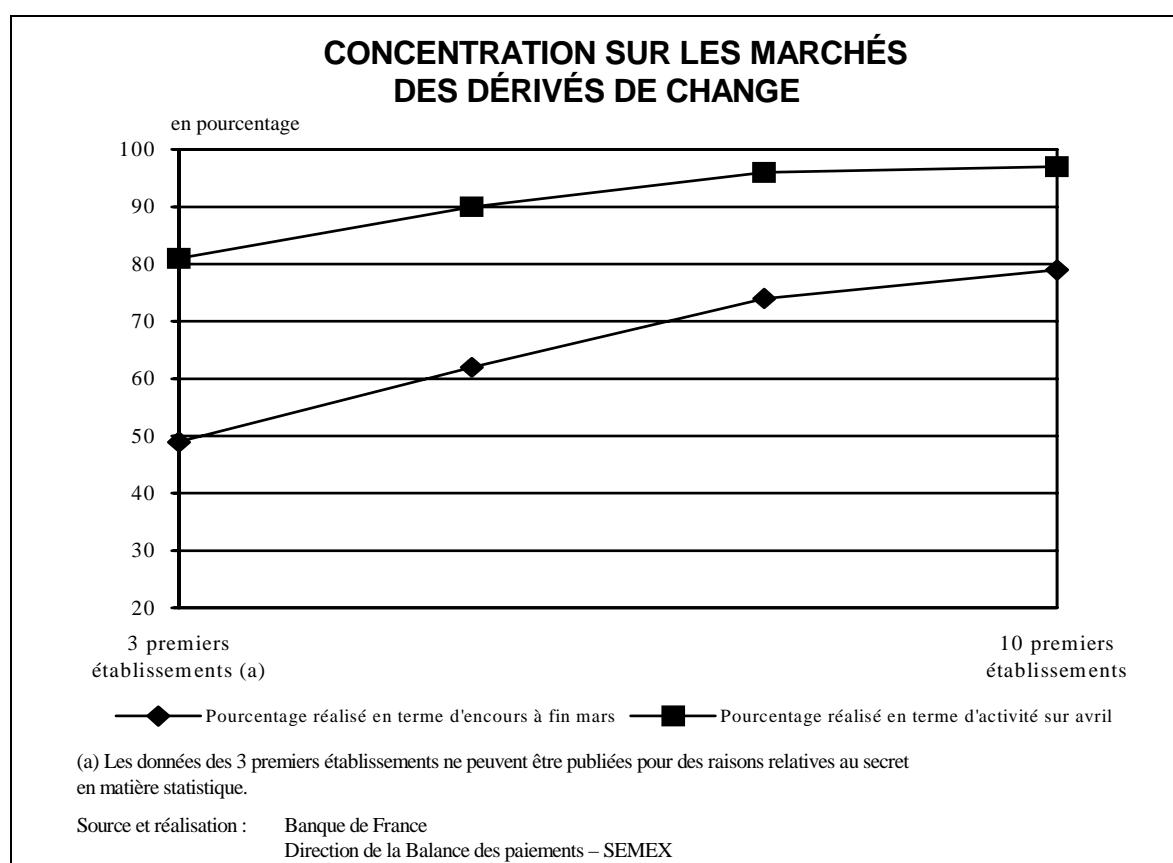
Ainsi, en additionnant les dérivés de change et les dérivés de taux d'intérêt, les contreparties non résidentes sont nettement majoritaires. Elles représentent 66,1 % de l'activité sur avril et 71,8 % des encours à fin mars.

4. Des marchés fortement concentrés

La concentration de l'activité est fortement marquée, caractéristique que l'on retrouve dans les principaux centres financiers en raison d'un niveau élevé d'investissement nécessaire pour développer une part de marché sur ces activités particulièrement exposées à la concurrence sur les produits standardisés.

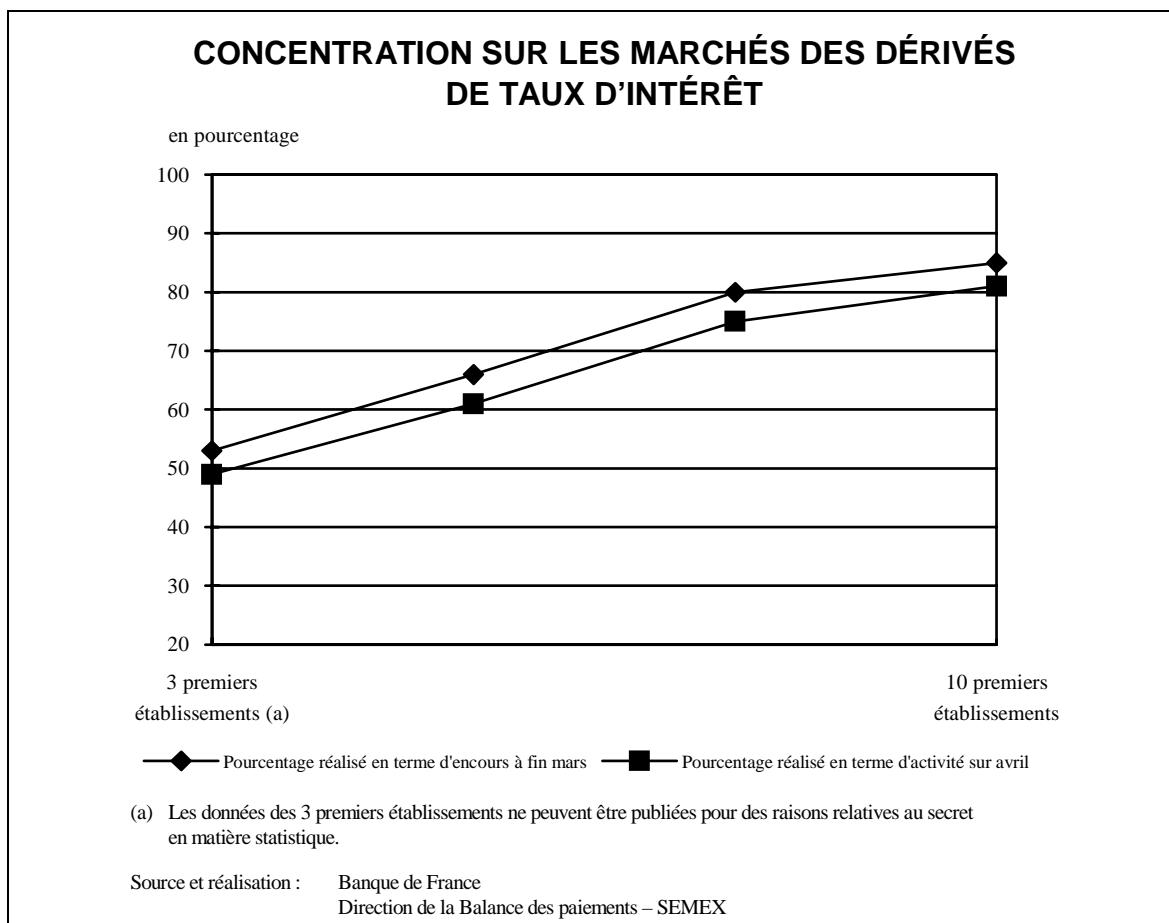
Les données utilisées pour la construction des graphiques ci-dessous sont des données brutes. Les ajustements concernant les doubles imputations entre banques déclarantes n'ont pas été effectués afin de ne pas pénaliser dans leur classement les banques traitant essentiellement avec d'autres déclarants résidents.

4.1. Marchés dérivés de change



En France, sur 94 banques qui ont répondu à l'enquête « change-produits dérivés », cinq établissements ont réalisé 90 % de l'activité durant avril (81 %) et 13 banques totalisent 90 % des encours à fin mars.

4.2. Marchés dérivés de taux d'intérêt



Le marché des dérivés de taux d'intérêt est également un marché concentré mais légèrement moins que celui des dérivés de change. Sur 94 banques déclarantes, les 10 premières réalisent plus de 80 % des opérations (81 % des transactions en avril et 85 % des encours à fin mars).

5. Les OPCVM ont une activité faible sur les produits dérivés

5.1. Une enquête OPCVM a été lancée

En complément de cette enquête internationale auprès des banques, la Banque de France a lancé une enquête spécifique auprès des OPCVM. Celle-ci, en harmonie avec la méthodologie de la BRI, avait pour objet d'apprécier l'activité des OPCVM sur les marchés dérivés et de change. L'enquête a été menée en étroite collaboration avec l'Association des sociétés et fonds français d'investissements (ASFFI) qui a assuré le relais institutionnel et administratif entre la Banque et les OPCVM déclarants.

Cette enquête était destinée :

- aux OPCVM ayant recours à des produits dérivés et dont l'actif net était supérieur à 500 millions de francs pour les OPCVM à vocation générale,
- aux OPCVM dédiés (Fonds commun d'intervention sur les marchés à terme).

Au total, 18 sociétés de gestion ont répondu à l'enquête et l'actif net géré par ces déclarants s'élevait à 1 102,4 milliards de francs au 31 mars 1995.

5.2. Les principaux résultats font apparaître une activité modeste

– L'activité est fortement concentrée sur un petit nombre d'organismes gestionnaires d'OPCVM. Les cinq premières sociétés de gestion (sur 18 organismes interrogés) réalisent à elles seules plus des trois quarts des opérations (76 % des encours et 79,1 % de l'activité).

– Le chiffre d'affaires quotidien des OPCVM durant le mois d'avril 1995 sur les opérations de change et les produits dérivés de change et de taux est de 18,5 milliards de francs. L'activité « change » des OPCVM ne représente que 0,6 % du volume des transactions déclarées par les banques. Les encours déclarés par les OPCVM à fin mars 1995 sur les marchés des dérivés de change, de taux et d'indices boursiers s'élèvent à 506,1 milliards de francs.

– Les OPCVM interviennent essentiellement sur le marché des dérivés de taux d'intérêt (86,9 % de l'activité recensée en avril et 83,4 % des encours à fin mars se situent sur ce marché). Les trois principaux produits utilisés sont les *swaps* de taux d'intérêt de gré à gré, les contrats de *futures* de taux sur marchés organisés (Matif notionnel et Pibor), les contrats d'options de taux sur marchés organisés (Matif).

Les opérations sur le change et les dérivés de change représentent 13,1 % de l'activité et 15,5 % des encours. Les déclarations des OPCVM relatives aux dérivés sur actions et indices boursiers sont faibles et ne totalisent que 1 % des encours à fin mars.

– Les OPCVM réalisent la quasi-totalité de leurs opérations sur le change contre francs (99,2 % de l'activité et 98,8 % des encours). Sur les dérivés de taux d'intérêt, l'activité en francs est aussi largement prépondérante (87,3 % de l'activité et 83,8 % des encours).

La Banque de France a procédé à une rétrocession individuelle aux participants de l'enquête, leur permettant d'évaluer leur part de marché sur les principaux produits.

Les données résultants de l'enquête tant au plan national qu'au plan international sont particulièrement riches d'informations sur les marchés de gré à gré et contribuent à une meilleure transparence sur ces marchés.

ANNEXE 1

**RÉFÉRENCES ET PUBLICATIONS DE LA BANQUE DE FRANCE
SUR LES MARCHÉS DÉRIVÉS ET DE CHANGE**

- *Bulletin de la Banque de France n° 2* (février 1994)
« Les marchés de produits dérivés en France »
- *Bulletin de la Banque de France n° 14* (février 1995)
« Implications macro-économiques et de politique monétaire du développement des marchés dérivés »
- *Bulletin de la Banque de France n° 22* (octobre 1995)
« L'activité des marchés de change de Paris – Résultats de l'enquête d'avril 1995 »
- *Communiqué de presse de la Banque de France* (19 septembre 1995)
« Résultats de l'enquête change de Paris »
- *Communiqué de presse de la Banque de France* (19 décembre 1995)
« Résultats de l'enquête sur les marchés de produits dérivés en France »

ANNEXE 2

**ENCOURS NOTIONNELS ET VALEURS DE MARCHÉ BRUTES
SUR LES MARCHÉS DÉRIVÉS
PAR CATÉGORIE DE RISQUE DE MARCHÉ
(fin mars 1995)**

Tableau 1.1

	OPÉRATIONS DE GRÉ À GRÉ							
	Dérivés de change		Dérivés de taux d'intérêt		Dérivés sur actions et indices boursiers		Dérivés sur marchandises ou matières premières	
	Montant notionnel	Valeur de marché brute	Montant notionnel	Valeur de marché brute	Montant notionnel	Valeur de marché brute	Montant notionnel	Valeur de marché brute
ENCOURS NOTIONNEL BRUT.....	1 725,8	98,6	4 899,8	109,4	239,1	11,6	10,9	0,5
Ajustement des doubles imputations entre banques résidentes.....	130,5	5,8	777,6	12,4	—	—	—	—
Encours total net des doubles imputations entre banques résidentes.....	1 595,3	92,8	4 122,2	97,0	—	—	—	—
– avec les déclarants résidents.....	130,6	5,1	777,8	12,9	—	—	—	—
– avec les déclarants non résidents.....	870,7	46,6	1 933,3	47,5	—	—	—	—
– avec d'autres contreparties.....	594,0	41,1	1 411,1	36,6	—	—	—	—

Tableau 1.2

	OPÉRATIONS SUR LES MARCHÉS ORGANISÉS DES BANQUES AYANT PARTICIPÉ À L'ENQUÊTE				
	Dérivés de change	Dérivés de taux d'intérêt	Dérivés sur actions et indices boursiers	Dérivés sur marchandises ou matières premières	
Encours notionnels.....	4,0	1 307,7	21,2	3,1	

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : +33 (1) 42 92 40 95

Mise à jour le 30 janvier 1996

ANNEXE 2 (suite)

**ENCOURS NOTIONNELS ET VALEURS DE MARCHÉ BRUTES
SUR LES MARCHÉS DÉRIVÉS
PAR INSTRUMENT ET PAR SOUS-JACENT
(fin mars 1995)**

Tableau 2.1

OPÉRATIONS DE GRÉ A GRÉ					<i>(en milliards de dollars)</i>
	Encours notionnel		Valeur de marché brute		Valeur de marché brute en pourcentage des encours
	Montant	Pourcentage	Montant	Pourcentage	
	1 595,3	100,0	92,8	100,0	5,8
Dérivés de change.....					
– Terme sec et <i>swaps</i> cambistes.....	923,4	57,9	42,4	45,7	4,6
– <i>Swaps</i> de devises à long terme.....	228,6	14,3	34,8	37,5	15,2
– Options de gré à gré.....	441,4	27,7	15,4	16,6	3,5
– Autres produits.....	1,9	0,1	0,2	0,2	<i>ns</i>
Dérivés de taux d'intérêt	4 122,2	100,0	97,0	100,0	2,4
– Accords de taux futur.....	406,0	9,8	1,0	1,0	0,2
– <i>Swaps</i> de taux d'intérêt.....	2 995,1	72,7	82,7	85,3	2,8
– Options de gré à gré.....	677,3	16,4	9,2	9,5	1,4
– Autres produits.....	43,8	1,1	4,1	4,2	<i>ns</i>
Dérivés sur actions et indices boursiers.....	239,1	100,0	11,6	100,0	4,9
– Terme et <i>swaps</i>	6,2	2,6	0,5	4,3	8,1
– Options de gré à gré	232,9	97,4	11,1	95,7	4,8
Dérivés sur marchandises ou matières premières	10,9	100,0	0,5	100,0	4,6
TOTAL	5 967,5		201,9		3,4

Tableau 2.2

OPÉRATIONS SUR MARCHÉS ORGANISÉS		
	Encours notionnel	
	Montant	Pourcentage
Dérivés de change.....		
– <i>Futures</i> sur marchés organisés.....	4,0	100,0
– Options sur marchés organisés.....	0,7	17,5
	3,3	82,5
Dérivés de taux d'intérêt	1 307,7	100,0
– <i>Futures</i> sur marchés organisés.....	654,3	50,0
– Options sur marchés organisés.....	653,4	50,0
Dérivés sur actions et indices boursiers	21,2	100,0
– <i>Futures</i> sur marchés organisés.....	1,8	8,5
– Options sur marchés organisés.....	19,4	91,5
Dérivés sur marchandises ou matières premières	3,1	100,0
TOTAL	1 336,0	

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : +33 (1) 42 92 40 95

Mise à jour le 30 janvier 1996

ANNEXE 2 (suite)

**ENCOURS NOTIONNELS SUR LES MARCHÉS DÉRIVÉS
RÉPARTIS PAR MONNAIE
(fin mars 1995)**

Tableau 3.1

Risque de marché	PAR MARCHÉ			
	Opérations de gré à gré		Opérations sur marchés organisés	
	Montant	Pourcentage	Montant	Pourcentage
Dérivés de change.....	1 595,3	100,0	4,0	100,0
– USD/FRF.....	482,2	30,3	0,3	7,5
– USD/DEM.....	262,4	16,5	2,4	60,0
– USD/JPY.....	214,1	13,4	1,1	27,5
– USD/Monnaies autres que DEM, JPY et FRF.....	286,0	17,9	0,2	5,0
– DEM/FRF.....	94,4	5,9	–	–
– DEM/JPY.....	21,9	1,4	–	–
– DEM/Monnaies autres que USD, JPY et FRF.....	72,7	4,5	–	–
– JPY/Monnaies autres que USD et DEM.....	53,3	3,3	–	–
– Autres couples de monnaies.....	108,3	6,8	–	–
Dérivés de taux d'intérêt	4 122,2	100,0	1307,7	100,0
– Taux d'intérêt français	1 903,0	46,2	485,8	37,2
– Taux d'intérêt américains.....	645,9	15,7	498,2	38,1
– Taux d'intérêt japonais.....	544,7	13,2	123,1	9,4
– Taux d'intérêt allemands.....	425,7	10,3	145,8	11,1
– Autres taux d'intérêt.....	602,9	14,6	54,8	4,2
Dérivés sur actions et indices boursiers	239,1	100,0	21,2	100,0
– Français	84,4	35,3	5,7	26,9
– Européens (autres que français).....	81,8	34,2	3,4	16,0
– Japonais.....	36,2	15,2	6,1	28,8
– Américains	16,3	6,8	5,0	23,6
– Autres	20,4	8,5	1,0	4,7
Dérivés sur marchandises ou matières premières.....	10,9	100,0	3,1	100,0

Tableau 3.2

	Encours total	dont			
		en FRF	en USD	en JPY	en DEM
Marchés organisés.....	1 307,7	485,8	498,2	123,1	145,8
<i>Futures de taux.....</i>	654,3	177,7	234,6	92,7	100,7
Options de taux.....	653,4	308,1	263,6	30,4	45,1
Gré à gré	4 122,2	1 903,0	645,9	544,7	425,7
<i>FRA.....</i>	406,0	125,6	119,4	25,4	40,1
<i>Swaps de taux d'intérêt.....</i>	2 995,1	1 495,7	357,5	441,9	264,7
Options de taux (<i>caps, floors, swaptions, warrants...</i>).....	677,3	278,2	157,5	51,4	120,6
Autres produits.....	43,8	3,5	11,5	26,0	0,3
TOTAL.....	5 429,9	2 388,8	1 144,1	667,8	571,5

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements SEMEX – Tél. : +33 (1) 42 92 40 95

Mise à jour le 30 janvier 1996

ANNEXE 2 (suite)

**VOLUME QUOTIDIEN D'ACTIVITÉ
SUR LES MARCHÉS DÉRIVÉS DE CHANGE
ET DE TAUX D'INTÉRÊT
(avril 1995)**

Tableau 4.1

OPÉRATIONS DE GRÉ À GRÉ		<i>(montant notionnel en milliards de dollars)</i>			
		Dérivés de change		Dérivés de taux d'intérêt	
		Montant	Pourcentage	Montant	Pourcentage
VOLUME QUOTIDIEN D'ACTIVITÉ, EN BRUT		41,0		25,0	
Ajustement des doubles imputations entre banques résidentes déclarantes.....		5,0		6,2	
Volume quotidien d'activité, net des doubles imputations entre banques résidentes déclarantes.....		36,0	100,0	18,8	100,0
– avec les déclarants résidents.....		5,0	13,9	6,2	33,0
– avec les déclarants non résidents.....		21,9	60,8	6,7	35,6
– avec d'autres contreparties.....		9,1	25,3	5,9	31,4

Tableau 4.2

OPÉRATIONS SUR LES MARCHÉS ORGANISÉS DES BANQUES AYANT PARTICIPÉ À L'ENQUÊTE		
	Dérivés de change	Dérivés de taux d'intérêt
Volume quotidien d'activité, en brut.....	0,6	90,2
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : +33 (1) 42 92 40 95		Mise à jour le 30 janvier 1996

ANNEXE 2 (fin)

**VOLUME NET D'ACTIVITÉ QUOTIDIENNE
SUR LES MARCHÉS DÉRIVÉS
(avril 1995)**

Tableau 5.1

CONTRATS DE GRÉ À GRÉ SUR LE CHANGE Répartition par couples de monnaies et par instrument					
Couples de monnaies	Total	dont			
		Terme sec	Swaps cambistes	Swaps de devises	Options de change
Franc français contre toutes monnaies.....	18,8	1,3	16,4	0,2	0,9
dont :					
– Dollar des États-Unis.....	15,4	0,7	14,1	0,1	0,5
– Deutschemark.....	1,6	0,2	1,1	0,0	0,3
Dollar contre monnaies autres que franc français.....	16,1	0,8	13,4	0,1	1,8
dont :					
– Deutschemark.....	5,5	0,2	4,6	0,1	0,6
– Yen	4,2	0,3	2,9	0,0	1,0
Deutschemark contre monnaies autres que franc et dollar	0,9	0,1	0,5	0,0	0,3
Autres couples de monnaies.....	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1
Volume net d'activité quotidienne.....	36,0	2,2	30,4	0,3	3,1

Tableau 5.2

CONTRATS DE DÉRIVÉS SUR TAUX D'INTÉRÊT Répartition par taux d'intérêt, par instrument et par marché					
	Total net	dont			
		en FRF	en DEM	en JPY	en USD
Marchés organisés.....	90,2	56,2	9,4	7,6	4,9
– <i>Futures</i> de taux.....	59,0	37,7	6,8	6,6	4,1
– Options de taux.....	31,2	18,5	2,6	1,0	0,8
Gré à gré	18,8	12,2	1,2	1,2	2,6
– <i>FRA</i>	5,0	1,9	0,5	0,2	1,5
– <i>Swaps</i> de taux.....	12,5	9,8	0,5	0,6	1,0
– Options de taux (<i>caps, floors, swaptions</i>)	1,3	0,5	0,2	0,4	0,1
Total mensuel.....	109,0	68,4	10,6	8,8	7,5

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : +33 (1) 42 92 40 95

Mise à jour le 30 janvier 1996

ADJUDICATIONS DE VALEURS DU TRÉSOR BILAN DE L'ANNÉE 1995

Rompant avec une année 1994 marquée par une forte hausse des taux à moyen-long terme, l'année 1995 a connu une baisse très sensible et continue de ces derniers.

L'État a donc bénéficié de conditions d'emprunt qui sont allées en s'améliorant au cours de l'année, dans un contexte de volumes importants d'émission (soit, au total et en nominal, 1 600 milliards de francs d'émissions, contre 1 289 milliards en 1994). L'ensemble des émissions a rencontré un vif succès, chacune des lignes adjugées étant très largement couverte par le montant total des soumissions.

*Direction des Titres
Service des Adjudications de titres et de Gestion de TCN*

- La présente étude examine les dispositions nouvelles prises par la direction du Trésor et les calendriers indicatifs d'émission.
- Elle récapitule les autres interventions sur la structure de la dette publique réalisée à l'initiative de la direction du Trésor.
- Elle dresse un bilan statistique des adjudications organisées par la Banque de France.

1. Dispositions nouvelles prises par la direction du Trésor

1.1. Révision des listes des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) et des correspondants en valeurs du Trésor (CVT)

En janvier 1995, le comité de sélection a révisé la liste des SVT dont le nombre a été fixé à 19, après le départ de la banque Warburg et la nomination de la Banque internationale de placement (BIP) et de Goldman Sachs qui étaient CVT depuis octobre 1994. Fin avril, ce nombre a été ramené à 18, lorsque Nomura s'est retirée du groupe.

La banque Lehman Brothers est restée seule CVT du 1^{er} janvier au 1^{er} novembre 1995, date à laquelle trois nouveaux CVT ont été nommés : Merrill Lynch, ABN AMRO et la Compagnie financière BZW. Toutefois, cette décision ne prendra effet qu'au 1^{er} janvier 1996 pour ABN AMRO et BZW.

Le mandat de SVT est désormais fixé à 3 ans, au lieu de 2 ans. Toutefois, le comité de sélection se réserve la possibilité de réexaminer annuellement certains dossiers.

1.2. Mise en place de l'ensemble des règles édictées par le cahier des charges pour les spécialistes en valeurs du Trésor

Le nouveau cahier des charges des SVT mis en place au 1^{er} avril 1994 prévoyait que certaines mesures ne seraient appliquées qu'au 1^{er} janvier 1995. Ces mesures concernaient le niveau minimal de fonds propres requis des SVT, qui a été porté de 150 millions de francs à 300 millions, et l'extension aux adjudications en écus des règles de participation minimale exigée pour les adjudications en francs. Ces règles prévoient une participation significative des SVT aux adjudications au cours d'une période de quatre trimestres appréciée en glissement ; chaque SVT doit acquérir au minimum 2 % des volumes adjugés dans chacune des catégories de produits (BTF, BTAN et OAT en francs et en écus), au cours de l'année civile, la participation relative aux valeurs en francs devant représenter, quant à elle, au moins 3 %.

2. Calendriers indicatifs des émissions d'OAT et de bons du Trésor

Au début de chaque période de référence (année, semestre ou trimestre), l'État publie un calendrier d'émissions des valeurs du Trésor par catégorie de titres. Toutefois, ce programme n'a qu'un caractère indicatif et la direction du Trésor se réserve la possibilité de ne pas procéder à une adjudication prévue au calendrier ou, au contraire, d'émettre des lignes supplémentaires, soit par adjudication, soit par syndication, en fonction de ses besoins de financement et de la situation des marchés.

2.1. Émissions d'OAT

La direction du Trésor établit annuellement le calendrier des adjudications d'OAT. En 1995, elle avait prévu d'émettre, le premier jeudi de chaque mois, au moins 1 milliard de francs sur les lignes suivantes :

- une tranche à taux fixe d'échéance à 10 ans, au choix l'OAT 7,50 % avril 2005 déjà existante, ou une OAT à créer d'échéance 2005 ou 2006,
- si les conditions du marché s'y prêtaient, l'OAT 6 % octobre 2025 ou d'autres lignes à taux fixe ou variable existantes ou à créer.

2.2. *Émissions de bons du Trésor*

La direction du Trésor établit le calendrier d'émission des bons du Trésor :

– trimestriellement, pour les bons à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF), d'une durée au plus égale à un an (25 à 29 semaines pour les BTF à 6 mois et 41 à 52 semaines pour les BTF à 1 an) et dont les adjudications ont lieu chaque lundi,

– semestriellement, pour les bons à taux fixe et à intérêts annuels (BTAN) à 2 ans ou 5 ans, dont les adjudications ont lieu le troisième jeudi de chaque mois. Pour le premier semestre 1995, la direction du Trésor a annoncé l'émission, en janvier, d'une ligne à 5 ans d'échéance 12 avril 2000, au taux de 7,75 % et, en mars, d'une nouvelle ligne à 2 ans, d'échéance 12 août 1997 et de coupon à déterminer, les adjudications de janvier et de mars portant sur une seule ligne afin de leur donner d'entrée une bonne liquidité.

Contrairement aux années précédentes, le calendrier n'indiquait pas de prévisions pour le second semestre.

2.3. *Émissions d'OAT et de bons du Trésor en écus*

Comme en 1994, la direction du Trésor a annoncé que des adjudications d'OAT ou de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels (BTAN) en écus seraient organisées tous les deux mois, le deuxième mercredi du mois à partir de janvier, pour un montant minimum de 100 millions d'écus.

L'État prévoyait de créer de nouvelles lignes d'emprunts, par adjudication ou par syndication, afin de mieux couvrir l'ensemble de la courbe des taux, sans toutefois préciser les caractéristiques des lignes à émettre. En fonction des circonstances de marché, il se réservait également la possibilité d'annuler ou de déplacer une adjudication ; l'annonce en serait faite au plus tard le vendredi précédent.

2.4. *Autres opérations*

L'État s'était réservé la possibilité de procéder, par appels d'offres ou par syndication, à des opérations d'échange ou de rachat de titres ainsi qu'à des échanges de devises ou de taux d'intérêt. Il pouvait notamment procéder à des rachats ou des échanges de titres en écus dont le comportement ne serait pas jugé satisfaisant sur le marché secondaire.

L'État prévoyait la possibilité d'annuler une adjudication figurant au calendrier ou, au contraire, de procéder à des adjudications supplémentaires. De même, il se réservait le droit de créer des lignes nouvelles en francs ou en écus à long ou à moyen terme et de recourir à la procédure d'émission par syndication.

3. **Bilan statistique des adjudications organisées par la Banque de France en 1995**

3.1. *Adjudications d'obligations assimilables du Trésor*

Les tableaux figurant en annexes 1, 2, 3 et 4 récapitulent les principaux éléments statistiques concernant les adjudications d'OAT réalisées en 1995. Leur examen appelle les commentaires suivants.

3.1.1. Les émissions par adjudication ont porté sur 9 lignes d'OAT à taux fixe (6 en francs et 3 en écus)

Il a été émis les emprunts suivants :

- une ligne à 10 ans adjugée chaque mois et constituant la ligne de référence : au premier trimestre, il s'agissait de l'OAT 7,50 % avril 2005 émise en 1994, remplacée par deux nouvelles échéances, l'OAT 7,75 % octobre 2005 d'avril à septembre, puis l'OAT 7,25 % avril 2006 au quatrième trimestre ;
- une ligne à 7 ans : l'OAT 8,50 % novembre 2002 adjugée en juin et en août. Cette échéance avait également fait l'objet de deux adjudications en 1994 ;
- une ligne à 13 ans : l'OAT 8,50 % octobre 2008 émise cinq fois au cours de l'exercice ;
- une ligne à 30 ans : l'OAT 6 % octobre 2025 émise six fois, de façon apériodique.

Il est à noter qu'à l'occasion de la première émission des deux nouvelles lignes à 10 ans, l'adjudication n'a porté que sur une seule ligne afin de leur donner une meilleure liquidité.

Par ailleurs, la direction du Trésor a adjugé trois lignes d'OAT en écus en 1995 :

- l'OAT 6 % avril 2004 en janvier,
- l'OAT 6,75 % avril 2002 en mars et en mai, puis une nouvelle échéance,
- l'OAT 7,50 % avril 2005, créée en juillet, et qui a fait l'objet des trois dernières adjudications.

3.1.2. La direction du Trésor a placé un montant nominal légèrement inférieur à celui de l'année précédente

Le montant total des OAT en francs émis par voie d'adjudication a atteint, en 1995, 238,2 milliards de francs (contre 258 milliards en 1994 et 225,1 milliards en 1993). Sur ce total, 214,2 milliards de francs ont été attribués après dépouillement des soumissions compétitives, lesquelles ont été servies à hauteur de 52,1 % en moyenne (contre 46,5 % en 1994 et 49,0 % en 1993) et 23,9 milliards l'ont été au titre des offres non compétitives (ONC).

Les ONC ont représenté 10 % du montant total adjugé, réparties entre les offres d'avant séance (0,8 %) et les offres postérieures à la séance (9,2 %).

Les montants globaux adjugés pour les OAT en francs se sont répartis comme suit :

- 8,50 % novembre 2002 : 8,5 milliards de francs,
- 7,50 % avril 2005 : 48,9 milliards de francs,
- 7,75 % octobre 2005 : 95,6 milliards de francs,
- 7,25 % avril 2006 : 49,3 milliards de francs,
- 8,50 % octobre 2008 : 16,9 milliards de francs,
- 6 % octobre 2025 : 19 milliards de francs.

Les graphiques en annexes 5 et 6 retracent l'évolution des montants nominaux adjugés mensuellement au cours de l'année 1995 pour les 6 tranches émises en francs et les 3 tranches émises en écus.

Les montants émis sur les trois lignes de référence en francs à échéance 10 ans et 11 ans représentent 81,4 % des émissions globales de l'année, soit 193,8 milliards de francs (contre 75,0 % en 1994).

En outre, la direction du Trésor a émis, par adjudication, 2,23 milliards d’OAT en écus, soit l’équivalent de 14 milliards de francs (contre 1,46 milliard d’écus en 1994 et 2,5 milliards d’écus en 1993) et dont la répartition est la suivante :

- 6 % avril 2004 : 0,30 milliard d’écus,
- 6,75 % avril 2002 : 0,47 milliard d’écus,
- 7,50 % avril 2005 : 1,46 milliard d’écus.

Les soumissions compétitives ont été servies à hauteur de 31,5 % en moyenne. Les ONC ont représenté 8,2 % du montant global émis.

En définitive, le montant nominal émis par voie d’adjudication en francs et en écus s’est donc élevé à l’équivalent de 252,2 milliards de francs, contre 267,5 milliards en 1994 (– 5,7 %) et 241,6 milliards en 1993 (+ 4,4 %).

3.1.3. Les adjudications d’OAT en francs et en écus ont procuré au Trésor un montant équivalent à 260,1 milliards de francs

Au prix de cession des titres libellés en francs (234 milliards) s’est ajouté le montant des coupons courus dus par les adjudicataires (12,3 milliards).

Pour les OAT en écus, le prix de cession s’est élevé à 2,13 milliards d’écus (13,4 milliards de francs) et le montant des coupons à 0,07 milliard d’écus (0,4 milliard de francs), soit un total de 2,2 milliards d’écus équivalent à 13,8 milliards de francs.

Le montant hors coupons courus des OAT émises par adjudication s’établit donc à 247,4 milliards de francs. Si l’on ajoute les 15,3 milliards de francs correspondant au règlement des émissions d’OAT placées auprès des particuliers et que l’on déduit les rachats des OAT et de l’emprunt Balladur, dont le montant s’élève à 2 milliards de francs (cf. 4.4.), le montant obtenu, soit 260,7 milliards de francs, est légèrement supérieur au plafond fixé en juin à 260 milliards de francs, après révision du programme de financement de l’État qui avait été arrêté en janvier à 250 milliards.

Après déduction des remboursements des OAT et emprunts d’État, dont le montant s’élève à 47,6 milliards de francs, le solde des émissions obligataires pour l’exercice s’établit à 218 milliards de francs de nominal.

3.1.4. La direction du Trésor a maintenu le montant des adjudications à un niveau relativement constant au cours de l’exercice

Après une détente significative des taux de rendement en 1993 et une nette remontée en 1994, l’année 1995 a été marquée par une nouvelle baisse des taux qui sont revenus de 8,4 % en janvier (spécialement sur les lignes à 10 ans) à moins de 7 % en décembre (cf. annexe 7).

La moyenne mensuelle des montants adjugés en 1995 s’est élevée à 20 milliards de francs, ONC incluses, alors que la moyenne des milieux de fourchettes annoncées s’est située autour de 18 milliards de francs. Pour les quatre premières adjudications, le minimum était de 18 milliards de francs et le maximum de 21 milliards. Ces montants ont été abaissés en mai et juin puis d’août à novembre. La fourchette minimale a été fixée en décembre entre 12 milliards de francs et 14 milliards.

Pour les émissions de titres en écus, BTAN et OAT confondus, la moyenne des milieux de fourchettes s’est élevée à 500 millions d’écus. Les montants d’OAT les plus élevés ont été adjugés en juillet. Le montant nominal global des titres en écus adjugés en 1995 a atteint 3,584 milliards d’écus, les OAT représentant 62,2 % des émissions et les BTAN 37,8 %.

Les taux de rendement des OAT libellées en écus s'inscrivent dans la même courbe descendante que les OAT en francs (cf. annexe 8).

3.2. Adjudications de bons du Trésor

Les tableaux en annexes 9, 10 et 11 récapitulent les principaux éléments statistiques concernant les adjudications de bons du Trésor. Leur examen appelle les remarques suivantes.

3.2.1. La direction du Trésor a respecté le calendrier annoncé

BTF

La direction du Trésor a émis chaque semaine des bons à 13 semaines et, en alternance, des bons à 6 mois ou à 1 an. Elle a adjugé un BTF à très court terme (de 4 à 7 semaines) chaque semaine, de mars à juin 1995, puis à quatre reprises, entre novembre et décembre.

BTAN en francs

La direction du Trésor a procédé chaque mois à l'émission de BTAN à 2 ans et/ou à 5 ans. Au premier semestre 1995, elle a créé deux nouvelles échéances à 2 ans et 5 ans, entérinant dans leur rémunération faciale la hausse des taux de la fin de l'année précédente : BTAN 7,25 % août 1997 et BTAN 7,75 % avril 2000.

Le BTAN 7,25% août 1997 n'a été adjugé pour la première fois qu'en mars 1995 alors que le BTAN 7,25 % août 1997 l'était dès janvier. Dans l'un et l'autre cas, l'adjudication n'a porté que sur une seule ligne.

Au second semestre, afin de prendre en compte la baisse des taux amorcée au premier trimestre, la direction du Trésor a émis deux nouvelles lignes de BTAN qui n'étaient pas prévues au calendrier : BTAN 7 % octobre 2000 et BTAN 5,75 % mars 1998.

BTAN en écus

Deux lignes de BTAN en écus ont été émises au cours de l'exercice :

– le BTAN 7,25 % mars 1998, émis pour la première fois en 1993 et adjugé en janvier, mai et septembre 1995,

– une nouvelle ligne de BTAN 7,50 % mars 1997, créée en mars 1995 par syndication, puis adjugée en novembre.

Il n'a pas été adjugé de BTAN en écus en juillet 1995.

3.2.2. La direction du Trésor a placé, par voie d'adjudication, un montant nominal global en hausse par rapport à 1994 (+ 32 %)

Les émissions de BTF ont enregistré une forte progression par rapport à 1994. Les montants les plus importants ont été émis au deuxième trimestre où, chaque semaine, trois lignes étaient régulièrement adjugées.

Le montant total des émissions de bons du Trésor en francs s'est établi à 1 314,8 milliards de francs (contre 991,7 milliards en 1994 et 869,7 milliards en 1993) réparti entre les BTF, pour 1 088,4 milliards, soit 82,8 % (contre 75,8 % en 1994 et 75,2 % en 1993), et les BTAN, pour 226,4 milliards, soit 17,2 % (contre 24,2 % en 1994 et 24,8 % en 1993).

En ce qui concerne les BTF, la répartition des sommes adjugées a été la suivante :

- 4 à 7 semaines : 145,1 milliards de francs,
- 13 semaines : 724,2 milliards de francs,
- 6 mois : 119,8 milliards de francs,
- 1 an : 99,3 milliards de francs.

Les soumissions attribuées après dépouillement des soumissions compétitives ont été servies à hauteur de 34,6 % en moyenne pour un montant de 1 012,5 milliards de francs, les offres non compétitives s'élevant à 76 milliards de francs, dont 5,1 milliards d'ONC avant séance.

Les émissions de bons à 13 semaines ont représenté 66,5 % des émissions totales de BTF (contre 67,9 % en 1994).

Pour les BTAN en francs, la répartition a été la suivante :

- 6,50 % octobre 1996 : 6,3 milliards de francs,
- 7,25 % août 1997 : 72,8 milliards de francs,
- 5,75 % mars 1998 : 28,3 milliards de francs,
- 7,75 % avril 2000 : 63,5 milliards de francs,
- 7 % octobre 2000 : 55,5 milliards de francs.

Les soumissions retenues au titre des offres compétitives ont été servies à hauteur de 45,4 % en moyenne pour un montant de 209,5 milliards de francs, les ONC s'élevant à 16,9 milliards dont 2,9 milliards avant séance, soit 17 % du total des ONC.

Le montant des BTAN en écus émis par adjudication, s'est élevé à 1,356 milliard d'écus (soit 8,5 milliards de francs), dont 0,17 milliard d'offres non compétitives, et se répartit comme suit :

- 7,25 % mars 1998 : 1,131 milliard d'écus,
- 7,50 % mars 1997 : 0,225 milliard d'écus.

Le graphique en annexe 12 retrace l'évolution des montants nominaux adjugés (ou émis par syndication, en ce qui concerne les BTAN en écus émis en mars) mensuellement au cours de l'année 1995, pour les deux catégories de bons (BTF et BTAN) en francs et en écus.

Les émissions de BTF les plus importantes se situent au deuxième trimestre avec un montant de 348 milliards de francs, soit une augmentation de 51,2 % par rapport au premier trimestre. Au second semestre, les contingents ont été progressivement abaissés jusqu'à atteindre, au quatrième trimestre, des montants équivalents à ceux du début de l'exercice. Les émissions de BTAN ont, à l'inverse, connu une assez grande régularité, les fourchettes annoncées se situant entre 18 milliards de francs et 22 milliards de janvier à mars et de 17 milliards à 20 milliards, d'avril à décembre.

Le graphique en annexe 13 fait apparaître pour les BTAN en francs une baisse des taux de rendement de l'ordre de 200 points de base (de 7,5 % à 5,5 % pour les BTAN 2 ans et de 7,9 % à 6,0 % pour les BTAN 5 ans), au cours de l'année écoulée. La même détente apparaît pour les taux de rendement des BTAN en écus.

Les BTF à 13 semaines se caractérisent par des taux de rendement d'une relative stabilité en début d'exercice, de l'ordre de 6 %, puis en forte hausse en mars (+ 300 points de base), suivie d'une période de fluctuations jusqu'en mai. De juin à septembre, on enregistre une détente des taux assez régulière (de 7,5 % à moins de 6 %) et, en fin d'exercice, une période très instable avec des écarts de plus de 250 points de base (de 7,7 % fin octobre à 5,1 % en décembre).

3.2.3. Les adjudications de BTAN en francs et en écus ont procuré au Trésor un montant équivalent à 242,4 milliards de francs

Le prix de cession des BTAN s'est élevé à 225,1 milliards de francs, auquel s'ajoute l'équivalent de 8,6 milliards de francs correspondant aux BTAN en écus. Il convient d'y ajouter les coupons courus réglés par les soumissionnaires pour un montant de 8,7 milliards de francs.

Le solde réglé au Trésor hors coupon couru s'élève donc à 233,7 milliards de francs, proche du plafond d'émission porté en juin à 235 milliards.

Compte tenu des remboursements de bons du Trésor pour un montant de 1 192,5 milliards de francs (1 033,2 milliards de BTF et 159,3 milliards de BTAN), le solde des opérations de l'année ressort à 122,3 milliards, en légère baisse par rapport à l'exercice précédent (134,3 milliards en 1994 et 49,7 milliards en 1993).

4. Autres interventions sur la structure de la dette publique

Dans le cadre de la politique de gestion active de sa dette, commencée en 1991, la direction du Trésor a procédé aux opérations suivantes.

4.1. Émission de titres au profit du Fonds de soutien des rentes

En application du décret du 15 juin 1992 autorisant l'émission de titres au profit du Fonds de soutien des rentes (FSR), la direction du Trésor a procédé, par syndication, aux opérations suivantes en 1995 :

- émission de 300 millions d'écus d'OAT 7,50 % avril 2005,
- émission de 200 millions d'écus de BTAN 7,50 % mars 1997.

Ces opérations, qui ne contribuent pas au financement de la dette publique puisque les titres créés ne font jamais l'objet de ventes ferme, ont permis au Trésor de soutenir la liquidité des lignes concernées.

4.2. Émission hors adjudication de BTAN en écus

En mars 1995, la direction du Trésor a émis 1 milliard d'écus de BTAN 7,50 % mars 1997 par la procédure de syndication.

4.3. Émission d'OAT placées auprès de personnes physiques

La direction du Trésor a continué son programme de placement d'OAT à échéance 10 ans auprès des particuliers via les réseaux bancaires. Les dix-neuf établissements garants ont placé des OAT 7,50 % avril 2005, 7,75 % octobre 2005 et 7,25 % avril 2006 pour un nominal de 15,4 milliards de francs.

4.4. Rachats de titres

La direction du Trésor a racheté de gré à gré sur le marché secondaire 1 milliard de francs de BTF échéance 14 décembre 1995 qu'elle avait émis en décembre 1994 pour le compte du Fonds de soutien des rentes.

Elle a procédé également au rachat de 340 millions de francs d'OAT 13,20 % septembre 1995 et de 300 millions d'OAT 7,50 % juillet 1995. Par ailleurs, 1 385 millions de francs de l'emprunt Balladur 6 % juillet 1997 ont été remis en paiement d'achat d'actions de sociétés privatisées.

4.5. Démembrement et remembrement d’OAT

La direction du Trésor a autorisé le démembrement et le remembrement des OAT 7,75 % octobre 2005 et 7,25 % avril 2006 en francs ainsi que de l’OAT 7,50 % avril 2005 en écus. Le nominal des certificats d’intérêts issus de ces OAT a fait l’objet d’une division le ramenant à 5 francs pour les titres en francs et à 1,25 écu pour les titres en écus.

Ces opérations ont pour but de faciliter l’assimilation ultérieure de certificats d’intérêts issus d’autres OAT démembrées et de même échéance.

L’État français a démontré une fois de plus l’efficacité de sa politique d’émission. Son recours quasi systématique à la technique de l’adjudication de titres assimilables, à prix demandés et à plis scellés, lui permet d’agir de manière simple et de faire jouer la concurrence. Les séances d’adjudication sont devenues des rendez-vous réguliers sur les marchés financiers ; automatisées depuis 3 ans par la Banque de France, elles sont particulièrement sûres et rapides. La liquidité du marché est assurée par l’assimilation des différentes tranches émises et, ponctuellement, par l’intervention du FSR.

Par ailleurs, l’État ne s’adresse pas qu’aux professionnels de la finance et il a poursuivi sa politique de placement auprès de particuliers qu’il avait initiée en 1994. Avec 15,4 milliards de francs d’OAT émises directement au profit des personnes physiques, il a assuré 5,75 % de ses émissions en nominal d’OAT en 1995.

ANNEXE 1a

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES ADJUDICATIONS D'OAT
Année 1995**

(en millions de francs)

Date	Libellé	Soumissions					
		Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global		Prix extrêmes offerts	
				Valeur	Séance	(en pourcentage)	
5 janvier	7,50 % avril 2005 6 % octobre 2025	23 20	81 48	33 700 7 500	41 200	93,60 70,54	94,02 70,96
2 février	7,50 % avril 2005 8,50 % octobre 2008 6 % octobre 2025	23 19 18	67 35 41	27 700 5 700 6 400	39 800	95,20 101,90 72,66	95,78 102,32 72,98
2 mars	7,50 % avril 2005 8,50 % octobre 2008	22 21	63 37	30 300 8 950	39 250	96,20 103,04	96,62 103,32
6 avril	7,75 % octobre 2005	22	61	29 250	29 250	99,40	99,78
4 mai	7,75 % octobre 2005 8,50 % octobre 2008	19 15	60 28	20 400 4 800	25 200	99,56 104,40	99,84 104,80
1 ^{er} juin	8,50 % novembre 2002 7,75 % octobre 2005 6 % octobre 2025	21 21 19	42 55 39	18 150 18 500 9 450	46 100	106,50 101,50 77,14	106,78 101,86 77,82
6 juillet	7,75 % octobre 2005 8,50 % octobre 2008 6 % octobre 2025	23 21 19	65 34 41	20 750 5 250 3 950	29 950	101 106,20 75,80	101,28 106,52 76,26
3 août	8,50 % novembre 2002 7,75 % octobre 2005 8,50 % octobre 2008	19 23 20	44 54 36	19 600 17 400 7 000	44 000	107,80 102,50 107,98	108,02 102,90 108,26
7 septembre	7,75 % octobre 2005 6 % octobre 2025	22 18	64 39	25 250 7 050	32 300	102,54 77,00	102,76 77,34
5 octobre	7,25 % avril 2006	23	78	26 850	26 850	97,50	97,88
2 novembre	7,25 % avril 2006 6 % octobre 2025	22 17	64 39	30 350 4 550	34 900	99,42 77,40	99,68 77,90
7 décembre	7,25 % avril 2006	21	60	22 300	22 300	102,40	102,68
	TOTAL	511	1 275		411 100		

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

ANNEXE 1b

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES ADJUDICATIONS D'OAT
Année 1995**

(en millions de francs)

Nombre d'établissements servis	Attributions						Soumissions non compétitives (au prix moyen pondéré)	Total nominal émis	
	Montant global nominal	Prix limite retenu	Taux rendement à ce prix	Prix moyen pondéré	Taux rendement à ce prix	Valeur			
	Valeur	Séance	(en pourcentage)				Valeur	Séance	
22	15 925		93,96	8,39	93,98	8,39	1		15 926
11	2 330	18 255	70,88	8,75	70,90	8,75	35	36	2 365
22	15 750		95,72	8,13	95,74	8,13	2 053		17 803
12	2 500		102,26	8,21	102,28	8,21	332		2 832
8	2 500	20 750	72,94	8,50	72,96	8,50	332	2 717	2 832
21	14 860		96,56	8,01	96,59	8,00	339		15 199
11	4 000	18 860	103,28	8,08	103,30	8,08	145	484	4 145
18	18 250	18 250	99,68	7,79	99,73	7,78	2 553	2 553	20 803
17	14 350		99,74	7,78	99,79	7,77	1 994		16 344
12	2 340	16 690	104,70	7,91	104,75	7,90	334	2 328	2 674
9	3 650		106,74	7,28	106,75	7,28	565		4 215
17	9 160		101,76	7,49	101,80	7,48	1 348		10 508
9	4 625	17 435	77,46	7,99	77,62	7,97	714	2 627	5 339
22	16 085		101,20	7,57	101,24	7,56	2 381		18 466
15	2 900		106,46	7,70	106,48	7,70	402		3 302
13	1 800	20 785	76,18	8,13	76,23	8,13	252	3 035	2 052
8	3 740		107,96	7,05	107,98	7,05	574		4 314
20	10 700		102,80	7,34	102,85	7,34	1 522		12 222
14	3 500	17 940	108,16	7,50	108,21	7,49	466	2 562	3 966
18	14 950		102,72	7,36	102,74	7,35	2 238		17 188
9	3 500	18 450	77,22	8,03	77,28	8,02	483	2 721	3 983
21	17 030	17 030	97,78	7,55	97,82	7,55	154	154	17 184
13	15 560	17 580	99,62	7,29	99,64	7,29	2 314		17 874
13	2 020		77,80	7,97	77,84	7,96	355	2 669	2 375
18	12 210	12 210	102,60	6,88	102,63	6,88	2 056	2 056	14 266
373	214 235						23 942	238 177	

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

ANNEXE 2

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES ADJUDICATIONS D'OAT EN ÉCUS
Année 1995**

(en millions d'écus)

Date	Libellé	Soumissions						Prix extrêmes offerts (en pourcentage)		
		Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global		Valeur	Séance			
				Valeur	Séance					
11 janvier	6 % avril 2004	20	74	1 120	1120	83,00	83,30			
8 mars	6,75 % avril 2002	20	64	720	720	89,40	90,00			
10 mai	6,75 % avril 2002	20	51	885	885	94,74	95,04			
12 juillet	7,50 % avril 2005	21	88	1 625	1 625	97,60	98,08			
13 septembre	7,50 % avril 2005	20	74	1 380	1380	99,30	99,66			
8 novembre	7,50 % avril 2005	21	57	755	755	99,72	99,98			
	TOTAL	122	408	6 485	6 485					
Attributions										
Nombre d'établis- sements servis	Montant global nominal	Prix limite retenu	Taux rendement à ce prix	Prix moyen pondéré	Taux rendement à ce prix	Soumissions non compétitives (au prix moyen pondéré)	Total nominal émis			
		Valeur	Séance	(en pourcentage)		Valeur	Séance	Valeur	Séance	
10	295	295	83,20	8,71	83,22	8,71	1	1	296	296
11	212	212	89,84	8,73	89,90	8,71	9	9	221	221
4	225	225	94,96	7,71	94,99	7,71	28	28	253	253
15	694	694	97,84	7,82	97,93	7,80			694	694
13	414	414	99,54	7,56	99,58	7,55	105	105	519	519
11	205	205	99,92	7,50	99,93	7,50	40	40	245	245
64	2 045						183			2 228
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67										

ANNEXE 3

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES RÈGLEMENTS D'OAT EN FRANCS
ÉMISES PAR ADJUDICATION EN 1995**

Date de règlement	Libellé des OAT	Total nominal émis (en millions de francs)	Sommes dues au Trésor (en francs)		
			Prix de cession des titres	Coupon couru	Montant total net réglé au Trésor
25 janvier	7,50 % avril 2005 6 % octobre 2025	15 926 2 365	14 967 979 800 1 676 749 000	899 978 260 35 758 800	15 867 958 060 1 712 507 800
27 février	7,50 % avril 2005 8,50 % octobre 2008 6 % octobre 2025	17 803 2 832 2 832	17 045 032 200 2 896 579 600 2 066 197 200	1 126 751 870 82 439 520 58 197 600	18 171 784 070 2 979 019 120 2 124 394 800
27 mars	7,50 % avril 2005 8,50 % octobre 2008	15 199 4 145	14 680 186 100 4 281 825 000	1 049 338 960 147 686 350	15 729 525 060 4 429 511 350
25 avril	7,75 % octobre 2005	20 803	20 747 466 900	803 827 920	21 551 294 820
26 mai	7,75 % octobre 2005 8,50 % octobre 2008	16 344 2 674	16 309 382 600 2 800 925 000	739 239 120 132 630 400	17 048 621 720 2 933 555 400
26 juin	8,50 % novembre 2002 7,75 % octobre 2005 6 % octobre 2025	4 215 10 508 5 339	4 499 477 500 10 697 570 000 4 143 911 800	209 064 000 544 419 480 214 147 290	4 708 541 500 11 241 989 480 4 358 059 090
25 juillet	7,75 % octobre 2005 8,50 % octobre 2008 6 % octobre 2025	18 466 3 302 2 052	18 694 364 400 3 515 909 600 1 564 149 600	1 070 474 020 209 941 160 92 093 760	19 764 838 420 3 725 850 760 1 656 243 360
25 août	8,50 % novembre 2002 7,75 % octobre 2005 8,50 % octobre 2008	4 314 12 222 3 966	4 658 259 200 12 569 927 000 4 291 588 600	274 284 120 788 930 100 280 753 140	4 932 543 320 13 358 857 100 4 572 341 740
25 septembre	7,75 % octobre 2005 6 % octobre 2025	17 188 3 983	17 658 661 200 3 078 152 400	1 222 582 440 219 343 810	18 881 243 640 3 297 496 210
25 octobre	7,25 % avril 2006	17 184	16 809 826 800	622 920 000	17 432 746 800
27 novembre	7,25 % avril 2006 6 % octobre 2025	17 874 2 375	17 809 431 600 1 848 722 000	764 828 460 12 848 750	18 574 260 060 1 861 570 750
26 décembre	7,25 % avril 2006	14 266	14 640 762 800	692 328 980	15 333 091 780
	TOTAL	238 177	233 953 037 900	12 294 808 310	246 247 846 210

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

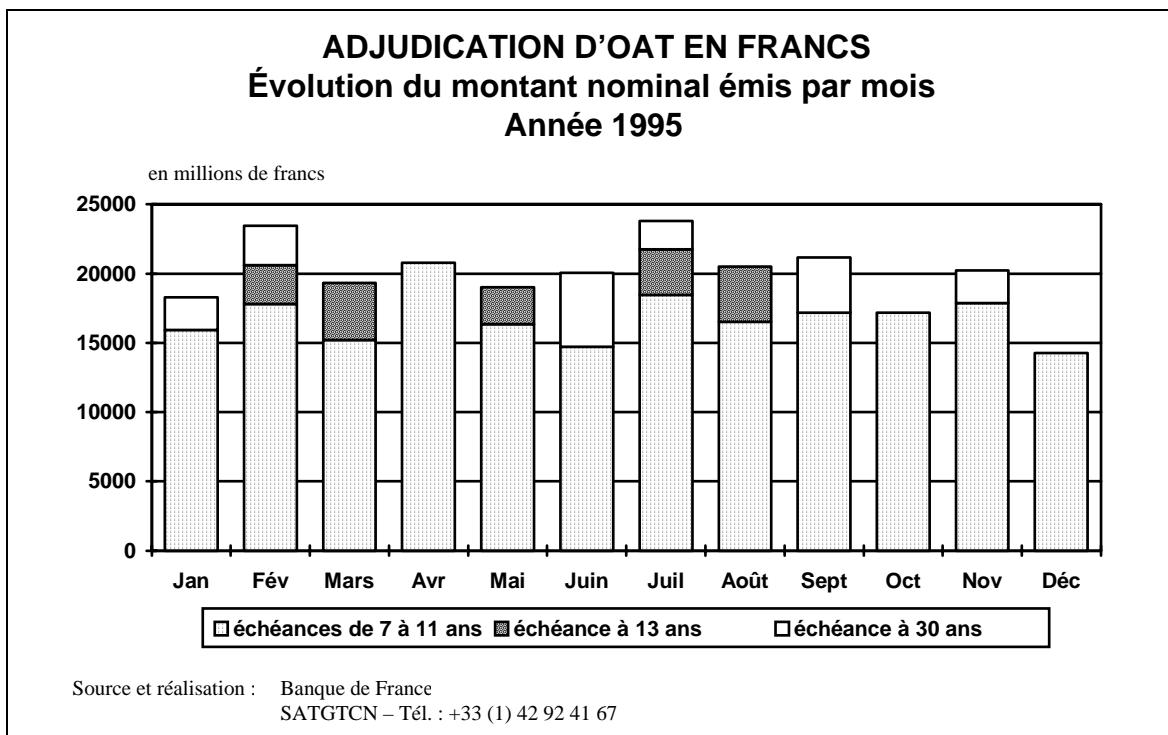
ANNEXE 4

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES RÈGLEMENTS D'OAT EN ÉCUS
ÉMISES PAR ADJUDICATION EN 1995**

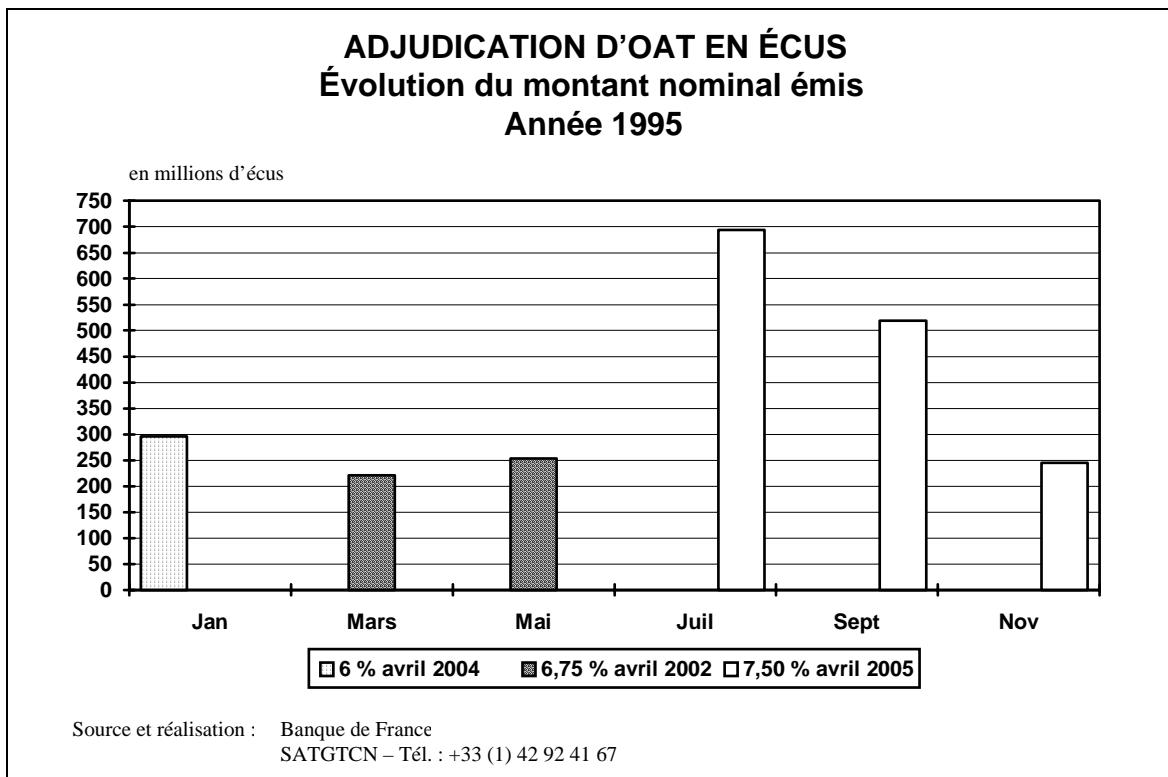
Date de règlement	Libellé des OAT	Total nominal émis (en millions d'écus)	Sommes dues au Trésor (en écus)		
			Prix de cession des titres	Coupon couru	Montant total net réglé au Trésor
25 janvier	6 % avril 2004	296	246 331 200	13 382 160	259 713 360
22 mars	6,75 % avril 2002	221	198 673 800	13 527 410	212 201 210
24 mai	6,75 % avril 2002	253	240 325 200	1 353 550	241 678 750
26 juillet	7,50 % avril 2005	694	679 637 600	13 081 900	692 719 500
27 septembre	7,50 % avril 2005	519	516 799 600	16 483 440	533 283 040
22 novembre	7,50 % avril 2005	245	244 838 000	10 593 800	255 431 800
	TOTAL	2 228	2 126 605 400	68 422 260	2 195 027 660

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

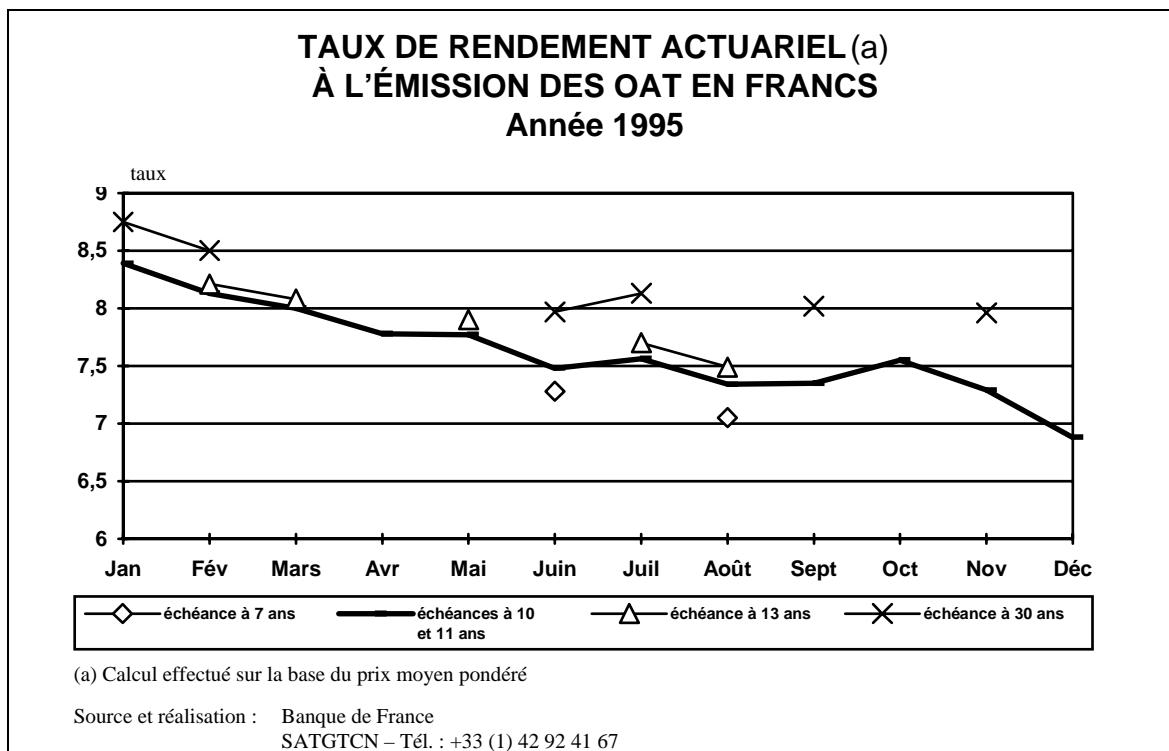
ANNEXE 5



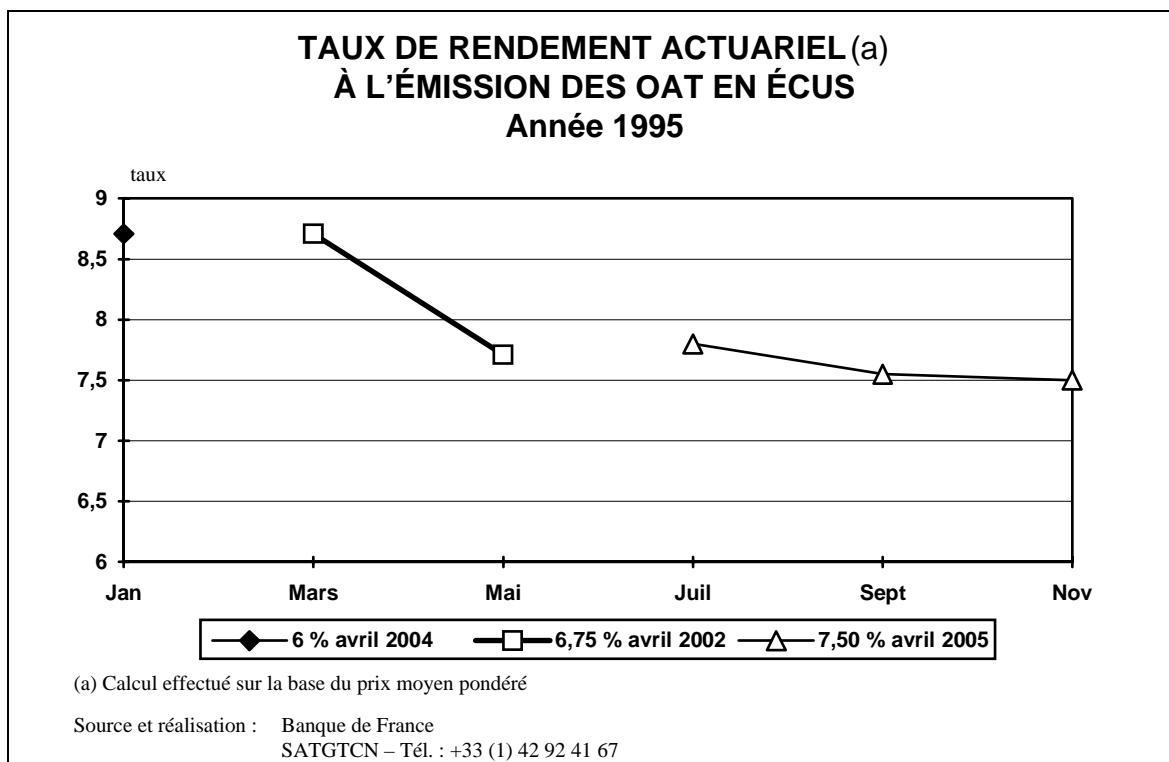
ANNEXE 6



ANNEXE 7



ANNEXE 8



ANNEXE 9a

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTAN
Année 1995**

Date	BTAN	Taux	Soumissions				Attributions			
			Nombre établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)		Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)		
					Émission	Séance		Émission	Séance	
19.01.1995	5 ans	7,75	22	93	34 160	34 160	41	18 930	18 930	
16.02.1995	2 ans	6,50	22	50	21 700		21	6 080		
	5 ans	7,75	22	97	34 485	56 185	41	13 280	19 360	
16.03.1995	2 ans	7,25	21	88	33 030	33 030	57	17 070	17 070	
20.04.1995	2 ans	7,25	22	65	18 800		35	8 260		
	5 ans	7,75	22	69	15 500	34 300	46	9 650	17 910	
18.05.1995	2 ans	7,25	20	61	21 150		35	10 010		
	5 ans	7,75	20	60	15 300	36 450	34	7 510	17 520	
15.06.1995	2 ans	7,25	21	65	19 445		33	7 995		
	5 ans	7,75	22	70	20 250	39 695	44	10 780	18 775	
20.07.1995	5 ans	7,00	21	102	30 950	30 950	80	19 125	19 125	
17.08.1995	2 ans	7,25	22	59	25 850		20	9 350		
	5 ans	7,00	22	71	19 780	45 630	41	7 750	17 100	
21.09.1995	2 ans	7,25	21	60	23 360		27	8 950		
	5 ans	7,00	21	58	16 700	40 060	30	6 725	15 675	
19.10.1995	2 ans	7,25	21	52	18 050		23	7 060		
	5 ans	7,00	22	64	20 750	38 800	26	7 800	14 860	
16.11.1995	2 ans	5,75	22	83	29 040	29 040	44	13 970	13 970	
21.12.1995	2 ans	5,75	20	64	23 200		30	10 260		
	5 ans	7,00	20	71	19 880	43 080	38	8 930	19 190	
TOTAL			426	1 402		461 380	746			209 485

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 62

ANNEXE 9b

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTAN
Année 1995**

Attributions			Soumissions non compétitives au taux moyen pondéré			Total nominal émis (en millions de francs)		
Prix extrêmes retenus	Prix moyen pondéré	Taux de rendement actuariel	Nombre	Émission	Séance	Nombre	Émission	Séance
99,45-99,41	99,42	7,88	12	1 545	1 545	53	20 475	20475
99,24-99,21	99,21	7,00	1	168		22	6 248	
100,27-100,19	100,21	7,69	4	220	388	45	13 500	19 748
99,29-99,21	99,25	7,58	11	1 576	1 576	68	18 646	18 646
100,00-99,97	99,99	7,23	17	1 065		52	9 325	
100,98-100,90	100,94	7,51	17	1 337	2 402	63	10 987	20 312
101,52-101,47	101,49	6,48	2	149		37	10 159	
103,34-103,27	103,30	6,91	3	262	411	37	7 772	17 931
101,35-101,30	101,31	6,55	1	91	91	34	8 086	
102,85-102,80	102,82	7,02				44	10 780	18 866
99,99-99,90	99,94	7,01	17	2 724	2 724	97	21 849	21 849
101,97-101,96	101,96	6,14	16	1 167		36	10 517	
100,82-100,78	100,80	6,80	16	1 050	2 217	57	8 800	19 317
102,16-102,13	102,14	5,98				27	8 950	
101,51-101,47	101,48	6,64				30	6 725	15 675
101,63-101,61	101,62	6,23	1	79	79	24	7 139	
100,65-100,60	100,61	6,85				26	7 800	14 939
100,41-100,36	100,38	5,55	18	2 338	2 338	62	16 308	16 308
100,76-100,73	100,74	5,37	18	1 732		48	11 992	
103,98-103,91	103,94	6,01	18	1 414	3 146	56	10 344	22 336
			172	16 917		918		226 402

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 62

ANNEXE 10

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTAN ÉCUS
Année 1995**

Date	BTAN	Taux	Soumissions				Attributions			
			Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions d'écus)		Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions d'écus)		
					Émission	Séance		Émission	Séance	
11.01.1995	5 ans	7,25	20	56	710	710	19	221	221	
10.05.1995	5 ans	7,25	19	55	1 145	1 145	20	270	270	
13.09.1995	5 ans	7,25	20	71	1 700	1 700	19	475	475	
8.11.1995	2 ans	7,50	20	61	1 345	1 345	18	225	225	
TOTAL			79	243		4 900	76		1 191	
Attributions			Soumissions non compétitives au taux moyen pondéré				Total nominal émis (en millions d'écus)			
Prix extrêmes retenus	Prix moyen pondéré	Taux de rendement actuariel	Nombre	Émission	Séance		Nombre	Émission	Séance	
97,44-97,40	97,42	8,20	1	1	1		20	222	222	
100,52-100,42	100,46	7,05	12	52	52		32	322	322	
102,62-102,54	102,57	6,07	15	112	112		34	587	587	
102,38-102,30	102,33	5,58					18	225	225	
TOTAL			28		165		104		1 356	
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 9 41 62										

ANNEXE 11a

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF
Année 1995**

Date	BTF	Soumissions					Attributions		
		Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)		Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)		
				Émission	Séance		Émission	Séance	
3.01.1995	13 semaines	20	52	20 300		12	4 005		
	48 semaines	19	45	7 350	27 650	21	3 001	7 006	
9.01.1995	13 semaines	20	55	31 500		9	3 988		
	26 semaines	19	43	12 750	44 250	15	2 991	6 979	
16.01.1995	13 semaines	19	52	22 150		12	3 003		
	46 semaines	18	50	12 550	34 700	19	3 003	6 006	
23.01.1995	13 semaines	19	46	32 200		13	6 003		
	28 semaines	18	40	12 400	44 600	13	4 007	10 010	
30.01.1995	13 semaines	18	60	29 650		32	7 948		
	44 semaines	16	44	11 300	40 950	19	2 984	10 932	
6.02.1995	13 semaines	18	48	38 275		27	13 929		
	26 semaines	19	45	16 900	55 175	7	2 972	16 901	
13.02.1995	13 semaines	20	50	41 200		29	15 009		
	42 semaines	19	46	13 225	54 425	19	3 006	18 015	
20.02.1995	13 semaines	20	49	46 920		31	15 960		
	29 semaines	18	40	14 200	61 120	29	5 003	20 963	
27.02.1995	13 semaines	20	55	30 500		39	16 953		
	28 semaines	17	39	8 560	39 060	27	3 987	20 940	
6.03.1995	6 semaines	19	39	12 520		11	4 991		
	13 semaines	19	59	26 445		29	15 973		
	52 semaines	17	39	6 840	45 805	34	4 990	25 954	
13.03.1995	5 semaines	20	48	12 750		19	5 000		
	13 semaines	20	69	18 320		62	16 000		
	26 semaines	17	39	8 700	39 770	27	5 003	26 003	
20.03.1995	4 semaines	20	46	12 150		21	6 000		
	13 semaines	19	69	19 455		29	10 006		
	50 semaines	17	55	11 180	42 785	36	5 965	21 971	
27.03.1995	4 semaines	20	54	21 800		19	9 005		
	13 semaines	20	72	31 640		31	10 006		
	28 semaines	18	48	9 450	62 890	35	5 001	24 012	
3.04.1995	4 semaines	20	52	17 550		43	11 002		
	13 semaines	20	63	28 662		33	11 005		
	48 semaines	16	48	8 900	55 112	23	3 004	25 011	
10.04.1995	4 semaines	20	45	15 750		25	7 003		
	13 semaines	20	54	23 700		27	10 005		
	26 semaines	17	39	6 950	46 400	31	3 007	20 015	
18.04.1995	4 semaines	20	54	14 840		31	5 004		
	13 semaines	19	71	25 670		41	12 946		
	46 semaines	16	45	9 800	50 310	23	4 002	21 952	

ANNEXE 11b

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF
Année 1995**

Attributions			Soumissions non compétitives au taux moyen pondéré			Total nominal émis (en millions de francs)		
Taux extrêmes retenus	Taux moyen pondéré	Taux de rendement actuariel	Nombre	Émission	Séance	Nombre	Émission	Séance
5,91-5,93	5,93	6,15	17	482		29	4 487	
6,83-6,85	6,84	6,95	17	365	847	38	3 366	7 853
5,65-5,67	5,67	5,87	1	16		10	4 004	
6,21-6,22	6,21	6,40	1	12	28	16	3 003	7 007
5,57-5,58	5,57	5,77				12	3 003	
6,59-6,61	6,61	6,73	11	298	298	30	3 301	6 304
5,51-5,53	5,53	5,73	7	366		20	6 369	
6,01-6,03	6,03	6,20	10	362	728	23	4 369	10 738
5,68-5,70	5,69	5,90	14	1 035		46	8 983	
6,51-6,53	6,52	6,64	15	428	1 463	34	3 412	12 395
5,55-5,57	5,57	5,77	14	1 849		41	15 778	
5,86-5,87	5,87	6,04	14	415	2 264	21	3 387	19 165
5,58-5,60	5,59	5,79	15	1 616		44	16 625	
6,25-6,27	6,26	6,39	15	326	1 942	34	3 332	19 957
5,63-5,65	5,64	5,84	1	52		32	16 012	
6,00-6,02	6,01	6,18			52	29	5 003	21 015
6,04-6,07	6,06	6,29	3	511		42	17 464	
6,31-6,38	6,35	6,53	1	14	525	28	4 001	21 465
6,65-6,70	6,66	6,96	1	10		12	5 001	
6,71-6,79	6,74	7,01	1	30		30	16 003	
6,97-7,08	7,02	7,12	1	10	50	35	5 000	26 004
8,45-8,54	8,49	8,95	12	396		31	5 396	
8,42-8,65	8,52	8,92	18	2 122		80	18 122	
8,27-8,35	8,32	8,61	18	670	3 188	45	5 673	29 191
8,36-8,49	8,42	8,88	18	780		39	6 780	
8,44-8,50	8,48	8,88	19	1 445		48	11 451	
7,67-7,84	7,76	7,88	19	894	3 119	55	6 859	25 090
7,79-7,85	7,82	8,23				19	9 005	
7,82-7,85	7,83	8,18	1	10		32	10 016	
7,32-7,44	7,39	7,62			10	35	5 001	24 022
7,67-7,75	7,72	8,12	8	887		51	11 889	
7,62-7,66	7,65	7,98	17	1 502		50	12 507	
7,04-7,09	7,07	7,19	18	447	2 836	41	3 451	27 847
7,42-7,47	7,45	7,82				25	7 003	
7,17-7,22	7,20	7,50				27	10 005	
6,81-6,90	6,87	7,09	1	3	3	32	3 010	20 018
7,76-7,85	7,82	8,23				31	5 004	
7,73-7,78	7,76	8,10	2	54		43	13 000	
7,07-7,15	7,13	7,26			54	23	4 002	22 006

ANNEXE 11c

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF
Année 1995**

Date	BTF	Soumissions				Attributions		
		Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)		Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)	
				Émission	Séance		Émission	Séance
24.04.1995	6 semaines	18	41	14 900		20	6 004	
	13 semaines	19	54	24 870		43	13 995	
	28 semaines	17	44	8 550	48 320	30	4 998	24 997
2.05.1995	7 semaines	19	56	17 210		31	6 005	
	13 semaines	19	71	28 395		44	13 998	
	44 semaines	18	49	13 700	59 305	22	5 002	25 005
9.05.1995	6 semaines	19	52	16 590		27	7 003	
	13 semaines	19	61	19 085		38	12 002	
	26 semaines	17	45	7 200	42 875	38	4 004	23 009
15.05.1995	5 semaines	19	51	14 940		17	4 987	
	13 semaines	20	71	28 820		31	13 960	
	42 semaines	19	51	13 450	57 210	13	2 992	21 939
22.05.1995	4 semaines	18	54	16 850		15	4 002	
	13 semaines	19	72	29 890		32	15 938	
	29 semaines	18	56	9 535	56 275	33	4 980	24 920
29.05.1995	6 semaines	18	49	15 550		13	4 002	
	13 semaines	17	66	42 265		24	15 935	
	28 semaines	18	45	8 600	66 415	34	5 005	24 942
6.06.1995	4 semaines	20	52	20 060		21	6 802	
	13 semaines	20	81	51 075		31	17 491	
	52 semaines	20	61	18 550	89 685	13	6 003	30 296
12.06.1995	4 semaines	20	52	24 950		29	6 833	
	13 semaines	20	80	43 120		38	15 606	
	26 semaines	20	63	25 200	93 270	19	7 805	30 244
19.06.1995	5 semaines	19	57	28 550		16	5 990	
	13 semaines	20	69	49 220		19	13 969	
	50 semaines	20	62	12 775	90 545	48	6 988	26 947
26.06.1995	6 semaines	20	48	19 950		16	4 992	
	13 semaines	20	66	43 750		21	14 893	
	28 semaines	20	54	17 920	81 620	22	4 992	24 877
3.07.1995	13 semaines	19	61	47 700		22	14 928	
	48 semaines	18	57	19 800	67 500	16	3 001	17 929
10.07.1995	13 semaines	20	66	56 975		27	13 973	
	26 semaines	20	61	17 850	74 825	13	2 994	16 967
17.07.1995	13 semaines	20	53	42 630		19	11 840	
	46 semaines	20	49	13 520	56 150	20	2 967	14 807
24.07.1995	13 semaines	20	63	44 600		34	15 918	
	28 semaines	19	54	13 500	58 100	16	3 978	19 896
31.07.1995	13 semaines	20	64	53 700		30	15 912	
	44 semaines	19	46	19 400	73 100	7	3 981	19 893
7.08.1995	13 semaines	20	51	45 300		30	19 004	
	26 semaines	18	38	15 650	60 950	7	3 003	22 007

ANNEXE 11d

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF
Année 1995**

Attributions			Soumissions non compétitives au taux moyen pondéré			Total nominal émis (en millions de francs)		
Taux extrêmes retenus	Taux moyen pondéré	Taux de rendement actuariel	Nombre	Émission	Séance	Nombre	Émission	Séance
7,82-7,86	7,85	8,25				20	6 004	
7,72-7,78	7,76	8,10	7	658		50	14 653	
7,12-7,30	7,26	7,49	1	10	668	31	5 008	25 665
8,10-8,15	8,13	8,54	17	832		48	6 837	
8,00-8,06	8,05	8,42	17	1 939		61	15 937	
7,17-7,23	7,19	7,33	17	689	3 460	39	5 691	28 465
7,52-7,57	7,55	7,92	18	928		45	7 931	
7,23-7,27	7,25	7,56	18	1 582		56	13 584	
6,72-6,80	6,77	6,98	18	532	3 042	56	4 536	26 051
7,18-7,21	7,20	7,55	4	148		21	5 135	
6,81-6,86	6,84	7,12	15	1 532		46	15 492	
6,37-6,41	6,40	6,53	14	363	2 043	27	3 355	23 982
7,34-7,39	7,37	7,73				15	4 002	
7,02-7,06	7,05	7,34	1	72		33	16 010	
6,42-6,49	6,47	6,66	1	23	95	34	5 003	25 015
7,50-7,53	7,52	7,89				13	4 002	
7,41-7,44	7,43	7,75	7	691		31	16 626	
6,94-7,00	6,97	7,18			691	34	5 005	25 633
7,23-7,26	7,25	7,61	7	533		28	7 335	
7,08-7,11	7,10	7,40	16	2 808		47	20 299	
6,31-6,34	6,33	6,42	14	749	4 090	27	6 752	34 386
7,25-7,29	7,27	7,63	4	352		33	7 185	
7,16-7,19	7,18	7,48	12	1 394		50	17 000	
6,85-6,87	6,86	7,08	12	1 031	2 777	31	8 836	33 021
7,21-7,22	7,22	7,57	18	900		34	6 890	
7,05-7,07	7,07	7,36	18	2 087		37	16 056	
6,45-6,50	6,48	6,58	18	1 039	4 026	66	8 027	30 973
6,85-6,87	6,86	7,17	1	13		17	5 005	
6,66-6,68	6,67	6,94	2	114		23	15 007	
6,36-6,40	6,38	6,57	1	13	140	23	5 005	25 017
6,60-6,63	6,63	6,89	17	1 832		39	16 760	
6,36-6,38	6,37	6,47	17	355	2 187	33	3 356	20 116
6,17-6,20	6,19	6,43	2	161		29	14 134	
5,96-5,98	5,97	6,14	3	54	215	16	3 048	17 182
6,21-6,22	6,22	6,46	2	166		21	12 006	
5,97-6,00	5,99	6,09	2	42	208	42	3 009	15 015
6,09-6,11	6,10	6,33	2	172		36	16 090	
5,92-5,94	5,94	6,11	8	365	537	24	4 343	20 433
5,95-5,99	5,98	6,20	16	2 227		46	18 139	
5,81-5,82	5,81	5,92	16	561	2 788	23	4 542	22 681
5,75-5,78	5,77	5,98				30	19 004	
5,64-5,66	5,65	5,81				7	3 003	22 007

ANNEXE 11e

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF
Année 1995**

Date	BTF	Soumissions				Attributions			
		Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)		Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)		
				Émission	Séance		Émission	Séance	
16.08.95	13 semaines	20	63	52 900		24	19 006		
	42 semaines	20	37	13 330	66 230	2	3 001		22 007
21.08.95	13 semaines	20	54	58 900		25	19 849		
	29 semaines	20	46	16 150	75 050	18	3 932		23 781
28.08.95	13 semaines	20	74	56 330		22	21 900		
	28 semaines	20	41	14 350	70 680	3	2 995		24 895
4.09.95	13 semaines	20	56	56 100		22	18 973		
	52 semaines	20	52	11 100	67 200	26	4 930		23 903
11.09.95	13 semaines	20	58	58 440		21	21 773		
	26 semaines	20	47	15 000	73 440	11	4 000		25 773
18.09.95	13 semaines	20	54	48 750		27	16 012		
	50 semaines	20	48	17 850	66 600	5	3 001		19 013
25.09.95	13 semaines	20	64	30 270		22	11 957		
	28 semaines	18	49	11 070	41 340	27	3 986		15 943
2.10.95	13 semaines	21	59	46 600		19	8 865		
	48 semaines	20	49	11 850	58 450	19	3 000		11 865
9.10.95	13 semaines	20	71	28 857		40	13 900		
	26 semaines	18	40	11 260	40 117	22	3 000		16 900
16.10.95	13 semaines	20	71	41 780		28	12 781		
	46 semaines	17	41	9 025	50 805	18	2 974		15 755
23.10.95	13 semaines	20	66	28 100		44	14 881		
	28 semaines	17	36	8 450	36 550	28	3 930		18 811
30.10.95	5 semaines	19	51	24 860		20	5 004		
	13 semaines	21	58	27 390		32	11 986		
	44 semaines	19	43	10 550	62 800	18	3 005		19 995
6.11.95	4 semaines	20	58	27 190		24	10 008		
	13 semaines	21	60	27 447		35	12 005		
	26 semaines	18	43	12 150	66 787	26	3 006		25 019
13.11.95	5 semaines	20	49	25 400		11	4 987		
	13 semaines	20	55	32 470		18	9 975		
	42 semaines	17	40	10 450	68 320	19	3 002		17 964
20.11.95	13 semaines	21	54	45 870		23	11 742		
	29 semaines	20	48	14 150	60 020	12	3 914		15 656
27.11.95	13 semaines	20	50	18 242		19	4 886		
	28 semaines	20	50	14 200	32 442	14	2 973		7 859
4.12.95	13 semaines	19	50	14 310		25	3 978		
	52 semaines	20	48	9 120	23 430	32	3 972		7 950

ANNEXE 11f

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF
Année 1995**

Attributions			Soumissions non compétitives au taux moyen pondéré			Total nominal émis (en millions de francs)		
Taux extrêmes retenus	Taux moyen pondéré	Taux de rendement actuariel	Nombre	Émission	Séance	Nombre	Émission	Séance
5,85-5,87	5,87	6,09	3	616		27	19 622	
5,77-5,77	5,77	5,88	2	19	635	4	3 020	22 642
5,75-5,77	5,77	5,98	18	3 072		43	22 921	
5,62-5,65	5,64	5,79	14	599	3 671	32	4 531	27 452
5,80-5,83	5,82	6,03	16	3 085		38	24 985	
5,72-5,73	5,72	5,88	15	416	3 501	18	3 411	28 396
5,77-5,78	5,78	5,99	18	2 789		40	21 762	
5,58-5,65	5,63	5,71	17	797	3 586	43	5 727	27 489
5,61-5,64	5,63	5,83	1	237		22	22 010	
5,55-5,57	5,56	5,72			237	11	4 000	26 010
5,59-5,61	5,61	5,81				27	16 012	
5,54-5,55	5,54	5,62	1	4	4	6	3 005	19 017
6,36-6,41	6,38	6,63	18	1 689		40	13 646	
6,35-6,45	6,43	6,62	18	568	2 257	45	4 554	18 200
5,91-5,93	5,92	6,14	9	892		28	9 757	
6,02-6,04	6,03	6,13	5	163	1 055	24	3 163	12 920
6,95-7,04	7,01	7,30	5	1 000		45	14 900	
6,85-6,94	6,87	7,09	5	195	1 195	27	3 195	18 095
6,50-6,52	6,51	6,77	2	225		30	13 006	
6,34-6,37	6,36	6,47	1	29	254	19	3 003	16 009
7,36-7,43	7,40	7,72	17	2 187		61	17 068	
7,04-7,15	7,10	7,32	17	630	2 817	45	4 560	21 628
6,23-6,25	6,24	6,51	1	5		21	5 009	
6,25-6,27	6,26	6,50	2	31		34	12 017	
5,92-5,96	5,94	6,05	1	3	39	19	3 008	20 034
6,24-6,28	6,26	6,54	17	1 366		41	11 374	
6,27-6,31	6,30	6,54	17	1 639		52	13 644	
6,10-6,15	6,14	6,32	17	416	3 421	43	3 422	28 440
5,93-5,94	5,94	6,19	17	702		28	5 689	
6,00-6,03	6,02	6,24	17	1 394		35	11 369	
5,80-5,84	5,82	5,93	17	412	2 508	36	3 414	20 472
5,33-5,35	5,34	5,53	3	266		26	12 008	
5,26-5,28	5,27	5,41	3	92	358	15	4 006	16 014
4,90-4,93	4,92	5,08	4	119		23	5 005	
5,08-5,10	5,09	5,22	2	31	150	16	3 004	8 009
6,20-6,28	6,26	6,50	16	501		41	4 479	
5,74-5,80	5,77	5,85	16	509	1 010	48	4 481	8 960

ANNEXE 11g

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF
Année 1995**

Date	BTF	Soumissions				Attributions			
		Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)		Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)		
				Émission	Séance		Émission	Séance	
11.12.1995	4 semaines	20	56	38 695		22	11 008		
	13 semaines	20	53	15 973		27	6 006		
	26 semaines	20	47	7 920	62 588	24	3 001	20 015	
18.12.1995	13 semaines	19	52	29 135		32	10 003		
	50 semaines	17	39	11 150	40 285	21	3 007	13 010	
26.12.1995	13 semaines	20	51	32 806		25	11 009		
	28 semaines	18	41	8 740	41 546	21	4 001	15 010	
TOTAL			6 635		2 925 827	3 015			1 012 469

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 62

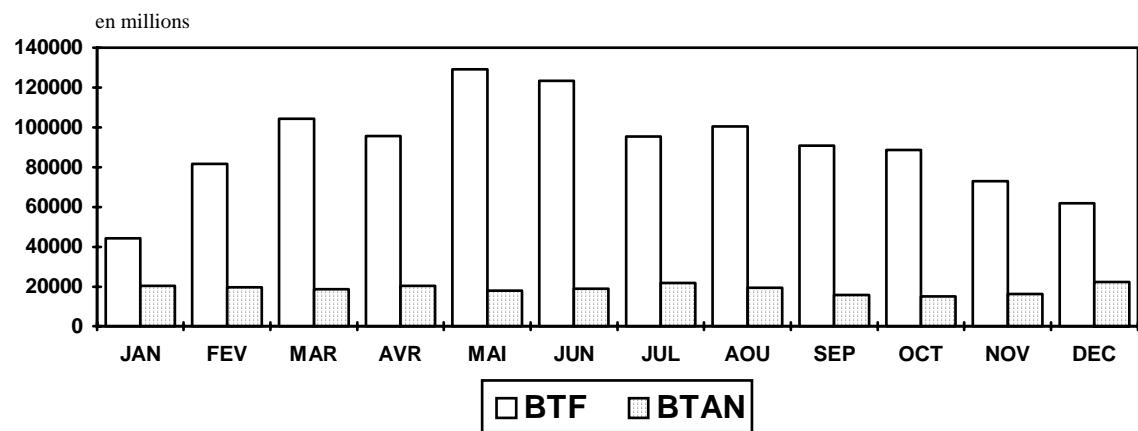
ANNEXE 11h

**TABLEAU RÉCAPITULATIF
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF
Année 1995**

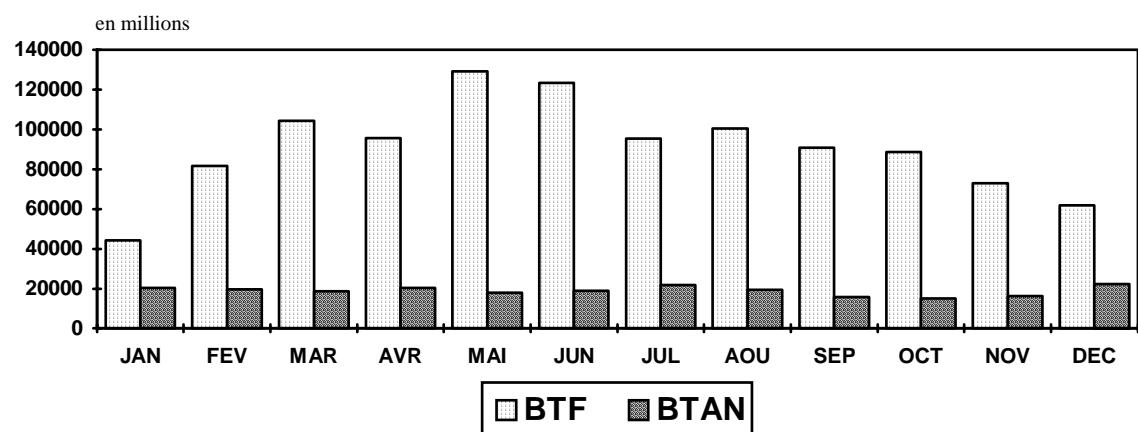
Attributions			Soumissions non compétitives au taux moyen pondéré			Total nominal émis (en millions de francs)		
Taux extrêmes retenus	Taux moyen pondéré	Taux de rendement actuariel	Nombre	Émission	Séance	Nombre	Émission	Séance
5,63-5,66	5,65	5,88	17	1 581		39	12 589	
5,65-5,68	5,67	5,87	17	866		44	6 872	
5,54-5,59	5,57	5,73	17	438	2 885	41	3 439	22 900
5,14-5,17	5,16	5,34				32	10 003	
5,09-5,12	5,11	5,19				21	3 007	13 010
4,98-5,00	4,99	5,16	16	1 512		41	12 521	
5,00-5,03	5,01	5,14	15	483	1 995	36	4 484	17 005
			1 107		75 952			1 088 421

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 62

ANNEXE 12

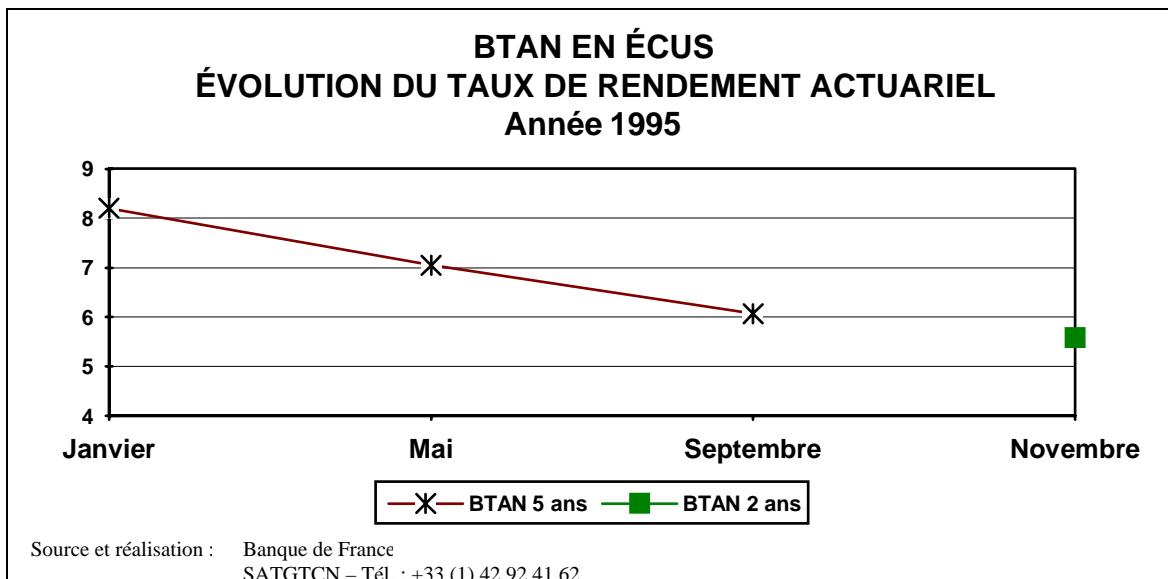
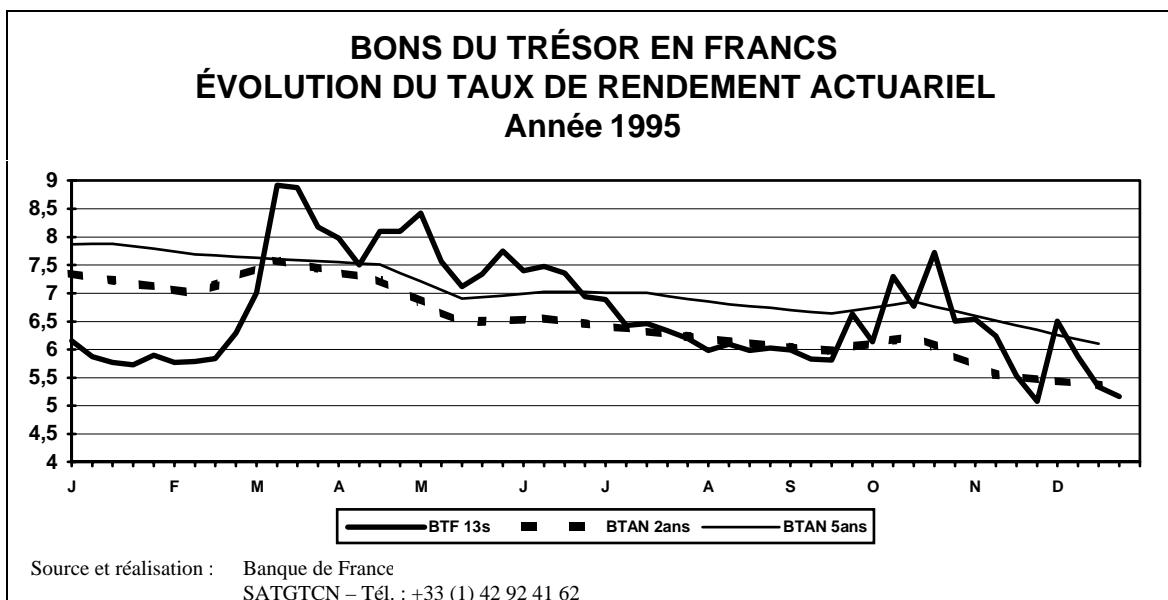
BONS DU TRÉSOR EN 1995
EN FRANCS

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 62

BONS DU TRÉSOR EN 1995
EN ÉCUS

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 62

ANNEXE 13



ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D'ACTIONS AU QUATRIÈME TRIMESTRE 1995

Les émissions de valeurs mobilières en francs et en écus par les résidents ont porté sur 131 milliards de francs au quatrième trimestre, contre 177 milliards le trimestre précédent.

CLAUDE MEILLER
Direction des Études et Statistiques monétaires
Pôle Valeurs mobilières

- Après avoir enregistré une reprise significative en septembre, l'activité sur les marchés primaires obligataires a marqué un ralentissement sensible en octobre et en novembre, avant de se redresser début décembre.
- Les émissions brutes d'obligations en francs et en écus (effectuées sur les marchés intérieur et international mais cotées à la Bourse de Paris) réglées au quatrième trimestre 1995 ont fléchi de 112 milliards de francs à 93 milliards.
- Nette des amortissements, la collecte globale s'est également réduite, revenant de 58 milliards de francs à 36 milliards.
- L'encours (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire émise en francs ou en écus par les résidents atteignait environ 4 100 milliards de francs à fin décembre 1995.
- Les émissions d'actions ont atteint 46 milliards de francs au quatrième trimestre (79 milliards le trimestre précédent).

1. Le marché primaire obligataire

L'étude du marché primaire obligataire retrace pour l'essentiel le financement des résidents en francs et en écus tant sur le marché intérieur que sur le compartiment international (on ne recense que les émissions en eurofrancs ou en euro-écus cotées à la Bourse de Paris, soit la quasi-totalité des opérations effectuées dans ces devises par les principaux émetteurs résidents).

1.1. Les principaux flux d'émissions

La fin du troisième trimestre 1995, caractérisée par la réapparition de tensions sur les changes et les taux d'intérêt, avait enregistré une chute significative des émissions d'obligations. Les marchés primaires ont connu dans l'ensemble une activité assez faible en octobre et en novembre, l'évolution du contexte national et international ayant continué de susciter l'attentisme des émetteurs, dont certains ont alors préféré saisir les opportunités d'émissions en devises, notamment en deutschemarks. Toutefois, l'annonce du plan de réforme de la Sécurité sociale s'est accompagnée, à partir de la mi-novembre, d'une légère reprise des émissions, confortée par la réouverture du marché de l'eurofranc. En décembre, dans un contexte caractérisé par la poursuite du mouvement de baisse des taux d'intérêt et par des mouvements sociaux de grande ampleur, la reprise des émissions s'est confirmée au cours de la première quinzaine du mois, tant sur le marché intérieur que sur le compartiment de l'eurofranc. À compter du 20 décembre, les émetteurs ont cependant observé la traditionnelle « trêve des confiseurs ».

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a) Ventilation par secteur émetteur

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
3 ^e trim. 1995	4 ^e trim. 1995	Année 1995	Année 1994		3 ^e trim. 1995	4 ^e trim. 1995	Année 1995	Année 1994
				ENSEMBLE DES ÉMISSIONS (FRANCS + ÉCUS)				
77,2	56,7	263,9	261,5	État	57,5	54,7	212,8	195,1
20,8	24,3	75,2	114,2	Établissements de crédit et assimilés	- 4,0	- 12,4	- 30,1	12,8
10,0	3,2	36,5	58,9	Sociétés non financières	4,5	- 9,2	5,2	17,2
-	1,0	1,0	25,4	Autres émetteurs résidents	- 1,3	- 1,4	- 4,5	19,4
108,1	85,1	376,5	460,0	Ensemble des résidents	56,6	31,2	183,3	244,6
105,2	80,6	365,2	398,4	dont émissions intérieures des résidents	61,3	33,8	200,1	200,0
2,9	4,5	11,2	61,6	dont émissions internationales des résidents	- 4,7	- 2,6	- 16,8	44,5
3,7	7,5	43,5	83,7	Non-résidents	1,6	5,0	21,0	71,2
111,8	92,6	420,0	543,8	TOTAL	58,2	36,3	204,4	315,8
105,2	80,6	371,3	403,4	dont émissions intérieures	61,3	33,8	203,3	203,7
6,6	12,0	48,7	140,3	dont émissions internationales	- 3,1	2,5	1,1	112,1

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international. Ces émissions, cotées à la Bourse de Paris, ont généralement donné lieu à un visa de la COB.

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

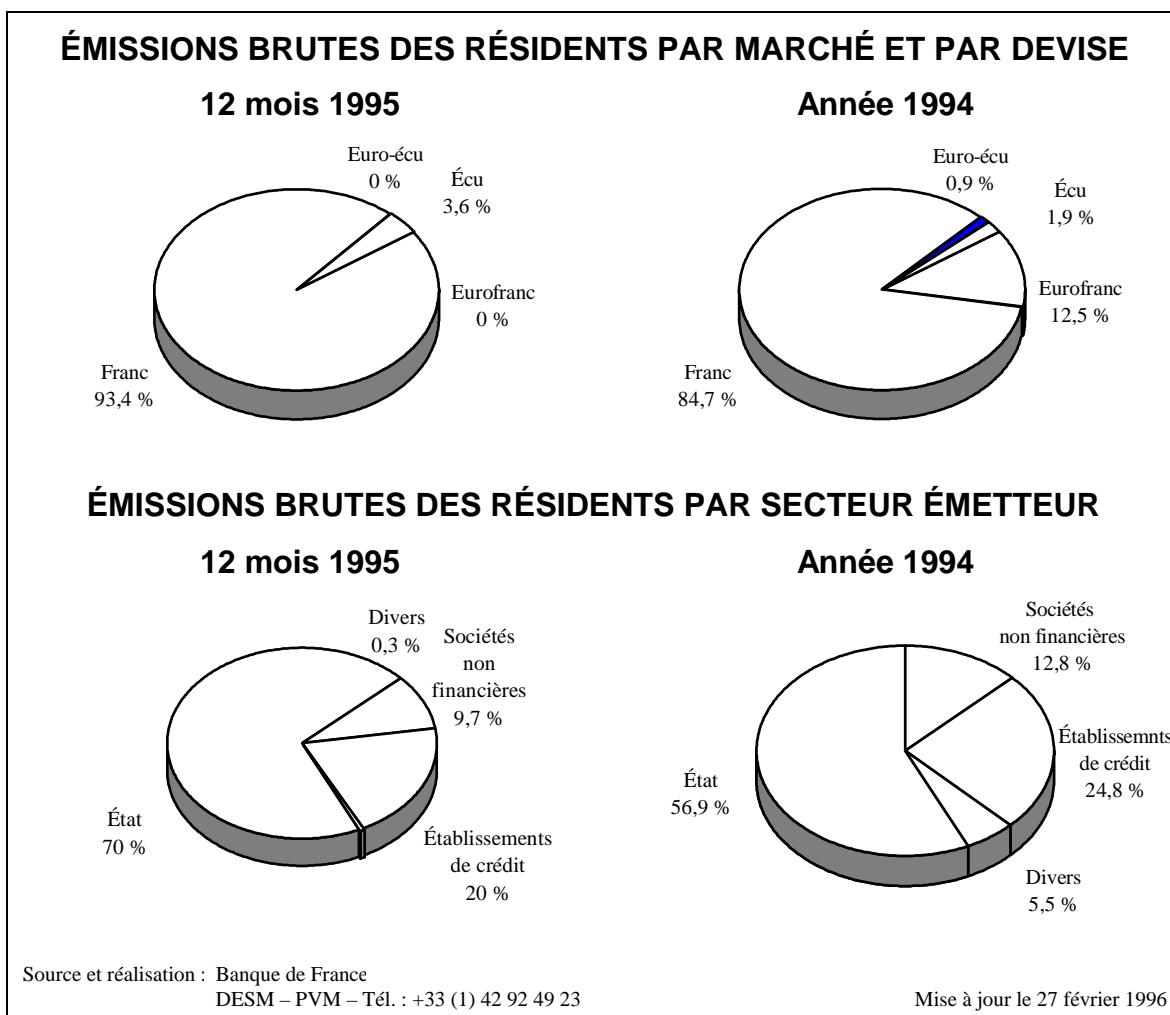
Mise à jour le 27 février 1996

Globalement, les émissions brutes réglées au cours du quatrième trimestre se sont élevées à 93 milliards de francs (112 milliards le trimestre précédent). L'essentiel (85 %) de ces émissions a été effectué en francs sur le marché intérieur et 2 % l'ont été en écus, le solde ayant été constitué d'émissions en eurofrancs. Nette des amortissements, la collecte globale s'est élevée à 36 milliards de francs, en baisse de 24 milliards sur celle du trimestre précédent.

1.2. L'activité des émetteurs résidents

Si l'on considère les opérations effectuées par les seuls émetteurs résidents, la collecte brute globale est revenue de 108 milliards de francs à 85 milliards d'un trimestre sur l'autre. Nette des amortissements, elle atteint 31 milliards de francs au quatrième trimestre 1995 (57 milliards le trimestre précédent).

Au terme de l'année 1995, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents s'est élevée à 377 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à celle correspondante de 1994 (460 milliards de francs) qui recensait l'emprunt de 22 milliards de francs émis par l'Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (Unedic) et d'importantes émissions des établissements de crédit.



ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a) Ventilation par marché							
				(en milliards de francs)			
Brutes				En date de règlement	Nettes		
3 ^e trim. 1995	4 ^e trim. 1995	Année 1995	Année 1994		3 ^e trim. 1995	4 ^e trim. 1995	Année 1995
				MARCHÉ INTÉRIEUR			
77,2	56,7	263,9	261,5	État	57,5	54,2	212,8
20,4	19,8	68,2	67,9	Établissements de crédit et assimilés	3,2	- 11,0	- 10,8
7,5	3,2	32,1	44,4	Sociétés non financières	1,9	- 8,0	2,6
-	1,0	1,0	24,6	Autres émetteurs résidents	- 1,3	- 1,4	- 4,5
105,2	80,6	365,2	398,4	Ensemble des résidents	61,3	33,8	200,1
-	-	6,0	5,0	Non-résidents	-	- 0,1	3,2
105,2	80,6	371,3	403,4	TOTAL	61,3	33,8	203,3
7,7	1,5	13,7	8,7	dont émissions en écus (b)	7,7	1,5	13,7
				MARCHÉ INTERNATIONAL			
-	-	-	-	État	-	-	-
0,4	4,5	6,9	46,3	Établissements de crédit et assimilés	- 7,2	- 1,4	- 19,3
2,5	-	4,3	14,4	Sociétés non financières	2,5	- 1,3	2,6
-	-	-	0,8	Autres émetteurs résidents	-	-	-
2,9	4,5	11,2	61,6	Ensemble des résidents	- 4,7	- 2,6	- 16,8
3,7	7,5	37,4	78,7	Non-résidents	1,6	5,1	17,8
6,6	12,0	48,7	140,3	TOTAL	- 3,1	2,5	1,1
-	-	-	5,0	dont émissions en écus	- 2,5	-	- 9,3
-	-	-	4,3	dont émissions en écus des résidents	- 2,5	-	- 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 27 février 1996

D'un trimestre sur l'autre, les émissions brutes de l'État ont diminué de 20 milliards de francs pour revenir à 57 milliards.

La quasi-totalité des fonds a été levée en francs sur deux lignes d'OAT, respectivement à 10 ans (49,3 milliards de francs sur la nouvelle ligne 7,25 % avril 2006 créée en octobre 1995¹) et à 30 ans (1,8 milliard sur la ligne 6 % octobre 2025). Le taux de rendement (au règlement) de l'OAT à 10 ans a enregistré une hausse significative en octobre puis s'est détendu en novembre et en décembre (6,88 %), affichant à cette date une diminution de 47 points de base par rapport à l'adjudication du mois de septembre 1995.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques ont atteint 3,4 milliards de francs.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus¹ réalisée le 8 novembre 1995 et qui portait sur la ligne 7,50 % avril 2005 créée en juillet 1995. Le montant nominal émis s'est élevé à 245 millions d'écus, soit environ 1,6 milliard de francs. Le taux de rendement (au règlement) est ressorti à 7,50 %, contre 7,55 % en septembre 1995.

Les remboursements d'emprunts effectués au quatrième trimestre 1995 n'ayant atteint que 3 milliards de francs, la collecte de l'État s'est établie à 54 milliards (contre 57 milliards le trimestre précédent). La part de l'État a représenté plus de 70 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1995 auprès des résidents sur l'ensemble des compartiments (à hauteur de 97 % sur le marché intérieur), contre 57 % en 1994.

La collecte brute des *autres émetteurs résidents*, réalisée entièrement en francs et en quasi-totalité sur le marché intérieur², a diminué de 2 milliards de francs d'un trimestre sur l'autre pour s'établir à 29 milliards environ (dont moins de 5 milliards émis sur le compartiment international).

Les *établissements de crédit* ont recueilli l'essentiel de ces fonds, soit 24 milliards de francs. Les *banques* ont levé 11 milliards de francs (6 milliards le trimestre précédent) et les *institutions financières spécialisées* ont de nouveau collecté près de 8 milliards de francs. Les *sociétés financières et les caisses d'épargne* ont respectivement levé 5 milliards de francs et 1 milliard. Nette des amortissements, la collecte des établissements de crédit est restée négative à hauteur de 12 milliards de francs (après un déficit de 4 milliards au troisième trimestre).

Les *sociétés non financières* ont fortement réduit, d'un trimestre sur l'autre, leur appel au marché (3 milliards de francs, contre 10 milliards le trimestre précédent). Les *grandes entreprises nationales* n'ont collecté qu'un milliard de francs et les *autres sociétés non financières* ont de nouveau levé 2 milliards de francs. Nettes des amortissements, les émissions des sociétés non financières ont enregistré un repli de 9 milliards de francs, après un excédent de 5 milliards au troisième trimestre 1995.

1.3. Les principaux événements intervenus au cours du quatrième trimestre 1995

À l'occasion de la privatisation de la société Pechiney³, 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 public⁴. 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.

Par ailleurs, 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 de francs. Au total, le montant global des émissions augmenterait de 17 milliards de francs d'une année sur l'autre. En ce

¹ En ce qui concerne son programme indicatif de financement en écus pour 1995, la direction du Trésor a privilégié, comme en 1994, un objectif de régularité (contrairement aux objectifs quantitatifs définis les années précédentes). Ainsi, l'État a procédé, dans la mesure du possible, à des adjudications de BTAN ou d'OAT en écus tous les deux mois (le deuxième mercredi du mois concerné) et pour un montant minimum de 100 millions d'écus.

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 et du manque d'intérêt de ces derniers pour les titres à long terme libellés en francs, la quasi-totalité des émissions des résidents a été effectuée sur le marché intérieur depuis le mois de janvier 1995.

³ 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.

⁴ 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 ».

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.

1.4. Les encours à fin décembre 1995

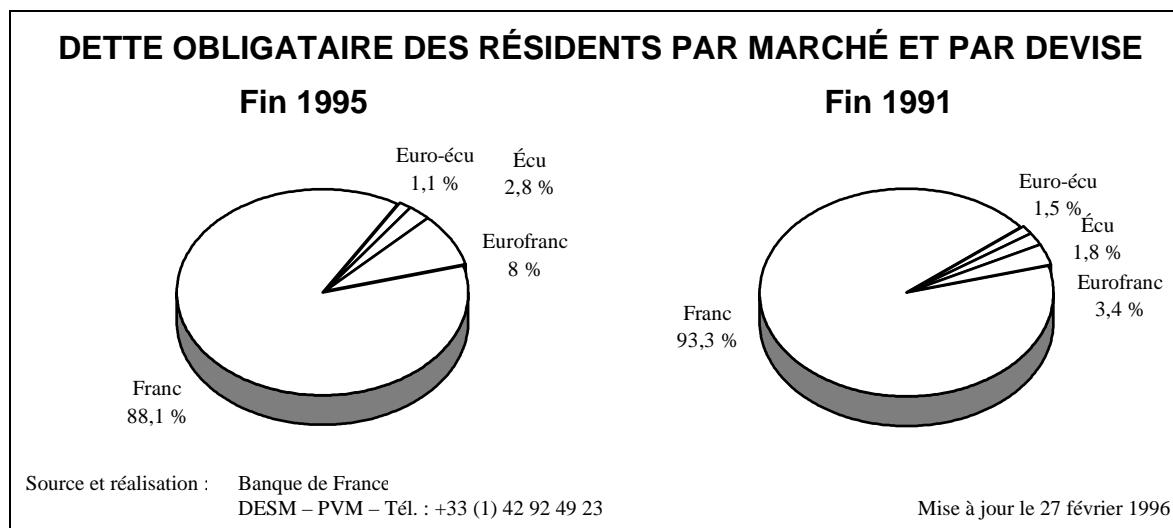
	DETTE OBLIGATAIRE EN FRANCS ET EN ÉCUS(a)				
	Fin 1991	Fin 1992	Fin 1993	Fin 1994	Fin 1995
DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
– par les résidents	2 698	2 892	3 215	3 411	3 603
– par les non-résidents	31	31	30	33	37
DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
– par les résidents	53	69	85	97	114
– par les non-résidents	1	1	1	1	1
DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
– par les résidents	97	172	292	337	326
– par les non-résidents	70	113	187	259	282
DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
– par les résidents	44	55	53	53	48
– par les non-résidents	12	12	12	8	4
TOTAL	3 007	3 346	3 876	4 200	4 414
dont dette émise par les résidents	2 892	3 188	3 645	3 898	4 090
dont dette émise par les non-résidents	115	158	231	302	324

(a) Obligations (y compris Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international, cotés à la Bourse de Paris. Contrevaleur de 7 francs pour 1 écu jusqu'en septembre 1992, puis 6,65 francs à partir de cette date.

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

Mise à jour le 27 février 1996

Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire *émise en francs ou en écus par les résidents* atteignait environ 4 100 milliards de francs à fin décembre 1995, contre 2 900 milliards fin 1991. La ventilation de cet encours par marché et par devise reflète la progression entre ces deux dates de la part émise sur le marché international (passée de moins de 5 % à plus de 9 %) ainsi que le faible accroissement relatif de la dette libellée en écus, qui représentait un peu moins de 4 % de l'encours global à fin décembre 1995, contre 3,3 % auparavant.



2. Le marché des actions¹

Les émissions d'actions réglées en numéraire sont revenues de 79 milliards de francs à 46 milliards d'un trimestre sur l'autre².

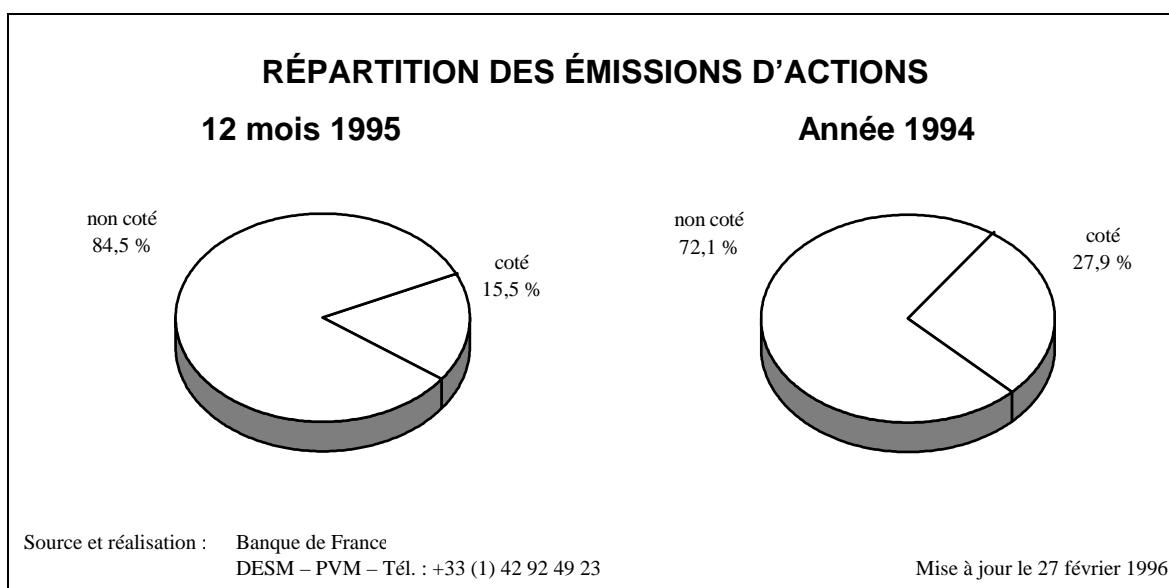
Au terme de l'année 1995, leur montant (232 milliards de francs) a fléchi de 35 milliards d'une année sur l'autre. Les émissions de titres cotés ont, pour leur part, très fortement diminué. Elles n'ont atteint que 36 milliards de francs en 1995, soit 15 % du montant total des émissions, contre 28 % pour l'ensemble de l'année 1994.

	ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT				
	Octobre 1995	Novembre 1995	Décembre 1995	Année 1995	Année 1994
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (hors PTT).....	–	–	–	0,1	0,1
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS.....	4,7	5,2	1,2	14,1	30,2
dont : Banques.....	2,4	3,2	0,9	9,1	18,6
SOCIÉTÉS ET QUASI-SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES...	29,2	73,1	43,4	213,1	228,2
– GEN (y compris PTT).....	–	15,8	–	23,4	–
– Autres sociétés.....	29,2	57,3	43,4	189,6	228,2
COMPAGNIES D'ASSURANCE.....	0,5	0,9	1,2	4,8	9,1
NON-RÉSIDENTS.....	–	–	–	–	–
TOTAL ÉMIS (a)	34,4	79,3	45,8	232,1	267,6
dont : Émissions de titres cotés (b).....	3,3	22,5	3,9	35,9	74,6
Émissions avec appel public à l'épargne (c).....	2,5	22,5	2,7	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

Source : Crédit lyonnais
 Réalisation : Banque de France
 DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 23

Mise à jour le 27 février 1996



¹ Les données postérieures au mois de mars 1995 sont élaborées conjointement par la Banque de France et la Société des bourses françaises.

² La connaissance tardive d'opérations parfois importantes conduit à conférer un caractère provisoire pendant six mois aux statistiques d'un mois donné.